

信用等级公告

联合〔2020〕369号

中交地产股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中交地产股份有限公司主体长期信用状况和拟面向专业投资者公开发行的 2020 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

中交地产股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

中交地产股份有限公司拟面向专业投资者公开发行的 2020 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

中交地产股份有限公司

2020 年面向专业投资者公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 7.00 亿元（含）

债券期限：不超过 5 年（含 5 年）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

担保方：中交房地产集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

评级时间：2020 年 5 月 9 日

主要财务数据

发行人

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	327.23	402.30	474.92
所有者权益（亿元）	37.42	42.30	62.61
长期债务（亿元）	94.77	98.02	128.37
全部债务（亿元）	163.70	143.17	214.06
营业收入（亿元）	57.94	89.48	140.63
净利润（亿元）	7.83	11.52	11.22
EBITDA（亿元）	13.17	18.65	22.57
经营性净现金流（亿元）	-36.14	57.96	-46.12
营业利润率（%）	24.62	21.96	21.32
净资产收益率（%）	25.21	28.90	21.39
资产负债率（%）	88.56	89.48	86.82
全部债务资本化比率（%）	81.39	77.19	77.37
流动比率（倍）	1.56	1.43	1.58
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.13	0.11
EBITDA 利息倍数（倍）	1.41	1.77	2.05
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.88	2.66	3.22

担保方

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	2,225.98	2,961.71	3,439.86	3,938.47
所有者权益（亿元）	442.13	520.26	657.10	723.18
营业收入（亿元）	374.83	546.51	744.72	329.25
净利润（亿元）	8.17	23.49	28.57	24.01
资产负债率（%）	80.14	82.43	80.90	81.64

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 公司其他应付款中付息部分已调整入短期债务，长期应付款中付息部分已调整计入长期债务

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中交地产股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为央企中交房地产集团有限公司（以下简称“中交房地产集团”）的下属唯一房地产A股上市平台，具有很强的股东背景和品牌优势；公司项目区域布局较好，签约销售金额逐年增长，为未来收益提供了一定保障。同时，联合评级也关注到，公司所在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、部分项目去化较慢、待售项目区域较为集中、在建项目未来资本支出压力较大、债务规模快速扩张且负担较重等因素对公司信用水平带来不利影响。

未来随着公司在建项目的开发和销售，以及预售项目的完工结转，公司收入规模和盈利水平有望提高。

本次债券由中交房地产集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中交房地产集团作为大型央企中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）发展房地产业务的唯一平台，在资产规模、品牌知名度、融资渠道、银行授信规模等方面具有很强的竞争优势，其提供的担保对本次债券的信用状况具有显著的提升作用。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司可持续获得控股股东在各方面的支持。公司作为中交房地产集团在房地产板块唯一 A 股上市平台，可持续获得股东中交房地产集团在经营管理、项目获取以及融资等方面的支持。2019 年初至 2020 年 3 月末，公司共获得中交地产集团累计 57.5 亿元的借款支持以及

150 亿元的担保支持。

2. 公司不断优化投资布局，土地储备位置较好。近三年，公司新拓展多个城市，项目储备主要位于二三线城市，项目区域布局较好。

3. 公司销售金额持续增长。近三年，公司签约金额保持较快增长，同时结转金额逐年增长，盈利水平提升。

4. 担保方是中交集团发展房地产业务的唯一平台，其提供的担保对本次债券的信用状况有显著提升作用。中交房地产集团作为大型央企中交集团发展房地产业务的唯一平台，在资产规模、品牌知名度、融资渠道、银行授信等方面具有很强的优势，其提供的担保对本次债券的信用状况具有显著的提升作用。

关注

1. 公司在建房地产业务集中度较高且部分项目去化较慢。公司部分项目因业态原因去化较慢，未来存在一定的去化压力；主要在建及待售项目的区域集中度高，易受重庆区域房地产市场影响。

2. 公司权益稳定性一般，债务负担较重。公司所有者权益中未分类利润和少数股东权益占比较高，权益稳定性一般；公司债务规模增长较快，整体债务负担较重。

3. 公司及担保方资本支出压力较大。公司及担保方在建项目尚需投入较大规模的资金，未来存在较大的资本支出压力。

分析师

支亚梅 登记编号（R0040216100002）

曹梦茹 登记编号（R0040218090002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告仅用于相关决策参考，并非是联合评级对本报告使用人进行投资、借贷等交易行为的建议，也不能作为本报告使用人进行投资等行为的依据。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

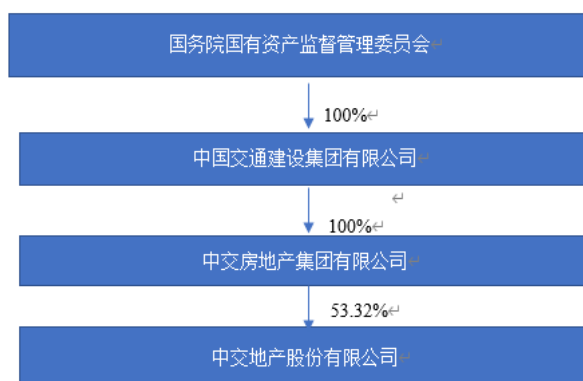
支亚楠 曹芳芳


联合信用评级有限公司

一、主体概况

中交地产股份有限公司（以下简称“公司”或“中交地产”）前身为重庆国际实业投资股份有限公司，系经重庆市经济体制改革委员会渝改革[1992]148号文批准，由中国重庆国际经济技术合作公司联合重庆市建设投资公司等单位共同发起，采用定向募集方式设立的股份有限公司。公司成立于1993年2月3日，设立时公司股本为人民币5,000.00万元。1997年4月经中国证监会证监发字[1997]119号文和证监发字[1997]120号文批准，公司在深圳证券交易所发行普通股1,000万股，发行后股本总额人民币为6,000.00万元（股票简称“重庆实业”，股票代码“000736.SZ”）。2013年12月，公司更名为“中房地产股份有限公司”，股票简称相应更为“中房地产”，股票代码不变。2017年10月，公司名称变更为“中交地产股份有限公司”，股票简称变更为“中交地产”，股票代码不变。历经多次股权转让、配售、资产重组和股权分置改革，截至2017年底，中住地产开发有限公司（以下简称“中住地产”）为直接控股股东，持股比例为53.32%，国务院国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。2018年12月5日，经中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）批复，并经深圳证券交易所办理过户手续，公司直接控股股东由中住地产变更为中交房地产集团。截至2019年底，公司注册资本为53,494.90万元，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）为公司实际控制人。截至2020年4月3日，公司共有5笔股份质押情况¹，其中无限售股份质押4,559.36万股，有限售股份质押数量0万股，质押比例8.52%。

图 1 截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：从事房地产开发经营业务，实业投资，物业管理，高科技开发，设备租赁，代理各类商品及技术的进出口业务（国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外），国际经济技术合作的往来函调查及咨询服务；销售矿产品（不含国家规定产品），化工产品，建筑材料，装饰材料（以上不含危险化学品），汽车（不含九座及九座以下乘用车），摩托车及零部件，五金，交电，木材，钢材，日用百货，纺织品，工艺美术品（不含金银饰品）。中小型水、火力发电成套设备的开发、制造、销售及技术服务（国家有专项管理规定的除外）。

截至 2020 年 3 月底，公司本部下设战略发展部、投资管理部、运营管理部、营销策划部、商业管理部、研发设计部、成本管理部、工程管理部、财务金融部、人力资源部、审计部、法律部、董事会办公室等 16 个职能部门。截至 2019 年底，公司纳入合并范围内子公司 47 家，在职员工 1,092

¹ 数据来源中国证券登记结算有限公司官网查询

人。

截至2019年底，公司合并资产总额474.92亿元，负债总额412.31亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计62.61亿元，其中归属于母公司的所有者权益27.35亿元。2019年，公司实现营业收入140.63亿元，净利润（含少数股东损益）11.22亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为5.43亿元；经营活动产生的现金流量净额-46.12亿元，现金及现金等价物净增加额为10.56亿元。

公司注册地址：重庆市江北区观音桥建新北路 86 号；法定代表人：李永前。

二、本次债券发行及募集资金使用情况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“中交地产股份有限公司2020年面向专业投资者公开发行公司债券”，本次债券发行总额为不超过人民币7.00亿元（含7.00亿元），期限不超过5年（含5年）。本次债券为固定利率债券，最终票面利率由公司和承销商根据市场询价结果协商确定。本次债券按年付息、到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券由中交房地产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。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券在扣除发行费用后的募集资金净额将用于偿还公司债券。

三、行业分析

公司目前主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

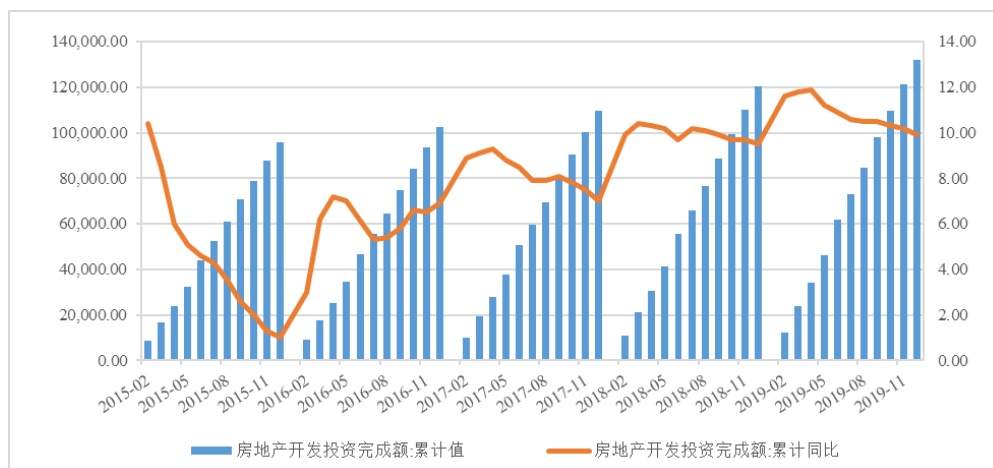
1. 行业概况

房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，房地产投资增速在 2017 年后均保持高位，但 2019 年二季度后投资虽在高位但已呈现下降趋势。

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过二十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,580.61 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.88 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,798.53 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控政策影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 个月回落 0.20 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高速增长下继续维持在高位。2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。

图2 2015—2019年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

2. 市场供需

（1）土地供应状况

2017年，受土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落；2018年后，房地产开发企业拿地趋于理性，土地溢价率继续走低。

土地是房地产开发企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、融资审批等手段限制房地产开发企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房地产开发企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

根据中指数据统计的全国300个城市土地市场数据，2017年，全国300个城市土地成交面积95,036万平方米，同比增长8%；土地出让金总额为40,623亿元，同比增长38%。其中，住宅用地成交面积35,433万平方米，同比增长24%；商办类用地成交土地面积10,225万平方米，同比减少10%。分城市来看，2017年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率均有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化。

2018年，土地供应量继续上扬，全国300个城市土地供应量128,440万平方米，同比增长20%；土地成交面积105,492万平方米，同比增长14%。其中，住宅用地成交面积38,931万平方米，同比增长10%；土地出让金总额为41,773亿元，同比微增2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房地产开发企业拿地趋于理性。分城市来看，2018年，一线城市供地节奏放缓，同比下降12%，成交指标均降，其中出让金总额下降12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2019年，全国300个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二线城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。分城市来看，一线城市供求同比双涨，但楼面均价有所下滑，溢价率同比变化不大；二线城市供求小幅上涨，土地出让金总额和楼面均价分别同比增长28%和18%，溢价率较上年同期增加1个百分点；三四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑，土地出让金和楼面均价继续走高。

表 1 2017—2019 年全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
推出面积	111,907	128,440	129,816
同比	8	20	1
成交面积	95,036	105,492	106,568
同比	8	14	-1
出让金	40,623	41,773	50,294
同比	38	2	19
楼面均价	2,374	2,159	2,507
同比	26	-11	17
土地平均溢价率	29	13	13
同比	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 0.02 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

（2）开发资金来源状况

2017 年房地产市场调控后融资环境再次趋紧，房地产开发企业资金压力较大；2018 年，货币政策结构性宽松，2019 年一季度房地产开发企业融资环境有所回暖，但二季度再遇收紧，房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向。

2016 年宽松信贷政策后，2017 年房地产开发企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,052.62 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,241.76 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872.21 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770.46 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,693.57 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906.31 亿元，同比下降 2.00%。

2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房地产开发企业发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房地产开发企业加快回款所致。随着政策对房地产开发企业融资的限制，房地产开发企业自身造血能力对房地产开发企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。

2019 年一季度，受益于多项稳经济、宽信用政策发力，房地产行业融资环境有所改善。2019 年 4 月开始，随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出，以及土地市场上高溢价地块的多次出现，房地产开发企业的融资环境开始有所收紧；2019 年 5 月以来，监管层收紧房地产开发贷款、信托借款和海外美元债等房地产开发企业重要融资渠道，融资端政策超预期收紧。2019 年，房地产开发企业到位资金 178,608.59 亿元，同比增长 7.60%，增速较上年提高 1.20 个百分点。其中国内贷款资金同比增长 5.10%，自 2019 年 8 月以来继续回落，在融资监管趋严预期下增速有收窄迹象；自筹资金同比增长 4.20%，继续低位运行；定金及预收款和个人按揭贷款分别同比增长 10.70% 和 15.10%，增速较前 11 月有所回升。

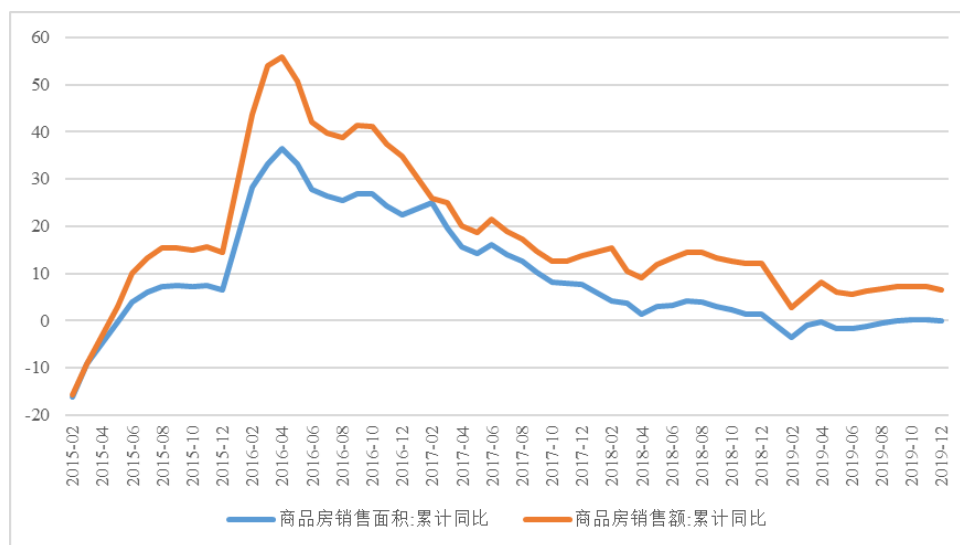
（3）市场供需情况

2017 年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布；2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑，一、二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。2019 年，房地产销售面积虽负增长，但仍保持一定韧性，销售价格的稳定增长带动销售额继续创新高。

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,407.82 万平方米，同比增长 7.70%，增速较上年大幅下降。其中城市间分化显现，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二

线城市房地产销售市场亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,483.73 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486.41 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923.00 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

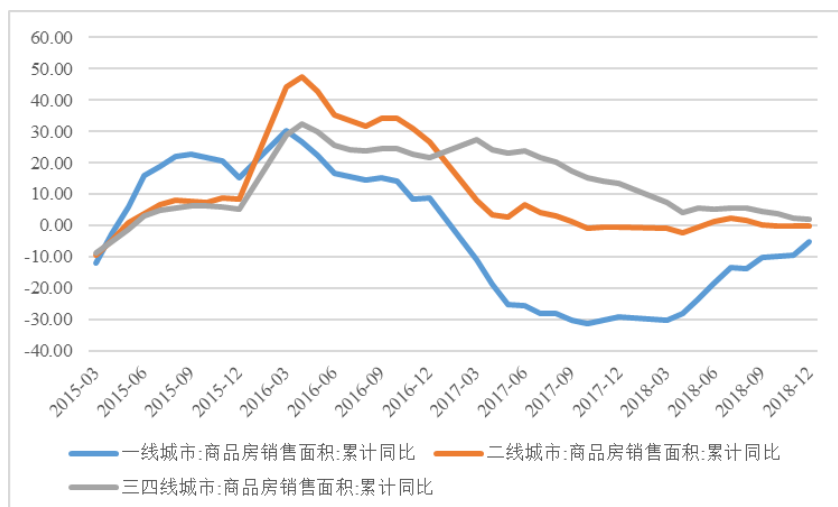
图 3 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理

2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，房地产销售面积及销售金额同比增速处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下滑 6.40 个百分点；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下滑 1.50 个百分点。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年末减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年末增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图4 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



注：二线城市数据用 Wind 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一、二线数据进行模拟代替
资料来源：Wind，联合评级搜集整理

2019 年，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈微幅负增长；全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点，销售额在售价逐渐走高的基础上，仍保持一定增长。2019 年，房地产开发企业房屋施工面积 893,820.89 万平方米，同比增长 8.70%，增速较上年增长 3.50 个百分点，主要系房企为加快资金回笼，加快施工速度所致；房屋竣工面积 95,941.53 万平方米，同比增长 2.60%。总体看，2019 年房地产市场销售下行压力中韧性前行。

