信用评级公告

联合〔2021〕5084 号

联合资信评估股份有限公司通过对中国希格玛有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国希格玛有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 中希 01”和“21 中希 01”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

中国希格玛有限公司
2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级 级别	本次评级 展望	上次评级 级别	上次评级 展望
中国希格玛有限公司	AA	稳定	AA	稳定
19 中希 01	AA	稳定	AA	稳定
21 中希 01	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 中希 01	16.00 亿元	9.40 亿元	2022/03/25
21 中希 01	3.50 亿元	3.50 亿元	2023/03/22

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	6
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
公司所持有酒店资产地理位置优越				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

中国希格玛有限公司（以下简称“公司”）在国内酒店运营、房地产开发与股权投资等方面具有较丰富的运营经验。公司经营的酒店地理位置优越；对外投资主要以对金融机构和上市公司的股权投资为主，投资收益为公司营业利润提供了较大补充；2020 年，公司经营性现金流持续净流入。但联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司项目开发规模一般、剩余可售房产资源有限、未来房地产板块经营规模和业务稳定性面临不确定性、公司货币资金规模较小且现金类资产对短期债务的保障程度较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着酒店管理日趋成熟以及在建物业陆续销售，公司整体经营状况有望保持良好。

综合评估，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“19 中希 01”和“21 中希 01”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司经营的酒店地理位置优越。**公司经营的酒店分布于北京市、三亚市海棠湾、上海市浦东新区、浙江省安吉县等地，地理位置较优越。
2. **投资收益为公司利润提供了有力补充。**公司对外投资主要以对金融机构和上市公司的股权投资为主，投资收益为公司营业利润提供了较大补充。

关注

1. **酒店行业竞争日趋激烈，且受新冠疫情影响，2020 年酒店业务收入有所下降，对酒店经营造成较大影响。**近年来，随着高端酒店数量的增长，酒店行业竞争日趋激烈；同时，酒店行业受到此次新冠疫情影响较大，2020 年公司主要酒店入住率下滑，整体酒店收入有所下降。
2. **公司房地产板块经营规模一般，未来公司房地产板块稳定性面临不确定性。**公司房地产板块项目储备规模和销售规模一般，且在资金资源、开发经验等方面较

分析师： 赵兮　曹梦茹
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

大型房产企业尚存差距，未来公司房地产板块可持续性面临不确定性。

3. **公司资产受限比例高，且现金类资产对短期债务的保障程度较弱。**公司货币资金规模较小，且现金类资产对短期债务的保障程度较弱；其他应收款对公司资金形成一定占用；截至 2020 年末公司受限资产占总资产的 33.65%，受限比例偏高。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	2.77	2.98	6.43
资产总额（亿元）	186.08	200.56	197.42
所有者权益（亿元）	81.12	89.23	87.04
短期债务（亿元）	22.62	11.11	7.40
长期债务（亿元）	30.73	45.40	50.15
全部债务（亿元）	53.35	56.51	57.56
营业收入（亿元）	10.48	10.51	14.35
利润总额（亿元）	3.48	3.34	2.88
EBITDA（亿元）	7.69	7.97	7.29
经营性净现金流（亿元）	2.27	1.86	5.52
营业利润率（%）	39.10	40.66	26.06
净资产收益率（%）	4.09	3.42	2.95
资产负债率（%）	56.41	55.51	55.91
全部债务资本化比率（%）	39.67	38.77	39.81
流动比率（%）	77.29	100.09	105.80
经营现金流动负债比（%）	3.28	3.12	10.29
现金短期债务比（倍）	0.12	0.27	0.87
EBITDA 利息倍数（倍）	2.14	1.80	1.71
全部债务/EBITDA（倍）	6.94	7.09	7.90
公司本部（母公司）			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	67.78	75.62	77.72
所有者权益（亿元）	19.22	23.67	26.47
全部债务（亿元）	20.94	27.27	28.08
营业收入（亿元）	0.05	0.05	0.06
利润总额（亿元）	0.64	0.59	0.51
资产负债率（%）	71.64	68.70	65.94
全部债务资本化比率（%）	52.14	53.54	51.47
流动比率（%）	86.47	119.89	143.74
经营现金流动负债比（%）	-0.28	13.05	10.31

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 截至 2018 年末，公司其他应付款中借款部分已计入债务

资料来源：公司提供，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 中希 01	AA	AA	稳定	2021-03-10	曹梦茹 王彦	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907	阅读原文
20 中希 E1	AA	AA	稳定	2020-11-06	曹梦茹 王彦	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907	--
19 中希 01	AA	AA	稳定	2020-06-11	曹梦茹 赵兮	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（2015 年）	阅读原文
19 中希 01	AA	AA	稳定	2018-05-11	张兆新 李镭	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（2015 年）	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国希格玛有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

中国希格玛有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国希格玛有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、 主体概况

公司前身为中国希格玛光电有限公司（以下简称“希格玛光电”），成立于1987年3月12日，为中国科学院下属公司。1993年，希格玛光电股东股份全部并入中科实业集团公司（以下简称“中科实业”），并引入股东深圳明生电子灯饰有限公司（以下简称“深圳明生”）等5家公司，注册资本变更为10000万元。1994年6月30日，希格玛光电名称变更为现用名。1997年11月，深圳明生与北京正清源生物工程有限责任公司（以下简称“北京正清源”）签署《关于股份转让协议》，约定深圳明生将其对希格玛投资1000万元形成的股权转让给北京正清源。1997年12月，中科实业与中煤信托投资有限公司（以下简称“中煤信托”）签署《股份转让协议》，约定中科实业将其对希格玛投资1000万元所形成的股权转让给中煤信托。1998年，公司在国家工商局重新规范登记，企业类型由全民所有制企业变更为有限责任公司；同期，公司注册资本变更为10037万元。后经多次股权转让，截至2020年末，公司注册资本10037万元，实际控制人为自然人王晓岩。

公司经营范围：高新技术、新工艺、新产品的开发、生产、销售；化工原材料（危险品除外）、建筑材料、计算机软硬件、电子电器设备、有线通讯设备、机械设备、家用电器的开发、生产、销售；装饰装修工程；百货的销售；上述范围的项目承包、技术咨询、信息咨询。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）

截至2020年末，公司本部内设总裁办公室、计财中心、人力资源部、投资发展部、海外事业部以及工程管理中心6个职能部门；纳入合并范围的控股子公司27家；公司在职人员共计966人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 197.42 亿元，所有者权益 87.04 亿元（含少数股东权益-0.17 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 14.35 亿元，利润总额 2.88 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区知春路49号；法定代表人：王晓岩。

三、 债券概况及募集资金使用情况概况

截至 2021 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕。

表 1　跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
19 中希 01	16.00	9.40	2019-03-25	3
20 中希 E1	2.99	2.99	2020-12-25	3
21 中希 01	3.50	3.50	2021-03-22	2

