



# 中华企业股份有限公司公开发行 2021 年公司债券（第一期）、公开发 行 2023 年公司债券（第一期）跟踪评 级报告（2024）

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0427 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级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，未受评级委托方、评级对象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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 5 月 31 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	中华企业股份有限公司	AA <sup>+</sup> /稳定
<b>本次跟踪担保主体及评级结果</b>	上海地产（集团）有限公司	AAA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“23 中企 01”、“21 中企 01”	AAA
<b>跟踪评级原因</b>	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
<b>评级观点</b>	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于中华企业股份有限公司（以下简称“中华企业”或“公司”）的控股股东上海地产（集团）有限公司（以下简称“上海地产”）实力强且对公司提供有力支持，融资成本较低、融资渠道较为通畅以及财务杠杆保持较低水平、货币资金对短期债务覆盖倍数较高等方面的优势。同时中诚信国际也关注到房地产行业供求关系发生重大变化、对公司经营提出更高挑战，公司上海项目集中度较高、上海以外的项目面临去化及减值压力等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。本次债项信用等级充分考虑了上海地产提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债项还本付息的保障作用。</p>	
<b>评级展望</b>	中诚信国际认为，中华企业股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>行业地位及竞争力显著提升、区域布局均衡性大幅提升、盈利能力明显增长且具有可持续性。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>股东背景及支持力度发生重大不利变化、优势区域土地储备严重不足，再融资能力显著下滑、现金流平衡能力大幅弱化。</p>	
<b>正面</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 控股股东实力强且对公司提供有力支持</li> <li>■ 融资成本较低，融资渠道较为通畅</li> <li>■ 财务杠杆保持较低水平，货币资金对短期债务覆盖倍数较高</li> <li>■ 有效的偿债担保措施</li> </ul>		
<b>关注</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 房地产行业供求关系发生重大变化，对公司经营提出更高挑战</li> <li>■ 上海项目集中度较高，上海以外的项目面临去化及减值压力</li> </ul>		

项目负责人：石 焱 sshi@ccxi.com.cn

项目组成员：黎小琳 xlli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

中华企业（合并口径）	2021	2022	2023	2024.Q1
总资产（亿元）	541.85	667.02	602.35	591.90
所有者权益合计（亿元）	170.19	170.63	171.85	169.69
总负债（亿元）	371.66	496.39	430.50	422.21
总债务（亿元）	210.97	216.37	238.58	242.14
营业总收入（亿元）	95.97	25.59	131.87	4.58
净利润（亿元）	11.82	0.54	4.55	-2.08
EBITDA（亿元）	29.24	6.68	21.03	--
经营活动净现金流（亿元）	28.70	1.78	-1.06	-10.28
营业毛利率(%)	48.52	27.21	30.23	19.22
净负债率(%)	40.60	25.85	32.45	42.02
EBIT 利润率(%)	26.30	27.19	11.80	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.60	0.66	1.68	--

注：1、中诚信国际根据中华企业提供的其经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告和未经审计的 2024 年一季度整理，2021 年、2022 年数据分别为 2022 年、2023 年财务报告期初数，2023 年数据为当期财务报告期末数；2、本报告中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；3、本报告中的债务统计口径不包含一年内到期的非流动负债中的应付利息部分（2024 年一季度财务报表未披露科目附注因此未做该调整）。

## 担保主体财务概况

上海地产（合并口径）	2021	2022	2023
总资产（亿元）	3,898.61	4,339.49	4,296.97
所有者权益合计（亿元）	1,450.71	1,517.08	1,525.08
总负债（亿元）	2,447.90	2,822.41	2,771.89
总债务（亿元）	1,198.93	1,391.23	1,342.67
营业总收入（亿元）	372.86	234.53	372.66
净利润（亿元）	33.75	10.52	21.71
EBITDA（亿元）	82.37	51.96	64.84
经营活动净现金流（亿元）	-8.90	-81.44	23.86
营业毛利率(%)	28.73	24.04	23.36
净负债率(%)	45.70	53.50	46.40
EBIT 利润率(%)	14.55	26.77	20.71
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.42	0.84	1.15

注：1、中诚信国际根据上海地产提供的其经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告整理，各期财务数据均为当期财务报表期末数。2、中诚信国际债务统计口径包含其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债的计息部分。3、本报告引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

## 同行业比较（2023 年数据）

部分房地产开发企业主要指标对比表								
公司名称	全口径签约销售金额（亿元）	总资产（亿元）	净负债率（%）	非受限货币资金/短期债务（X）	营业总收入（亿元）	EBIT 利润率（%）	存货周转率（X）	总债务/销售商品提供劳务收到的现金（X）
上海城开	--	266.35	60.10	2.09	9.94	40.81	0.10	2.95
中华企业	97.49	602.35	32.45	2.24	131.87	13.01	0.30	2.29

**中诚信国际认为，与同行业同级别企业相比，中华企业在规模方面相对较大，财务杠杆处于较低水平，货币资金对短期债务的保障程度高，盈利能力与对比企业均表现较好，存货周转效率及销售回款对总债务保障能力尚可。**

注：“上海城开”为“上海城开(集团)有限公司”简称，上海城开尚未披露其签约销售数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 本次跟踪情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
23 中企 01	AAA	AAA	2023/5/26 至本报告出具日	7.50/7.50	2023/1/10~2027/1/10	附第 2 年末发行人调整票面利率选择