（4）销售价格情况

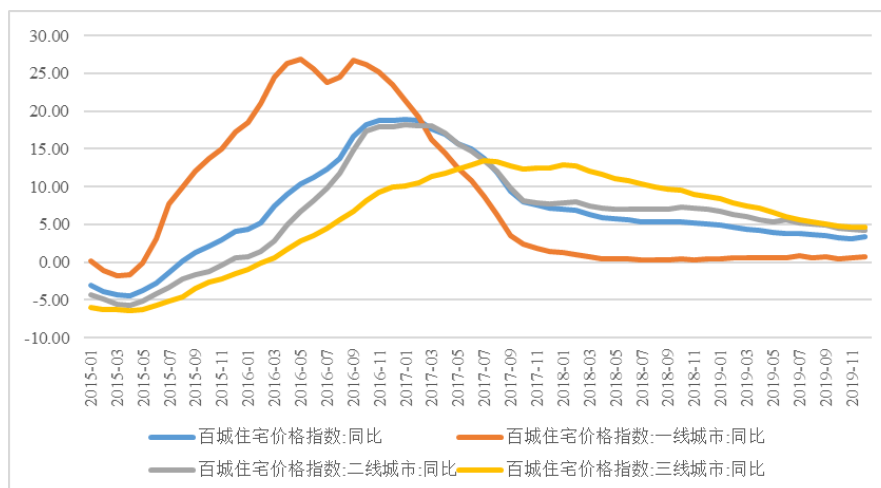
2017 年和 2018 年，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速降缓；2019 年，一线城市价格增速触底回升，二、三线城市价格增速继续下探，总体百城价格指数 2019 年虽有上涨但增速逐步回落。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓。其中一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

2018 年末，百城住宅价格指数中一线城市同比增长 0.40%、二线城市同比增长 7.08%、三线城市同比增长 8.71%，一、二、三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓。

2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，百城住宅价格指数同比增速自 2017 年 3 月以来继续收窄。其中，一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，2019 年末价格上涨 0.71%，较上年同期扩大 0.31 个百分点；二、三线城市住宅价格指数增速继续下探，二线城市 2019 年末价格指数同比收窄 2.84 个百分点，三四线代表城市 2019 年末价格指数同比收窄 4.11 个百分点。

图 5 2015—2019 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理

3. 行业竞争

随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长、企业分化加剧、行业集中度不断提高的发展态势。

2017年，房地产市场集中度继续提高，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比分别为24.16%和32.46%，分别较上年提高5.44和7.23个百分点；前10名和前20名房地产开发企业销售面积分别为15.38%和20.03%，分别较上年提高2.84和3.82个百分点，从侧面反映出优质城市资源不断向大型房地产开发企业倾斜的态势。2018年，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比分别为26.89%和38.32%；前10名和前20名房地产开发企业销售面积占比分别为19.08%和25.74%，集中度继续提升。2019年，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比均较2018年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

表 2 2017—2019 年前 10 名与前 20 名房地产开发企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
前 10 大企业销售额占比	24.16	26.89	26.28
前 20 大企业销售额占比	32.46	38.32	37.14
前 10 大企业销售面积占比	15.38	19.08	19.95
前 20 大企业销售面积占比	20.03	25.74	27.07

资料来源：Wind，联合评级整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产开发企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。据 CRIC 统计的 2019 年房地产开发企业销售额情况，碧桂园、万科地产、中国恒大和融创中国全口径销售额均步入 5,000 亿元，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿元；保利发展、绿地控股、中海地产迈入 3,000 亿元门槛；新城控股、世茂房地产、华润置地、龙湖集团、招商蛇口、阳光城、金地集团、旭辉集团进入 2,000 亿元阵营，另有 19 家房地产开发企业销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2020 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	保利发展

2	碧桂园	7	龙湖集团
3	万科企业	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	中海集团	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

4. 行业政策

2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年中央多次会议继续坚持房住不炒、因城施策思路，继续推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展。2020年一季度，国家坚持“房住不炒”定位，地方因城施策较灵活。

2016年下半年，全国房地产市场继续升温，为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。一方面，预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2017年3月	2017年3月以来，全国一线及重点二、三线约30个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017年4月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017年7月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017年8月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017年10月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017年12月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018年3月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018年7月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018年12月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018年12月	2018年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019年1月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019年3月	2019年3月《政府工作报告》提出“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”
2019年4月	中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”
2019年5月	银保监会发布《“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号），严查房地产违规融资

2019年7月	中央政治局会议提到“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”
2019年8月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64号），要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019年12月	中央经济工作会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展”
2020年3月	国务院发布了《关于授权和委托用地审批权的决定》，主要把两种审批权“下放”，一是将永久基本农田以外的农用地转为建设用地的审批权限“下放”到省、市、自治区；二是将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批权限“下放”到部分试点区域，首批试点省份为北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆，试点期限1年

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”。2017年12月，中央经济工作会议指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”。2017年，国家坚持“房住不炒”，并提出分类调控，因城因地施策。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。2018年12月，中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。临近2018年末，部分城市调控政策微调，但政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”；二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。针对2019年一季度部分城市房地产市场出现过热苗头，中央政治局在4月和7月的政治局会议上重申“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。银保监会接连在2019年5月和8月下发相应文件，对房地产融资进行控制；2019年12月，中央经济工作会议重申“房住不炒”基调。房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月16日，财政部部长在《积极的财政政策要大力提质增效》一文中称，坚持“房住不炒”的定位，落实房地产长效管理机制，深入开展中央财政支持住房租赁市场发展试点、城镇老旧小区改造等工作，推动完善基本住房保障体系。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效

管理机制，促进市场平稳运行。同时，为了解决用地问题，国务院于2020年3月12日印发《关于授权和委托用地审批权的决定》，将土地审批权下放，赋予省级地方政府更多的自主权，使其能够因地制宜，自主调整土地利用空间布局。但国家并未对建设用地规模进行松绑，仍将从严从紧控制建设用地总规模。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

5. 行业关注

（1）房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房地产开发企业融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产开发企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产开发企业存续债务可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

2019年两会及4月、7月的政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

（3）中小房地产开发企业面临被整合风险

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，面临被大型房地产开发企业收购整合风险。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 未来发展

（1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

（2）房地产行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

（3）地产金融化、资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房地产开发企业通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房地产开发企业主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房地产开发企业加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

（4）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

公司房地产开发经验丰富，土地储备规模适中，主要分布于二三线城市，区域布局较好。

公司作为一家中型国有上市房地产开发公司，经过多年的发展，积累了丰富的项目开发经验和较强的品牌效应。公司在重庆、长沙、天津、苏州、宁波、温州、嘉兴、惠州、昆明、北京等地相继开发了业态涵盖住宅、别墅、商业、综合体的多个项目。2019年，公司实现签约销售面积188.52万平方米，签约销售金额为293.87亿元。截至2019年底，公司全口径土地储备（统计口径为并表项目与参股项目）占地总面积474.20万平方米，规划建筑面积合计1,465.83万平方米。公司土地储备主要分布在长沙、重庆、苏州、天津、宁波、南京和舟山等二三线城市，土地储备区域分布较好，质量较高。

2. 人员素质

公司高管人员具备多年行业从业经历和管理经验，整体素质较高。公司现有员工学历结构和岗位设置能够满足日常经营管理需要。

截至2019年底，公司董事、监事及高级管理人员等共计17人，其中董事8名、监事3名、高级管理人员6人。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作经验丰富。

公司董事长、总裁李永前先生，1974年10月生，中共党员，博士学位，高级工程师。最近五年工作经历如下：2014年1月至2015年4月，任中国交建房地产业务部副总经理；2015年4月至2016年1月，任中交房地产集团董事、绿城房地产集团有限公司董事、执行总经理；2016年1月至2016年7月，任中交房地产集团董事、绿城中国执行董事、绿城房地产集团有限公司董事、执行总经理；2016年7月至2018年8月，任中交房地产集团董事、绿城中国执行董事、执行总裁；2018年8月至2019年7月，任绿城中国执行董事、执行总裁；2019年7月至今，任中交房地产集团董事、临时党委委员，2019年7月至2019年8月，任公司临时党委委员、临时党委书记、总裁、董事；2019年7月至今，任公司临时党委书记、董事长、总裁。

截至2019年底，公司共有员工1,092人。从学历构成上来看，硕士及以上学历占比12.36%，本科学历占比57.60%，大专及以下学历占比30.04%。从岗位构成来看，公司生产人员占比59.89%、营销人员占比13.28%，财务人员占比10.62%，技术人员占比7.51%，其他专业技术人员占比8.70%。

3. 股东支持

公司间接控股股东中交集团属交通基建行业龙头央企集团，股东实力强；股东可以给予公司在经营管理、项目获取以及融资等多方面的支持。

公司间接控股股东中交集团为国资委下属全资企业，为交通基建类世界领先企业，连续多年入选世界五百强企业，且中交集团在港口、码头、航道、公路、桥梁、铁路、隧道、市政等业务方面具备非常强的竞争优势，为公司在经营管理、项目获取以及融资等多个方面能够获得良好的支持。截至 2018 年底，中交集团合并资产总额 13,658.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 3,128.71 亿元；2018 年，中交集团实现营业收入合计 5,830.24 亿元，净利润（含少数股东损益）215.18 亿元。

公司作为中交集团在房地产板块主要的 A 股上市平台，具备良好的企业背景及信用水平，其从股东所取得的支持，有利于促进公司业务整体持续发展。中交房地产集团是中交集团发展房地产业务的唯一平台，在资产规模、品牌知名度、融资渠道、银行授信规模等方面具有很强的竞争优势，能够在经营管理、项目获取及融资等方面给予公司较多支持，从 2019 年初至今，中交房地产集团为公司共提供累计 57.5 亿元的有息借款支持以及 150 亿元的担保支持。

五、公司管理

1. 治理结构

公司法人治理结构健全，实际运行情况良好。

公司按照《公司法》、《证券法》和其他有关规定，不断完善法人治理结构，健全内部控制制度。

公司设股东大会，股东大会是公司的最高权力机构，享有法律法规和公司章程规定的合法权利，依法行使公司经营方针、投资、发行债券和利润分配等重大事项的表决权。

公司设董事会，向股东大会负责。公司董事会成员 8 名，设董事长 1 人，并可设副董事长 1—2 人，其中独立董事 3 名，董事 5 名。董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事由股东大会选举或更换，每届任期三年，任期届满可连选连任。董事会主要职责包括执行股东大会的决定、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的利润分配方案等。

公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，其中监事会主席 1 名。监事的任期三年，任期届满可连选连任。监事的主要职权包括检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正等。

公司设总裁 1 名，董事会秘书 1 名，均由董事会决定聘任或者解聘。总裁任期三年，连聘可连任；总裁对董事会负责，公司的日常经营活动和实施董事会决议等由总裁负责。

2. 管理水平

公司部门设置齐全，权责明晰；各类管理制度相对完善，能够满足公司的日常经营。

公司本部下设战略发展部、投资管理部、运营管理部、营销策划部、商业管理部、研发设计部、成本管理部、工程管理部、财务金融部、人力资源部、审计部、法律部、董事会办公室等 17 个职能部门，各职能部门之间职责明确，运作有序。公司通过成立项目公司从事房地产开发，并在项目地设立子公司。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。作为上市公司，公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

在关联方资金往来方面，公司制定了《中交地产股份有限公司关联方资金往来管理制度》。公司

和所属全资、控股及有实际控制权的公司（以下简称“所属企业”）与控股股东、实际控制人及其关联方、其它关联方之间的所有资金往来均适用本制度。公司与控股股东、实际控制人及其关联方、其他关联方发生交易需要进行支付时，公司财务部门除要将有关协议、合同等文件作为支付依据外，还应当会同相关部门审查构成支付依据的事项是否符合公司章程及其它治理准则所规定的决策程序，并将有关股东大会决议、董事会决议等相关决策文件备案。

在预算管理方面，公司制定了《中交地产股份有限公司全面预算制度》。公司通过编制月度、季度和年度的生产经营、资本及财务预算等实施预算管理控制；公司在年末对上一年度的经营计划执行结果进行考核，并制定下一年度的经营计划，将主要经营指标分解到各项目公司。

重大投资方面，公司制定的《中交地产股份有限公司投资项目论证管理办法》规定公司总经理办公会为项目的决策机构，董事会为项目的批准机构；并明确了公司对外投资相关岗位的职责分离、投资的基本策略、可行性分析的研究办法、决策权限与程序。公司在选择投资项目时，重点关注项目的预期收益及经营风险，通过严谨的市场调研、销售预测、成本测算，把控项目中的可能风险点。

对子公司的管理方面，公司制定了《中交地产股份有限公司对外投资管理办法》，对子公司的设立、转让、注销等业务实施控制，对于超出公司董事会授权范围的子公司设立、对外转让股权、子公司注销清算等业务，除履行公司内审批程序外，还需报公司董事会审议或股东大会通过后方可加以实施；对于董事会授权公司管理层决策的法人事项则在管理层履行决策后，报董事会备案。重大事项报告与审议方面，公司建立了统一规范的报告渠道和方式，建立包括经营管理例会等在内的定期、不定期专题办公会议制度，以及时把握公司的整体经营状况，决策重大经营管理事项。子公司定期向总部上报各类经营信息，对临时重大事项，及时向相关职能部门专项报告。总部对各职能部门统一制定制度，对子公司进行专业指导，并通过内部审计、专业检查、项目巡查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。

六、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司收入逐年稳步增长，其中房地产销售收入为公司主要收入来源；公司主营业务综合毛利率波动下降。

从公司营业收入构成上看，公司主营业务为房地产开发与销售，近三年占公司营业总收入的比例均在 98% 以上，公司主营业务十分突出。2017—2019 年公司分别实现营业收入 62.61 亿元、89.48 亿元和 140.63 亿元，逐年增长。公司房地产销售 2017—2019 年分别实现收入 61.48 亿元、88.37 亿元和 139.44 亿元，其中 2019 年较上年增长 57.79%，主要系结转规模增加所致。2017—2019 年公司租赁收入、物业管理收入以及其他项目业务收入规模占主营业务收入比重较小，对公司收入水平影响较小。

从毛利率上看，2017—2019 年公司房地产销售毛利率波动下降，其中 2019 年，房地产销售毛利下降，主要系本期土地成本 49.31 亿元较上年涨幅较多，导致营业成本增速高于营收增速导致结转项目毛利率下降等综合原因所致。公司租赁业务板块、物业管理和其他项目收入规模小，对公司主营业务毛利率影响较小。综上，近三年，公司综合毛利率呈波动下降态势，分别为 27.25%、30.88% 和 25.36%。

表 5 近三年公司营业务收入情况（单位：亿元、%）

板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	61.48	98.20	26.55	88.37	98.77	30.47	139.44	99.15	25.01
租赁收入	0.71	1.14	61.58	0.78	0.88	61.61	0.75	0.53	65.42
物业管理	0.07	0.11	9.96	0.08	0.09	19.08	0.08	0.06	12.93
其他	0.34	0.55	89.40	0.24	0.27	87.29	0.36	0.26	81.09
合计	62.61	100.00	27.25	89.48	100.00	30.88	140.63	100.00	25.36

注：表格尾数差异系四舍五入造成
资料来源：公司年报，联合评级整理

2. 土地储备

2017 年以来，公司加大土地储备规模，新进入多个城市。2019 年，公司保持较快的土地储备扩张速度，公司现有土地储备主要位于二线及热点三线城市，土地储备质量较好。但随着区域的拓展，公司合作项目增多的同时，权益占比相对较低。

2017 年，公司强化管理，加快项目开发节奏和去化速度，提前预判并积极应对市场风险变化；新进入惠州、佛山、成都、昆明等 8 个城市，均为重点城市或经济较为发达地区，同时加强了京津冀、长三角原有城市群深耕。2018 年，公司进一步优化战略布局，继续深耕北京、天津、宁波、苏州、长沙、武汉等原有优势区域，新进入杭州、东莞、石家庄和青岛等经济较为发达城市，总计进入城市达 22 个，同时公司进一步丰富投资方式，加大对外合作力度，在“招拍挂”取得土地方式之外，通过收并购获取新项目，并与行业内知名企业如金地(集团)股份有限公司、广州富力地产股份有限公司等进一步深化了合作关系。2019 年，公司新增 15 块土地，位于北京、天津、长沙、舟山、宁波、昆明、重庆等城市，均位于国家城市群发展规划范围，除在已深耕城市进一步拓展以外，新进入合肥、厦门两座城市。

2017—2019 年，公司取得的土地储备规模波动增长，占地面积分别为 59.42 万平方米、90.26 万平方米和 86.25 万平方米；2017—2019 年规划建筑面积分别为 172.26 万平方米、258.67 万平方米和 260.85 万平方米。土地成本方面，2017—2019 年公司获取土地楼面均价分别为 5,802 元/平方米、8,256 元/平方米和 9,441 元/平方米，2017—2019 年公司楼面均价大幅增长主要系杭州、东莞及宁波地块楼面均价较高从而拉高了整体的楼面均价所致。2018 年公司新增土储楼面均价为 8,256.13 元/平方米，其中位于东莞的万科首铸翡翠东望，处于东莞南城核心区位，距离市政府约 900 米，周边配套较为齐全；2019 年公司新增土储获取均价较上年有所提升，其中宁波钟公庙项目楼面均价为 20,750.00 元/平方米，位于宁波鄞州区核心区域，地理位置优越；舟山成均云庐项目楼面均价为 7,812.24 元/平方米，该地块位于新城大道和临长路交汇处，沿城市主干道分布；昆明的 021 号地块，位于昆明市呈贡区龙城街道办事处南部，溢价率较高；整体看公司 2019 年所获取的部分地块楼面价获取成本较高，但考虑到地块周边资源较丰富，预计能够为未来收益提供一定的保证。2020 年 1—3 月，公司大举新增土地，共获取 9 个地块，均位于一二线城市，整体看公司从 2019 年开始获取土地的成本大幅增加。公司合作项目较多，且整体上公司合作项目中所占权益比例较低，导致公司管理难度相应加大，将对公司项目运营管理能力提出更高的要求。

表 6 2018 年—2019 年及 2020 年一季度公司新增土地储备情况表（单位：%、万平方米、亿元、元/平方米）

2018 年	城市	项目名称	权益比例	土地用途	占地面积	规划建筑面积	土地出让金	楼面均价
	长沙	金地·中交麓谷香颂	48.51	住宅、商业	4.53	20.35	6.49	3,984

