



象屿地产集团有限公司

2023 年面向专业投资者公开发行住房 租赁专项公司债券（第一期）信用评 级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20231476D-01

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。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 9 日

发行人	象屿地产集团有限公司	
担保主体及评级结果	厦门象屿集团有限公司	AAA/稳定
本期债项评级结果	AAA	
发行要素	<p>发行总额不超过人民币 13.50 亿元（含 13.50 亿元），发行期限为 3 年期，在存续期第 2 年末附发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权，每年付息一次、到期一次还本。本期债券募集资金在扣除发行费用后，全部用于偿还有息债务。</p>	
评级观点	<p>中诚信国际肯定了象屿地产集团有限公司（以下简称“象屿地产”或“公司”）能够获得控股股东厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）在资金、资产划拨等方面的有力支持，项目区域布局良好，近年来销售规模显著增长，销售回款对债务保障能力很强，预收款项对未来经营业绩提供极强支撑等方面的优势。同时中诚信国际也关注到房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战，土地储备略有不足，面临一定的补货压力等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。本期债项信用等级充分考虑了厦门象屿集团有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债项还本付息的保障作用。</p>	
正面		
<ul style="list-style-type: none"> ■ 公司能够获得控股股东在资金、资产划拨等方面的有力支持 ■ 公司项目区域布局良好，近年来销售规模显著增长 ■ 销售回款对债务保障能力很强，预收款项对未来经营业绩提供支撑 ■ 有效的偿债担保措施 		
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 ■ 土地储备略有不足，面临一定的补货压力 		

项目负责人：应治亚 zyying@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

财务概况

象屿地产（合并口径）	2020	2021	2022	2023.Q1
资产总计（亿元）	260.49	425.44	849.29	906.23
所有者权益合计（亿元）	71.21	149.66	211.49	209.61
负债合计（亿元）	189.28	275.78	637.80	696.62
总债务（亿元）	101.78	143.45	238.62	240.23
营业总收入（亿元）	71.33	71.39	54.90	5.67
净利润（亿元）	8.06	0.88	4.57	-1.27
EBITDA（亿元）	12.38	5.10	7.87	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	19.12	-60.99	70.03	35.36
营业毛利率（%）	13.54	7.45	30.86	16.15
总债务/EBITDA（X）	8.22	28.12	30.33	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.21	0.78	0.58	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，因公司于 2021 年 1 月 1 日首次执行新金融工具准则、新收入准则和新租赁准则，未调整可比期间信息，2020 年财务数据根据 2021 年审计报告未按上述准则追溯调整的年初数进行列示及计算；2021 年财务数据为 2022 年审计报告期初数；2022 年财务数据为 2022 年审计报告期末数。2、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，带“*”指标已经年化处理，特此说明。3、中诚信国际将 2020~2022 年末及 2023 年 3 月末“其他流动负债”中有息债务调入短期债务，“其他非流动负债”和“长期应付款”中有息债务调入长期债务。

担保主体财务概况

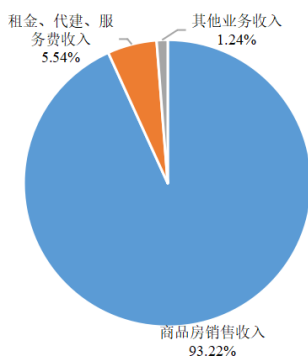
象屿集团（合并口径）	2020	2021	2022	2023.Q1
资产总计（亿元）	1,708.29	2,098.40	2,928.39	3,322.07
所有者权益合计（亿元）	476.69	628.53	831.49	860.31
负债合计（亿元）	1,231.59	1,469.87	2,096.90	2,461.77
总债务（亿元）	928.30	1,032.58	1,361.97	1,681.64
营业总收入（亿元）	3,748.35	4,843.83	5,626.22	1,333.92
净利润（亿元）	30.73	58.42	48.41	12.80
EBIT（亿元）	61.94	103.56	98.91	--
EBITDA（亿元）	75.42	122.42	127.18	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	32.95	28.66	128.52	-267.60
营业毛利率（%）	2.83	3.34	2.89	2.73
总资产收益率（%）	3.99	5.44	3.94	--
EBIT 利润率（%）	1.65	2.14	1.76	--
资产负债率（%）	72.10	70.05	71.61	74.10
总资本化比率（%）	71.77	64.50	63.90	68.38
总债务/EBITDA（X）	12.31	8.43	10.71	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.85	2.77	2.27	--
FFO/总债务（X）	0.02	0.07	0.05	--

注：中诚信国际根据象屿集团提供的其经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年合并口径财务数据分别采用了 2021 年和 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。