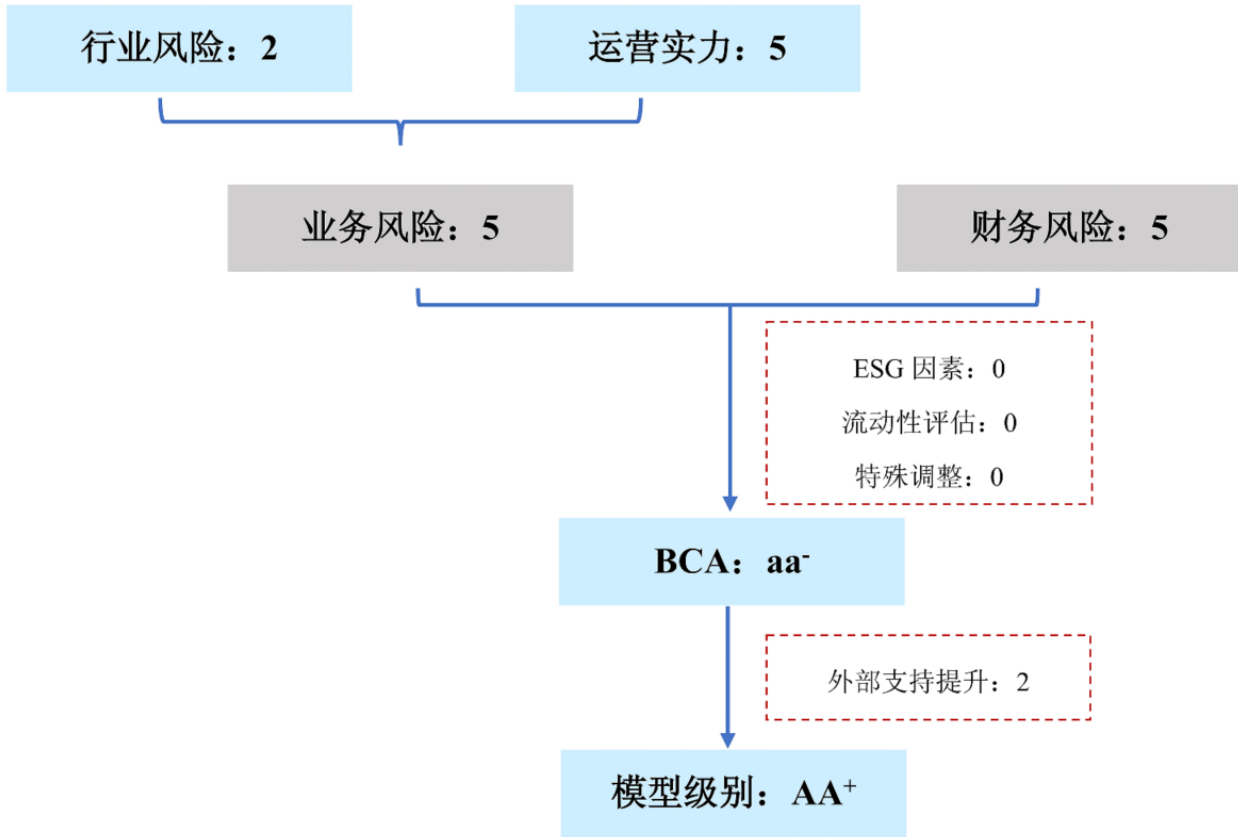
21 中企 01	AAA	AAA	2023/5/26 至 本报告出具日	30.87/30.87	2021/06/15~ 2026/06/15	权及投资者回售选 择权 附第 3 年末发行人 调整票面利率选择 权及投资者回售选 择权
----------	-----	-----	-----------------------	-------------	---------------------------	--

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
中华企业	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/5/26 至本报告出具日

● 评级模型

中华企业股份有限公司评级模型打分(C200100\_2024\_06\_2024\_01)



注：

**调整项：** 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

**外部支持：** 公司控股股东上海地产是上海市政府土地储备前期开发管理、旧区改造、保障性住房建设等业务的重要载体，承担了较多政府及社会职能，在业务及政策层面上均得到上海市政府较大力度的支持。作为上海地产旗下最主要的市场化房地产业务运营主体，公司持续在融资、项目获取等方面获得有力的股东支持，跟踪期内外部支持无变化。

**方法论：** 中诚信国际房地产行业评级方法与模型 C200100\_2024\_06

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接：<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 业务风险

2023 年房地产销售规模小幅收缩、土地投资及新开工探底、行业信用风险出清接近尾声，以央国企为主的竞争格局进一步显现；预计 2024 年房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧，但在利好政策的提振下，行业或将加速进入筑底回稳期。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

受多重因素叠加影响，2023 年房地产销售规模已降至近年来的谷底，以央国企为主的竞争格局进一步显现；城市能级间分化加剧，预计一线城市及强二线城市楼市房价指数保持增幅；库存水平上升的趋势或将延续，房地产企业去化周期或将进一步延长；销售低迷，加之市场对房地产预期及非核心城市资产价格信心不足，房地产行业投资活动减弱；当前房地产行业政策环境持续回暖，房企多重再融资渠道边际修复。展望 2024 年，房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧；城中村改造、保障性住房、“平急两用”作为“三大工程”将进入发展快车道，有助于稳增长、稳预期、稳投资，不过，“三大工程”主要集中在重点城市，财政造血能力强、人口基数大的城市有望率先放量；投资端仍将低迷，区域分化更为明显；房企金融资源将企稳回升，融资环境将进一步改善，但企业自身造血能力的恢复仍是可持续发展本质。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2024 年 1 月》，报告链接：<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10920?type=1>