	苏州	运东 037 号地块	69.86	住宅	4.95	12.23	8.36	9,375
	天津	中交·香颂	100.00	住宅	8.39	18.31	8.21	6,136
	宁波	奉化 M0 二号地块	100.00	工业	3.77	8.88	0.28	408
	宁波	鄞州长丰 L1 地块	99.25	住宅	1.18	3.47	3.96	16,000
	成都	新津团结岛项目	33.00	住宅、商业	7.00	19.97	7.35	5,250
	武汉	中交·香颂	53.00	住宅、商业	7.76	16.20	1.79	1,326
	北京	延庆 03 街区项目	49.90	住宅、商业	5.95	17.30	8.17	6,467
	杭州	临平 A-3-07 号地块	100.00	住宅	4.77	14.21	17.55	18,380
	杭州	中交财富大厦	100.00	商业	1.41	8.12	3.71	6,569
	杭州	中交·理想时代芳华	50.00	住宅	3.77	12.52	14.37	19,038
	石家	中交财富中心	51.00	其他商服	2.00	18.30	3.50	2,798
	青岛	中交·阳光屿岸	100.00	住宅	14.46	24.72	3.67	1,813
	东莞	万科四季华城	39.60	住宅、商业	5.03	13.84	17.08	16,965
	东莞	万科首铸翡翠东望	9.25	商住	6.75	33.75	25.48	17,362
	西安	中交科技城	15.00	工业	8.54	16.50	0.35	238
	合计	--	--	--	90.26	258.67	130.30	8,256
2019 年	北京	北京市朝阳区将台乡 1016-030、033 地块	45.00	住宅、公建混合住宅用地	6.07	23.44	34.08	21,281
	天津	津滨高（挂）2019-5 号地块	40.00	住宅	7.24	20.49	7.52	4,965
	昆明	昆明市盘龙区 KCPL2018-10-A 地块	99.00	住宅	2.03	31.17	2.40	7,719
	昆明	昆明市盘龙区 KCPL2018-10-A3 地块	99.00	住宅	8.16		15.24	
	宁波	鄞州区 YZ07-03-h3（钟公庙地段）地块	99.80	住宅	3.78	9.70	14.10	20,750
	舟山	舟山市新城惠民桥单元 LC-07-02-20 地块	100.00	住宅	3.73	12.83	5.41	5,805
	长沙	长沙县 011 号宗地	50.90	住宅	13.02	30.50	14.97	6,390
	无锡	宜地（2019）11 号地块	30.00	住宅	3.38	5.62	0.89	2,380
	舟山	舟山市新城 LC-03-03-01 地块	50.75	住宅、商业	3.65	12.56	7.13	7,810
	惠州	惠城区汝湖金石四路南 侧 JBD62-09 地块	99.50	住宅、商业	4.12	16.55	7.95	6,431
	重庆	重庆市沙坪坝区西永组团 U 分区 U7-1-2/04 号地块	35.00	住宅	9.01	18.52	7.46	5,521
	吴江	吴地网挂【2019】15 号 WJ-J-2019-029 号地块	60.00	住宅	2.97	7.27	7.35	15,485
	合肥	FD19-17 号地块	100.00	住宅	5.81	11.62	6.27	5,400
	昆明	昆明呈政储【2019】021 号地块	100.00	住宅	9.66	41.77	19.31	6,247
	厦门	厦门 J2019P02 号地块	33.93	住宅、商业	3.62	18.81	31.51	25,248
	合计	--	--	--	86.25	260.85	181.59	9,441
2020 年 1-3 月	武汉	武汉东西湖区 214 号地块	100.00	住宅	2.54	12.01	8.69	10,686
	北京	北京通州马驹桥亦庄地块	51.00	住宅、托幼	9.90	31.45	46.70	21,628
	郑州	郑州滨河国际城 22 号地块	100.00	住宅	2.40	7.99	4.52	7,524
	郑州	郑州滨河国际城 23 号地块	100.00	住宅	2.56	8.95	5.25	8,211

北京	北京海淀西北旺地块	20.00	住宅、教育	4.87	15.54	54.40	53,959
温州	温州瑞安塘下地块	59.00	商业、住宅、教育	4.32	15.30	9.46	8,047
北京	北京海淀西北旺南侧地块	10.00	住宅、其他类多功能用地、医院用地、机构养老设施用地	6.73	23.62	76.00	49,795
重庆	重庆水土地块	49.60	住宅	5.78	11.29	4.07	5,033
重庆	重庆华岩地块	99.50	住宅	1.95	4.02	1.79	6,119
合计	--	--	--	41.05	130.17	210.88	23,415

注：1. 口径为全口径。2. 宜兴：与另一股东为一致行动人
 资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2019 年底，公司全口径土地储备占地总面积 474.20 万平方米，规划建筑面积合计 1,465.83 万平方米，权益建筑面积 899.38 万平方米，其中未取得施工证的土地储备规划建筑面积为 313.95 万平方米。公司土地储备主要分布在长沙、重庆、苏州、天津、宁波、南京和舟山等二三线城市，土地储备区域分布较好，质量较高。

表 7 截至 2019 年底公司土地储备情况表（单位：%、万平方米）

城市	项目名称	权益比例	土地用途	占地面积	总规划建筑面积	期末累计已竣工面积	在建及待建面积
长沙	中交·中央公园	80.00	住宅、商业	39.67	120.62	75.39	45.23
长沙	金地·中交麓谷香颂	48.51	住宅、商业	4.53	20.61	0.00	20.61
长沙	长沙县 011 号宗地	50.90	住宅	13.02	30.50	0.00	30.50
重庆	中房·那里	40.00	住宅、商业	3.98	21.25	21.25	0.00
重庆	中交·漫山	70.00	住宅、商业	37.19	73.91	26.41	47.50
重庆	中交·中央公园	71.00	住宅、商业	51.85	197.39	22.93	174.46
重庆	大学城	35.00	住宅、商业	9.01	18.52	0.00	18.52
苏州	中房·颐园	70.00	住宅	10.45	31.59	31.52	0.00
苏州	中交·璟庭	70.00	住宅	6.21	21.01	21.01	0.00
苏州	大河华章花园	35.70	住宅	5.25	18.06	18.06	0.00
苏州	常熟及第阁	30.97	住宅	6.67	20.20	20.2	0.00
苏州	浒关璞玉风华苑	34.30	住宅	9.45	25.84	18.09	7.75
苏州	中交雅郡项目	69.86	住宅	4.95	12.23	0.00	12.23
苏州	029 地块	60.00	住宅	2.97	7.27	0.00	7.27
天津	中交·金梧桐公馆	51.00	住宅	9.90	20.45	20.45	0.00
天津	中交·美庐	51.00	住宅、商业	2.11	5.02	0.00	5.02
天津	中交·香颂	100.00	住宅	8.39	18.31	0.00	18.31
天津	滨海项目	40.00	住宅	7.24	20.49	0.00	20.49
宁波	中交·君玺	70.00	住宅	4.61	13.17	13.17	0.00
宁波	中交·月湖美庐	70.00	住宅	5.83	14.94	14.94	0.00
宁波	中交·雅郡	99.25	住宅	1.18	3.47	0.00	3.47
宁波	宁波美庐项目	99.80	住宅	3.78	9.70	0.00	9.70
舟山	中交·南山美庐	34.00	住宅	15.88	46.43	46.43	0.00
舟山	中交·成均雅院	100.00	住宅	3.73	12.83	0.00	12.83
舟山	中交·成均云庐	50.75	住宅、商业	3.65	12.56	0.00	12.56
温州	中交·御墅	70.00	住宅	2.39	8.55	8.55	0.00
南京	中交·荣域	70.00	住宅、商业	17.53	61.13	26.97	34.16

嘉兴	中交·四季美庐	90.00	住宅、商业	8.18	16.18	16.18	0.00
成都	牧山美庐项目	50.00	住宅	6.58	13.43	0.00	13.43
成都	花屿岛项目	33.00	住宅	7.00	19.97	0.00	19.97
佛山	中雅江湾豪园	47.37	住宅、商业	5.07	19.23	0.00	19.23
佛山	中雅江湾豪庭	47.37	住宅、商业	6.01	22.62	0.00	22.62
惠州	中交·香颂花园	51.00	住宅、商业	6.22	16.88	0.00	16.88
惠州	江北项目	100.00	住宅、商业	4.12	16.55	0.00	16.44
厦门	集美项目	33.93	住宅、商业	3.62	18.81	0.00	18.81
昆明	中交·锦绣雅郡	73.00	住宅、商业	11.78	41.34	36.92	4.42
昆明	中交金地·中央公园	36.40	住宅、商业	6.55	43.07	0.00	43.07
昆明	中交碧桂园·映象美庐	99.00	住宅	10.19	31.17	0.00	31.17
昆明	021 地块	47.00	住宅、商业、 幼儿园	9.66	41.77	0.00	41.77
武汉	中交·江锦湾	51.00	住宅、商业	5.16	25.37	24.94	0.00
武汉	中交·香颂	53.00	住宅、商业	7.76	16.15	0.00	16.15
无锡	宜地（2019）11 号地块	30.00	住宅	3.38	5.62	0.00	5.62
大丰	中交·美庐城	100.00	住宅、商业	6.75	22.41	22.41	0.00
北京	中交·富力雅郡	50.00	住宅	9.95	34.03	0.00	34.03
北京	中交富力·樾熙府	49.90	住宅、商业	5.95	18.16	0.00	18.16
北京	朝阳上东郡	45.00	住宅	6.07	23.44	0.00	23.44
杭州	中交·悦美庐	100.00	住宅	4.77	14.21	0.00	14.21
杭州	中交财富大厦	100.00	商业	1.41	8.12	8.12	0.00
杭州	中交理想·时代芳华	50.00	住宅	3.77	12.52	0.00	12.52
石家庄	中交财富中心	51.00	商业	2.24	18.30	18.30	0.00
青岛	中交·阳光屿岸	100.00	住宅	14.46	24.72	24.72	0.00
东莞	万科四季华城	39.60	住宅、商业	5.03	13.84	0.00	13.84
东莞	万科首铸翡翠东望	9.25	商住	6.75	33.75	0.00	33.75
合肥	FD19-17 号地块	100.00	住宅	5.81	11.62	0.00	11.62
西安	中交科技城	15.00	工业	8.54	16.50	0.00	16.50
合计	--	--	--	474.20	1,465.83	536.96	928.87

注：1. 此表的统计方式与公司年报统计方式一致，年报统计口径包含参股项目；2. 在建及待建面积包含已销售未结转部分
资料来源：公司年报，联合评级整理

3. 项目建设情况

公司在建项目主要集中在重庆、长沙、昆明、南京、杭州等地，区域位置较好，未来随着新项目的开发，公司尚需资金投入规模较大，面临较大规模的资本支出压力。

2017—2019 年公司新开工面积为 184.43 万平方米、124.53 万平方米和 190.25 万平方米，呈波动增长态势；2017—2019，公司竣工面积分别为 68.95 万平方米、121.27 万平方米和 203.88 万平方米，2019 年同比增长 68.12%，本期竣工 5 个项目，分别是位于苏州的中房·颐园和大河华章花园、温州的中交·御墅、天津的中交·金梧桐公馆和惠州的中交·香颂花园项目等；受上述因素影响，2017—2019 年公司期末在建面积分别为 239.08 万平方米、268.91 万平方米和 261.11 万平方米。

表 8 近年公司房地产开发情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积	184.43	124.53	190.25
竣工面积	68.95	121.27	203.88

期末在建	239.08	268.91	261.11
------	--------	--------	--------

注：1. 并表口径；2. 期末在建面积指该时点公司在建项目面积，由于规划动态调整，可能会与公司当期全部在建面积存在差异（口径：取得施工证在建面积）

资料来源：公司提供

从在开发项目来看，截至 2019 年底，公司共 9 个主要在开发项目，主要位于重庆、长沙、昆明、南京、杭州等地。全口径公司主要在开发项目占地总面积为 196.99 万平方米，规划计容建筑面积为 436.71 万平方米，累计已竣工 198.02 万平方米，公司预计对在开发项目投资金额为 491.53 亿元，截至 2019 年底，公司实际累计投资额为 263.43 亿元，未来尚需资金投入 228.10 亿元，公司未来面临较大的资金支出压力。公司在建项目中位于重庆的中交·中央公园项目占比较高，该项目目前处于在建状态，项目进度 51.85%，于 2017 年 9 月开工，预计总投资 180.27 亿元，截至 2019 年底累计已投资 76.40 亿元；位于长沙的中交·中央公园占地 39.67 万平方米。公司在建项目规划建筑面积规模较大，预计能够满足公司未来一段时间的销售需求。

表 9 截至 2019 年底公司主要在建项目情况（单位：%、万平方米、亿元）

地区	项目名称	权益比例	占地面积	规划计容建筑面积	累计已竣工面积	预计总投资	实际已投资
重庆	中交·中央公园	71.00	51.85	140.66	52.13	180.27	76.40
长沙	中交·中央公园	80.00	39.67	99.15	75.39	68.97	32.31
重庆	中交·漫山	70.00	37.19	49.13	30.36	55.13	38.21
昆明	中交碧桂园·映象美庐	99.00	10.19	23.20	0.00	39.51	20.21
南京	中交·荣域	70.00	17.53	61.13	26.97	36.50	24.89
长沙	长沙县 011 号地块	50.90	13.02	23.43	0.00	28.33	16.16
杭州	中交·悦美庐	100.00	4.77	14.21	0.00	30.50	19.99
北京	中交富力·樾熙府	49.90	18.16	12.63	0.00	27.71	11.61
宁波	中交·君玺	70.00	4.61	13.17	13.17	24.60	23.65
合计	--	--	196.99	436.71	198.02	491.53	263.43

注：1. 口径为并表范围内剔除已竣工项目；2. 统计口径与年报一致

资料来源：公司年报，联合评级整理

4. 项目销售情况

公司在售项目整体去化情况良好，住宅项目销售情况较好。2017—2019 年，公司签约销售规模波动增长，经营业绩明显提升；公司待售面积一般，能满足公司未来一段时间的销售需求，待售面积中重庆占比较大，区域集中度较高，易受重庆房地产市场波动影响。

从公司近三年销售情况看，公司签约销售面积呈波动上升态势。2017—2019 年，公司分别实现签约销售面积 75.52 万平方米、123.38 万平方米和 118.15 万平方米，2019 年公司签约销售面积略有下降。公司近三年签约销售均价波动下降，分别为 14,619.56 元/平方米、12,057.79 元/平方米和 13,874.74 元/平方米，2018 年公司签约销售均价较上年下降 17.53%，主要系受部分城市限价和公司销售均价较低的三线城市销售占比提升等综合影响所致，2019 年公司签约销售均价较上年增长 15.07%，主要系公司新进入城市合肥、厦门及销售均价较高的二线城市销售占比提升等综合影响所致；综合上述影响，公司签约销售金额三年分别为 110.47 亿元、148.77 亿元和 163.93 亿元。

从结转方面来看，近三年结转面积逐年增长，分别为 50.51 万平方米、77.56 万平方米和 103.58 万平方米，其中 2019 年公司结转面积较上年增长 33.55%，2018 年竣工面积与结转面积差异较大主要系公司年底竣工的项目结转需要一定时间而未在 2018 年结转所致；2017—2019 年公司结转均价分别为 11,012.90 元/平方米、11,393.76 元/平方米和 12,284.22 元/平方米，2019 年公司结转均价的提

升，主要系部分一二线城市销售均价较高从而拉高了整体销售均价所致，2017—2019 年公司结转金额分别为 55.63 亿元、88.37 亿元和 127.24 亿元。受银行信贷政策紧缩等影响，2017—2019 年公司销售回款率波动下降。

表 10 2017—2019 年公司销售情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
签约销售面积（万平方米）	75.52	123.38	118.15
签约销售金额（亿元）	110.41	148.77	163.93
签约销售均价（元/平方米）	14,619.56	12,057.79	13,874.74
销售回款率（%）	89.00	77.56	79.44
结转收入面积（万平方米）	50.51	77.56	103.58
结转收入（亿元）	55.63	88.37	127.24
结转均价（元/平方米）	11,012.90	11,393.76	12,284.22

注：并表口径

资料来源：公司提供

从公司在售项目情况来看，截至 2019 年底，公司共有在售项目 23 个，在售项目主要位于重庆、长沙、天津、南京、惠州和嘉善等二线及热点三线城市。截至 2019 年底，公司在售项目总可售面积 553.92 万平方米，已售 392.20 万平方米，待售 157.72 万平方米，其中竣工²在售项目总可售面积 120.29 万平方米，待售面积 7.46 万平方米，占总待售面积 4.73%；在建在售项目中，重庆总可售面积 204.25 万平方米，待售面积 105.44 万平方米，占总待售面积 66.85%，占比较大，公司在售项目区域集中度较高，易受重庆房地产市场波动影响。从项目去化率看，天津的中交·美庐的洋房部分已全部售完，剩余部分为别墅，暂未取得预售证因此整体去化率较低；中交·香颂项目去化率较低，主要系开盘时间较短，且销售均价略高、周边竞品竞争激烈等原因所致；位于重庆的中交·漫山项目与中交·中央公园项目都是分期开发，截至 2019 年底，中交·漫山仍在开发中，该项目分期开发目前已开发至第五期，但由于户型主要为独栋别墅、联排别墅、业态中包含商业部分等，因此整体去化相对较缓慢；重庆中交·中央公园分九期开发，目前已开发至第四期，已开发部分去化率为 93.58%，剩余部分暂未开发因此整体去化较缓慢；位于北京的中交·富力樾熙府可售住宅部分已基本销售完毕，剩余主要系车位；位于杭州的财富大厦，由于是商业/办公类型，目前杭州市办公楼市场供远大于求，且竞品项目多为现房销售，因此整体去化较为缓慢。