发行人概况

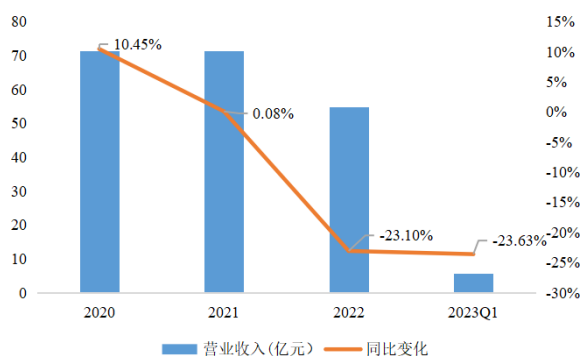
公司前身为厦门象屿建设有限责任公司，是象屿保税区管委会下属的成立于 1993 年的全民所有制企业，并于 1997 年改制为国有独资公司¹，设立厦门象屿建设有限责任公司，初始注册资本为 2,500 万元。公司历经多次增资及更名，并于 2014 年 11 月更名为现名。目前，公司主营业务以房地产开发为主，兼营商发运营、物业服务和工程代建等业务，经过 20 多年的发展，项目布局覆盖上海、江苏、浙江、天津、福建、重庆、河北等区域，其中以上海为主的长三角市场是公司的业务发展重心。2022 年实现营业总收入 54.90 亿元。

图 1：2022 年收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司财报，中诚信国际整理

产权结构：经过股东多次增资，截至 2023 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 318,155.86 万元，厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）持有公司 100% 股权，是公司的控股股东，厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门国资委”）是公司的实际控制人。

本期债券概况

本期公司债券发行总额不超过人民币 13.50 亿元（含 13.50 亿元），发行期限为 3 年期，在存续期第 2 年末附发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权，每年付息一次、到期一次还本。本期债券募集资金在扣除发行费用后，全部用于偿还有息债务。本期债券由厦门象屿集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

假设本期债券发行规模达到上限 13.50 亿元，公司总债务规模将增长 5.62% 至 253.73 亿元²，短期债务占比将小幅减少 0.45 个百分点至 7.90%，货币资金将增加 9.60% 至 154.14 亿元，现金短债比将有所优化。

发行人信用质量分析概述

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

¹ 1996 年 4 月，象屿保税区管委会出具《关于将原直属保税区管委会的五家公司划归象屿集团统一管理的批复》，决定将该委原先对直属企业保税区建设等的投资转为对象屿集团的投资，并划归厦门象屿集团有限公司统一管理。1996 年 6 月，厦门市转机建制领导小组办公室出具《关于厦门象屿保税区建设公司等六家公司规范为国有独资公司的批复》，同意将保税区建设规范为国有独资公司。1997 年 5 月，厦门工商局核准注册为国有独资公司，核准设立厦门象屿建设有限责任公司。

² 此处同比分析基于 2023 年一季度报告数据，下同。

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，象屿地产具有较为丰富的房地产开发经验，2021 年起公司加大拿地力度，销售规模实现快速增长，具有一定的规模优势；公司项目储备区域布局良好，但略有不足，在上海地区的补货压力有待关注；公司近年来拿地力度较大，但考虑到公司具备较为畅通的融资渠道，经营稳健度一般。

公司具有较为丰富的房地产开发经验，近年来新开工面积持续增加，开但竣工总量较少，不断扩充的在建项目对其后续资金投入提出更高要求；得益于 2021 年起可售资源的补充、推盘量的增加及良好的区域布局，近年来公司销售规模呈快速增长态势。

公司以房地产开发经营为主营业务，项目分布在上海、江苏、浙江、天津、福建、重庆、河北等地，产品以刚需和刚改住宅为主，经过二十多年的发展，积累了较为丰富的房地产开发经验，尤其是 2021 年以来公司业务规模快速扩张。项目开发方面，公司新开工面积呈增长态势，其中 2021 年公司新获取项目较多，新开工面积较上年大幅提升；与新开工面积相比，公司近两年竣工体量较小，主要系 2021 年以来获取的项目较多计划于 2024 年及以后竣工，目前尚未处于竣工高峰期。截至 2023 年 3 月末，公司在建面积为 437.86 万平方米，不断扩充的在建项目为公司的持续经营提供有力支撑的同时，亦对其后续资金投入提出更高要求。

表 1：近年来公司项目开竣工情况（万平方米）

	2020	2021	2022	2023.3
新开工面积	60.20	182.65	213.20	10.35

竣工面积	118.21	39.98	78.12	-
期末在建面积	149.62	292.30	427.51	437.86

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受益于推盘量的持续增加及推盘项目良好的区域布局，2020~2022 年公司全口径签约销售面积和销售金额呈快速增长趋势，销售金额权益比例分别为 70.84%、64.09%和 49.02%，权益比例呈下降趋势，合作方主要包括招商蛇口、天安中国等地产开发商。其中，公司于 2022 年加大上海市项目供应，全口径签约销售金额和销售面积分别同比大幅增长 127.06%和 73.47%，销售单价较上年有所增加。2023 年 1~3 月，受益于上海市等地项目销售情况较好，当期签约销售金额同比大幅增加，同时销售均价较上年进一步提升。