中诚信国际认为，公司规模优势一般，位于上海的项目储备规模尚可但集中度较高，上海以外的项目面临去化压力；2024 年内剩余需兑付的信用债规模不大，且畅通的融资渠道可对其债券再融资形成较大支持；此外，投资物业可带来稳定的收入和现金流补充。

2023 年以来公司产权结构无变化，董事、监事及高级管理人员有所变动但均为正常职务调整，战略方向较为明确且稳定。

截至 2023 年末，公司注册资本和总股本均为 60.96 亿元，其中控股股东上海地产持股 64.67%，华润置地控股有限公司持股 6.76%，上海国盛（集团）有限公司持股 3.77%，平安不动产持股 0.59%，公司实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”）。2023 年公司董事、监事及高级管理人员因工作调整或退休较之前有所变化，均为正常职务调整，未对公司正常经营管理造成影响。

公司将在巩固房地产开发业务固有优势的基础上，深化城市生活服务领域培育与布局，积极融入城市更新建设，致力于打造成为上海有重要影响力的城市更新综合开发运营企业。

跟踪期内，市场降温使得公司销售业绩略有下降，位于上海的项目储备规模尚可但销售业绩较易受个别项目的影响而波动，且上海以外的项目面临去化及减值压力；2024 年内剩余需兑付的信用债规模较小，且通畅的融资渠道可对其债券再融资形成较大支持。

2023 年，公司对上年及当年获取的上海项目开工建设，新开工面积保持增加，同时，上海的部分商办、公寓项目以及住宅项目竣工使得竣工面积大幅回升。2023 年公司保持上海项目推盘力度，销售项目主要为上海浦东三林项目和松江项目，由于市场有所降温，全年销售面积及销售金额略有下降。市场不确定性增加使得公司拿地区域更加谨慎和聚焦，2023 年仅参与上海土地市场竞争，并于第一批次土地市场获取 1 块位于闵行区的土地，补充了相对优质的项目储备。新项目获取规模未能弥补年内销售规模，因此公司项目储备减少。截至 2023 年末公司在建、已竣工项目以及待开发项目的剩余全口径可售面积为 65.34 万平方米（其中纯住宅项目可售面积为 60.13 万平方米），其中位于上海市的土地储备可满足未来 2 年左右的销售需求，但货值集中于少数项目。**中诚信国际认为**，公司位于上海市的项目储备尚可，但销售业绩较易受个别项目开发进度、销售情况的影响而波动，且除上海项目外，公司项目主要集中在房地产市场低迷的扬州市、镇江市及吉林市等，剩余可售面积达 34.78 万平方米，面临去化及减值压力。

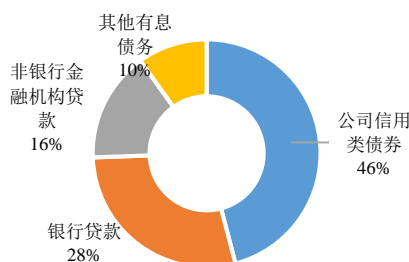
融资渠道方面，公司主要通过公开市场融资、银行借款和保险债权投资计划进行筹资，信用类债务的占比较高。跟踪期内公司以较低利率发行 1 期 7.5 亿元公司债、1 期 22 亿中期票据以及 1 期 24 亿元的资产支持证券，2023 年综合融资成本约为 4.34%，同比下降 0.19 个百分点，依然保持通畅的融资渠道和较低的融资成本。2024 年 5 月，公司将本金为 30.87 亿元的到回售期债券“21 中企 01”剩余两年存续期的票面利率下调 115 个基点至 2.55%，最终回售金额仅 3.65 亿元，反映出合作金融机构对公司的认可。截至 2024 年 5 月 31 日，公司发行的债券于 2024 年内到期的金额为 46.70 亿元。**中诚信国际认为**，公司与金融机构保持友好合作关系，且可得到股东上海地产的担保支持，融资渠道畅通，公开市场债券即期兑付压力较小。

表 1：近年来公司房地产业务投资、运营、销售情况（万平方米、亿元、个、万元/平方米）

	2021	2022	2023
新开工面积（全口径）	--	31.21	33.44
竣工面积（全口径）	37.58	6.25	40.23
销售面积（全口径）	10.87	14.82	12.86
销售金额（全口径）	46.90	122.16	97.49
新增项目数量	1	2	1
新增拿地金额（全口径）	121.96	77.47	20.11
新增项目楼面均价（全口径）	2.28	2.35	3.06

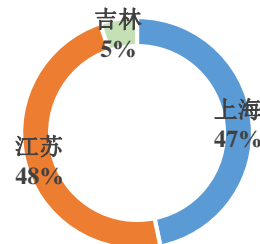
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年末公司总债务构成



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年末公司全口径土地储备分布（面积）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理