表 11 截至 2019 年底公司在售项目情况（单位：万平方米、%）

=	项目名称	物业类型	项目状态	计容总可售面积	已销售面积	剩余可售面积	开盘时间	去化率
长沙	中房·F 联邦	住宅、商业	已竣工	37.05	37.02	0.03	2009/7/16	99.92
长沙	中交·中央公园	住宅、商业	在建	95.80	81.17	14.63	2012/10/28	85.00
重庆	中房·那里	住宅、商业	已竣工	16.14	13.93	2.21	2014/11/8	86.31
重庆	中交·漫山	住宅、商业	在建	48.39	24.60	23.79	2016/6/3	50.84
重庆	中交·中央公园	住宅、商业	在建	139.72	60.28	79.44	2017/9/14	43.14
惠州	中交·香颂花园	住宅、商业	在建	12.75	12.69	0.06	2018/4/21	99.53
武汉	中交·江锦湾	住宅、商业	已竣工	19.24	18.00	1.24	2013/10/27	93.55
武汉	中交·香颂	住宅、商业	在建	2.96	0.88	2.08	2019/10/3	29.73
石家庄	中交财富中心	写字楼（其他商服）	已竣工	12.25	11.04	1.21	2017/8/8	90.12

² 项目状态包括：已竣工、已竣备待交付前和竣备前

青岛	中交·阳光海岸	住宅	已竣工	19.68	19.28	0.40	2013/9/28	97.97
天津	中交·美庐	住宅、商业	在建	1.96	0.77	1.19	2019/9/17	39.29
天津	天津中交·香颂	住宅	在建	13.02	1.52	11.5	2019/7/13	11.67
北京	中交·富力樾熙府	住宅	在建	6.79	3.38	3.41	2019/10/13	49.78
苏州	大河华章花园	住宅	在建	14.00	13.08	0.92	2019/6/16	93.00
昆明市呈贡区	中交·锦绣	商业	在建	3.1	2.67	0.43	2018/11/10	86.00
	雅郡 A1 地块							
昆明市呈贡区	中交·锦绣	住宅、商业及其他	在售 在建	26.72	26.57	0.15	2017/12/23	99.00
	雅郡 A2 地块							
杭州	财富大厦	商业/办公	已竣备待交付	5.61	3.26	2.35	2017/12/18	58.00
江苏省盐城市	中交大丰美庐城项目	住宅、商业	在售	17.75	15.77	1.98	2015/8/16	88.85
嘉兴市嘉善县	四季美庐	住宅、商业	在建	6.69	6.14	0.55	2018/2/18	92.00
南京	中交荣域	住宅	在建	43.98	33.85	10.13	2017/12/2	76.97
宁波	宁波中交月湖美庐	别墅、小高层、高层	竣备前	10.32	10.30	0.02	2018/4/24	99.80
合计	--	--	--	553.92	392.20	157.72	--	--

注：并表口径，已取得预售许可证且在售的项目
资料来源：公司提供，联合评级整理

5. 经营关注

（1）公司合作项目较多，且公司土地储备中权益占比不高

随着区域布局的拓展，公司合作项目增多，但整体上公司合作项目中公司权益占比较低，管理难度相应加大，对公司项目运营管理能力提出更高的要求。

（2）在建及待售项目区域集中风险

截至 2019 年底，公司主要在建项目中，重庆项目规划计容建筑面积为 189.79 万平方米，占主要在建项目的 43.36%；截至 2019 年底，公司在重庆总可售面积 204.25 万平方米，待售面积 105.44 万平方米，占总待售面积 66.85%，占比较大，公司在售项目区域集中度较高，易受重庆房地产市场波动影响。

（3）公司项目未来投资规模大，存在较大资本支出压力

截至 2019 年底，公司预计对在开发项目投资金额为 491.53 亿元，截至 2019 年底，实际累计投资金额为 263.43 亿元，未来尚需资金投入 228.10 亿元，公司未来面临较大的资金支出压力。

6. 经营效率

近年来随着开发规模逐年扩大，公司经营效率指标逐年小幅增长，在同行业中处于中等水平

2017—2019 年，公司存货周转率分别为 0.21 次、0.26 次和 0.39 次；公司总资产周转率分别为 0.23 次、0.25 次和 0.32 次，经营效率指标均有所上升，主要系公司结转面积增加，结转收入和成本相应上升所致。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率基本处于行业中上等水平。

表12 房地产开发类公司2019年经营效率指标（单位：次）

公司简称	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
电建地产	0.19	0.21	0.18

联发集团	0.30	0.33	0.27
信达地产	0.22	0.22	0.19
中交地产	0.34	0.39	0.32

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，存货计算为净额口径，与本报告附表口径有一定差异
资料来源：Wind

7. 未来发展

公司将稳健经营现有房地产开发业务，同时积极拓展新的项目，公司未来发展规划明确，有利于公司未来发展。

作为中交集团在房地产板块唯一的A股上市平台，公司具备良好的股东背景、优势资源及信用水平等条件。公司具备整体发展战略方向及资源优势，利用优势资源搭建业务平台，并同市场上的优势资源进行资源积极对接，以保障公司主营业务持续发展和产业链延伸。未来公司将按业务战略的布局，继续在京津冀、长三角、珠三角及重点城市等区域新增房地产开发项目。同时，公司各项工作将围绕以下几个方面开展：协同内外部资源，开拓轻重并举的发展格局；以“精准拿地”作为首要原则，高质量进行投资布局投资；提升产品设计品质；面提升产品力和服务力；运用信息化手段提升管理水平；优化公司组织架构，加强组织建设。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2017 年的财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018—2019 年财务报表已经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。2018 年，公司新设立 7 家子公司，减少子公司 1 家；处置子公司 3 家。2019 年，公司新设立子公司 11 家，处置子公司 1 家。上述子公司主要为项目公司且主营业务未发生重大变化，财务数据可比性较强。

截至2019年底，公司合并资产总额474.92亿元，负债总额412.31亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计62.61亿元，其中归属于母公司的所有者权益27.35亿元。2019年，公司实现营业收入140.63亿元，净利润（含少数股东损益）11.22亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为5.43亿元；经营活动产生的现金流量净额-46.12亿元，现金及现金等价物净增加额为10.56亿元。

2. 资产质量

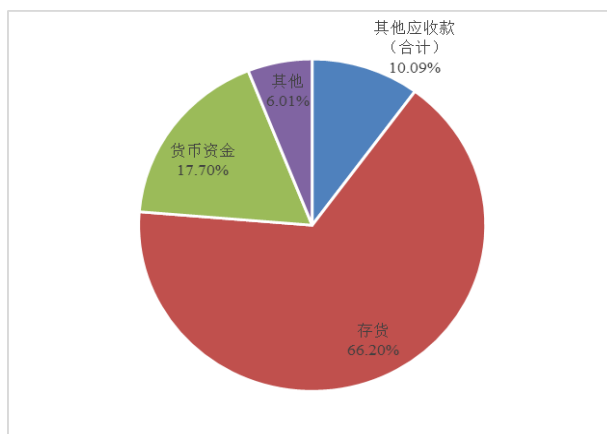
公司资产规模逐年扩大；资产结构仍以流动资产为主，公司现金类资产较充裕，存货主要分布在二线和强三线城市，规模较大，城市分布较好。公司资产受限程度一般。整体看，公司资产质量较好。

2017—2019年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长率为20.47%，主要系流动资产增加所致。截至2019年底，公司资产总额474.92亿元，较年初增长18.05%，主要系流动资产增长所致。从资产构成看，流动资产占比93.86%，非流动资产占比6.14%，仍以流动资产为主。

流动资产

2017—2019年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长21.59%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。截至2019年底，公司流动资产合计445.76亿元，较年初增长19.12%，主要系其他应收款增长所致。公司流动资产主要构成如下图所示。

图6 截至2019年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2017—2019年，公司货币资金规模逐年增长，年均复合增长25.46%，主要系公司融资规模的增加所致。得益于经营规模的增长，截至2019年底公司货币资金78.90亿元，较年初增长27.31%，主要系公司融资规模增加所致；主要由银行存款构成（占99.99%）；其中受限资金余额15.52亿元，占比19.67%，主要为按规定缴存的住房基金、预售监管资金、项目保证金以及按揭保证金等而所有权或使用权受到限制等，受限占比尚可。

2017—2019年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长134.17%。截至2018年底，公司其他应收款合计42.08亿元，较年初大幅增长412.89%，主要系关联方往来款及借款增加所致。公司其他应收款主要为对联合营房地产开发项目前期开发资金的投入。截至2019年底，公司其他应收款合计44.99亿元，较年初增长6.91%，主要系关联方往来款及借款增加所致，其中1年以内的其他应收款占83.26%。

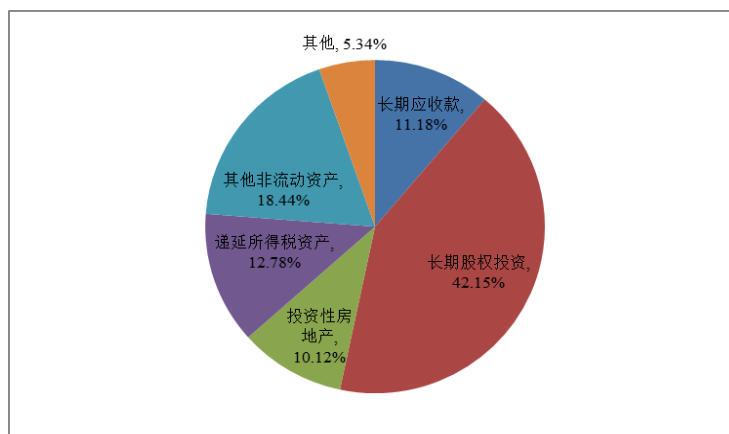
2017—2019年，公司存货规模逐年增长，年均复合增长11.76%，主要系公司土地储备规模扩张以及对在建项目的资金投入增加所致。截至2019年底，公司存货账面价值295.08亿元，较年初增长20.03%，其中开发成本占比80.42%，开发产品占比19.58%；公司存货主要位于长沙、苏州、南京、天津、重庆、惠州、昆明、宁波、舟山等地，区域分布以二三线城市为主。2019年公司计提存货跌价准备4.33亿元，计提比例1.47%，主要为对天津香颂理想花园、重庆中交漫山、大丰中交美庐城和青岛中交阳光峪岸项目的计提。具体来看，其中重庆中房嘉润房地产开发有限公司（以下简称“嘉润公司”）商业产品、中交嘉兴置业有限公司（以下简称“嘉兴公司”）部分剩余产品、中交地产大丰有限公司（以下简称“大丰公司”）剩余商业及车位、中交地产青岛城阳置业有限公司（以下简称“青岛公司”）售楼处及剩余车位、中交地产武汉开发有限公司（以下简称“武汉公司”）、中交温州置业有限公司（以下简称“温州公司”）、中交宜兴置业汇锦有限公司（以下简称“宜兴公司”）、湖南修合地产实业有限公司（以下简称“修合公司”）剩余车位、中交（天津）置业公司在建项目（以下简称“天津置业”）、中交地产（海口）有限公司（以下简称“海口公司”）在建项目预测的可变现净值低于账面价值，据此计提存货跌价准备42,132.58万元。嘉润公司开发的项目位于重庆市南岸区，其中一、二、三期剩余商业产品市场预期有所调整；嘉兴公司开发的项目位于浙江省嘉兴市嘉善县，项目已经全部竣工，剩余商业及低层住宅产品已经签约或约定销售价格；大丰公司开发的项目位于江苏省盐城市大丰区，目前处于尾盘销售阶段，项目剩余商业、车位、车库产品的销售较慢，市场预期有所调整；青岛公司开发的项目位于山东省青岛市城阳区，项目处于尾盘销售阶段，剩余商业产品市场预期有所调整；武汉公司、温州公司、宜兴公司、修合公司开发的项目均处于尾盘和剩余

车位销售阶段，剩余商业产品市场预期有所调整；天津置业开发的项目位于天津市宝坻区，项目处于销售阶段，其中部分商业产品市场预期有所调整；海口公司开发项目位于海南省海口市，项目处于土地获取阶段，由于政策调控等原因进展较慢，经估算，前期投入的相关成本预计可变现净值存在减值损失，因此本期均计提减值准备。

非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产规模逐年增长，年均复合增长6.54%，主要系长期股权投资增长所致。截至2019年底，公司非流动资产合计29.17亿元，较年初变化不大。公司非流动资产主要构成如下图所示。

图 7 截至 2019 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年报

公司长期股权投资主要采用权益法进行计量。2017—2019年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长34.31%。截至2019年底，公司长期股权投资12.29亿元，较年初增长39.24%，主要系公司增加对长沙金地金泰置业有限公司、佛山香颂置业有限公司、成都中交花源美庐置业有限公司、中交富力（北京）置业有限公司、中交城市更新（深圳）有限公司和中交世茂（北京）置业有限公司等联营企业投资所致。

截至2019年底，公司所有权或使用权受限资产合计121.41亿元，其中货币资金15.52亿元、存货105.54亿元、投资性房地产0.33亿元、固定资产0.02亿元。公司受限资产占总资产规模的比重为25.56%，占比尚可。

表 13 截至 2019 年底公司受限资产情况（单位：亿元）

科目	金额	受限原因
货币资金	15.52	该等资产用于抵押或质押以取得银行借款或其他借款而所有权或使用权受到限制。
存货	105.54	
投资性房地产	0.33	
固定资产	0.02	
合计	121.41	--

资料来源：公司提供

3. 负债及所有者权益

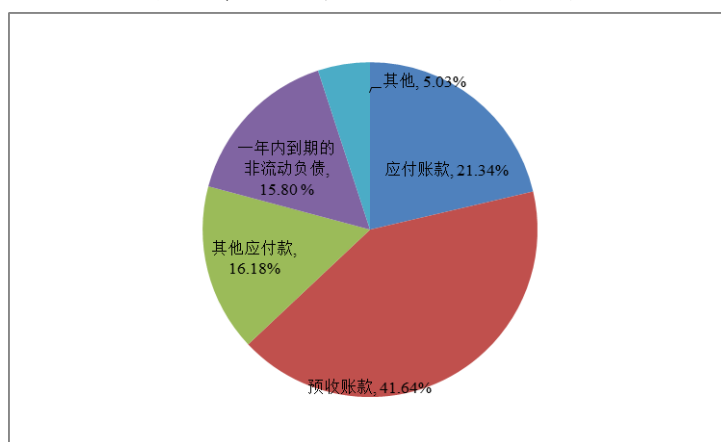
负债

公司负债规模逐年增长，结构以流动负债为主，预收款项规模较大；公司整体债务负担较重。

2017—2019年，公司负债规模持续增长，年均复合增长19.28%，流动负债和非流动负债均有所增加。截至2019年底，公司负债合计412.31亿元，较年初增长14.53%，主要系流动负债和非流动负债均有所增加，其中流动负债占比68.61%，非流动负债占比31.39%，仍以流动负债为主。

2017—2019年，公司流动负债规模逐年增长，年均复合增长20.97%。截至2019年底，公司流动负债合计282.90亿元，较年初增长8.23%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要构成如下图所示。

图8 截至2019年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报

2017—2019年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长71.72%。截至2019年底，公司应付账款60.36亿元，较年初增长75.90%，主要系随着在建项目的增加，公司应付工程款及暂估款增加所致，公司应付账款主要为应付工程款。

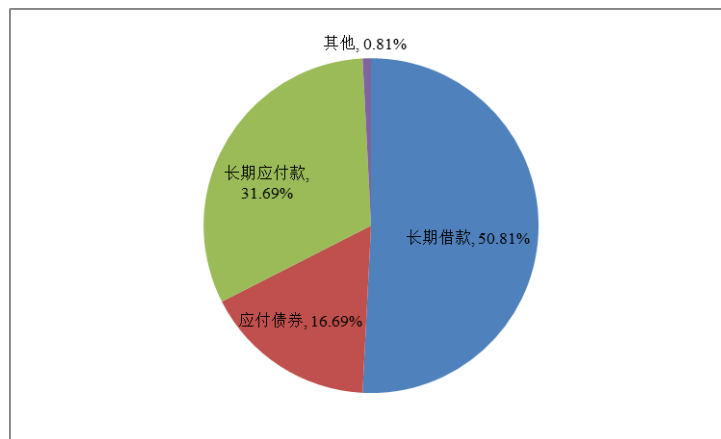
2017—2019年，公司预收款项波动增长，年均复合增长14.45%。截至2019年底，公司预收账款117.81亿元，较年初下降28.99%。

2017—2019年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降3.51%。截至2019年底，公司其他应付款45.79亿元，较年初大幅增长165.39%，主要系大股东及并表合作方的股东借款增加所致。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长69.27%。截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债44.71亿元，较年初增长35.05%。

2017—2019年，公司非流动负债规模逐年增长，年均复合增长15.81%。截至2019年底，公司非流动负债合计129.41亿元，较年初增长31.26%，主要系应付债券和长期应付款增加所致。公司非流动负债主要构成如下图所示。

图9 截至2019年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司年报

2017—2019年，公司长期借款规模逐年增长，年均复合增长10.32%，主要系随着公司经营规模扩大资金需求增加所致。截至2019年底，公司长期借款65.76亿元，较年初变化不大；公司长期借款按未折现的合同现金流量所作的到期期限分析，公司长期借款于一年内到期余额占期末余额的30.33%、于1~2年到期余额占期末余额的36.34%、于2~5年及5年以上到期余额占期末余额的33.33%。

2017—2019年，公司应付债券波动下降，年均复合增长17.21%。截至2019年底，公司应付债券21.60亿元，较年初增长85.81%，主要系本期公司发行“19中交01”和“19中交债”所致。

2017—2019年，公司长期应付款规模逐年增长，年均复合增长95.90%。截至2019年底，公司长期应付款41.01亿元，较年初增长91.01%，主要系本期公司取得的股东长期借款增加所致。其中，非关联方长期应付款系公司向国新融资租赁有限公司取得的借款，融资用于中交地产产业发展有限公司及中交地产股份有限公司生产经营，抵押物为中交地产产业发展有限公司账面价值为人民币198.34万元的固定资产以及账面价值为人民币3,348.78万元。为取得关联方长期应付款而抵押的公司持有的中房（苏州）地产有限公司70%股权，以及公司持有的中房（苏州）地产有限公司70%股权。