表 2：近年来公司销售情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

	2020	2021	2022	2023.Q1
销售面积（全口径）	45.56	60.96	105.75	40.36
销售金额（全口径）	96.50	158.71	360.37	157.57
销售均价（全口径）	2.12	2.60	3.41	3.90
销售面积（权益口径）	30.83	38.67	54.60	21.72
销售金额（权益口径）	68.36	101.71	177.31	84.19
销售均价（权益口径）	2.22	2.63	3.25	3.88

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域方面，近年来公司主要签约销售贡献来自于上海、苏州和福州等地，2022 年上述城市的销售金额合计占比为 92.96%，根据克而瑞 2022 年度上海房企全口径金额排行榜，公司在上海市全口径销售金额排名为第七位。2023 年 1~3 月，公司签约销售主要来自于上海、苏州、福州和南京等城市，上述城市全口径销售金额占比分别为 82.69%、6.81%、3.45%和 2.74%。

表 3：2022 年公司房地产业务销售分布情况（万平方米、亿元）

城市	全口径销售面积	占比	全口径销售金额	占比
上海	51.85	49.03%	261.62	72.60%
苏州	19.86	18.78%	44.48	12.34%
福州	16.46	15.57%	28.90	8.02%
南京	5.31	5.02%	11.51	3.19%
宁德	3.75	3.55%	4.72	1.31%
南平	3.65	3.45%	2.45	0.68%
绍兴	1.15	1.09%	2.12	0.59%
天津	1.36	1.29%	1.47	0.41%
厦门	0.51	0.48%	1.41	0.39%
唐山	1.45	1.37%	1.15	0.32%
重庆	0.40	0.38%	0.54	0.15%
总计	105.75	100.00%	360.37	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司项目储备资源略有不足，整体区域布局良好，但公司在上海后续补货情况有待关注。

截至 2023 年 3 月末，公司全口径土地储备面积³合计 254.25 万平方米，权益口径土地储备面积 141.24 万平方米，土地储备略有不足。从区域布局来看，公司土地储备主要分布于福州、苏州、上海、南平、重庆、绍兴、天津和唐山等地区，区域布局良好，但公司在上海的土地储备不足，

³ 土地储备口径为在建项目剩余未售面积、竣工项目剩余未售面积和拟建项目总可售面积之和。

同时考虑到上海土拍市场竞争较为激烈，后续补货情况有待关注。

表 4：截至 2023 年 3 月末公司全口径土地储备分布情况（万平方米）

区域	土地储备面积	占比
福州	52.17	20.52%
苏州	44.99	17.70%
上海	36.92	14.52%
南平	26.24	10.32%
重庆	20.06	7.89%
绍兴	19.64	7.72%
天津	17.24	6.78%
唐山	16.42	6.46%
厦门	12.18	4.79%
宁德	4.93	1.94%
南京	3.46	1.36%
总计	254.25	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司根据自身及市场情况调整拿地力度，2021 年开始拿地力度明显加大，但较为畅通的融资渠道可为公司业务运营及再融资提供支持，整体经营稳健度一般。

近年来公司主要通过公开市场招拍挂的方式获取土地，坚持“区域深耕”的投资策略，重点布局沪浙、江苏、海西和成渝四大区域。近年来公司主要进行合作开发，新增项目多数并表。2020~2022 年公司新增权益口径土地储备金额占当期销售金额的比例分别为 2.78%、126.10%和 68.50%，其中 2021 年公司出于对市场行情的判断及股东支持下较为充裕的流动性，在上海、苏州、重庆、绍兴、福州、宁德等地获取多宗地块，当年新增土地储备总建筑面积和土地支出金额均大幅增长；2022 年，公司土地获取区域更加聚焦，在上海市获取 6 宗地块，在苏州和厦门各获取 1 宗地块。

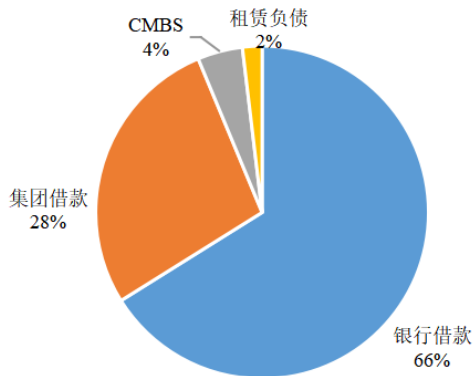
表 5：近年来公司新增土地储备情况（个、万平方米、亿元、万元/平方米）

指标	2020	2021	2022	2023.Q1
新增项目数量	1	17	8	-
新增土地储备建筑面积（全口径）	27.97	253.08	121.78	-
新增土地储备建筑面积（权益口径）	11.19	128.24	76.19	-
新增土地储备金额（全口径）	4.76	260.81	204.44	-
新增土地储备金额（权益口径）	1.90	128.26	121.46	-
新增土地储备楼面地价	0.24	1.46	2.47	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