公司投资物业均位于上海市，产生的租金收入对公司收入及现金流形成稳定补充。

跟踪期内，随着租金减免政策结束，且中企国际金融中心（E06-2）项目和中企未来世纪大厦（E17-4）项目已竣工并进入招商阶段，其中后者已实现 100% 出租率，公司物业租赁业务收入有所上升。截至 2023 年末，公司持有型物业出租面积（不含零星物业）约 39.21 万平方米，均位于上海市，整体出租率较高（除古北国际财富中心二期办公楼和新城大厦办公楼项目出租率偏低外，其余主要租赁项目均接近满租状态），全年实现租金收入 6.94 亿元。

## 财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，中华企业盈利规模在营业收入显著增长的带动下大幅回升，财务杠杆仍维持较低水平，EBITDA 对债务本息的保障能力有所提升，非受限货币资金对短期债务覆盖程度仍较高。

### 盈利能力

公司主营业务突出，其营业收入以房地产销售及租赁收入为主。2023 年公司多个预售项目达到交付条件，营业总收入大幅增加，同时，毛利率相对较高的房地产销售和租赁收入占比大幅提升，公司营业毛利率同比有所提升。营业收入的大幅增加及营业毛利率的提升使得当年经营性业务利润由负转正，推动盈利规模大幅增长，但主要受公司对江苏和安徽项目计提存货减值损失以及所得税费用较高的影响，净利润率指标仅略有回升。2024 年一季度，公司无新增竣工项目，结转主力为上海市外项目，受此影响，营业毛利率同比下降 7.22 个百分点，经营性业务利润及净利润均出现亏损。

表 2：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元）

项目	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产开发	82.62	52.39%	12.02	46.72%	116.23	31.51%
物业租赁	6.04	47.59%	4.81	18.37%	6.94	43.76%
劳务收入	5.68	7.31%	6.27	5.88%	6.15	4.13%
商品收入	1.20	-19.21%	2.35	3.11%	2.18	-10.36%
施工业务	-0.00	--	--	--	--	--
其他	0.43	--	--	--	--	--
合计	95.97	48.52%	26.01	27.27%	131.50	30.18%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 资产质量

2023 年公司存货结转规模大幅增长，同时部分在建投资物业竣工转出，使得年末存货账面价值有所下降，存货结构及周转率水平良好；货币资金保持增长，受限部分较少，现金及现金等价物较为充裕；存货中的在建投资物业竣工转入使得投资性房地产有所增长。负债方面，由于 2023 年结转规模大增，年末合同负债（含预收款项）同比减少；公司新发信用债使得总债务规模有所上升，年内到期信用债规模较大，短期债务占比提升至 34.24%。受益于年内利润积累，年末公司未分配利润增加，带动所有者权益的上升。2024 年一季度，由于支付工程款及税费，期末货币资金余额有所减少，此外，开发贷的提取使得总债务略有上升，同期末，公司财务杠杆仍维持较低水平，整体财务结构较为稳健。

### 现金流及偿债情况

2023 年公司销售业绩下降，销售商品、提供劳务收到的现金减少，对总债务的保障程度有所弱

化，同时当年税费支出大幅增加，导致经营活动现金流呈小幅净流出状态；负责开发浦东三林地块的上海淞泽置业有限公司由公司表外转入表内，带入的货币资金使得当年投资活动现金呈净流入状态；当年债务规模略微上升，但股利分配和利息支付使得筹资活动现金为净流出状态。受益于当年盈利规模增加，EBITDA 对债务本息的保障能力有所提升。2024 年一季度，受整体市场环境影响，公司销售业绩同比降幅较大，销售回款减少使得经营活动净现金流出量增加。2024 年内，信用债到期及到回售期规模较大，但公司非受限货币资金相对充足，可对短期债务提供较好保障。

**表 3：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）**

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
期间费用率	9.77	42.75	9.92	60.01
经营性业务利润	21.51	-7.81	13.98	-2.12
投资收益	0.02	7.78	2.70	0.00
资产减值损失	1.69	0.09	6.71	0.00
信用减值损失	0.02	0.04	0.04	0.01
利润总额	20.53	1.40	10.40	-2.13
净利润率	12.32	2.10	3.45	-45.46
货币资金	143.31	173.46	185.02	173.03
其他应收款	10.56	10.30	1.98	1.99
存货	167.79	348.80	269.76	270.22
开发产品/存货	31.84	9.62	9.37	--
存货周转率	0.27	0.07	0.30	--
投资性房地产	72.76	82.56	102.05	101.07
长期股权投资	13.69	12.16	10.01	10.00
总资产	541.85	667.02	602.35	591.90
预收款项（含合同负债）	36.25	128.14	92.29	99.87
总债务	210.97	216.37	238.58	242.14
短期债务/总债务	7.87	6.39	34.24	34.62
实收资本	60.96	60.96	60.96	60.96
资本公积	22.45	14.99	13.99	13.99
未分配利润	64.97	60.59	66.02	63.88
少数股东权益	14.87	26.68	23.54	23.53
所有者权益	170.19	170.63	171.85	169.69
净负债率	40.60	25.85	32.45	42.02
经营活动净现金流	28.70	1.78	-1.06	-10.28
销售商品、提供劳务收到的现金	78.29	126.64	104.41	12.74
投资活动净现金流	-49.19	38.78	19.86	-0.16
筹资活动净现金流	48.54	-10.18	-8.24	-1.55
EBITDA 利息倍数	3.60	0.66	1.68	--
非受限货币资金/短期债务	8.55	12.46	2.24	2.04
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	2.69	1.71	2.29	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 或有事项