全部债务方面，2017—2019年公司全部债务波动增长。截至2018年底，公司全部债务合计143.17亿元，较年初下降12.54%，主要系短期债务减少所致。截至2019年底，公司全部债务合计214.06亿元，较年初增长49.52%，短期债务和长期债务均有增加；债务结构中，短期债务85.69亿元（占比40.03%），长期债务128.37亿元（占比59.97%）。债务比率方面，2017—2019年，公司资产负债率分别为88.56%、89.48%和86.82%；全部债务资本化分别为81.39%、77.19%和77.37%；长期债务资本化比率分别为71.69%、69.85%和67.22%；公司资产负债率和全部债务资本化比率呈波动下降态势，长期债务资本化比率呈连续下降态势，主要系随着公司业务规模的扩大，公司融资需求有所波动所致。目前公司债务负担整体较重。

表14 截至2019年底公司全部债务余额情况（单位：亿元、年）

融资渠道	债务余额	期限	利率区间
银行贷款	83.83	1.62-15	4.75%-6.32%
非公开发行公司债	17.00	3	4.28%-4.87%
公开发行公司债	11.70	5	3.69%-4.22%
关联方借款	67.94	0.1-5	0.00%-9.98%
融资租赁借款	11.63	3	7.01%-7.70%
信托融资	8.00	2	8.80%

其他	13.94	0.92-2	8.00%
合计	214.04	--	--

注：公司所发行债券全部为不回售型
资料来源：公司年报

所有者权益

近年来，公司所有者权益规模逐年增长，2019 年公司少数股东权益规模大幅增长，归属于母公司所有者权益占比一般，未分配利润占比较高，权益结构稳定性较弱。

2017—2019 年，公司所有者权益分别为 37.42 亿元、42.30 亿元和 62.61 亿元。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 62.61 亿元，较年初增长 48.00%，主要系公司合作项目增多，少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益为 27.35 亿元，占所有者权益比重为 43.68%，较年初下降 10.33 个百分点；归属于母公司所有者权益中，股本占 19.56%，资本公积占 8.09%，盈余公积占 3.92%，未分配利润占 70.46%，所有者权益构成中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

4. 盈利能力

得益于结转规模的增长公司收入规模稳步增长，但 2019 年公司增收不增利导致公司整体盈利能力有所下降。

2017—2019 年，公司分别实现营业收入 59.74 亿元、89.48 亿元和 140.63 亿元，年均复合增长 55.80%；同期，公司分别实现净利润 7.83 亿元、11.52 亿元和 11.19 亿元，2019 年归属于母公司所有者的净利润下降 33.01%，主要系上年同期因同一控制下合并确认投资收益，本年无此项；二是计提资产减值准备和信用减值准备减少了当期净利润；三是少数股东损益的综合影响所致。近三年公司收入和利润规模逐年增长。

从期间费用看，2017—2019 年，公司费用总额波动增长，主要系公司规模扩张、销售费用和管理费用增长所致。2019 年公司费用总额为 7.40 亿元，较上年增长 25.42%，主要系公司销售费用和利息费用增长所致。具体来看，2019 年销售费用为 3.46 亿元，较上年增长 16.11%，主要系销售规模增长所致；管理费用为 3.70 亿元，较上年增长 3.35%；财务费用为 0.23 亿元，上年同期为 -0.66 亿元，主要系利息费用增长所致。

从利润构成来看，公司投资收益对公司利润规模有一定影响。2017—2019 年，公司投资收益分别为 2.94 亿元、1.40 亿元和 0.44 亿元。2018 年，公司投资收益 1.40 亿元，较上年下降 52.38%，主要系分步实现非同一控制下企业合并下中交石家庄房地产开发有限公司 51% 股权、中交地产（海口）有限公司 61% 股权，购买日之前所持股于购买日按公允价值重新计量产生的利得 2.36 亿元，以及权益法核算的长期股权投资因被投资单位损益变动确认的净投资损失 1.62 亿元所致；2019 年，公司投资收益占营业利润的比重为 2.46%，投资收益对利润水平的影响下降。

盈利指标方面，2017—2019 年，公司主营业务毛利率分别为 29.67%、30.88% 和 25.36%，呈波动下降态势；营业利润率分别为 24.62%、21.96% 和 21.32%，逐年下降，主要公司营业成本逐年增长的同时税金及附件波动增长共同所致。近三年，公司总资产报酬率分别为 5.09%、4.96% 和 5.03%，逐年下降，主要系计入财务费用的利息支出逐年增长所致；总资本收益率分别为 6.54%、7.35% 和 6.65%，波动上升，净资产收益率分别为 25.21%、28.90% 和 21.39%，呈波动下降态势，主要系 2019 年公司净利润下降所致。

从与同行业、相近规模上市企业对比中可见，公司销售毛利率、净资产收益率和总资产报酬率处于行业中上等水平，公司整体盈利能力尚可。与同行业上市公司相比，公司盈利能力指标处于行

业中上游水平。

表 15 公司与房地产开发类公司 2019 年盈利指标对比（单位：%）

证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
电建地产	18.83	1.01	1.25
联发集团	18.51	11.40	3.21
信达地产	30.37	11.09	4.38
中交地产	25.36	21.62	4.13

注：为便于同业比较，本表数据均引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异
资料来源：Wind 资讯

5. 现金流

2017—2019年，随着公司购地支出的波动，使得经营性现金流净额随之波动，公司保持一定规模的对联营企业的投资导致投资活动现金流净额持续为负；公司通过融资活动满足日常经营和投资的需要，对融资的需求较大。

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入分别为 122.77 亿元、166.90 亿元和 111.92 亿元，年均复合下降 4.52%。2017—2019 年，公司经营活动现金流出分别为 158.91 亿元、108.93 亿元和 158.03 亿元；2018 年公司经营性现金流出为 108.93 亿元，较上年下降 33.48%，主要系新增项目较上年减少，支付的土地款及保证金减少所致，2019 年，公司经营性现金流出为 158.03 亿元，较上年增长 45.07%，主要系合作项目增多，支付的土地款增加所致。综上，2017—2019 年，公司经营活动现金流量净额分别为-36.14 亿元、57.96 亿元和-46.12 亿元。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入分别为 8.50 亿元、45.80 亿元和 42.54 亿元；2018 年，公司投资活动产生的现金流入为 45.80 亿元，较上年大幅增长 283.77%，主要系收回合营项目借款本金及利息增加所致，2019 年，公司投资活动产生的现金流入为 42.55 亿元，较上年下降 7.10%，主要系本期未收到其他与投资活动有关的现金所致。2017—2019 年，公司投资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 44.75%，主要系本期对联营项目的投资增长所致，2019 年公司投资活动产生的现金流出较上年增长 4.36 亿元，主要系本期对合营项目的投资增加所致。2017—2019 年，公司投资活动现金流量净额分别为-15.49 亿元、-0.77 亿元和-7.71 亿元。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 28.24%；2019 年，公司筹资活动产生的现金流入为 219.69 亿元，较上年大幅增长 219.69%，主要系公司金融机构及股东借款大幅增加所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 46.19%；2019 年公司筹资活动产生的现金流出为 155.30 亿元，较上年增长 1.98%。2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 60.92 亿元、-47.00 亿元和 64.39 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较好，长期偿债能力一般；考虑到公司作为中交房地产集团房地产板块重要运营子公司，未来随着在建项目的销售，以及待开发项目的建设和结转，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标来看，2017—2019 年，受存货和流动负债规模波动影响，公司流动比率波动增长，分别为 1.56 倍、1.43 倍和 1.58 倍；速动比率小幅上升，分别为 0.34 倍、0.49 倍和 0.53 倍，主要系流动资产逐年增加所致。近三年，公司经营现金流动负债比率有所波动，分别为-18.70%、22.17%和-16.30%，公司经营活动现金流对流动负债的覆盖能力有待提升。近三年，公司现金短期债务比分别为 0.73 倍、1.37 倍和 0.92 倍，公司现金类资产对短期债务覆盖能力较好。

从长期偿债指标来看，2017—2019 年，公司 EBITDA 呈增长态势，年均复合增长 30.90%，主要系利润总额增加所致；2019 年公司 EBITDA 为 22.57 亿元，同比增长 20.99%，主要系利润总额增长所致。2019 年，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占比 18.36%）和利润总额（占比 79.35%）构成。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 1.41 倍、1.77 倍和 2.05 倍，呈逐年增长态势，公司 EBITDA 对利息的保障能力尚可；EBITDA 全部债务比分别为 0.08 倍、0.13 倍和 0.11 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2019 年底，公司（包括控股子公司）共取得银行授信额度 171.68 亿元，已使用银行授信额度 127.87 亿元，尚未使用银行授信额度 43.81 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年底，公司及子公司对外担保合计 38.80 亿元。截至 2019 年底，公司或有事项中，对外提供担保形成的或有负债 38.80 亿元，房地产企业为购房者提供按揭贷款担保产生的或有负债 75.74 亿元。

截至 2019 年底，公司涉及两项未决诉讼，涉案金额约 0.99 亿元。公司未决诉讼涉案金额较小，或有负债风险不大。

根据公司提供的中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G1050010500331800G），截至 2020 年 4 月 21 日，公司已结清信贷记录中，有 7 笔不良/违约类贷款、1 笔关注类贷款均已结清，主要系历史原因形成，且全部发生于 2008 年公司重组前。

7. 母公司财务分析

母公司³资产主要由货币资金、其他应收款和长期股权投资构成，负债率很高，自身经营性资产少，利润主要来自投资收益。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 159.52 亿元，流动资产 102.93 亿元（占母公司资产总额的 87.32%），主要由货币资金（占 12.47%）、其他应收款合计（占 71.05%）和一年内到期的非流动资产（占 9.25%）等构成；母公司非流动资产 56.59 亿元，主要由长期股权投资（占 90.25%）等构成。

截至 2019 年底，母公司负债总额为 139.43 亿元，母公司流动负债 213.49 亿元（占母公司负债总额的 60.36%），全部由其他应付款合计（占 80.46%）和一年内到期的非流动负债（占 18.81%）构成，其他应付款主要为资金往来款及其他；母公司非流动负债 55.28 亿元，主要由长期借款（占 26.99%）、应付债券（占 39.07%）和长期应付款（占 32.61%）构成。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 87.41%，全部债务资本化比率为 72.26%，母公司债务负担较重。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 20.09 亿元，主要由实收资本（占 26.63%）和资本公积（占 62.15%）构成。

2019 年，母公司营业收入规模为 337.51 万元，母公司净利润为 880.76 万元，主要来自投资收益。

2019 年，母公司经营活动现金流净额为 10.92 亿元；投资活动现金流净额为 -30.97 亿元；筹资活动现金流净额为 26.10 亿元。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年底，公司全部债务总额 214.06 亿元，本次拟发行债券规模为不超过 7.00 亿元，占

³ 此母公司指公司母公司单独报表

公司全部债务的 3.27%，对公司债务规模存在一定影响。

以 2019 年底财务数据为基础，若募集资金净额为 7.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 87.01%、77.93% 和 68.38%，较发债前分别提高 0.19 个百分点、0.56 个百分点和 1.16 个百分点，债务负担有所加重。考虑到本次债券的筹集资金将用于偿还借款，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将低于上述值。

2. 本次公司债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 22.57 亿元，为本次公司债券发行额度（7.00 亿元）的 3.22 倍，对本次债券覆盖程度一般。2019 年公司经营活动产生的现金流入量为 111.91 亿元，为本次公司债券发行额度的 15.99 倍，对本次债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国有上市房地产开发企业，在股东实力与支持、业务规模、项目区域分布等方面具有优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

本次债券由中交房地产集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其保证范围包括本次债券的本金及利息，违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为本次发行各期债券发行首日至本次发行各期债券到期之日起六个月止。未受偿付的债券持有人、债券受托管理人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，或者在保证期间主张债权后未在诉讼时效期限届满之前向担保人追偿的，担保人免除保证责任。

债券持有人依法将债券转让、赠予、遗赠、出质、法院强制执行或其他任何合法方式导致债券持有人发生变更的，担保人在规定的保证范围内继续承担保证责任。

经债券有关主管部门和债券持有人会议批准，本次发行各期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，不需另行经过担保人同意，担保人继续承担保证责任。

2. 担保人信用分析

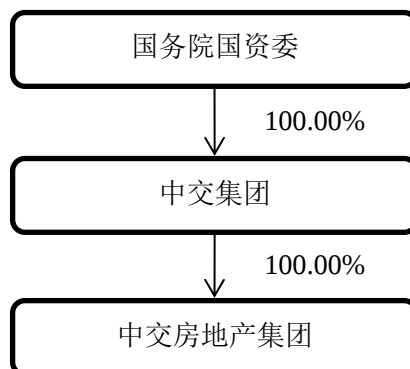
（1）企业概况

中交房地产集团前身是 2015 年 3 月成立的中交房地产有限公司，设立时注册资本为 10.00 亿元。2015 年 6 月 11 日在北京市工商局登记为企业集团，更名为“中交房地产集团有限公司”。目前中交房地产集团是中交集团旗下的房地产专业子集团，是中交集团房地产板块唯一的境内外房地产业务运营平台和管理平台。

中交房地产集团下辖中交置业有限公司（以下简称“中交置业”）、中住地产、中国房地产开发集团有限公司、中交鼎信股权投资管理有限公司、中交海外房地产有限公司（以下简称“中交海外地产”）等；同时中交房地产集团也是香港上市公司绿城中国控股有限公司（03900.HK，以下简称“绿城中国”）的第一大股东。

截至 2019 年 9 月底，中交房地产集团注册资本 13.50 亿元，公司实际控制人为国务院国资委，股权结构如下图所示。

图 10 截至 2019 年 9 月底中交房地产集团股权结构图



资料来源：中交房地产集团提供

中交房地产集团经营范围：房地产开发；物业管理建设工程项目房地产开发；物业管理建设工程项目房地产开发；物业管理建设工程项目销售自行开发的商品房；出租商业用房；出租办公用房；项目投资；投资管理；资产管理；投资咨询。

截至 2018 年底，中交房地产集团合并资产总额 3,439.86 亿元，负债合计 2,782.77 亿元，所有者权益（含少数股东权益）657.10 亿元，其中归属于母公司所有者权益 95.01 亿元。2018 年，中交房地产集团实现营业收入 744.72 亿元，净利润（含少数股东损益）28.57 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额-67.52 亿元，现金及现金等价物净增加额 151.41 亿元。

截至 2019 年 9 月底，中交房地产集团合并资产总额 3,938.47 亿元，负债合计 3,215.29 亿元，所有者权益（含少数股东权益）723.18 亿元，其中归属于母公司所有者权益 91.02 亿元。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 329.25 亿元，净利润（含少数股东损益）24.01 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-3.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额-120.52 亿元，现金及现金等价物净增加额 -72.24 亿元。

中交房地产集团注册地址：北京市西城区德外大街 5 号 2 号楼八-九层；法定代表人：赵晖。

（2）规模与竞争力

中交房地产集团在规模和品牌影响力方面具有较强的优势。

作为中交集团旗下的房地产专业子集团，中交房地产集团目前是中交集团房地产板块唯一的境内外房地产业务运营平台和管理平台。当前业务涵盖房地产开发经营、土地一级开发与土地整理、基础设施建设及投资、城市新区综合开发与运营、旧城改造、物业资产经营管理等领域，为全国性的国有大型房地产企业。

目前，中交房地产集团旗下拥有“中交地产”和“绿城”两个房地产业务品牌，在房地产业内已有一定的品牌影响力。“中交地产”品牌经过多年发展，目前在已有开发业务的三四线城市和刚需型客户群中，具备一定的品牌影响力。“绿城”品牌在房地产业界具有较好的口碑，在一线城市客户和改善型客户群中，优势显著，并获得过众多荣誉：曾连续四年获得“中国城市居民居住整体满意度”全国第一，荣获“规划设计、工程质量、销售服务、物业服务、企业形象、企业忠诚度”六个单项第一和全国唯一一个“中国房地产顾客满意度领先品牌”；绿城中国连续 15 年位列“中国房地产百强企业综合实力 TOP10”、连续 16 年上榜“中国房地产公司品牌价值 TOP10”；“绿城房产”荣膺“中国驰名商标”“浙江省知名商号”称号。

(3) 经营分析

经营概况

得益于房地产业务结转规模大幅增长，中交房地产集团营业收入快速增长；中交房地产集团毛利率比较稳定。

2016—2018 年，中交房地产集团营业收入逐年增长，年均复合增长 40.95%，主要系房地产销售收入增长和 2018 年绿城中国执行新收入准则确认收入增加所致；净利润逐年增长，年均复合增长 87.07%，增速快于营业收入增速，主要系费用控制能力提升所致。

从主营业务收入构成看，房地产开发业务是中交房地产集团最主要的收入来源，主要由中交地产和绿城中国两大平台开展，近三年房地产开发收入分别为 319.98 亿元、497.08 亿元和 686.08 亿元，逐年大幅增长，主要系当期房地产销售收入增加所致；占营业收入的比重分别为 85.37%、90.15%和 92.13%，逐年提高。除房地产开发外，酒店、建筑、房产租赁和物业管理等业务收入规模和占比较小。中交房地产集团其他业务主要为绿城中国项目设计、装修及项目管理等收入，收入逐年增长。

毛利率方面，2016—2018 年，中交房地产集团房地产开发毛利率分别为 21.63%、19.18%和 22.79%，小幅波动增长。除房地产业务外其他业务规模占比小，对毛利率影响很小。

表 16 中交房地产集团营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	319.98	85.37	21.63	497.08	90.15	19.18	686.08	92.13	22.79	284.22	86.32	28.15
酒店及其他设施类	6.71	1.79	73.35	6.74	1.23	70.44	7.82	1.05	66.18	5.94	1.80	77.81
建筑业	11.90	3.17	2.88	1.41	0.26	14.66	1.86	0.25	17.91	0.49	0.15	14.18
房产租赁	3.15	0.84	75.50	2.09	0.38	69.40	2.70	0.36	59.51	2.39	0.73	27.19
物业管理	0.61	0.16	-6.67	1.19	0.22	8.57	1.35	0.18	2.88	1.21	0.37	1.22
BT 或 BOT 项目	3.53	0.94	43.28	1.07	0.20	91.56	--	--	--	--	--	--
其他	28.96	7.73	26.08	36.94	6.76	29.98	44.91	6.03	34.34	35.00	10.63	32.00
合计	374.83	100.00	22.92	546.51	100.00	20.86	744.72	100.00	24.03	329.25	100.00	29.33