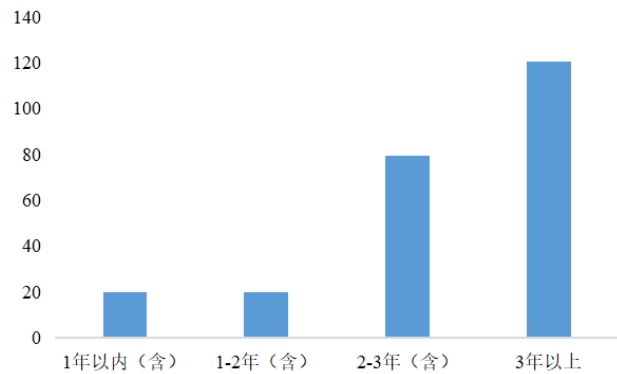
融资渠道方面，公司主要通过银行贷款和集团借款等方式进行筹资；2022 年公司综合融资成本为 5.25%。公司与金融机构保持友好合作关系，公司在多家银行取得授信且具备直接融资渠道，融资渠道较为通畅。

图 3：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 4：截至 2023 年 3 月末公司债务期限结构（亿元）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

除房地产开发外，公司亦布局商发运营、物业服务和工程代建等业务，近年来租金、物业、代建等收入实现快速增长，但占整体收入比重仍较小。持有商业物业方面，公司主要持有型物业包括厦门自贸金融中心、上海象屿大厦和昆山两岸贸易中心，出租情况稳定；长租公寓方面，公司在上海和厦门已有多个长租公寓项目开业，2022 年营业收入约 0.46 亿元；物业管理方面，截至 2023 年 3 月末，象屿物业管理面积约 376.54 万平方米；工程代建业务主要由公司与厦门市城市建设发展投资有限公司（以下简称“厦门城投”）合资公司厦门象屿港湾开发建设有限公司（以下简称“象屿港湾”）负责运营，象屿港湾具有房建、港工甲类，路桥、海洋乙类代建资格，业务范围从象屿保税区延伸至湖里、集美、同安、翔安、海沧等厦门岛内外区域。

中诚信国际认为，象屿地产近年来盈利能力一般；由于 2021 年起大幅拿地，并且多数项目并表，资产负债规模增长显著，尽管公司债务规模增长，但经营获现对债务的保障程度很强，财务杠杆逐年下降且处于很低水平，债务期限结构较好，非受限货币资金对短期债务提供充足保障。

公司近年来收入结转规模有所波动，经营性业务利润因营业收入、毛利率波动及期间费用上升的综合影响亦呈波动态势，但投资收益对公司利润形成较好补充，整体盈利能力一般。

公司主营业务突出，房产销售收入占营业总收入比重保持在 93%以上。受结算面积和结算均价的变化影响，近年来公司房地产结转收入有所波动，带动公司营业收入呈波动态势。因公司近年来结算项目的土地获取成本存在差异，商品房销售板块毛利率水平波动较大，带动公司整体毛利率呈波动态势。2023 年 1~3 月，公司营业收入同比减少 23.63%；毛利率水平较上年同期有所提升。

期间费用方面，公司销售费用和管理费用随着业务规模的扩大逐年增长，公司债务规模增长亦带动利息支出持续增加，其中 2022 年公司计入资本化的利息支出规模较大，当年财务费用有所减少，综合来看，公司期间费用率呈上升趋势。盈利方面，公司利润总额主要来源于经营性业务利润和投资收益，受营业收入和毛利率波动及期间费用上升的综合影响，近年来公司经营性业务利润波动较大。2020~2021 年公司投资收益主要来自参与的合联营项目，2022 年公司因处置昆山锦璠置业有限公司股权投资产生投资收益 3.32 亿元；此外，2022 年公司计提资产减值损失 0.66 亿元，主要系对在建的张家港项目计提存货跌价准备。近年来净利润率呈波动下降趋势，盈利能力

一般。

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
商品房销售收入	68.77	12.09	68.40	5.94	51.17	29.76	4.69	25.58
租金、物业、代建等收入	1.47	27.52	2.29	25.82	3.04	37.50	0.97	-30.07
其他业务收入	1.09	86.45	0.70	95.13	0.68	83.82	0.00	97.43
合计	71.33	13.54	71.39	7.45	54.90	30.86	5.67	16.15