受限资产方面，截至 2023 年末，公司受限资产合计 86.18 亿元，其中受限投资性房地产、存货、长期股权投资和货币资金账面价值分别为 36.37 亿元、29.88 亿元、15.14 亿元和 2.20 亿元，受限资产占总资产的比重为 14.31%。截至 2023 年末，公司除对商品房承购人向银行提供按揭贷款阶段性担保合计 59.74 亿元以外，无其他对外担保。

截至 2023 年末，公司涉及 2 起重大未决诉讼<sup>1</sup>，总体涉及金额较小，或有风险可控，但扬州置业

<sup>1</sup>1、公司下属孙公司中星（扬州）置业有限公司（以下简称“扬州置业”）已就总包合同提请仲裁，提请解除合同，2023 年 11 月 30 日，扬州市仲裁委员会作出裁决，裁决扬州置业与扬州市第五建筑安装工程有限公司、江苏省江建集团有限公司（以下简称“总包单位”）签订的《建设工程施工合同》解除；总包单位于本裁决书送达之日起十日内向扬州置业移交建设工程施工合同所涉场地；准予总包单位撤回对扬州置业的仲裁反请求。总包单位于 2024 年 1 月 3 日就上述建设工程施工合同纠纷向扬州仲裁委员会递交仲裁申请书，继续要求裁决，根据总包单位的申请，扬州市仲裁委向扬州市广陵区人民法院提交保全申请材料，扬州市广陵区人民法院出具民事裁定书，裁定冻结被申请人扬州置业的银行存款 939,995 元。截至 2024 年 4 月 16 日，尚未有仲裁结果。

2、公司下属孙公司中星（镇江）置业有限公司（以下简称“镇江置业”），因项目总包江苏南通六建建设集团有限公司（以下简称“南通六

与总包方的施工合同纠纷对扬州项目的开发进度有一定影响。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2024 年 3 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>2</sup>

### 假设

——2024 年，中华企业全年全口径签约销售金额预计较上年有所下降。

——2024 年，预计中华企业全口径土地投资规模较上年有所上升。

——2024 年，预计中华企业全年房地产结转收入较上年有所下降，房地产业务毛利率较上年有所上升。

### 预测

表 4：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
净负债率(%)	25.85	32.45	50~60
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	1.71	2.29	2.5~3.0

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 调整项

**ESG<sup>3</sup>表现方面**，中华企业深刻贯彻可持续发展理念，并积极履行企业社会责任；公司治理结构较为健全，内控制度较为完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司资金流出主要用于获取土地储备、项目工程建设和各项税费支出以及偿还债务，其中土地投资规模可因资金情况而灵活调整，在建规模下降因此工程建设支出预计有所减少，税费支出预计亦将有所下降，但年内信用债到期及回售规模较大。中华企业 2024 年计划主推上海松江的中企誉品银湖湾二期及闵行的中企云启春申项目，考虑到低迷的市场状态，预计年内销售回款规模将有所下降，但 2023 年末公司非受限货币资金余额较为充裕，同时融资渠道通畅且未使用授信余额较大，可对其业务运营及再融资提供较强支持。综上所述，公司资金平衡状况较好，未来一年流动性来源能够对流动性需求形成覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

## 外部支持

**作为上海地产旗下核心的市场化房地产综合开发平台，公司在融资、项目获取等方面获得有力的股东支持。**

建”）破产，被申请人河南省恒昌防水防腐有限公司镇江润州分公司、刘德平分别向镇江市润州区人民法院提起诉讼，申请财产保全。2022 年，镇江市润州区人民法院做出民事裁定，裁定冻结镇江置业相应财产，已冻结镇江置业银行存款 3,197.23 万元。本案已追加南通六建作为第三人参与诉讼并继续由镇江市润州人民法院管辖，截至 2023 年 12 月 31 日，镇江市润州区人民法院尚未做出判决。

<sup>2</sup>中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象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主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，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主体的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>3</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

公司控股股东上海地产由上海市国资委全资控股，是上海市政府土地储备前期开发管理、旧区改造、保障性住房建设等业务的重要载体，承担了较多政府及社会职能，在业务及政策层面上均得到上海市政府较大力度的支持。公司是上海地产下属市场化房地产业务的核心平台，上海地产通过资源整合的方式给予公司优质项目资源的支持，此外通过为公司发行的公司债及债权投资计划提供担保的方式给予了公司相应的融资支持，截至 2023 年末，上海地产对公司提供的借款担保余额为 123.62 亿元。

## 跟踪债券信用分析

“23 中企 01”、“21 中企 01”分别募集资金 7.50 亿元和 30.87 亿元。根据《中华企业股份有限公司 2023 年年度报告》，截至 2023 年末，公司债券募集资金已按募集说明书约定用途使用完毕。

“23 中企 01”设置第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，“21 中企 01”设置第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，根据公司披露的公告，“21 中企 01”票面利率由 3.70%调整为 2.55%，最终回售 3.65 亿元，公司计划对回售部分进行全额转售。

上海地产（集团）有限公司（本节简称“上海地产”或“公司”）为“23 中企 01”、“21 中企 01”提供不可撤销的连带责任保证担保。上海地产为上海市人民政府主要的城市更新平台，战略定位重要且自身实力雄厚，货币资金充足且融资渠道畅通，其提供的保证担保可对其债务兑付形成有力保障。