资料来源：中交房地产集团提供

2019 年 1—9 月，中交房地产集团实现营业收入 329.25 亿元，同比下降 28.27%，主要系房地产项目交付节点不均衡，大部分项目主要集中在第四季度交付所致；毛利率 29.33%，同比提升 7.36 个百分点，主要系房地产结转项目差异所致。

房地产业务

中交房地产集团业务运营平台主要包括中交地产、中交海外地产以及绿城中国等。中交房地产集团旗下已形成中交地产、绿城中国和中交海外地产三个房地产开发平台。为减少和避免同业竞争情况，2017 年中交房地产集团将中交置业的运营管理权交由中交地产负责。

业务划分上，中交地产业务主攻刚需和首改需求，以及旧城改造和特色地产的中高端产品，同时还承接轨交特色、产业新城等形式的项目；绿城中国主要打造高品质住宅；受国家对外投资政策因素影响，目前中交房地产集团海外地产平台处于战略收缩状态，主要推进在建项目开发管理，适时开展业务拓展。

绿城中国

土地储备

在城市布局方面，绿城中国近年重点布局北京、上海、广州三大一线城市；深耕杭州、南京、

无锡、宁波等地区，进一步巩固在长三角地区的市场影响力；战略性进入成都、重庆、武汉、西安等重点城市，提升在西北和华中地区的品牌知名度；布局嘉兴、南通、义乌等位于核心城市辐射区域并极具发展潜力的三四线城市。

绿城中国拿地方式主要有：积极参与公开市场招拍挂；积极寻求收购或并购项目；积极参与城改、旧改、棚改或一二级联动项目；借助股东中交房地产集团在交通和城市建设方面的资源优势，获得基建和产业项目周边地块。

土地储备获取方面，2016—2018年，绿城中国新增土地储备规模和投资规模均波动增长。2017年，绿城中国显著加大土地储备获取力度，投资规模为历年最高，重点布局北京、上海、广州三大一线城市，深耕杭州、南京、无锡、宁波等地，进入成都、重庆、西安、武汉等重点城市，布局嘉兴、南通、义乌等核心城市辐射区域并具有发展潜力的三四线城市；2018年，绿城中国新增土地储备规模有所下降，新获取项目中近80%集中在一二线城市，积极补仓北京、上海、广州、杭州、天津、合肥等全国性和区域中心城市，基本完成全国重点城市圈的布局。从新增土地储备均价看，2016—2018年，绿城中国新增土地储备均价略有波动，且均在1万元/平方米以上，主要系绿城中国土地储备主要分布于一二线城市所致。2019年1—6月，绿城中国新增土地储备权益建筑面积180万平方米，主要分布于杭州、宁波、合肥、郑州、西安等一二线核心城市，新增土地储备均价有所提升。具体情况见下表。

表 17 绿城中国土地储备获取情况（单位：个、万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
新增项目数量	9	37	37	19
新增土地储备建筑面积（权益口径）	160	570	420	180
新增土地储备建筑面积	228	859	719	322
新增土地价款总额（权益口径）	106	442	339	181
新增土地价款总额	180	644	517	252
取得土地均价	1.17	1.09	1.14	1.28
期末土地储备建筑面积（权益口径）	1,333	1,902	2,032	2,041
期末土地储备建筑面积	2,912	3,032	3,247	3,412
期末土地储备可售面积（权益口径）	1,221	1,302	1,387	1,395
期末土地储备可售面积	2,072	2,112	2,238	2,349

资料来源：绿城中国年报及半年报，联合评级整理

截至2019年6月底，绿城中国共有土地储备项目125个（包括在建和拟建），总建筑面积3,412万平方米，权益建筑面积2,041万平方米，总可售面积2,349万平方米，权益总可售面积1,395万平方米；楼面地价平均成本约为6,259元/平方米；一二线城市土地储备总可售货值占比约72%。

项目建设

2016—2018年，绿城中国加快了开发节奏，新开工面积快速增长；受施工进度差异影响，绿城中国竣工面积有所波动。

2016—2018年，绿城中国明显加快开工节奏，新开工面积年均复合增长39.92%；受施工进度差异影响，绿城中国竣工面积有所波动，年均复合增长0.82%。

表 18 绿城中国项目建设情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	473	528	926
竣工面积	484	617	492

资料来源：中交房地产集团提供，联合评级整理

项目销售

2016—2018 年，绿城中国投资项目合同销售规模相对稳定，销售均价逐年提升；轻资产业务规模增长迅速，代建项目合同销售规模快速增长；展望 2019 年下半年，绿城中国在售项目充足。

作为一家全国性房地产企业，绿城中国长期坚持精品、高端住宅的产品定位，以“精致品质、稳健运营”为经营方针，同时不断加大产品中的服务内容，提升产品附加值，增强产品竞争力。绿城中国基本采用自销团队组织销售。除自销之外，其他销售渠道主要有：编外渠道销售团队、中介公司、销售代理公司、老客户转介绍、公司全员营销等。绿城中国针对不同的项目采用不同的销售渠道，高端公寓、别墅楼盘采用自销、老客户转介绍、公司全员营销等；普通公寓楼盘采用自销、编外渠道销售团队、中介公司、销售代理公司、老客户转介绍、公司全员营销等。

绿城中国还从事代建业务。绿城中国的代建业务开始于 2010 年，由绿城房地产建设管理集团有限公司（以下简称“绿城管理集团”）负责。绿城管理集团对第三方的房地产开发项目进行管理输出、品牌输出和资源输出，并收取相应的管理费或服务费。截至 2019 年 6 月底，绿城管理集团总体管控项目合计 317 个，规划总建筑面积约 7,284 万平方米，预计总可售金额约 4,194 亿元，是中国规模领先的品牌代建商。

表 19 绿城中国项目销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

投资项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
合同销售面积	483	444	398	197
合同销售金额	958	1,033	1,012	494
合同销售均价	19,813	23,235	25,455	25,031
结转面积	227	198	339	95
结转收入	255	379	553	159
代建项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
合同销售面积	143	383	414	206
合同销售金额	181	430	552	249

资料来源：绿城中国年报及半年报，联合评级整理

从销售数据看，2016—2018 年，绿城中国投资项目合同销售面积（全口径）逐年下降，年均复合下降 9.22%；合同销售金额（全口径）波动增长，年均复合增长 2.78%，主要系合同销售均价增长所致。2016—2018 年，绿城中国代建业务迅速发展，合同销售面积和合同销售金额均逐年快速增长，分别年均复合增长 70.15%和 74.63%。

投资项目结转方面，2016—2018 年，绿城中国投资项目结转面积波动增长，主要系项目施工节奏变化所致；结转收入逐年快速增长，年均复合增长 47.26%。

2019 年 1—6 月，绿城中国投资项目销售规模相对平稳，合同销售均价较 2018 年小幅下降，受全年结转面积分布不均影响，结转规模同比下降 43.80%，结转收入亦随之同比下降 49.40%。绿城中国代建项目销售规模同比保持相对稳定。2019 年下半年，绿城中国预计整体可售货源约 1,060 万平方米，整体可售金额约 2,263 亿元，其中投资项目预计可售货源 611 万平方米，可售金额约 1,574 亿元。

总体看，近三年，绿城中国投资项目合同销售规模相对稳定，销售均价逐年提升；轻资产业务规模增长迅速，代建项目合同销售规模快速增长；展望 2019 年下半年，绿城中国在售项目充足。

中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务

中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务包括中交地产、中交置业和中交海外所从事的房地产业务。

土地储备

中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务剩余土地储备规模尚可，土地储备较为合理，但中交置业土地储备所处的城市多数为三四线城市，未来可能面临一定的去化压力。

2016—2018 年，中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务新增土地储备建筑面积模波动增长，年均复合增长 39.76%，新增土地投资额随之波动增长，年均复合增长 24.19%。2016—2018 年，中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务新增土地储备权益建筑面积年均复合增长 19.25%，增速低于全口径增速，主要系为分散风险及避免过度竞争、合作开发比例提升所致。从新增土地储备成本看，2016—2018 年，中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务新增土地储备楼面均价逐年增长，年均复合增长 27.41%，其中 2017 年新增土地储备平均楼面均价同比增长 60.06%，主要系二线城市土地储备占比提升以及土地市场竞争激烈所致。2019 年 1—9 月，中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务新增土地储备权益建筑面积规模同比较为稳定，但因合作开发占比下降，新增土地储备建筑面积仅占 2018 年全年新增土地储备的 47.70%；中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务新增土地储备平均楼面均价大幅增长至 10,302 元/平方米，主要系新增北京市土地储备楼面价格较高所致。

表 20 中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务新增土地储备情况（单位：个、万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
新拓展项目	4	15	16	7
新增土地储备建筑面积	98.16	215.16	191.73	91.45
新增土地储备建筑面积（权益口径）	76.52	115.60	108.82	75.27
新增土地投资额	84.48	149.34	130.30	94.22
新增土地投资额（权益口径）	31.15	75.33	71.92	73.65
新增土地平均楼面价格	4,071	6,516	6,609	10,302

注：全口径，包含并表与非并表项目
资料来源：中交地产提供

截至 2019 年 9 月底，中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务中交置业土地储备情况如下表所示（中交地产土地储备详见前文对于中交地产经营分析部分）。截至 2019 年 9 月底，中交置业土地储备占地面积 44.74 万平方米，规划建筑面积 94.89 万平方米，主要分布于如皋、宜兴和青岛等城市。

表 21 截至 2019 年 9 月底中交置业土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米）

项目名称	城市	占地面积	规划建筑面积	土地获取时间	业态	楼面地价
宜兴阳美庐	宜兴	14.71	24.39	2013 年 5 月	别墅、洋房、商业	1,543
盘锦凯旋城	盘锦	3.28	8.65	2010 年 8 月	住宅、商业	694
即墨中央公元	青岛	3.99	16.05	2015 年 7 月	住宅、商业	1,245
如皋美庐城	如皋	15.90	29.80	2011 年 1 月	商业、住宅	982
				2014 年 12 月	住宅	626
				2014 年 12 月	住宅	749

天津上东湾	天津	6.86	16.00	2012 年 5 月	住宅	2,262
合计	--	44.74	94.89	--	--	--

资料来源：中交地产提供

项目开发情况

2016—2018年，中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务保持较大的新开工规模，在建项目规模大，未来面临较大的资本支出压力。

2016—2018 年，中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务保持较大规模的开工规模，新开工面积波动增长，年均复合增长 13.90%，其中 2017 年新开工面积同比增长 53.38%，主要系当年新增土地储备规模大幅增长且加快项目开发节奏所致。竣工规模波动增长，年均复合增长 12.60%。2019 年 1—9 月，中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务新开工面积同比大幅增长，竣工面积有所下降。

表 22 中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务项目建设情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
新开工面积	133	204	173	171
竣工面积	169	155	214	121

注：并表口径

资料来源：中交地产提供

从预计投入情况看，截至 2019 年 9 月底，中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务在建项目预计总投资 1,138.26 亿元，已完成投资 695.50 亿元，未来尚需投资 442.76 亿元，尚需投资规模较大，未来面临较大的资本支出压力。

表 23 截至 2019 年 9 月底中交系地产在建项目情况（单位：%、万平方米、亿元）

项目名称	城市	权益占比	规划建筑面积	预计总投资	已投资	已售面积	已售金额
中交上东国际	呼和浩特	100	23.05	15.92	15.47	14.41	10.74
中交阳美庐	宜兴	40	52.28	54.79	20.87	8.64	11.77
中交凯旋城	盘锦	51	36.90	14.81	12.60	23.19	9.69
中交中央公元	青岛	40	162.63	101.88	62.29	42.04	35.53
中交香颂	哈尔滨	57	21.28	18.59	18.30	11.31	12.32
中交美庐城	如皋	75	52.69	34.06	20.10	10.09	6.22
中交 C 谷	天津	75	12.29	11.09	9.44	2.52	3.04
中交上东湾	天津	75	36.16	30.99	17.10	7.57	7.85
中交王府景	巴中	95	90.41	41.27	35.22	64.75	31.53
中交南山美庐	舟山	100	46.43	41.56	40.24	31.67	42.80
中交香颂花园	惠州	51	16.88	7.50	6.63	12.62	9.74
中雅江湾豪园项目	佛山	47	19.22	26.97	19.86	0.86	1.41
中雅江湾豪庭项目	佛山	47	22.63	29.93	17.47	1.35	2.20
四季华城项目	东莞	40	13.84	28.85	18.05	2.25	8.04
翡翠东望项目	东莞	9	33.74	48.39	27.72	6.16	20.43
中交中央公园	重庆	71	197.39	180.24	71.81	45.15	57.33
漫山	重庆	70	73.57	55.13	36.33	18.56	21.65
那里	重庆	40	21.25	16.10	14.91	13.10	9.21
千寻	重庆	71	15.71	7.99	8.12	13.12	9.31
中交中央公园项目	长沙	100	120.62	68.97	32.31	63.98	48.49

中交江锦湾	武汉	51	25.37	17.60	17.03	17.99	15.99
中交香颂	武汉	53	16.15	8.28	3.25	--	--
中交·美庐	天津	51	5.02	5.52	3.03	0.38	0.55
中交·香颂	天津	100	18.31	21.51	13.16	0.90	1.27
中交富力·樾熙府	北京	50	18.16	27.71	9.24	--	--
大河华章花园	苏州	36	18.06	25.44	17.67	9.95	17.60
吴江 037	苏州	70	12.23	17.62	9.02	--	--
中交·锦绣雅郡 A1 地块	昆明	73	41.34	24.34	15.14	32.81	30.71
中交·碧桂园·映象美庐 A2 地块	昆明	99	31.17	38.83	18.94	--	--
财富大厦	杭州	100	8.12	12.06	7.13	1.63	4.39
四季美庐	嘉兴	90	16.18	16.23	14.17	5.75	14.21
悦美庐	杭州	100	14.21	26.80	19.58	--	--
中交荣域	南京	70	61.13	35.60	22.61	29.46	24.70
宁波中交月湖美庐	宁波	70	14.94	18.35	15.78	9.94	17.91
宁波雅郡项目	宁波	99	3.47	7.32	4.92	--	--
合计	--	--	1,372.83	1,138.26	695.50	502.15	486.62

资料来源：中交地产提供

(3) 项目销售情况

2016—2018 年，中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务签约销售面积波动下降，但得益于签约均价提升，签约销售金额逐年增长。中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务可售项目规模大，可满足其未来近 3 年销售需求，同时，需关注位于三四线城市房地产项目后续去化情况。

2016—2018 年，中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务签约销售面积（合并口径）波动下降，年均复合下降 8.71%；其中 2017 年签约销售面积（合并口径）同比下降 33.91%，但受益于重庆、温州、宁波、苏州等城市项目销售均价增长，2017 年签约销售金额（全口径）同比增长 26.02%；2018 年签约销售面积（合并口径）和签约销售金额（合并口径）均同比增长，分别同比增长 26.09% 和 8.39%。从签约销售均价看，2016—2018 年，中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务签约销售均价波动增长，主要系重庆、温州、宁波、苏州等城市销售价格增长所致。2019 年 1—9 月，中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务签约销售面积和签约销售金额均有所下降，考虑到其位于三四线项目较多，需关注后续项目去化情况。具体情况见下表。

表 24 中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务销售数据（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
签约销售面积（合并口径）	174	115	145	62
签约销售金额（合并口径）	123	155	168	81
签约销售面积（权益口径）	--	80	106	56
签约销售金额（权益口径）	--	109	125	74
签约销售均价（合并口径）	0.70	1.34	1.16	1.31

注：1. 合并口径为并表项目全部销售业绩；权益口径为并表及联营项目的权益占比销售业绩；2. 未提供 2016 年权益口径数据
 资料来源：中交地产提供

截至 2019 年 9 月底，中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务共 44 个项目在售，剩余可售面积 477.41 万平方米，综合去化率 55.32%，其中位于佛山（中雅江湾豪园、中雅江湾豪庭）、东莞（深圳四季华城、深圳翡翠东望）、重庆的中交·中央公园、天津的中交·美庐均属于分批次开盘，

后续将进行加推，天津中交·香颂，主要系开盘时间较短，且销售均价略高等市场影响原因去化较慢，天津的中交 C 谷、中交上东湾项目由于受开发节奏影响，去化较缓慢，后续中交上东湾将陆续准备推盘；如皋（中交美庐城）和宜兴（中交阳羡美庐）项目受开发节奏影响，剩余未地块及未售多为商业业态，因此去化偏慢，需关注上述项目后续销售情况。此外，中交·雅颂美庐、中交香颂、吴江 037、中交·碧桂园·映象美、宜兴宜地 11 号地项目、悦美庐、成均雅院、成均云庐和宁波雅郡项目等项目已取证但尚未推盘。中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务在售项目规模较大，可满足其未来 3 年左右销售需求，但位于三四线城市项目体量大，需关注后续销售去化情况。