资料来源：联合资信整理

四、 宏观经济和政策环境

1．宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷

入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。

[1] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

[2] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2．宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、 行业分析

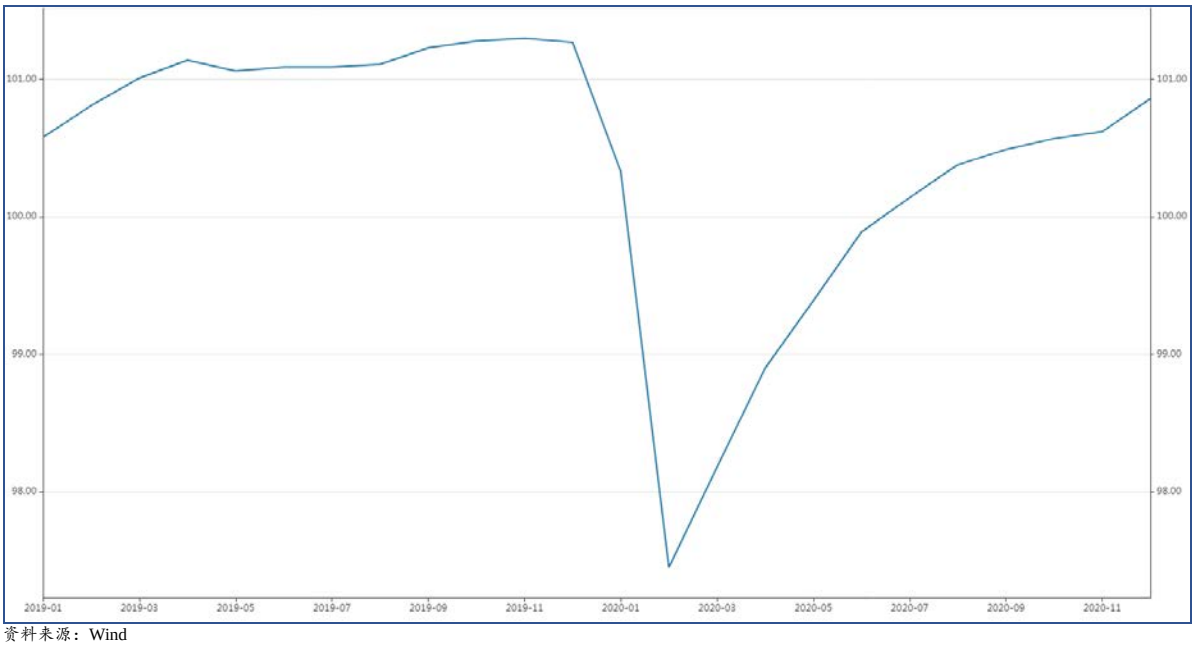
1. 房地产行业

（1）行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 1　2019 年—2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

（2）土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1—3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国

内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	**165962.89**	**100.00**	**178608.59**	**100.00**	**193114.85**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表 4 2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要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
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债

率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容见下表。

表 5　2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要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
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020 年 12 月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源：联合资信整理

2.　酒店行业

（1）行业概况

在旅游业快速发展的推动下，我国酒店行业整体保持增长态势；由于前些年的快速扩张，目前度假酒店行业处于供大于求的状态，酒店分布呈现出区域集中的特征；2020 年 1 月以来，疫情对酒店运营产生较大负面影响。

酒店行业系旅游业的细分子行业。近年来，我国旅游业总体保持健康较快发展。在旅游业快速发展的推动下，我国酒店行业整体保持增长态势，但近年来整体增速放缓；高档酒店却保持较快的增长态势。从度假酒店的星级分布来看，我国低星级酒店的数量有所下降，高星级酒店的数量有所提升，五星级酒店数量呈现较强的增长态势。根据国家文化和旅游部公布的数据统计，2020 年度，8423 家星级饭店的统计数据通过了省级文化和旅游行政部门的审核，包括其中一星级 30 家，二星级 1100 家，三星级 4074 家，四星级 2399 家，五星级 820 家。

2020年1月以来，受疫情影响，群体性聚餐取消和各大旅游景点的关闭，对酒店运营产生较大负面影响，或将拖累2020年酒店的增速持续下降。根据STR数据显示，2020年1月初中国大陆地区的酒店入住率达到了70%的高点，1月中旬开始直线下滑，到1月26日跌至17%。根据中国饭店协会联合优尼华盛发布《数据图解，疫情对全国酒店市场的影响分析》显示，相比去年春节，疫情期间，酒店营业收入的平均损失在67.81%；仅在春节7天内，疫情已对5109家酒店造成了12.3亿元的营业损失。

（2）行业竞争

我国高档酒店呈现国际化发展格局，国内品牌高档酒店的服务在不断向国际知名品牌看齐，具备了一定的竞争力。

我国酒店行业的竞争格局呈现出三个细分市场：单体酒店市场、中档酒店市场和高档酒店市场。其中，中档酒店的细分市场规模最大。

具体而言，单体酒店市场呈现联盟格局，其数量较多、结构分散，各个酒店拥有的资源无法共享；中档酒店市场呈现连锁格局，连锁酒店主要分为不同背景的三大类别。第一类为原来就定位为中档酒店的连锁酒店，如富驿酒店、桔子水晶酒店和中青旅山水酒店，第二类为经济型酒店升级的连锁酒店，如 7 天“铂涛

菲诺酒店”、锦江“都城酒店”、如家“和颐酒店”，第三类为传统星级饭店现代化转型的连锁酒店，如首旅酒店集团“谭阁美酒店”、开元酒店集团“开元曼居酒店”和中南海滨绿色酒店；高档酒店呈现国际化发展格局。一方面，希尔顿、雅高等国际知名品牌酒店在我国各个城市大力布局。另一方面，我国酒店行业经过 30 年来的发展，已积累不少经验，具备扩张、兼并、重组以及打造国际酒店集团的条件和能力，正向着人才国际化、市场国际化、资本国际化、品牌国际化的方向发展。

（3）行业发展

随着酒店行业的增长，定位于不同细分市场的业态类型将不断丰富，新兴业态的发展将丰富行业的盈利模式。

在酒店行业保持增长的同时，行业的市场细分越发明显，定位于不同细分市场的业态类型越发丰富。在高端市场，小体量、定制化、精品服务的精品酒店运作越发成熟，高档会所、健康营养餐厅快速发展。在中端市场，设计型酒店和特色主题酒店也逐渐为传统三四星级酒店提供了可行的发展方向。在大众化市场，百元以下的廉价型经济型酒店、家庭旅馆、农家乐、汽车旅馆、青年旅馆等成为市场亮点。电子商务、网络营销、集聚开发、美食街区、火锅连锁、餐饮食品等产业模式创新加快。携程网、芒果网、去哪儿网、窝窝团等新兴网络企业不断丰富和完善企业电子商务盈利模式。这些新兴业态的不断推广为酒店行业的进一步发展带来了更为广阔的空间。

六、 基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年末，公司注册资本10037万元，实际控制人为自然人王晓岩。

2. 企业规模和竞争力

公司的酒店经营和房地产开发板块地理位置优越，业务具备差异化及地域优势。

公司及子公司主要经营股权投资、酒店运营、商品房销售和物业管理等业务。公司的酒店经营、房地产开发及物业相关业务集中在北京、上海等一线城市以及三亚、安吉等旅游资源丰富区域，有着较好的区位优势。依托于优越的地理位置和发达的区域环境，随着国民旅游消费结构的升级，长期来看，公司来自旅游区域的收入有望上升。

公司旗下的北京东方太阳城项目、安吉凤凰国际等项目均致力于进行专业的养老地产开发，公司根据老年人在购房、保健、医疗、娱乐、旅游、再教育等方面的特殊需求及消费潜力开发产品，具备一定差异化竞争优势。

酒店经营方面，除了东方嘉宾酒店为公司自行运营，公司旗下位于上海、三亚和浙江省安吉县的四个五星级酒店均委托万豪、国际知名酒店管理集团运营。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码：1101000000668728），截至 2021 年 6 月 9 日，公司无未结清不良或关注类信贷信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

七、 管理分析

公司股权结构以及主要管理制度未发生重大变化，管理运作正常。

跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制度未发生重大变化。

八、重大事项

2020 年公司合并范围有所变动。

2016 年 2 月，神州数码股份有限公司（以下简称“神州数码”）通过重组深圳市深信泰丰（集团）股份有限公司（以下简称“深信泰

丰”）借壳上市。神州数码剥离与上市公司主业不相关资产，将深信泰丰持有的 5 家公司股权转让给公司，转让的公司分别为深圳市深信西部地产有限公司（以下简称“深信西部”）（持股比例 100%）、深圳市泰丰科技有限公司（以下简称“泰丰科技”）（持股比例 100%）、深圳市华宝（集团）饲料有限公司（以下简称“华宝饲料”）（持股比例 100%）、深圳市龙岗区华宝经济发展有限公司（以下简称“华宝经济发展”）（持股比例 90%）和圳市深信泰丰投资发展有限公司（以下简称“深信泰丰投资”）（持股比例 90%）。上述五家公司与公司的主营业务亦不相符，受让股权之后，公司持续寻找买家处置，2016 年已将深信西部、泰丰科技转让，另外三家公司仍在寻找出售机会。

鉴于华宝饲料、华宝经济发展、深信泰丰投资三家公司长期无合适买家，经公司管理层研究决定，改变持有策略，将三公司长期持有经营多元化发展，以 2020 年 6 月 30 日为合并基准日，将上述 3 家公司纳入合并范围。其中华宝饲料主要经营业务为产销饲料、购销农副产品、浓缩饲料添加剂。受合并华宝饲料影响，公司 2020 年新增饲料收入；华宝饲料贡献合并范围内营业收入 2.03 亿元、总资产 1.95 亿元、净利润 0.09 亿元。

九、 经营分析

1. 经营概况

2020 年，公司收入规模有所增长，但受商品房销售毛利率下降较多及新增饲料业务毛利率较低共同影响，综合毛利率下降较多。

公司主营业务包括酒店运营、商品房销售、物业管理和对外投资业务。2020 年，公司实现营业收入 14.35 亿元，同比增长 36.59%，主要系合并范围变动新增饲料收入所致。2020 年，公司净利润 2.57 亿元，同比下降 15.83%，主要系毛利率下降所致。

从营业收入构成来看，2020 年，公司收入构成有所变动。其中，受疫情影响客房餐饮收入有所下降，占营业收入比重有所降低；商品房销售收入有所增多，占营业收入比重有所上升；受合并范围变动影响，公司新增饲料收入；物业管理及其他收入规模和占比变动不大。

表 6　公司营业收入构成及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
客房餐饮收入	5.04	48.12	48.03	4.87	46.30	51.57	3.69	25.72	50.78
商品房销售收入	3.63	34.64	31.78	3.68	35.00	31.37	6.54	45.57	15.39
物业管理及其他收入	1.80	17.16	58.78	1.96	18.61	60.07	2.08	14.48	60.67
饲料	--	--	--	--	--	--	2.03	14.14	9.51
其他业务收入	0.01	0.08	93.85	0.01	0.09	98.49	0.01	0.09	99.00
合计	**10.48**	**100.00**	**44.28**	**10.51**	**100.00**	**46.12**	**14.35**	**100.00**	**30.29**

资料来源：公司提供

从毛利率变化情况来看，2020年，公司综合毛利率为30.29%，同比下降15.83个百分点，主要系2020年结转项目主要为毛利率较低的河北住宅项目致使商品房销售业务结转毛利率下降较多、以及合并范围新增毛利率较低的饲料收入所致。

2. 酒店经营

公司旗下各酒店地理位置较为优越，但2020 年受新冠疫情影响，主要酒店入住率呈不同程度下滑，对公司酒店经营造成较大影响。

公司自2008年投资战略由房地产开发转向持有性物业投资后，逐步投资酒店行业，定位为高档星级酒店投资及运营管理，除北京东方太阳城嘉宾国际酒店为公司自营以外，其他

酒店均委托国际知名酒店管理公司经营。

截至2020年末，公司投资的5家星级酒店包括北京东方太阳城嘉宾国际酒店、三亚海棠湾喜来登度假酒店、三亚长岛旅业有限公司海棠湾金威万豪度假酒店、上海金桥红枫万豪酒店和浙江安吉JW万豪酒店（凤凰万豪），上述酒店分布于北京市顺义区、三亚市海棠湾、上海市浦东新区、浙江省安吉县等地，主要酒店地理位置较优越。跟踪期内，公司酒店经营情况如以下两表所示，2020年受新冠疫情影响，主要酒店入住率呈不同程度下滑，对公司酒店经营造成较大影响。

表 7　截至 2020 年末公司酒店概况

酒店名称	星级	开业时间	市场定位	客房（间）
北京东方太阳城嘉宾国际酒店	四星级	2007 年	旅游型	108
三亚海棠湾喜来登度假酒店	五星级	2012 年	旅游型	500
三亚长岛旅业有限公司海棠湾金威万豪度假酒店	五星级	2012 年	旅游型	160
上海金桥红枫万豪酒店	五星级	2013 年	商务型	391
浙江安吉 JW 万豪酒店	五星级	2015 年	旅游型	228

资料来源：公司提供

表 8　公司各酒店经营情况

酒店	项目	2018 年	2019 年	2020 年
北京东方太阳城嘉宾国际酒店	接待人次	35758	34837	9182
	入住率（%）	65.00	58.00	14.00
	平均房价（元/间）	252.00	253.00	267.00
三亚海棠湾喜来登度假酒店	接待人次	297091	325721	232568
	入住率（%）	78.38	80.28	62.13
	平均房价（元/间）	734.42	688.23	798.21
三亚长岛旅业有限公司海棠湾金威万豪度假酒店	接待人次	91320	75645	76342
	入住率（%）	69.50	54.68	58.72
	平均房价（元/间）	881.53	960.49	1484.64
上海金桥红枫万豪酒店	接待人次	111848	119899	76406
	入住率（%）	71.56	76.14	44.20
	平均房价（元/间）	1117.41	1086.95	850.23
浙江安吉 JW 万豪酒店	接待人次	75892	71395	68916
	入住率（%）	52.14	46.55	43.56
	平均房价（元/间）	1065.57	1072	1009.15

资料来源：公司提供

3. 房地产开发

（1）土地储备

公司土地储备规模一般，项目定位以养老地产为主，土地获取成本较低，但养老地产项目周期相对偏长；公司项目位于三亚、安吉和张家口，区域分布相对集中。

公司房地产开发项目主要定位为养老地产，养老地产的模式解决了老年的人居住问题，补充完善城市区域功能，带动相关行业和社区周边地区的发展，受到了各地方政府的大力支持，在土地获取方面公司拥有较强的议价能力，土地成本相对较低，但养老地产项目周期相对偏长。

2020年，公司无新增土地储备。截至2020年底，公司土地储备如下表所示。土地储备占地面积58.30万平方米，规划建筑面积合计约55.00万平方米。按照公司过往新开工情况，公司土地储备能够满足未来7~9年左右开发。

表9　截至2020年末公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米）

项目公司名称	区域/位置	主要业态	占地面积	规划建面	楼面均价	尚未开发的土地面积	尚未开发的建筑面积
浙江凤凰国际置业有限公司	浙江省安吉	住宅	5.19	4.00	2000.00	5.19	4.00
三亚东方太阳城投资有限公司	海南省三亚市	住宅、商服、住宿、餐饮	28.32	23.00	1555.00	28.32	23.00
北京星宝宏房地产开发有限公司	河北省张家口市	住宅，商服	24.79	28.00	415.00	24.79	28.00
合计	--	--	**58.30**	**55.00**	**1007.00**	**58.30**	**55.00**

资料来源：公司提供

（2）项目建设与开发

伴随公司经营重心向酒店业务转移，公司项目建设规模一般，未来投资金额规模不大，但仍面临一定资金支出压力。

相比专业的房地产投资公司，公司对项目的选取以公司战略为基准，地产项目定位主要以养老地产为主。近年来公司主要在建项目为“宣府第一城”和“凤凰国际”，分别位于张家口和安吉，新开工面积较少，截至2020年末，公司期末在建面积13.14万平方米，较2019年末大幅减少，主要系2020年6月，北京星宝宏房地产开发有限公司将土地证（全部土地）拆分成三个土地证，其中BC区土地未开发建设转入土地储备中，此处从在建面积中转出。

表 10　公司房地产开发情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
当期新开工面积（万平方米）	6.98	6.16	0.00
当期竣工面积（万平方米）	1.95	7.49	0.00
期末在建项目数量（个）	2	2	1
期末在建面积（万平方米）	54.47	48.14	13.14

注：1. 2019 年底期末在建面积不等于期初在建面积+新开工面积-竣工面积主要系项目计划建筑面积变动所致；2. 2020 年 6 月，北京星宝宏房地产开发有限公司将土地证（全部土地）拆分成三个土地证，其中 BC 区土地未开发建设转入土地储备中，此处从在建面积中转出

资料来源：公司提供

从在建项目投资情况来看，截至 2020 年末，公司在建项目预计总投资 13.00 亿元，已完成投资 9.26 亿元，尚需投资 3.74 亿元，其中 2021 年预计投资 1.70 亿元，2022 年预计投资 1.60 亿元。整体看未来投资金额规模不大，但公司仍面临一定资金支出压力。

表 11　截至 2020 年末公司在开发项目投资金额情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	预计总投资	已完成投资	2021 年预计投资	2022 年预计投资
凤凰国际 BC 区	2018 年 9 月	7.00	5.90	0.70	0.40
凤凰国际 I 区	2019 年 7 月	6.00	3.36	1.00	1.20
合计	--	**13.00**	**9.26**	**1.70**	**1.60**

资料来源：公司提供

（3）房产销售

2020年，公司销售规模有所下降，目前公司商品房库存整体去化情况较好，但剩余房产可售资源有限。公司房地产板块项目整体销售规模一般，未来公司房地产板块稳定性面临不确定性。

从房地产销售情况看，公司根据房地产项目所处地段、房屋品质（户型）、周边配套以及周边房地产价格综合确定房屋销售均价，其中东方太阳城和凤凰国际分别位于北京顺义区、浙江安吉，销售均价较高，而宣府第一城则位于河北省张家口市，房价比前两处较低。2020年，公司实现签约销售面积3.95万平方米，同比下降23.89%，主要系当年新投入预售项目

规模较小等因素影响所致。2020年，公司实现签约销售金额6.02亿元，同比下降32.29%。

从结转情况看，2020年，公司结转收入面积5.04万平方米，结转收入6.54亿元。

表 12　公司销售及结转数据情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
签约销售面积（万平方米）	3.72	5.19	3.95
签约销售金额（亿元）	6.02	8.90	6.02
签约销售均价（万元/平方米）	1.62	1.71	1.53
结转收入面积（万平方米）	2.56	2.52	5.04
结转收入（亿元）	3.63	3.68	6.54

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司商品房总可售面积87.52万平方米，累计销售82.45万平方米，整体去化率94.21%，去化率较高。公司项目剩余可售面积5.07万平方米，剩余可售资源有限，考虑到2020年无新开工项目且期末在建项目规模一般，整体房地产板块未来销售稳定性面临不确定性。

表13　截至2020年末公司商品房库存去化情况（单位：万平方米、%）

项目名称	项目所在地	预售时间	竣工时间	可售面积	累计销售面积	去化率
宣府第一城	河北省张家口市	2010.11	2017.08	24.8	23.07	93.02
凤凰国际 A 区一期	浙江省安吉县	2013.12	2016.09	1.88	1.88	100.00
凤凰国际 A 区二期 1 标	浙江省安吉县	2016.12	2018.09	1.95	1.95	100.00
凤凰国际 A 区二期 2 标	浙江省安吉县	2018.01	2019.04	2.45	2.02	82.45
凤凰国际 A 区二期 3 标	浙江省安吉县	2017.07	2019.04	2.41	2.38	98.76
凤凰国际 A 区二期 4 标	浙江省安吉县	2018.04	2019.09	1.46	1.43	97.95
凤凰国际 BC 区一期	浙江省安吉县	2019.01	2021.12	2.56	2.51	98.05
凤凰国际 BC 区二期	浙江省安吉县	2019.05	2021.12	1.97	1.85	93.90
凤凰国际 BC 区三期	浙江省安吉县	2019.07	2021.12	2.34	1.99	85.04
凤凰国际 I 区一期	浙江省安吉县	2020.03	2021.12	1.81	0.74	40.88
太阳城三期	北京顺义区	2007.05	2011.11	43.89	42.63	97.13
合计	--	--	--	**87.52**	**82.45**	**94.21**

资料来源：公司提供

4. 对外投资

公司对外投资以对金融机构和上市公司的股权投资为主，投资收益对公司营业利润提供了较有力补充，但也存在一定的股权投资账面价值波动风险。

公司除酒店经营、房地产开发以外，还开展股权投资业务，通过被投公司的分红和退出时实现的资本增值以获得投资收益，近年来投资收益显著，但公司投资收益对同方国信投资控股有限公司（以下简称“同方国信”）和重庆三峡银行股份有限公司（以下简称“三峡银行”）依赖度较高，若未来上述公司利润下降，公司盈利能力将受到影响。截至 2020 年末，公司主要对外股权投资如下表所示。

表 14　公司主要对外投资及收益情况（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值			投资收益		
	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年
同方国信	61.68	64.94	60.78	4.58	4.44	3.77
三峡银行	12.98	14.16	16.80	1.07	1.09	1.05
北京农商行	1.00	1.00	1.00	0.11	0.13	0.17
神州数码	10.78	15.92	16.53	0.03	0.20	0.16
项目	**期末持股比例**			**收到的现金分红**		
	2018 年	**2019 年**	**2020 年**	**2018 年**	**2019 年**	**2020 年**

同方国信	16.99	16.99	16.99	2.29	2.29	0.00
三峡银行	6.95	6.95	6.95	0.26	--	0.24
北京农商行	0.91	0.91	0.91	0.27	0.03	0.13
神州数码	12.26	12.26	11.68	0.03	0.20	0.16

资料来源：公司提供

公司股权投资业务中，对同方国信和三峡银行的投资计入长期股权投资；对神州数码集团股份有限公司（以下简称“神州数码”）、北京农村商业银行股份有限公司（以下简称“北京农商行”）的投资计入可供出售金融资产，其中对神州数码的投资按公允价值计量，对北京农商行的投资按成本计量。

在金融企业投资上，公司股权投资涉及银行、信托等金融企业。公司对被投资单位并无关于分红的约定，其投资收益主要由权益法核算的长期股权投资按照应享有被投资单位实现的净利润确认形成，现金分红波动较大，主要由被投资单位利润分配机制所致。其中，公司持有三峡银行和同方国信的股权对投资收益贡献较大。

同方国信是以投资为主的控股公司，投资主要集中于金融机构及基础设施两大领域。截至 2020 年末，同方国信总资产 3002.26 亿元，净资产 571.41 亿元；2020 实现营业总收入 131.60 亿元，净利润 44.92 亿元。

公司直接投资并通过重庆希格玛海源投资有限公司（公司持股 100%）持有三峡银行共计 6.95%的股权。三峡银行系经中国银监会批准，于 2008 年 2 月在原万州商业银行基础上重组而成的城市商业银行。截至 2020 年末，三峡银行注册资本 55.74 亿元，资产总额 2367.63 亿元，净资产 191.83 亿元；2020 年实现营业收入 45.43 亿元，净利润 15.04 亿元。

在上市公司投资上，截至 2020 年末，公司持有上市公司神州数码（股票代码 000034.SZ）77035746 股股票（持股比例约 11.68%）；公司对神州数码的投资按公允价值计量，面临公允价值波动的风险。

5. 未来发展

公司未来仍将兼顾实业投资及运营和资本运作，发展战略清晰。

未来三年内，公司投资方向仍以酒店经营、金融类企业股权投资、旅游及养老地产、高科技和休闲文化为主。在投资模式上，公司投资将继续坚持股权投资和实业投资相结合模式，以形成集股权投资、酒店投资、房地产开发及商业运营、文化休闲服务为一体的集团化企业；并在这基础上积极探索养老地产、酒店运营与高科技结合，将已有项目与市场实现更好衔接为目标。

在未来三年内，公司将兼顾实业投资及运营和资本运作，实行“业务经营”与“资本运作”双轮驱动；公司将积极布局形成以“京津冀经济圈”“长三角经济圈”和“海南度假村”为核心的全国市场战略布局。

九、 财务分析

1. 财务概况

公司 2020 年度合并财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，上述事务所对以上财务报表出具了标准无保留审计意见。截至 2020 年末，公司纳入合并范围的控股子公司 27 家，较年初增加合并单位 4 家，减少合并单位 1 家。公司合并范围存在一定变化，财务数据可比性一般。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 197.42 亿元，所有者权益 87.04 亿元（含少数股东权益-0.17 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 14.35 亿元，利润总额 2.88 亿元。

2. 资产质量

2020年末，公司资产规模有所下降，仍以非流动资产为主；货币资金规模较小，其他应收账款规模较大，存在一定的资金占用；按公允价值计量的可供出售金融资产面临账面价值波动风险；公司资产流动性一般，资产受限程度较高，整体资产质量待改善。

截至2020年底，公司合并资产总额197.42亿元，较上年底下降1.57%，较上年底变化不大。其中，流动资产占28.76%，非流动资产占71.24%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至2020年底，公司流动资产56.77亿元，较上年底下降4.75%，主要系存货减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占10.41%）、其他应收款（合计）（占20.43%）和存货（占64.27%）构成。

截至2020年底，公司货币资金5.91亿元，较上年底增长98.20%，主要系支付往来款减少所致。货币资金中有600万元受限资金，主要为保函保证金，受限比例低。

截至2020年底，公司其他应收款（合计）11.60亿元，较上年底下降8.35%，主要系往来款减少所致。

截至2020年底，公司存货36.49亿元，较上年底下降11.43%，主要系开发产品减少所致。存货主要由开发成本（占86.57%）和开发产品（占11.73%）构成，公司未对存货计提跌价准备。

截至2020年底，公司非流动资产140.65亿元，较上年底下降0.22%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占13.86%）、长期股权投资（占55.50%）、投资性房地产（占7.93%）和固定资产（占19.19%）构成。

截至2020年底，公司可供出售金融资产19.50亿元，较上年底下降0.65%，其中按公允价值计量的可供出售金融资产为16.53亿元；长期股权投资78.06亿元，较上年底下降1.89%；投资性房地产11.15亿元，较上年底增长1.10%；固定资产26.99亿元，较上年底增长2.44%，公司主要非流动资产均较上年底变化不大。

截至2020年末，公司受限资产合计66.43亿元，其中货币资金0.06亿元，可供出售金融资产14.88亿元，存货9.36亿元，长期股权投资6.65亿元，投资性房地产11.15亿元，固定资产21.42亿元，无形资产2.92亿元；受限资产占总资产的33.65%，资产受限程度较高。此外公司直接或间接持有的子公司股权受限情况如下。

表15　截至2020年末直接或间接持有的子公司股权受限情况（单位：亿元、%）

子公司名称	截至2020年末资产总额	母公司直接或间接持有的股权比例合计	母公司持有的股权中权利受限的比例	受限原因
北京希格玛物业管理有限责任公司	19.59	80.00	100.00	银行贷款
三亚长岛旅业有限公司	22.05	60.00	100.00	银行贷款
上海亨昌实业有限公司	11.59	32.20	100.00	银行贷款
合计	**53.22**	--	--	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

（1）所有者权益

2020年，公司所有者权益有所下降，所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至2020年底，公司所有者权益87.04亿元，较上年底下降2.46%，主要系资本公积和其他综合收益减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为100.20%，少数股东权益占比为-0.20%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占1.15%、22.11%、10.97%和65.20%。所有者权

益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

公司资本公积主要由资本溢价（股本溢价）和其他资本公积（主要系确认按权益法下核算的被投资单位的资本公积和企业合并形成）。截至 2020 年末，公司资本公积 19.24 亿元，较上年底减少 10.13%，主要系长期股权投资公司资本公积减少所致。

（2）负债

公司负债规模变动不大，整体债务负担一般，但从全部债务期限结构来看，如考虑债券回售，公司面临短期集中偿付压力。

截至 2020 年底，公司负债总额 110.38 亿元，较上年底下降 0.85%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 48.61%，非流动负债占 51.39%。公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司流动负债 53.66 亿元，较上年底下降 9.89%，主要系一年内到期的非流动负债与其他应付款减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 8.39%）、预收款项（占 23.52%）、应交税费（占 7.90%）、其他应付款（合计）（占 51.23%）和一年内到期的非流动负债（占 5.41%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款 4.50 亿元，较上年底下降 18.18%；短期借款为质押抵押借款，质押物为神州数码 4813 万股股权；抵押物为北京星宝宏房地产开发有限公司开发土地。

截至 2020 年底，公司预收款项 12.62 亿元，较上年底增长 4.25%，变化不大。

截至 2020 年底，公司应交税费 4.24 亿元，较上年底增长 7.47%，主要系土地增值税增多所致。

截至 2020 年底，公司其他应付款（合计）27.49 亿元，较上年底下降 5.61%，主要系支付往来款所致。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 2.90 亿元，较上年底下降 48.25%。

截至 2020 年底，公司非流动负债 56.72 亿元，较上年底增长 9.54%，主要系应付债券增多所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 55.00%）、应付债券（占 33.42%）和递延所得税负债（占 11.58%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 31.20 亿元，较上年底增长 5.91%；长期借款主要为抵押质押保证借款。

截至 2020 年底，公司应付债券 18.96 亿元，较上年底增长 18.89%，主要系发行“20 中希 E1”所致。

截至 2020 年底，公司递延所得税负债 6.57 亿元，较上年底增长 2.96%，较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司全部债务 57.56 亿元，较上年底增长 1.85%，较上年底变化不大。债务结构方面，短期债务占 12.86%，长期债务占 87.14%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2020 年底，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 55.91%、39.81%和 36.56%，较上年底分别提高 0.40 个百分点、1.04 个百分点和 2.84 个百分点。公司债务负担一般。但从全部债务期限结构来看，如考虑债券回售，公司面临短期集中偿付压力。

表 16　截至 2020 年末公司全部债务期限分布情况（单位：亿元）

假设债券不回售					
项目	短期借款	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	合计
1 年内	4.50	2.90	--	--	**7.40**
1~2 年	--	--	4.57	15.99	**20.56**
2~3 年	--	--	1.68	2.97	**4.65**
3~4 年	--	--	1.93	--	**1.93**

4 年及以上	--	--	23.02	--	**23.02**
合计	**4.50**	**2.90**	**31.20**	**18.96**	**57.56**
假设债券全部回售					
项目	**短期借款**	**一年内到期的非流动负债**	**长期借款**	**应付债券**	**合计**
1 年内	4.50	2.90	--	15.99	**23.39**
1~2 年	--	--	4.57	--	**4.57**
2~3 年	--	--	1.68	2.97	**4.65**
3~4 年	--	--	1.93	--	**1.93**
4 年及以上	--	--	23.02	--	**23.02**
合计	**4.50**	**2.90**	**31.20**	**18.96**	**57.56**

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2020年，受合并范围变动影响公司营业收入有所提高，受毛利率下降及计提资产减值损失影响净利润规模减少；公司费用收入比偏高，投资收益仍是公司利润的重要来源。

2020 年，公司实现营业收入 14.35 亿元，同比增长 36.59%，主要系合并范围变动新增饲料收入所致。2020 年，公司净利润 2.57 亿元，同比下降 15.83%，主要系毛利率下降和计提资产减值损失影响所致。

2020 年，公司费用总额为 6.18 亿元，同比下降 13.78%，主要系管理费用和财务费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 10.79%、48.18%、2.31%和 38.72%。其中，销售费用为 0.67 亿元，同比增长 0.89%，同比变化不大；管理费用为 2.98 亿元，同比下降 21.06%，主要系办公费与职工薪酬等减少所致；研发费用为 0.14 亿元，同比增长 215.39%，主要系新增惠州华宝饲料股份支付研发费用所致；财务费用为 2.39 亿元，同比下降 11.05%，主要系利息费用减少所致。2020 年，公司期间费用率为 43.08%，同比下降 25.17 个百分点，仍处于较高水平，一定程度侵蚀利润。

2020 年，公司计提资产减值损失 0.97 亿元，对公司利润造成一定影响。2020 年，公司实现投资收益 5.89 亿元，同比下降 0.37%，同比变化不大，投资收益占营业利润比重为 203.78%，投资收益是公司利润的重要来源。

2020年，公司营业利润率为26.06%，同比下降14.60个百分点。2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.48%和2.95%，同比分别下降0.46个百分点和0.47个百分点。整体看，公司盈利能力有待提升。

5. 现金流

公司经营活动现金流呈持续净流入状态，往来款较多使得收到与支付的其他与经营活动有关的现金规模较大；投资活动现金流延续净流入状态；筹资活动现金流持续净流出。

表 17 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	35.95	36.88	32.98
经营活动现金流出小计	33.69	35.02	27.46
经营现金流量净额	**2.27**	**1.86**	**5.52**
投资活动现金流入小计	4.02	5.58	4.54
投资活动现金流出小计	6.12	5.53	3.77
投资活动现金流量净额	**-2.10**	**0.05**	**0.77**
筹资活动前现金流量净额	**0.17**	**1.91**	**6.29**
筹资活动现金流入小计	15.51	35.57	9.33
筹资活动现金流出小计	21.00	37.26	12.70
筹资活动现金流量净额	**-5.49**	**-1.70**	**-3.36**
现金收入比	**128.82**	**136.55**	**111.01**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从经营活动来看，往来款较多使得收到与支付的其他与经营活动有关的现金规模较大。2020 年，公司经营活动现金流入 32.98 亿元，同比下降 10.58%，主要系收到的往来款减少所致；经营活动现金流出 27.46 亿元，同比下降 21.59%，主要系支付往来款减少所致。2020

年，公司经营活动现金净流入 5.52 亿元，同比增长 196.97%。2020 年，公司现金收入比为 111.01%，同比下降 25.54 个百分点。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 4.54 亿元，同比下降 18.65%，主要系收回投资收到的现金及取得投资收益收到的现金减少所致；投资活动现金流出 3.77 亿元，同比下降 31.88%，主要系投资支付的现金减少所致。2020 年，公司投资活动现金净流入 0.77 亿元，同比增加 0.72 亿元。

2020 年，公司筹资活动前现金流量净额为 6.29 亿元，同比增长 229.56%。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 9.33 亿元，同比下降 73.76%，主要系取得借款收到的现金减少所致；筹资活动现金流出 12.70 亿元，同比下降 65.93%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。2020 年，公司筹资活动现金净流出 3.36 亿元，净流出规模同比增长 98.44%。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期偿债能力偏弱，考虑到公司拥有较大规模的可供出售金融资产和酒店资产，且长期股权投资的投资收益良好，一定程度上提升了公司对全部债务的保障能力。

截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 100.09%和 30.91%分别提高至 105.80%和提高至 37.80%，流动资产对流动负债的保障程度较弱。截至 2020 年底，公司现金短期债务比由上年底的 0.27 倍提高至 0.87 倍，现金类资产对短期债务的保障程度有所提升但仍属一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 7.29 亿元，同比下降 8.55%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 24.12%）、计入财务费用的利息支出（占 33.79%）和利润总额（占 39.54%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 1.80 倍下降至 1.71 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度偏弱；全部债务/EBITDA 由上年的 7.09 倍提高至 7.90 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债能力偏弱。

表 18　公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	77.29	100.09	105.80
	速动比率（%）	23.34	30.91	37.80
	经营现金流动负债比（%）	3.28	3.12	10.29
	现金类资产/短期债务（倍）	0.12	0.27	0.87
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	7.69	7.97	7.29
	全部债务/EBITDA（倍）	6.94	7.09	7.90
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.14	1.80	1.71

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2020年末，公司对外担保余额2.20亿元，占净资产的2.53%。

截至2020年末，公司无涉案金额超过500万元的重大诉讼。

截至2020年末，公司获得金融机构授信总额度45.38亿元，其中尚未使用授信额度1.45亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 母公司财务分析

公司母公司资产主要由其他应收款、可供出售金融资产和长期股权投资构成；母公司负债主要由其他应付款、长期借款和应付债券构成；母公司所有者权益中其他综合收益和未分配利润占比高；母公司收入和利润规模较小。

截至 2020 年底，母公司资产总额 77.72

亿元，较上年底增长 2.78%，较上年底变化不大。其中，流动资产 36.29 亿元（占比 46.69%），非流动资产 41.44 亿元（占比 53.31%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（3.19 亿元）和其他应收款（33.09 亿元）构成，非流动资产主要由可供出售金融资产（17.93 亿元）和长期股权投资（23.17 亿元）构成。

截至 2020 年底，母公司负债总额 51.25 亿元，较上年底下降 1.35%。其中，流动负债 25.25 亿元（占比 49.26%），非流动负债 26.01 亿元（占比 50.74%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（4.50 亿元）和其他应付款（19.16 亿元）构成。非流动负债主要由长期借款 3.04 亿元）、应付债券（18.96 亿元）和递延所得税负债（4.01 亿元）构成。母公司 2020 年资产负债率为 65.94%，较 2019 年下降 2.76 个百分点。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 26.47 亿元，较上年底增长 11.84%。在所有者权益中，实收资本为 1.00 亿元（占 3.79%）、资本公积合计 3.47 亿元（占 13.12%）、未分配利润合计 9.40 亿元（占 35.50%）、盈余公积合计 0.67 亿元（占 2.52%）。

2020 年，母公司营业收入为 0.06 亿元，利润总额为 0.51 亿元。同期，母公司投资收益为 1.94 亿元。

现金流方面，2020 年，公司母公司经营活动现金流净额为 2.60 亿元，投资活动现金流净额 1.25 亿元，筹资活动现金流净额-1.69 亿元。

十、 存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产对待偿债券余额覆盖程度不足，EBITDA和经营活动现金流入对待偿债券余额覆盖程度一般。“19中希01”将于2022年1季度到期，当前余额较大，面临集中兑付压力。

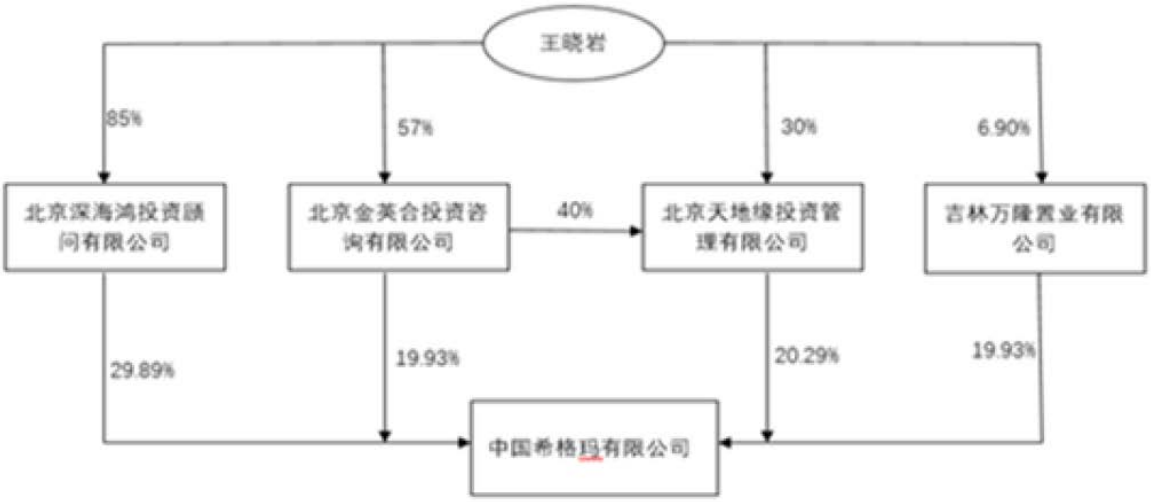
截至 2020 年底，公司现金类资产为 6.43 亿元，为截至 2021 年 5 月底存续债券余额（15.89 亿元）的 0.40 倍，公司现金类资产对待偿债券余额的覆盖程度不足。2020 年，公司 EBITDA 为 7.29 亿元，为截至 2020 年 5 月底存续债券余额（15.89 亿元）的 0.46 倍，EBITDA 对存续债券余额保障程度一般。2020 年，公司经营活动现金流入量 32.98 亿元，为截至 2020 年 5 月底存续债券余额（15.89 亿元）的 2.08 倍，经营活动现金流入对待偿债券余额的覆盖程度一般。

“19 中希 01”将于 2022 年 1 季度到期，当前余额 9.40 亿元，面临集中兑付压力。

十一、 结论

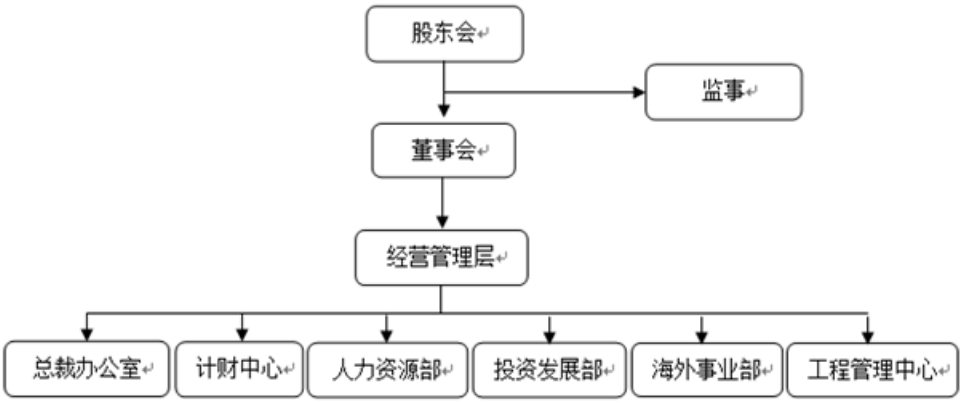
综合评估，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“19中希01”和“21中希01”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年末中国希格玛有限公司股权结构图



资料来源：公司债券年报

附件 1-2　截至 2020 年末中国希格玛有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年末中国希格玛有限公司子公司情况

序号	子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例（%）	
					直接	间接
1	北京年度酒庄有限公司	北京	北京	零售预包装食品、种植果树	90	
2	.北京希格玛物业管理有限责任公司	北京	北京	物业管理	80	
3	北京星期天健身俱乐部有限公司	北京	北京	餐饮服务		64
4	北京东方太阳城房地产开发有限责任公司	北京	北京	房地产开发	35	
5	北京顺欣阳光物业管理有限公司	北京	北京	物业管理		35
6	北京顺欣阳光医院	北京	北京	医疗		35
7	北京东方太阳城颐养居管理咨询服务有限公司	北京	北京	企业管理咨询		35
8	上海亨昌实业有限公司	上海	上海	房地产开发经营		32.2
9	北京星宝宏房地产开发有限公司	北京	北京	房地产开发		60
10	三亚东方太阳城投资有限公司	三亚	三亚	商品房销售、房地产信息咨询	80	
11	三亚域佳实业有限公司	三亚	三亚	租赁和商务服务业		72
12	三亚橡树谷高尔夫俱乐部管理有限公司	三亚	三亚	健身运动场地管理	80	
13	三亚橡树谷旅业发展有限责任公司	三亚	三亚	旅游景点开发	80	
14	三亚怡龙置业有限责任公司	三亚	三亚	房地产信息咨询及服务	80	
15	三亚长岛旅业有限公司	三亚	三亚	酒店管理	60	
16	红板凳科技股份有限公司	北京	北京	技术开发		28
17	北京红板凳金融科技有限公司	北京	北京	技术开发		28
18	北京红板凳电商科技有限公司	北京	北京	技术开发		28
19	北京红板凳网络科技有限公司	北京	北京	技术开发		28
20	上海希格玛置业有限公司	上海	上海	房地产开发经营	90	
21	重庆新和天地科技发展有限公司	重庆	重庆	股权投资		90
22	浙江凤凰国际置业有限公司	安吉	安吉	房地产开发、旅游产品开发	50	
23	重庆希格玛海源实业发展有限公司	重庆	重庆	股权投资	100	
24	深圳市华宝（集团）饲料有限公司	深圳	深圳	饲料生产销售	100	
25	惠州市华宝饲料有限公司	惠州	惠州	饲料生产销售		100
26	深圳市深信泰丰投资发展有限公司	深圳	深圳	专用设备制造业	90	10
27	深圳市龙岗区华宝经济发展有限公司	深圳	深圳	批发和零售业	90	10

资料来源：公司审计报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	2.77	2.98	6.43
资产总额（亿元）	186.08	200.56	197.42
所有者权益（亿元）	81.12	89.23	87.04
短期债务（亿元）	22.62	11.11	7.40
长期债务（亿元）	30.73	45.40	50.15
全部债务（亿元）	53.35	56.51	57.56
营业收入（亿元）	10.48	10.51	14.35
利润总额（亿元）	3.48	3.34	2.88
EBITDA（亿元）	7.69	7.97	7.29
经营性净现金流（亿元）	2.27	1.86	5.52
财务指标			
销售债权周转次数（次）	43.66	42.20	46.90
存货周转次数（次）	0.16	0.14	0.26
总资产周转次数（次）	0.05	0.05	0.07
现金收入比（%）	128.82	136.55	111.01
营业利润率（%）	39.10	40.66	26.06
总资本收益率（%）	4.12	3.94	3.48
净资产收益率（%）	4.09	3.42	2.95
长期债务资本化比率（%）	27.48	33.72	36.56
全部债务资本化比率（%）	39.67	38.77	39.81
资产负债率（%）	56.41	55.51	55.91
流动比率（%）	77.29	100.09	105.80
速动比率（%）	23.34	30.91	37.80
经营现金流动负债比（%）	3.28	3.12	10.29
现金短期债务比（倍）	0.12	0.27	0.87
EBITDA 利息倍数（倍）	2.14	1.80	1.71
全部债务/EBITDA（倍）	6.94	7.09	7.90

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 截至 2018 年末，公司其他应付款中借款部分已计入债务

资料来源：公司审计报告，联合资信搜集整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	0.42	1.02	3.19
资产总额（亿元）	67.78	75.62	77.72
所有者权益（亿元）	19.22	23.67	26.47
短期债务（亿元）	16.00	9.94	6.08
长期债务（亿元）	4.94	17.33	22.00
全部债务（亿元）	20.94	27.27	28.08
营业收入（亿元）	0.05	0.05	0.06
利润总额（亿元）	0.64	0.59	0.51
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-0.12	4.02	2.60
财务指标			
销售债权周转次数（次）	--	--	--
存货周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
现金收入比（%）	106.00	106.00	106.00
营业利润率（%）	97.31	99.77	97.55
总资本收益率（%）	1.63	1.15	1.20
净资产收益率（%）	3.42	2.48	2.47
长期债务资本化比率（%）	20.45	42.27	45.38
全部债务资本化比率（%）	52.14	53.54	51.47
资产负债率（%）	71.64	68.70	65.94
流动比率（%）	86.47	119.89	143.74
速动比率（%）	86.44	119.85	143.69
经营现金流动负债比（%）	-0.28	13.05	10.31
现金短期债务比（倍）	0.03	0.10	0.52
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

资料来源：公司审计报告，联合资信搜集整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。