表 5：截至 2024 年 5 月 31 日，公司信用债到期/到回售期分布情况（亿元）

合并口径	2024 年 6-12 月	2025 年	2026 年及以后
信用债	46.70	7.50	76.88
其中：跟踪债券	0.00	7.50	30.87

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 偿债保障分析

上海地产（本节或简称“公司”）为“23 中企 01”、“21 中企 01”提供不可撤销的连带责任保证担保。

上海地产成立于 2002 年 11 月，注册资本 42 亿元，由上海市国有资产监督管理委员会全资控股，系上海市人民政府主要的城市更新平台。作为上海市排名前列的大型国有企业，公司自身实力雄厚。同时，上海地产在上海市国资改革中被定位为功能类企业，以完成战略任务或重大专项任务为主要目标，兼顾经济效益，主要承担政府特定任务或实现特定功能，可持续获得政府的大力支持。截至 2023 年末，上海地产注册资本和实收资本均为 300 亿元，由上海市国有资产监督管理委员会全资控股。

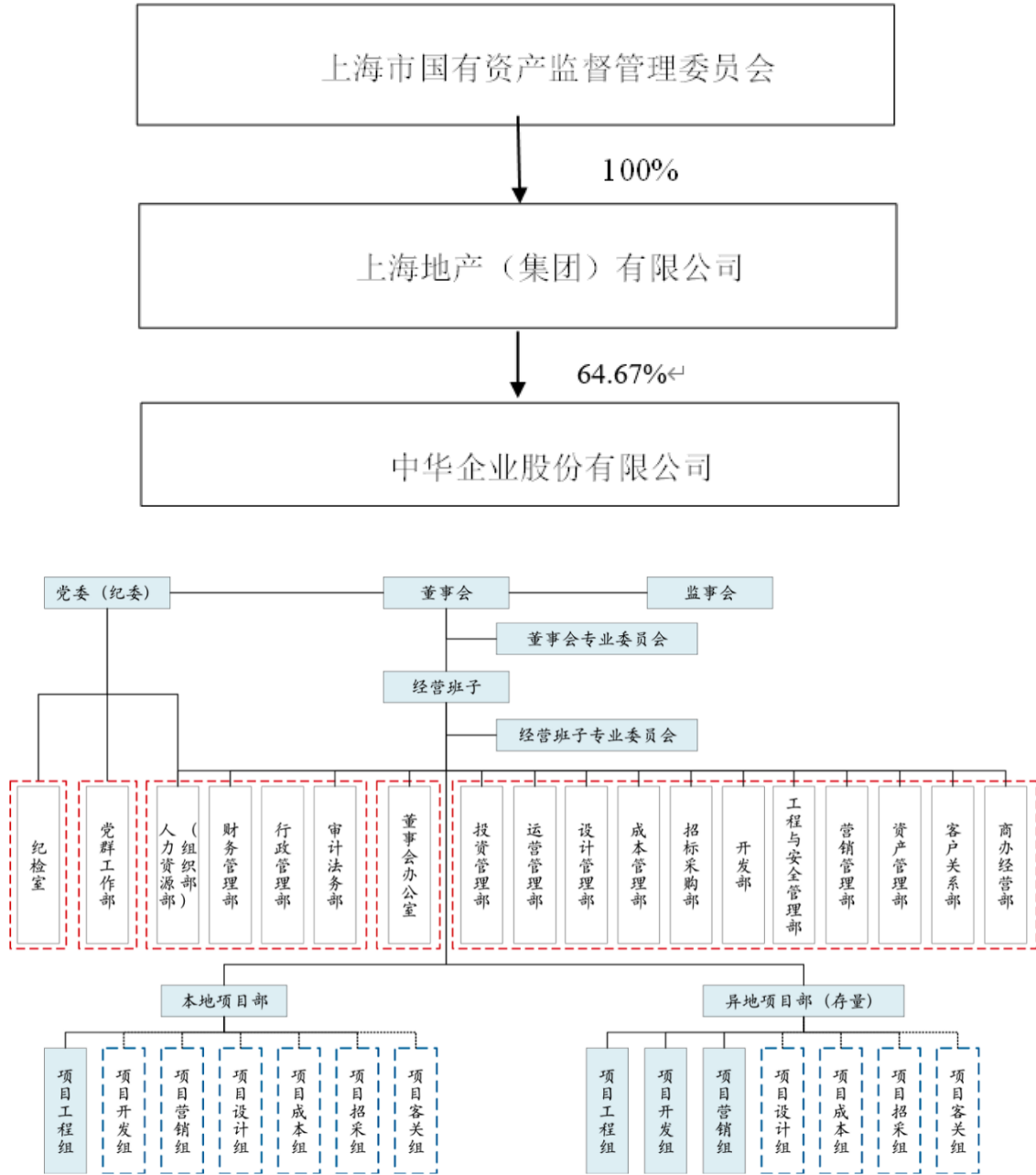
2023 年，得益于房地产开发业务结算规模大幅增长，公司营业收入和净利润均实现大幅增长。2023 年末公司资产基本保持稳定，财务杠杆水平仍较低，债务期限结构较优，且非受限货币资金对短期债务形成充分覆盖。此外，公司融资渠道通畅，未使用授信额度达 294 亿元，可为其经营及再融资提供较大支持。