表 25 截至 2019 年 9 月底中交房地产集团除绿城中国以外的房地产业务项目销售情况（单位：万平方米、%）

项目名称	物业类型	项目区域	计容总可售面积	已销售面积	去化率
惠州香颂花园	住宅、商业	惠州	12.76	12.62	98.90
佛山中雅江湾豪园项目	住宅、商业	佛山	13.30	0.86	6.47
佛山中雅江湾豪庭项目	住宅、商业	佛山	15.82	1.35	8.53
深圳四季华城项目	住宅、商业	东莞	10.56	2.25	21.31
深圳翡翠东望项目	住宅	东莞	15.62	6.16	39.44
千寻	住宅、商业	重庆	13.12	13.12	100.00
中房·那里	住宅、商业	重庆	16.14	13.93	86.31
中交·漫山	住宅、商业	重庆	48.39	18.56	38.36
中交·中央公园	住宅、商业	重庆	139.72	45.15	32.31
中房·F 联邦	住宅、商业	长沙	37.05	37.02	99.92
中交·中央公园	住宅、商业	长沙	95.80	63.97	66.77
中交·雅颂美庐	住宅、商业	长沙	23.11	--	--
中交江锦湾	住宅、商业	武汉	19.24	17.99	93.50
中交香颂	住宅、商业	武汉	13.08	--	--
中交财富中心	写字楼（其他商服）	石家庄	12.25	11.04	90.12
中交·阳光屿岸	住宅	青岛	19.68	19.02	96.65
中交·美庐	住宅、商业	天津	1.96	0.38	19.39
天津中交·香颂	住宅	天津	13.02	0.90	6.91
吴江 037	住宅	东部	8.81	--	--
中交·锦绣雅郡 A1 地块	商业	昆明	3.10	2.66	85.81
中交·锦绣雅郡 A2 地块	住宅、商业及其他	昆明	26.72	26.52	99.25
中交·碧桂园·映象美	住宅、商业及其他	昆明	22.49	--	--
财富大厦	商业/办公	杭州	5.61	2.73	48.74
中交大丰美庐城项目	住宅、商业	盐城	17.75	15.77	88.85
宜兴宜地 11 号地项目	住宅、商业	无锡	3.65	--	--
四季美庐	住宅、商业	嘉兴	6.69	5.75	85.98
悦美庐	住宅	杭州	9.42	--	--
中交荣域	住宅	南京	43.98	31.63	71.92
成均雅院	住宅、商业	舟山	9.12	--	--
成均云庐	住宅、商业	舟山	8.95	--	--
宁波中交君玺项目	多层、小高层、高层	宁波	9.13	9.13	100.00
宁波中交月湖美庐	别墅、小高层、高层	宁波	10.32	9.94	96.32
宁波雅郡项目	小高层、高层	宁波	2.44	--	--
中交御墅项目	住宅	温州	6.50	6.50	99.90
中交凯旋城	住宅	盘锦	32.43	23.19	71.51

中交王府景	住宅、商业	巴中	76.83	64.75	84.28
中交 C 谷	商业	天津	8.11	2.52	31.07
中交上东湾	住宅	天津	26.29	7.57	28.79
中交美庐城	住宅、商业	如皋	33.27	10.09	30.33
中交中央公元	住宅、商业	即墨	73.14	42.04	57.48
中交香颂	公寓、商业	哈尔滨	15.17	11.31	74.56
中交南山美庐	住宅、商业	舟山	32.04	31.67	98.85
中交阳羨美庐	住宅、商业	宜兴	38.91	8.64	22.21
中交上东国际	住宅、商业	呼市	17.06	14.40	84.41
合计	--	--	1,068.54	591.13	55.32

注：表中部分项目已获取预售证，但未推盘销售，去化率以“--”标识
资料来源：中交地产提供

(4) 财务分析

中交房地产集团提供的 2016—2018 年度合并财务报表已经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计结论，2019 年三季度报表未经审计。中交房地产集团的财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及应用指南、解释及其他有关规定编制。从合并范围上看，2017 年，中交房地产集团同一控制下合并子公司 1 家。2018 年，中交房地产集团非同一控制下合并子公司 11 家，同一控制下合并子公司 3 家，处置子公司 19 家。2019 年 1—9 月，中交房地产集团合并范围内净增加 51 家子公司。截至 2019 年 9 月底，纳入合并范围的子公司共 503 家。合并范围变化不大，财务数据可比性强。

表 26 截至 2019 年 9 月底中交房地产集团合并范围内一级子公司情况

序号	子公司名称	注册地	业务性质	注册资本	持股比例
1	中交地产股份有限公司	重庆	房地产开发	5.35	53.32
2	中国房地产开发集团有限公司	北京	房地产开发	6.60	100.00
3	中交鼎信股权投资管理有限公司	上海	基金管理	1.00	80.00
4	CCCCG Overseas RealEstate Pte.Ltd ⁴	新加坡	房地产开发	5.73	51.00
5	CCCCG Holding(HK) Limited	BVI	房地产开发	1,282 美元	100.00
6	CCCCG RealEstate Holding Limited	BVI	房地产开发	1 美元	100.00
7	绿城中国	Cayman	房地产开发	2.09	28.89

资料来源：中交房地产集团提供

截至 2018 年底，中交房地产集团合并资产总额 3,439.86 亿元，负债合计 2,782.77 亿元，所有者权益（含少数股东权益）657.10 亿元，其中归属于母公司所有者权益 95.01 亿元。2018 年，中交房地产集团实现营业收入 744.72 亿元，净利润（含少数股东损益）28.57 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额-67.52 亿元，现金及现金等价物净增加额 151.41 亿元。

截至 2019 年 9 月底，中交房地产集团合并资产总额 3,938.47 亿元，负债合计 3,215.29 亿元，所有者权益（含少数股东权益）723.18 亿元，其中归属于母公司所有者权益 91.02 亿元。2019 年 1—9 月，中交房地产集团实现营业收入 329.25 亿元，净利润（含少数股东损益）24.01 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-3.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额-120.52 亿元，现金及现金等价物净增加额-72.24 亿元。

⁴ 既中交海外房地产有限公司

资产质量

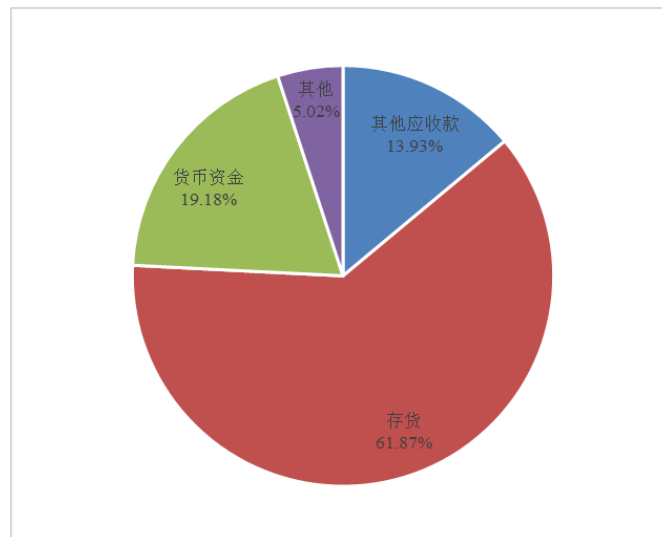
近年来，中交房地产集团资产规模快速增长；资产构成符合一般房地产企业特征，以流动资产为主。货币资金规模较大，受限比例一般；投资性房地产以成本计量，存在一定的增值潜力。但存货中位于三四线城市的房地产项目面临一定去化压力，未来或将存在减值风险。整体看，中交房地产集团资产质量较好。

2016—2018 年，中交房地产集团合并资产总额逐年增长，年均复合增长 24.31%，主要系流动资产和非流动资产共同增长所致。截至 2018 年底，中交房地产集团合并资产总额 3,439.86 亿元，较年初增长 16.14%，主要系流动资产增长所致。从结构上来看，流动资产和非流动资产占比分别为 88.88% 和 11.12%，资产构成以流动资产为主，符合房地产企业特点。

流动资产

2016—2018 年，中交房地产集团流动资产逐年增长，年均复合增长 24.51%。截至 2018 年底，中交房地产集团流动资产合计 3,057.36 亿元，较年初增长 14.65%，主要系货币资金和存货增加所致。流动资产主要由货币资金（占比 19.18%）、其他应收款（占比 13.93%）和存货（占比 61.87%）构成。

图 11 截至 2018 年底中交房地产集团流动资产构成情况



数据来源：中交房地产集团审计报告

2016—2018 年，中交房地产集团货币资金逐年增长，年均复合增长 30.02%。截至 2018 年底，中交房地产集团货币资金 586.30 亿元，较年初增长 30.35%，主要系取得借款所收到的现金和销售回款共同增加所致；其中银行存款 544.88 亿元，占货币现金的 92.94%。货币资金中受限资金 59.94 亿元，主要系提供担保、承兑汇票保证金、信用证保证金、履约保证金以及房地产企业用作按规定缴存的住房基金、预售监管资金、项目保证金、按揭保证金等，占货币资金比例 10.22%，受限比例一般。

2016—2018 年，中交房地产集团其他应收款逐年增长，年均复合增长 13.81%。截至 2018 年底，中交房地产集团其他应收款账面价值 428.47 亿元，较年初增长 8.31%，其中其他应收款账面价值 425.97 亿元，计提坏账准备 34.90 亿元（计提比例 8.19%）。其他应收款前五名均为关联方借款。

表 27 按欠款方归集的余额前五名的其他应收款情况（单位：亿元、%）

公司名称	款项性质	账面余额	占比
天津融创奥城投资有限公司	关联方借款	27.73	6.02

沈阳全运村建设有限公司	关联方借款	21.11	4.58
北京景西房地产开发有限公司	关联方借款	20.72	4.50
宁波市轨道交通物产置业有限公司	关联方借款	16.76	3.64
PERFECT WAY HOLDINGS LIMITED	关联方借款	13.15	2.85
合计	--	99.48	21.59

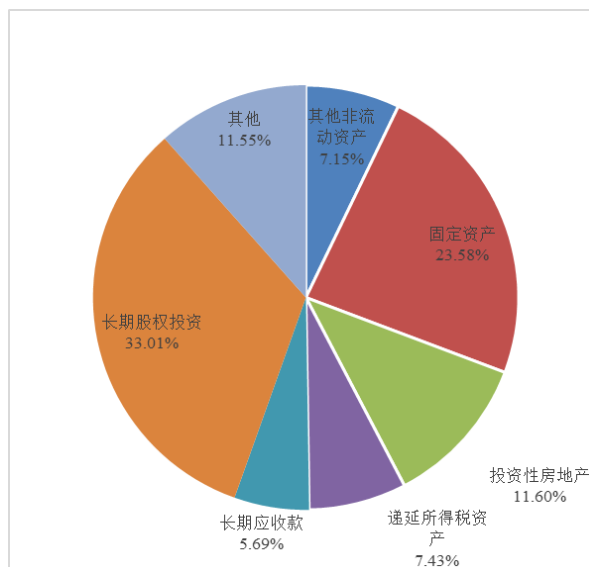
数据来源：中交房地产集团审计报告

2016—2018 年，中交房地产集团存货逐年增长，年均复合增长 25.24%。截至 2018 年底，中交房地产集团存货账面价值 1,891.62 亿元，较年初增长 12.05%，主要系房地产开发成本增加所致；存货中房地产开发成本占比 90.30%，开发产品占比 9.62%；存货累计计提 11.89 亿元的存货跌价准备。由于中交房地产集团部分存货位于三四线城市，且去化速度一般，存货面临一定跌价风险。

非流动资产

2016—2018 年，中交房地产集团非流动资产逐年增长，年均复合增长 22.74%。截至 2018 年底，中交房地产集团非流动资产 382.50 亿元，较年初增长 29.66%，主要系长期股权投资、固定资产和其他非流动资产增加所致。非流动资产主要由长期应收款（占 5.69%）、长期股权投资（占比 33.01%）、投资性房地产（占比 11.60%）、固定资产（占比 23.58%）、递延所得税资产（占 7.43%）和其他非流动资产（占比 7.15%）构成。

图 12 截至 2018 年底中交房地产集团非流动资产构成情况



数据来源：中交房地产集团审计报告

2016—2018 年，中交房地产集团长期应收款逐年增长，年均复合增长 24.38%。截至 2018 年底，中交房地产集团长期应收款 21.75 亿元，较年初增长 8.67%，主要系关联方往来款增加所致。长期应收款主要为关联方往来借款（占比 61.90%）和 BT 项目长期应收款（占比 36.98%）。中交房地产集团未对长期应收款计提坏账准备。

2016—2018 年，中交房地产集团长期股权投资波动增长，年均复合增长 7.28%。截至 2018 年底，中交房地产集团长期股权投资 126.26 亿元，较年初增长 19.34%。其中对合营企业投资 27.48 亿元，对联营企业投资 98.79 亿元，合计计提减值准备 3.23 亿元（主要是对子公司中房集团企业顾问公司计提的减值准备 3.14 亿元）。投资金额较大的合营企业主要有山东东城置业有限公司（账面价值 3.56 亿元）、苏州中交路劲地产有限公司（账面价值 3.18 亿元）和浙江绿西房地产集团有限公司（账面

价值 3.19 亿元)；主要的联营企业为杭州地铁武林置业有限公司(账面价值 12.34 亿元)和杭州滨绿房地产开发有限公司(账面价值 7.77 亿元)。2018 年，权益法下确认的投资收益 4.18 亿元。长期股权投资规模较大，若被投资单位经营不善，可能面临一定减值风险。

2016—2018 年，中交房地产集团投资性房地产逐年增长，年均复合增长 39.87%。截至 2018 年底，中交房地产集团投资性房地产账面余额为 44.36 亿元，较年初增长 34.23%，主要系房地产存货完工转为自持物业所致。投资性房地产按成本法计量，主要分布在大连、青岛、济南、重庆、沈阳等城市，具有一定增值潜力，2018 年投资性房地产累计折旧为 6.12 亿元。

2016—2018 年，中交房地产集团固定资产逐年增长，年均复合增长 25.66%。截至 2018 年底，中交房地产集团固定资产账面原值 99.84 亿元，累计折旧 9.62 亿元，账面净值 90.20 亿元，计提减值准备 0.03 亿元。固定资产主要由房屋建筑物构成，主要位于北京、杭州等地，区位优势较好。

2016—2018 年，中交房地产集团递延所得税资产逐年增长，年均复合增长 26.24%。截至 2018 年底，中交房地产集团递延所得税资产 28.40 亿元，较年初增长 44.20%，主要系会计和税法对土增税确认的暂时性差异增长所致。

2016—2018 年，中交房地产集团其他非流动资产波动增长，年均复合增长 306.86%。截至 2018 年底，中交房地产集团其他非流动资产 27.37 亿元，较年初的 0.12 亿元大幅增加，主要系绿城中国当年增加预付百年人寿股权收购款所致。

截至 2018 年底，中交房地产集团所有权或使用权受限资产共计 779.04 亿元，占总资产比重为 22.65%，受限的主要原因是借款抵押，受限比例一般。

截至 2019 年 9 月底，中交房地产集团合并资产总额 3,938.47 亿元，较年初增长 14.50%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占 89.94%，非流动资产占 10.06%，资产结构较年初变化不大。

负债及所有者权益

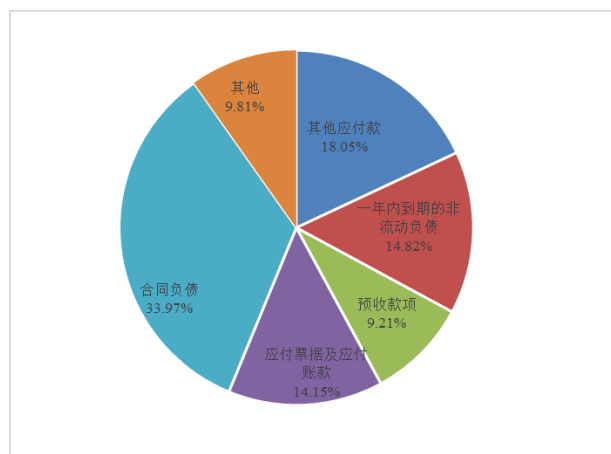
中交房地产集团负债以流动负债为主；随着在建项目的扩大，中交房地产集团债务负担上升；中交房地产集团债务负担重。由于少数股东权益的增长，中交房地产集团所有者权益持续增长，但少数股东权益占比很高，所有者权益结构稳定性弱。

负债

2016—2018 年，中交房地产集团负债总额逐年增长，年均复合增长 24.90%，主要系流动负债增长所致。截至 2018 年底，中交房地产集团负债合计 2,782.77 亿元，较年初增长 13.98%。负债构成上来看，流动负债和非流动负债分别占比 70.10%和 29.90%，以流动负债为主。

2016—2018 年，中交房地产集团流动负债逐年增长，年均复合增长 32.64%。截至 2018 年底，中交房地产集团流动负债合计 1,950.77 亿元，较年初增长 13.61%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。从构成来看，流动负债主要由应付票据及应付账款(占比 14.15%)、预收款项(占比 9.21%)、合同负债(占比 33.97%)、其他应付款(占比 18.80%)和一年内到期的非流动负债(占比 14.82%)组成。

图 13 截至 2018 年底中交房地产集团流动负债构成



数据来源：中交房地产集团审计报告

2016—2018 年，中交房地产集团应付票据及应付账款波动增长，年均复合增长 17.91%，主要系应付账款增长所致。截至 2018 年底，中交房地产集团应付票据及应付账款账面价值 275.97 亿元，较年初增长 42.25%，其中应付账款 275.44 亿元。应付账款主要由应付暂估款（占 49.99%）、应付工程款（占 47.18%）构成，中交房地产集团无账龄超过 1 年的重要应付账款。

2016—2018 年，中交房地产集团预收款项波动下降，年均复合下降 37.89%，主要系会计科目调整所致，2018 年如合同负债未调出，预收款项年均复合增长 34.51%。截至 2018 年底，中交房地产集团预收款项 179.58 亿元，主要为预收售房款，较年初下降 77.05%，主要系绿城中国执行新收入准则将预收售房款调整至合同负债所致。截至 2018 年底，中交房地产集团合同负债 662.67 亿元，主要系调整至本科目的预收购房款。

2016—2018 年，中交房地产集团其他应付款波动增长，年均复合增长 18.82%。截至 2018 年底，中交房地产集团其他应付款金额为 366.83 亿元，较年初下降 12.12%，主要系关联方往来款减少所致。其他应付款主要是应付关联方往来款。

2016—2018 年，中交房地产集团一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 98.12%。截至 2018 年底，中交房地产集团一年内到期的非流动负债为 289.15 亿元，较年初增长 129.75%，主要系一年内到期的长期借款增加所致，其中一年内到期的长期借款 242.75 亿元（占比 83.95%），一年内到期的应付债券 44.83 亿元（占比 15.50%），一年内到期的长期应付款 1.51 亿元（占比 0.52%）。

2016—2018 年，中交房地产集团非流动负债逐年增长，年均复合增长 11.01%。截至 2018 年底，中交房地产集团非流动负债合计 832.00 亿元，较年初增长 14.85%，主要系应付债券增长所致。非流动负债主要由长期借款（占比 54.94%）、应付债券（占比 34.12%）和递延所得税负债（占比 7.56%）构成。

2016—2018 年，中交房地产集团长期借款逐年增长，年均复合增长 2.94%。截至 2018 年底，中交房地产集团长期借款为 457.12 亿元，较年初增长 4.36%。长期借款在 2019 年和 2020 年有集中偿付压力。

2016—2018 年，中交房地产集团应付债券逐年增长，年均复合增长 26.17%。截至 2018 年底，中交房地产集团应付债券 283.85 亿元，较年初增长 42.40%，主要系绿城中国当年发行了公司债及中交房地产集团发行一期中期票据所致。

2016—2018 年，中交房地产集团递延所得税负债逐年增长，年均复合增长 13.12%。截至 2018 年底，中交房地产集团递延所得税负债金额为 62.93 亿元，较年初增长 12.27%，主要系会计和税法

对合同取得成本确认的暂时性差异增长所致。

2016—2018 年，中交房地产集团债务总额波动增长，年均复合增长 22.19%。截至 2018 年底，中交房地产集团债务总额 1,103.57 亿元，较年初增长 26.43%，主要系长期债务和短期债务共同增长所致。其中短期债务占 31.32%，长期债务占 68.68%，债务以长期债务为主，债务结构较为合理。短期债务 345.66 亿元，较年初增长 59.32%，主要系长期债务临近到期转入所致。长期债务 757.91 亿元，较年初增长 15.55%，主要系债券融资规模增长所致。2016—2018 年，中交房地产集团资产负债率分别为 80.14%、82.43%和 80.90%，波动增长；全部债务资本化比率分别为 62.57%、62.66%和 62.68%，逐年小幅增长；长期债务资本化比率分别为 58.08%、55.77%和 53.56%，逐年下降。整体看，中交房地产集团债务负担较重。

截至 2019 年 9 月底，中交房地产集团负债总额 3,215.29 亿元，较年初增长 15.54%，主要系流动负债和非流动负债共同增长所致；其中流动负债占 68.50%，非流动负债占 31.50%，负债结构较年初变化不大。截至 2019 年 9 月底，中交房地产集团债务总额 1,333.84 亿元，较年初增长 20.70%，主要系长期债务增长所致。其中短期债务 368.42 亿元（占 27.62%），长期债务 965.41 亿元（占 72.38%），长期债务占比有所提升。截至 2019 年 9 月底，中交房地产集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.64%、64.84%和 57.17%，较年初分别提高 0.74 个百分点、2.13 个百分点和 3.56 个百分点。整体看，中交房地产集团债务负担有所加重。

所有者权益

2016—2018 年，中交房地产集团所有者权益逐年增长，年均复合增长 21.91%。截至 2018 年底，中交房地产集团所有者权益规模为 657.10 亿元，较年初增长 26.30%，主要系少数股东权益增加所致。截至 2018 年底，中交房地产集团所有者权益中归属于母公司所有者权益为 95.01 亿元，在所有者权益中占比 14.46%。归属于母公司所有者权益由实收资本（占比 14.21%）、资本公积（占比 66.31%）、其他综合收益（占比 1.80%）、盈余公积（占比 0.13%）和未分配利润（占比 7.04%）构成。截至 2018 年底，中交房地产集团资本公积 63.00 亿元，较年初下降 6.74%。截至 2018 年底，中交房地产集团少数股东权益 562.08 亿元，较年初增长 29.44%，主要系少数股东增加投资所致；在所有者权益中占比为 85.54%，占比高，主要系中交房地产集团持有子公司中交地产和绿城中国的股权比例低所致。

截至 2019 年 9 月底，中交房地产集团所有者权益为 723.18 亿元，较年初增长 10.06%，主要系合作开发项目持续投入后少数股东权益增长所致；少数股东权益占所有者权益中比重为 87.41%，较 2018 年底上升 1.87 个百分点。

盈利能力

中交房地产集团收入规模大幅增长，但目前盈利能力偏弱，投资收益对利润影响较大。

2016—2018 年，中交房地产集团营业收入逐年增长，年均复合增长 40.95%，主要系房地产销售收入增长和 2018 年绿城中国执行新收入准则确认收入增加所致；净利润逐年增长，年均复合增长 87.07%，增速快于营业收入增速，主要系费用控制能力提升所致。

2016—2018 年，中交房地产集团期间费用波动增长，年均复合增长 11.90%。2018 年，中交房地产集团期间费用为 73.17 亿元，同比增长 25.49%，主要系业务规模扩大所致。从构成看，中交房地产集团销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 29.52%、52.87%、2.11%和 15.50%，管理费用占比高，主要系当期中交房地产集团所持酒店，折旧费、运营费较高且公司经营规模扩大，管理层级较多等综合原因所致。2016—2018 年，中交房地产集团销售费用逐年增长，年均复合增长 16.36%，主要系销售规模扩大，广告营销费用增加所致；管理费用逐年增长，年均复合增长 23.90%，主要系雇佣人员增加，薪酬支出增加所致；财务费用波动下降，主要系汇兑收益波动所致。

2016—2018 年，中交房地产集团投资收益分别为 19.75 亿元、42.79 亿元和 20.58 亿元，分别占营业利润比重分别为 110.58%、93.03%和 41.53%。投资收益主要来自于长期股权投资产生的收益，2018 年投资收益对营业利润影响降低，但仍具有较重要影响。2016—2018 年，中交房地产集团资产减值损失分别为 7.90 亿元、13.93 亿元和 6.54 亿元，2016—2017 年主要为存货跌价损失和坏账损失，2018 年绿城中国执行新收入准则，因此 6.54 亿元全部为资产减值损失，坏账损失已转入信用减值损失科目，占营业利润比重分别为 44.25%、30.29%和 13.21%，对营业利润有一定影响。

从盈利指标看，2016—2018 年，中交房地产集团营业利润率分别为 17.65%、13.99%和 16.13%，波动下降；总资本收益率和总资产报酬率均波动增长，其中总资本收益率分别为 2.19%、3.55%和 3.22%，总资产报酬率分别为 1.74%、2.57%和 2.20%。整体看，中交房地产集团盈利能力偏弱。

2019 年 1—9 月，中交房地产集团实现营业收入 329.25 亿元，同比下降 28.27%，主要系房地产项目交付节点不均衡，大部分项目主要集中在第四季度交付所致。实现净利润 24.01 亿元，同比下降 3.67%。

现金流

近年来，中交房地产集团经营活动和投资活动现金流净流出规模较大，现金流入对筹资活动的依赖快速上升。

从经营活动来看，2016—2018 年，中交房地产集团经营活动现金流入分别为 647.03 亿元、690.93 亿元和 840.60 亿元，逐年增长，年均复合增长 13.98%。2016—2018 年，中交房地产集团经营活动现金流出分别为 587.12 亿元、856.65 亿元和 908.12 亿元，逐年增长，年均复合增长 24.37%，主要系在建项目和购地支出大幅增加所致。2016—2018 年，中交房地产集团经营活动现金净额分别为 59.91 亿元、-165.72 亿元和 -67.52 亿元。

从投资活动来看，2016—2018 年，中交房地产集团投资活动现金流入分别为 27.13 亿元、58.95 亿元和 69.65 亿元，逐年增长，年均复合增长 60.24%，主要系收到其他与投资活动有关的现金增加所致。2016—2018 年，中交房地产集团投资活动现金流出分别为 14.52 亿元、65.01 亿元和 247.41 亿元，逐年增长，年均复合增长 312.85%，主要系支付给关联方（合联营企业）的借款大幅增加所致。2016—2018 年，中交房地产集团投资活动现金净额分别为 12.61 亿元、-6.07 亿元和 -177.76 亿元，由净流入转为净流出，且净流出规模有所扩大。

从筹资活动来看，2016—2018 年，中交房地产集团筹资活动现金流入分别为 523.16 亿元、686.12 亿元和 965.91 亿元，逐年增长，年均复合增长 35.88%，主要系筹资规模扩大和吸收投资规模增长所致。2016—2018 年，中交房地产集团筹资活动现金流出分别为 483.75 亿元、457.71 亿元和 570.76 亿元，波动增长，年均复合增长 8.62%。2016—2018 年，中交房地产集团筹资活动现金净额分别为 39.41 亿元、228.41 亿元和 395.16 亿元，逐年增长，年均复合增长 216.65%。

从经营活动来看，2019 年 1—9 月，中交房地产集团经营活动产生的现金流量净额 -120.52 亿元，上年为 -105.05 亿元；投资活动产生的现金流量净额 -38.73 亿元，上年同期为 -37.44 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 86.88 亿元，较上年同期 262.12 亿元大幅下降，其中吸收投资收到的现金 100.63 亿元，主要为绿城中国子公司发行永续债 84 亿元。

偿债能力

中交房地产集团短期偿债能力较强，长期偿债能力一般，但考虑到中交房地产集团资产规模较大、拥有直接融资渠道以及较为畅通的间接融资渠道、股东背景实力较强等因素，整体看，中交房地产集团偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，中交房地产集团流动比率和速动比率均波动下降，其

中流动比率分别为 1.78 倍、1.55 倍和 1.57 倍，速动比率分别为 0.69 倍、0.57 倍和 0.60 倍。2016—2018 年，中交房地产集团现金短期债务比分别为 2.74 倍、2.07 倍和 1.70 倍，有所下降，现金类资产对短期债务的保障程度较强。整体看，中交房地产集团短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，中交房地产集团 EBITDA 分别为 40.50 亿元、72.61 亿元和 78.72 亿元，逐年增长。2018 年，中交房地产集团 EBITDA 主要由折旧（占 7.68%）、计入财务费用的利息支出（占 28.29%）和利润总额（占 61.24%）构成。2016—2018 年，中交房地产集团 EBITDA 利息倍数分别为 0.85 倍、1.40 倍和 1.11 倍，波动增长，EBITDA 对利息的覆盖程度一般。2016—2018 年，中交房地产集团 EBITDA 全部债务比分别为 0.05 倍、0.08 倍和 0.07 倍，波动增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，中交房地产集团长期偿债能力一般。

截至 2019 年 9 月底，中交房地产集团已获得金融机构的授信总额为 3,032 亿元，尚未使用额度 1,000 亿元，间接融资渠道畅通。旗下子公司中房地产为 A 股上市公司，绿城中国为港股上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2019 年 9 月底，中交房地产集团对外担保余额（不含对购房者提供的阶段性担保）为 235.64 亿元，担保比率为 32.58%，担保比例较高。被担保公司主要为联营企业，若被担保企业经营不善，可能存在一定或有负债风险。

截至 2019 年 9 月底，中交房地产集团未决诉讼案件标的金额总计大约在 15.88 亿元左右，预计不会对中交房地产集团的正常经营产生较大影响。

根据中交房地产集团提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10110102154150906），截至 2019 年 12 月 12 日，中交房地产集团无未结清不良和关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

3. 债权保护效果

中交房地产集团资产和盈利规模大，EBITDA 和经营活动现金流入对本次债券覆盖程度很高，其担保对于本次债券的到期还本付息具有显著的保护作用。

以 2018 年底财务数据测算（假设本次发行规模为 7.00 亿元），本次债券发行规模占担保方中交房地产集团资产总额的 0.18%和所有者权益总额的 0.97%，整体占比很低。中交房地产集团 EBITDA 为本次债券发行额度（7.00 亿元）的 10.37 倍，经营活动现金流入量对本次债券发债额度（7.00 亿元）的覆盖倍数为 120.09 倍，覆盖程度很高。整体看，中交房地产集团的担保对本次债券的保护程度很高。

十、综合评价

公司作为央企中交房地产集团的下属唯一房地产 A 股上市平台，具有很强的股东背景和品牌优势；公司土地储备成本较为合理，项目区域布局较好，签约销售面积、签约销售金额逐年大幅增长，为未来收益提供了一定保障。同时，联合评级也关注到，公司所在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、商业项目去化较慢、待售项目区域较为集中、在建项目未来资本支出压力较大、债务规模快速扩张且负担重等因素对公司信用水平带来不利影响。

未来随着公司在建项目的开发和销售，以及预售项目的完工结转，公司收入规模和盈利水平有望提高。

本次债券由中交房地产集团提供无条件不可撤销连带责任保证担保。中交房地产集团作为大型

央企中交集团发展房地产业务的唯一平台，在资产规模、品牌知名度、融资渠道多元化、银行授信规模等方面具有很强的竞争优势，其提供的担保对本次债券的信用状况具有显著的提升作用。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2020 年 3 月底中交地产股份有限公司 组织结构图



附件2 中交地产股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	327.23	402.30	474.92
所有者权益（亿元）	37.42	42.30	62.61
短期债务（亿元）	68.93	45.15	85.69
长期债务（亿元）	94.77	98.02	128.37
全部债务（亿元）	163.70	143.17	214.06
营业收入（亿元）	57.94	89.48	140.63
净利润（亿元）	7.83	11.52	11.22
EBITDA（亿元）	13.17	18.65	22.57
经营性净现金流（亿元）	-36.14	57.96	-46.12
流动资产周转次数（次）	0.25	0.26	0.34
存货周转次数（次）	0.21	0.26	0.39
总资产周转次数（次）	0.23	0.25	0.32
现金收入比率（%）	189.40	175.99	74.54
总资本收益率（%）	6.54	7.35	6.65
总资产报酬率（%）	5.09	4.96	5.03
净资产收益率（%）	25.21	28.90	21.39
营业利润率（%）	24.62	21.96	21.32
费用收入比（%）	11.22	6.60	5.26
资产负债率（%）	88.56	89.48	86.82
全部债务资本化比率（%）	81.39	77.19	77.37
长期债务资本化比率（%）	71.69	69.85	67.22
EBITDA 利息倍数（倍）	1.41	1.77	2.05
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.13	0.11
流动比率（倍）	1.56	1.43	1.58
速动比率（倍）	0.34	0.49	0.53
现金短期债务比（倍）	0.73	1.37	0.92
经营现金流动负债比率（%）	-18.70	22.17	-16.30
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.88	2.66	3.22

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；

2. 公司其他应付款中付息部分已调整入短期债务，长期应付款中付息部分已调整计入长期债务

附件3 中交房地产集团有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	2,225.98	2,961.71	3,439.86	3,938.47
所有者权益（亿元）	442.13	520.26	657.10	723.18
短期债务（亿元）	126.58	216.97	345.66	368.42
长期债务（亿元）	612.60	655.89	757.91	965.41
全部债务（亿元）	739.18	872.86	1,103.57	1,333.84
营业收入（亿元）	374.83	546.51	744.72	329.25
净利润（亿元）	8.17	23.49	28.57	24.01
EBITDA（亿元）	40.50	72.61	78.72	--
经营性净现金流（亿元）	59.91	-165.72	-67.52	-120.52
流动资产周转次数（次）	37.30	37.27	42.49	--
存货周转次数（次）	0.27	0.30	0.31	--
总资产周转次数（次）	0.18	0.21	0.23	--
现金收入比率（%）	148.29	122.55	104.65	169.34
总资本收益率（%）	2.19	3.55	3.22	--
总资产报酬率（%）	1.74	2.57	2.20	--
净资产收益率（%）	1.88	4.88	4.85	--
营业利润率（%）	17.65	13.99	16.13	24.34
费用收入比（%）	15.93	10.67	9.83	13.99
资产负债率（%）	80.14	82.43	80.90	81.64
全部债务资本化比率（%）	62.57	62.66	62.68	64.84
长期债务资本化比率（%）	58.08	55.77	53.56	57.17
EBITDA 利息倍数（倍）	0.85	1.40	1.11	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.08	0.07	--
流动比率（倍）	1.78	1.55	1.57	1.61
速动比率（倍）	0.69	0.57	0.60	0.57
现金短期债务比（倍）	2.74	2.07	1.70	1.35
经营现金流动负债比率（%）	5.40	-9.65	-3.46	-5.47

注：中交房地产集团未提供 2015 年的计入财务费用的利息支出，因此未计算 2016 年的 EBITDA 利息倍数

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / (期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / (期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / (期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）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。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 中交地产股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年中交地产股份有限公司年报公告后的两个月内，且不低于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中交地产股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中交地产股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中交地产股份有限公司的相关状况，如发现中交地产股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中交地产股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至中交地产股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中交地产股份有限公司、监管部门等。





营业执照

(副本)
统一社会信用代码 91120104738471845H

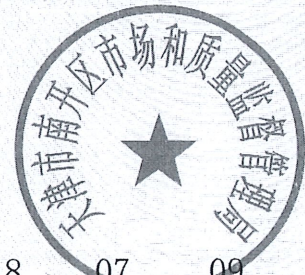
名称 联合信用评级有限公司
 类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)
 住所 天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508
 法定代表人 万华伟
 注册资本 叁仟万元人民币
 成立日期 二00二年五月十日
 营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日

从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)



登记机关

2018 年 07 月 09 日



每年1月1日至6月30日,应登录公示系统报送年度报告,
逾期列入经营异常名录



中华人民共和国 证券市场资信评级业务许可证

公司名称：联合信用评级有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：万华伟

注册地址：天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508

编号：ZPJ005

中国证券监督管理委员会(公章)

2018年 8月 29日

仅限评级业务使用
复印无效

中国证券业执业证书

执业注册记录



仅限评级业务使用
复印无效

证书取得日期 2016-10-22

姓名: 支亚梅

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040216100002

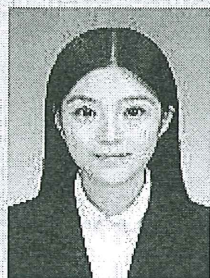


2019 年 01 月 11 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



仅限评级业务使用
复印无效

证书取得日期 2018-09-03

姓名: 曹梦茹

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040218090002



2018 年 12 月 13 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。