注：上表合计数尾差系因四舍五入。

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	8.68%	11.48%	16.86%	39.17%
经营性业务利润	6.53	-2.41	3.14	-1.77
投资收益	4.56	2.97	3.96	0.32
资产减值损失	2.50	0.04	0.66	-
信用减值损失	-	0.01	0.02	0.00
EBITDA	12.38	5.10	7.87	--
利润总额	8.63	0.54	6.42	-1.39
净利润率	11.29%	1.24%	8.32%	-22.43%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

由于公司 2021 年起大幅拿地，并且新增项目多并表，近年来公司资产负债规模显著增长，其中公司存货规模增长较快，受收入成本结转滞后的影响，存货周转率偏低；公司债务规模增长较快，但得益于货币资金和少数股东权益的增加，净负债率降至很低水平。

由于公司 2021 年起逆周期大幅拿地，并且新增项目多并表，近年来公司资产及负债规模显著增长。具体来看，近年来存货规模增长较快，同时处于在建状态的项目始终较多，受收入成本结转滞后的影响，存货周转率持续下降且处于行业较低水平。由于公司合作项目和关联方往来款的增多，公司其他应收款及长期股权投资规模快速增长，对公司的资金管理水平提出更高要求，需对合作项目及关联方经营情况保持关注。负债方面，由于公司签约销售金额增长，2022 年以来预收款项增长较快，截至 2023 年 3 月末预收款项为 2022 年营业收入的 6.16 倍，对未来收入结转提供支撑。公司其他应付款主要为合作方对公司并表项目的往来款资金投入。随着新获取项目力度的加大以及在建项目的持续推进，公司对外融资需求亦有所增加，总债务规模呈增长态势，但债务期限结构较好。

所有者权益方面，得益于利润积累和股东增资，公司自有资本不断夯实，其中 2021 年公司收到股东象屿集团实缴出资 10.00 亿元；受并表的合作项目增多且处于建设期的影响，同时，由于公司在被投资企业的董事会或合伙人会议占多数表决权并拥有实质控制权，部分并表项目持股比例未超过 50%，公司少数股东权益规模保持较高水平，所有者权益的稳定性有待关注。财务杠杆方面，受益于股东增资以及销售回款增加带动货币资金增长，同时少数股东权益规模快速增加，公司净负债率逐年下降且处于很低水平。

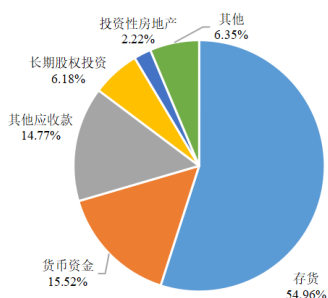
表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	35.42	44.44	108.76	140.64
其他应收款	53.24	58.35	115.62	133.84
存货	105.82	251.09	503.02	498.04
开发产品/存货	58.11%	8.86%	3.40%	2.31%
存货周转率（次/年）	0.47	0.37	0.10	--
长期股权投资	43.22	35.51	55.82	56.05
投资性房地产	11.50	11.26	20.25	20.12
流动资产占比	76.46%	86.13%	87.75%	88.49%
总资产	260.49	425.44	849.29	906.23
其他应付款	47.03	83.60	80.04	63.09
预收款项	24.96	28.78	252.86	338.30
总债务	101.78	143.45	238.62	240.23
总负债	189.28	275.78	637.80	696.62
短期债务/总债务	6.92%	15.48%	10.03%	8.35%
实收资本	21.82	31.82	31.82	31.82
未分配利润	38.50	39.56	43.19	41.79
少数股东权益	7.86	74.34	124.73	124.37
所有者权益	71.21	149.66	211.49	209.61

注：上表中预收款项含合同负债。

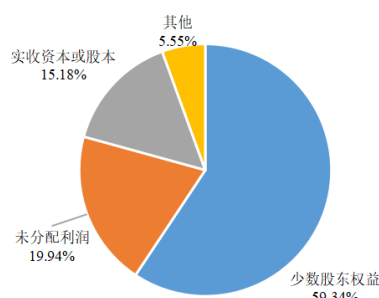
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 5：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 6：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

受债务规模增长及收入结转滞后的影响，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力有所弱化，但销售商品提供劳务收到的现金对债务本息的保障能力很强；公司债务期限结构较好，非受限货币资金对短期债务提供充足保障。

近年来公司经营活动净现金流呈现波动态势，其中 2021 年受拿地支出金额大幅增加及部分销售项目于 2022 年回款的影响，经营活动现金流呈大幅净流出状态；受益于销售业绩增长，2022 年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅增长 278.51%，经营活动净现金流转为流入。由于投资规模的扩大，2021 年及 2022 年投资活动现金流均为净流出状态，随着融资规模增长，同期筹资活动净现金流金额均为净流入。2023 年 1~3 月，得益于销售业绩的增长，公司经营活动现金流呈净流入状态。

受总债务规模增长以及收入结转滞后的影响，近年来公司 EBITDA 对债务本息的保障能力有所弱化，但得益于较好的销售回款，销售商品、提供劳务收到的现金对债务本息的保障能力很强。债务期限结构上来看，公司债务以长期债务为主，且货币资金受限比例较低，截至 2023 年 3 月末，非受限货币资金对短期债务覆盖能力很强。

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	19.12	-60.99	70.03	35.36
销售商品、提供劳务收到的现金	47.81	81.82	309.72	94.90
投资活动净现金流	15.48	-5.19	-28.46	1.22
筹资活动净现金流	-23.70	77.35	21.46	-4.25
短期债务占比	6.92	15.48	10.03	8.35
总债务/EBITDA	8.22	28.12	30.33	--
EBITDA 利息倍数	2.21	0.78	0.58	--
非受限货币资金/短期债务	2.83	1.40	3.94	6.31
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	2.13	1.75	0.77	0.63*

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限资产方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计 174.41 亿元，其中受限存货、投资性房地产、货币资金和长期股权投资账面价值分别为 143.26 亿元、13.97 亿元、14.07 亿元和 3.03 亿元，受限资产占总资产的比重为 19.25%。

截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额（不含为购房人提供的抵押贷款担保）31.58 亿元，占当期末所有者权益的比重为 15.07%。担保对象包括其控股股东及其控股股东旗下其他子公司、天津天安泛科技园开发有限公司和南京旭江置业发展有限公司，考虑到公司对并表外公司担保余额相对较小，整体或有负债风险可控。

截至 2023 年 3 月末，公司及其子公司无重大未决诉讼事项。

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，2020~2023 年 3 月末，公司本部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。

假设与预测⁴

发行人未来预测情况较最新主体报告无变化。

调整项

发行人其他调整因素较最新主体报告无变化。

外部支持

发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。

偿债保障措施

厦门象屿集团有限公司为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

象屿集团于 1995 年 11 月成立，由厦门市政府批准组建，为国有独资企业；并作为保税区开发建设的

⁴ 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。

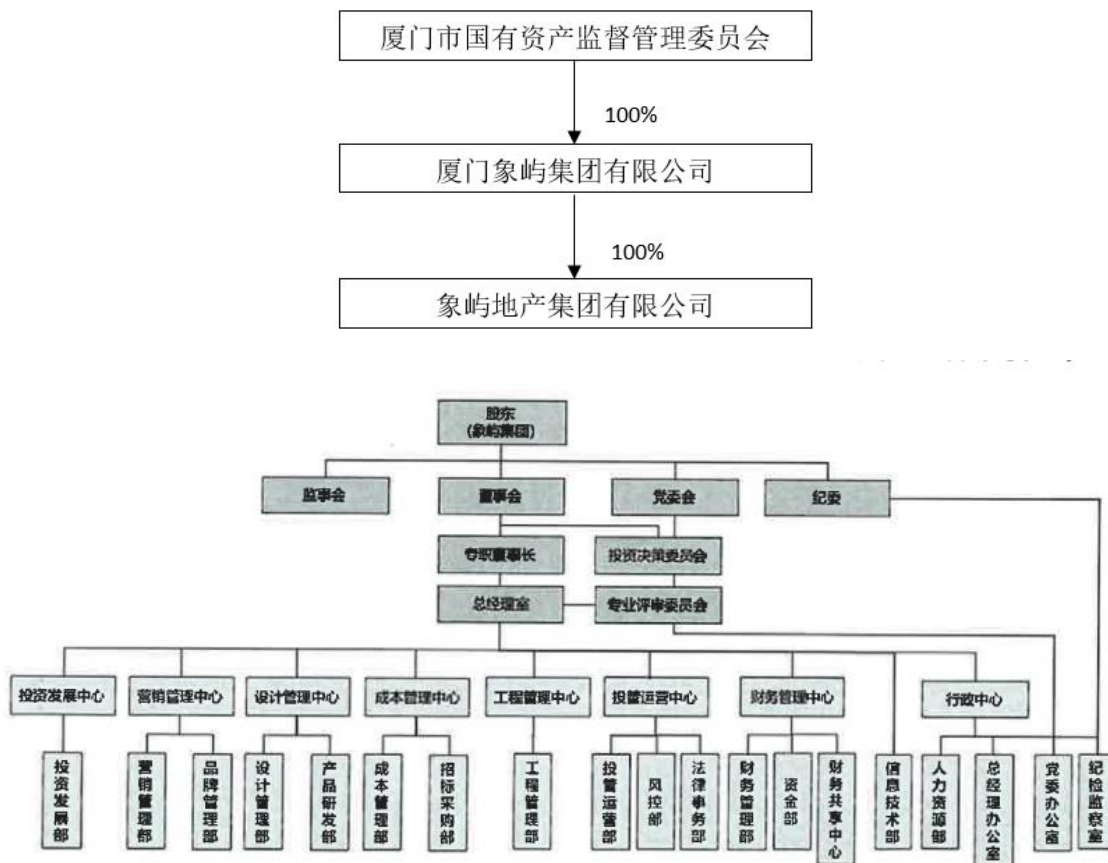
主体，具体负责象屿保税区的开发建设和国有资产的经营运作。经过多年的发展，目前象屿集团经营业务涉及供应链服务、城市开发运营、金融服务及港口航运等。2022 年，象屿集团增添港口建设及发展功能，同时其供应链及地产等板块保持较快发展势头。象屿集团供应链运营业务规模优势显著，同时象屿集团保持很强的综合物流服务能力和资源整合能力，突出的物流资源优势为供应链业务的开展提供了有力支撑。截至 2022 年末，象屿集团资产总额 2,928.39 亿元，所有者权益 831.49 亿元，资产负债率为 71.61%；2022 年，象屿集团实现营业收入 5,626.22 亿元，净利润 48.41 亿元。

综合来看，中诚信国际评定象屿集团主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债项还本付息起到有力保障作用。

评级结论

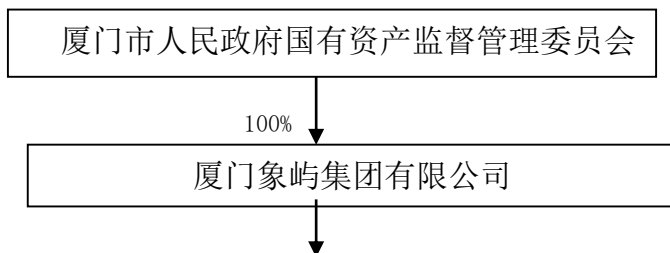
综上所述，中诚信国际评定“象屿地产集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行住房租赁专项公司债券（第一期）”的信用等级为 **AAA**。

附一：象屿地产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：厦门象屿集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



子公司名称	合计持股比例	子公司名称	合计持股比例
厦门象屿投资有限公司	100.00%	象佳兴投资咨询有限公司	100.00%
香港象屿投资有限公司	100.00%	厦门国际邮轮母港集团有限公司	100.00%
厦门象屿金象控股集团有限公司	100.00%	厦门市象屿创盛投资合伙企业（有限合伙）	85.00%
象屿地产集团有限公司	100.00%	厦门象盛投资合伙企业（有限合伙）	40.02%
厦门象屿股份有限公司	50.93%	厦门象彩投资合伙企业（有限合伙）	30.07%
黑龙江金象生化有限责任公司	59.12%	厦门自贸投资发展有限公司	100.00%
厦门象屿兴泓科技发展有限公司	51.00%	厦门象晨投资合伙企业（有限合伙）	100.00%
厦门象盛镍业有限公司	51.00%	榆林象道物流有限公司	60.00%
厦门象屿产业发展集团有限公司	100.00%	厦门象玖投资合伙企业（有限合伙）	100.00%
香港象屿采颐有限公司	100.00%	厦门象昆投资合伙企业（有限合伙）	100.00%
福建象屿壳牌石油有限责任公司	51.00%	厦门铁路物流投资有限责任公司	55.56%



资料来源：公司提供

附三：象屿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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	354,188.90	444,416.58	1,087,557.34	1,406,409.57
其他应收款	532,393.75	583,499.22	1,156,162.78	1,338,384.54
存货	1,058,174.28	2,510,856.09	5,030,248.71	4,980,392.56
长期投资	454,191.97	384,796.35	626,775.17	628,982.07
固定资产	6,944.50	7,523.98	9,075.16	8,977.19
在建工程	243.18	3,116.45	10,740.16	12,314.54
无形资产	1,518.74	1,458.67	7,344.88	7,265.00
投资性房地产	115,000.72	112,552.82	202,532.91	201,201.83
资产总计	2,604,874.05	4,254,384.94	8,492,884.53	9,062,273.70
预收款项	249,560.01	287,819.06	2,528,610.67	3,382,976.81
其他应付款	470,280.77	836,035.35	800,399.43	630,858.53
短期债务	70,385.00	222,061.00	239,319.74	200,553.78
长期债务	947,380.12	1,212,460.30	2,146,881.08	2,201,773.02
总债务	1,017,765.11	1,434,521.30	2,386,200.82	2,402,326.79
净债务	818,236.21	1,123,043.00	1,443,795.74	1,136,617.22
负债合计	1,892,771.37	2,757,763.29	6,377,956.86	6,966,157.61
所有者权益合计	712,102.67	1,496,621.66	2,114,927.67	2,096,116.09
利息支出	55,982.22	65,685.25	135,848.45	--
营业总收入	713,298.51	713,866.61	548,996.42	56,655.57
经营性业务利润	65,266.79	-24,118.69	31,423.09	-17,683.21
投资收益	45,624.00	29,736.34	39,640.64	3,220.12
净利润	80,557.47	8,840.28	45,687.87	-12,709.99
EBIT	119,381.16	43,530.86	68,250.97	--
EBITDA	123,840.60	51,006.48	78,684.30	--
销售商品、提供劳务收到的现金	478,110.71	818,246.07	3,097,183.05	948,951.17
经营活动产生的现金流量净额	191,205.15	-609,910.41	700,327.80	353,590.20
投资活动产生的现金流量净额	154,828.63	-51,894.90	-284,576.50	12,226.01
筹资活动产生的现金流量净额	-236,995.18	773,472.38	214,551.09	-42,489.36

财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	13.54	7.45	30.86	16.15
期间费用率（%）	8.68	11.48	16.86	39.17
EBITDA 利润率	17.36	7.15	14.33	--
净利润率（%）	11.29	1.24	8.32	-22.43
净资产收益率（%）	11.18	0.80	2.53	--
存货周转率（X）	0.47	0.37	0.10	--
资产负债率（%）	72.66	64.82	75.10	76.87
总资本化比率（%）	58.83	48.94	53.01	53.40
短期债务/总债务（%）	6.92	15.48	10.03	8.35
非受限货币资金/短期债务（X）	2.83	1.40	3.94	6.31
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.13	-0.47	0.24	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	1.92	-3.04	2.36	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	3.42	-9.29	5.16	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	2.13	1.75	0.77	0.63*
总债务/EBITDA（X）	8.22	28.12	30.33	--
EBITDA/短期债务（X）	1.76	0.23	0.33	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.21	0.78	0.58	--

注：1、2023 年一季度报未经审计；2、将合同负债计入预收款项，将研发费用计入管理费用；3、带*指标已经年化处理。

附四：厦门象屿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：亿元)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
货币资金	194.50	257.25	381.97	413.51
应收账款	93.74	96.33	135.26	178.92
其他应收款	89.08	81.17	169.08	198.85
存货	410.98	591.18	926.28	1,129.08
长期投资	114.23	170.87	253.61	250.81
固定资产	186.54	299.62	380.62	373.25
在建工程	115.55	54.82	46.73	44.19
无形资产	35.55	38.49	41.14	41.07
资产总计	1,708.29	2,098.40	2,928.39	3,322.07
其他应付款	91.80	135.82	130.44	132.72
短期债务	535.30	603.39	788.68	1,076.00
长期债务	392.99	429.19	573.29	605.64
总债务	928.30	1,032.58	1,361.97	1,681.64
净债务	773.85	845.65	1,052.89	1,268.13
负债合计	1,231.59	1,469.87	2,096.90	2,461.77
所有者权益合计	476.69	628.53	831.49	860.31
利息支出	40.67	44.13	56.13	--
营业总收入	3,748.35	4,843.83	5,626.22	1,333.92
经营性业务利润	32.62	76.69	71.21	10.11
投资收益	8.74	3.44	11.39	-0.22
净利润	30.73	58.42	48.41	12.80
EBIT	61.94	103.56	98.91	--
EBITDA	75.42	122.42	127.18	--
经营活动产生的现金流量净额	32.95	28.66	128.52	-267.60
投资活动产生的现金流量净额	-100.30	-118.57	-126.78	-5.05
筹资活动产生的现金流量净额	139.13	123.13	117.45	291.35
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
营业毛利率（%）	2.83	3.34	2.89	2.73
期间费用率（%）	2.01	1.73	1.54	1.91
EBIT 利润率（%）	1.65	2.14	1.76	--
总资产收益率（%）	3.99	5.44	3.94	--
流动比率（X）	1.22	1.30	1.29	1.25
速动比率（X）	0.78	0.75	0.70	0.66
存货周转率（X）	9.20	9.34	7.20	5.05*
应收账款周转率（X）	49.24	50.36	45.81	32.70*
资产负债率（%）	72.10	70.05	71.61	74.10
总资本化比率（%）	71.77	64.50	63.90	68.38
短期债务/总债务（%）	57.67	58.44	57.91	63.99
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.01	-0.01	0.05	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.01	-0.02	0.09	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.81	0.65	2.29	--
总债务/EBITDA（X）	12.31	8.43	10.71	--
EBITDA/短期债务（X）	0.14	0.20	0.16	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.85	2.77	2.27	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.52	2.35	1.76	--
FFO/总债务（X）	0.02	0.07	0.05	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务，将衍生金融负债调整至短期债务，将资产支持专项计划金额由长期应付科目调整至长期债务；3、带*指标已经年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
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	
资本结构	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
	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
	净利润率	净利润/营业收入
现金流	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
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
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/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，影响报表使用人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。

附六：象屿集团基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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
资本结构	
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
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+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
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
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
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	
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/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
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	
EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息保障倍数	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，影响报表使用人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。

附七：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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。



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