综合来看，中诚信国际维持上海地产主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，其提供的无条件且不可撤销连带责任保证担保对“23 中企 01”、“21 中企 01”还本付息起到有力保障作用。

## 评级结论

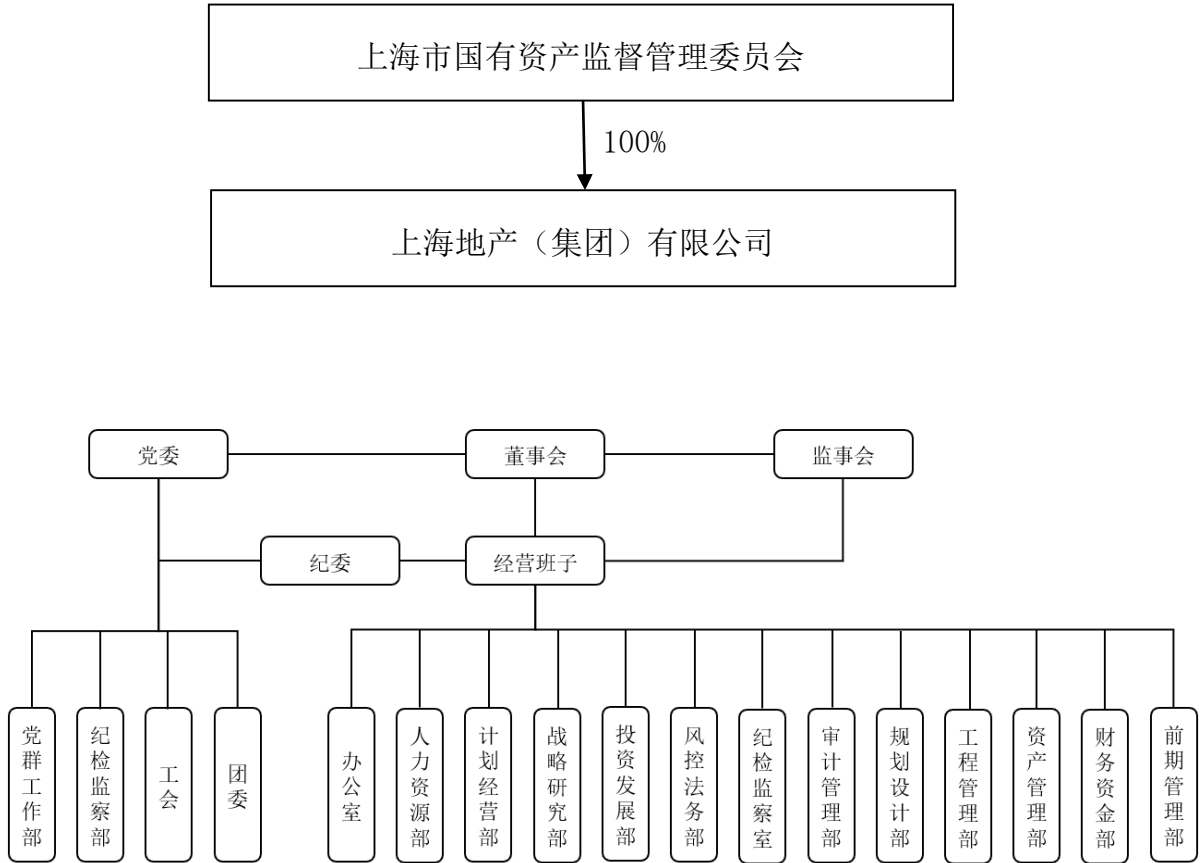
综上所述，中诚信国际维持中华企业股份有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“23 中企 01”、“21 中企 01”的信用等级为 **AAA**。

附一：中华企业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

## 附二：上海地产（集团）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

### 附三：中华企业股份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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	1,433,110.77	1,734,646.94	1,850,160.40	1,730,297.60
其他应收款	105,595.10	102,962.21	19,836.06	19,944.12
存货	1,677,889.68	3,488,034.92	2,697,592.76	2,702,192.34
长期投资	137,388.16	122,097.67	100,585.08	100,418.86
固定资产	35,707.64	37,816.81	71,379.71	70,607.81
在建工程	11,932.88	7,983.65	161.13	197.59
无形资产	7,158.54	6,502.38	6,797.21	6,692.66
投资性房地产	727,552.47	825,616.25	1,020,518.00	1,010,745.39
资产总计	5,418,462.06	6,670,209.52	6,023,499.37	5,919,008.84
预收款项	362,471.91	2,088.37	4,178.97	2,682.70
合同负债		1,279,348.06	918,715.24	996,033.07
其他应付款	152,005.79	629,024.02	368,554.35	366,801.59
短期债务	166,031.73	138,240.70	816,899.09	838,363.59
长期债务	1,943,661.12	2,025,486.79	1,568,852.23	1,583,004.21
总债务	2,109,692.85	2,163,727.48	2,385,751.32	2,421,367.80
净债务	690,890.98	441,164.31	557,624.15	713,035.98
负债合计	3,716,556.78	4,963,902.73	4,305,019.41	4,222,098.89
所有者权益合计	1,701,905.28	1,706,306.79	1,718,479.96	1,696,909.95
利息支出	81,124.08	100,948.36	125,373.58	--
营业总收入	959,689.86	255,882.84	1,318,744.83	45,777.63
经营性业务利润	215,072.15	-78,146.94	139,793.35	-21,178.27
投资收益	161.02	77,801.75	27,047.96	-36.67
净利润	118,191.85	5,383.74	45,493.98	-20,812.18
EBIT	260,943.05	30,200.28	171,521.85	--
EBITDA	292,445.01	66,775.16	210,302.58	--
销售商品、提供劳务收到的现金	782,867.21	1,266,354.66	1,044,055.77	127,448.35
经营活动产生的现金流量净额	287,019.58	17,793.57	-10,642.29	-102,763.64
投资活动产生的现金流量净额	-491,891.08	387,759.25	198,587.38	-1,580.46
筹资活动产生的现金流量净额	485,411.39	-101,839.80	-82,381.46	-15,451.24
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	48.52	27.21	30.23	19.22
期间费用率（%）	9.77	42.75	9.92	60.01
EBITDA 利润率（%）	30.47	26.10	15.95	--
EBIT 利润率（%）	27.19	11.80	13.01	--
净资产收益率（%）	6.86	0.32	2.66	--
存货周转率（X）	0.27	0.07	0.30	--
资产负债率（%）	68.59	74.42	71.47	71.33
总资本化比率（%）	55.35	55.91	58.13	58.80
净负债率（%）	40.60	25.85	32.45	42.02
短期债务/总债务（%）	7.87	6.39	34.24	34.62
非受限货币资金/短期债务（X）	8.55	12.46	2.24	2.04
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务（X）	0.10	-0.04	-0.06	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务（X）	1.24	-0.60	-0.17	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍 数（X）	3.54	0.18	-0.08	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金 （X）	2.69	1.71	2.29	--
总债务/EBITDA（X）	7.21	32.40	11.34	--
EBITDA/短期债务（X）	1.76	0.48	0.26	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.60	0.66	1.68	--

注：1、中诚信国际债务统计口径不包含一年内到期的非流动负债中的应付利息部分（2024 年一季度财务报表未披露科目附注因此未做该调整）。

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。



## 附四：上海地产（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）	2021	2022	2023
货币资金	5,504,642.66	6,096,393.42	6,979,689.35
其他应收款	1,444,393.12	1,650,226.58	1,639,020.50
存货	12,674,977.55	14,028,151.08	11,934,431.48
长期投资	6,078,497.99	6,861,538.57	7,115,485.94
固定资产	2,021,778.52	2,446,145.91	2,393,536.74
在建工程	4,313,244.66	4,496,930.86	3,684,853.12
无形资产	545,844.66	533,185.18	517,335.33
投资性房地产	2,583,086.33	3,190,634.90	4,608,552.27
资产总计	38,986,124.98	43,394,895.32	42,969,678.89
预收款项	1,469,058.05	2,547,440.74	71,740.87
其他应付款	1,701,709.20	2,033,938.03	1,931,824.32
短期债务	1,702,818.35	2,575,173.81	2,983,615.81
长期债务	10,286,434.42	11,337,086.73	10,443,127.73
总债务	11,989,252.77	13,912,260.55	13,426,743.54
净债务	6,630,092.53	8,116,518.50	7,075,830.07
负债合计	24,479,013.19	28,224,082.82	27,718,854.75
所有者权益合计	14,507,111.79	15,170,812.50	15,250,824.14
利息支出	578,099.31	618,431.10	563,110.52
营业总收入	3,728,573.62	2,345,295.13	3,726,642.23
经营性业务利润	355,787.49	-114,073.41	119,400.93
投资收益	282,925.38	306,694.65	367,383.29
净利润	337,535.20	105,185.25	217,060.49
EBIT	641,866.45	282,517.21	378,834.74
EBITDA	823,730.04	519,643.46	648,369.84
销售商品、提供劳务收到的现金	3,431,164.60	3,508,011.62	3,821,167.90
经营活动产生的现金流量净额	-89,011.31	-814,436.73	238,634.61
投资活动产生的现金流量净额	-1,842,010.45	-1,075,008.27	1,351,011.32
筹资活动产生的现金流量净额	2,652,015.82	2,325,000.37	-1,033,967.89
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率（%）	28.73	24.04	23.36
期间费用率（%）	14.88	25.05	16.61
EBITDA 利润率（%）	22.09	22.16	17.40
EBIT 利润率（%）	17.21	12.05	10.17
净资产收益率（%）	2.60	0.71	1.43
存货周转率（X）	0.20	0.13	0.22
资产负债率（%）	62.79	65.04	64.51
总资本化比率（%）	45.25	47.84	46.82
净负债率（%）	45.70	53.50	46.40
短期债务/总债务（%）	14.20	18.51	22.22
非受限货币资金/短期债务（X）	3.15	2.25	2.13
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.06	-0.10	-0.02
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.39	-0.56	-0.11
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.15	-1.32	0.42
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	3.49	3.97	3.51
总债务/EBITDA（X）	14.55	26.77	20.71
EBITDA/短期债务（X）	0.48	0.20	0.22
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.42	0.84	1.15

注：1、中诚信国际债务统计口径不包含一年内到期的非流动负债中的应付利息部分，包含其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债的计息部分。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。

## 附五：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	净债务	总债务-非受限货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	净负债率	净债务/经调整的所有者权益
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
盈利能力	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
	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
EBIT 利润率	EBIT /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：信用等级的符号及定义

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

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

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn