跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1678 号

汕头花园集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

汕头花园集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

汕头花园集团有限公司公开发行的“15 花园 01”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十九日

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

汕头花园集团有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	当前余额	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
15 花园 01	5,435 万元	5 年（3+2）	AA	AA	2019/6/21

跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	569.98	608.17	611.41
所有者权益（亿元）	121.34	126.34	116.90
长期债务（亿元）	118.44	136.56	145.35
全部债务（亿元）	261.73	216.79	197.18
营业收入（亿元）	38.93	41.55	59.56
净利润（亿元）	10.77	9.98	9.59
EBITDA（亿元）	17.53	17.10	17.59
经营性净现金流（亿元）	-39.15	13.24	38.15
营业利润率（%）	28.86	29.23	21.16
净资产收益率（%）	9.37	8.06	7.88
资产负债率（%）	78.71	79.23	80.88
全部债务资本化比率（%）	68.32	63.18	62.78
流动比率（倍）	1.13	1.16	1.13
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.08	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	1.10	0.79	0.77
EBITDA/待偿本金合计（倍）	32.25	31.46	32.37

注：1. 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。2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

2019年，汕头花园集团有限公司（以下简称“公司”或“汕头花园”）面临不利的融资环境，回笼资金，签约销售面积保持平稳，签约销售金额有所增长，同时降低新开工规模以降低支出，通过以上措施公司偿还了部分债务，整体债务负担进一步下降；受益于交付物业面积增加公司收入规模和资产规模保持增长；公司自持物业经营情况保持良好，租金收入进一步提升。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司项目开发存在资金支出压力；公司土地储备以三四线城市为主，未来去化面临一定不确定性；公司货币资金规模一般且受限程度较高；公司营业利润对公允价值变动收益的依赖度仍高等因素可能对公司信用状况产生的不利影响。

未来，随着公司在建房地产项目的开发完成和实现销售，公司经营状况有望保持良好水平。

综上，联合评级维持公司主体长期信用级别为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“15 花园 01”的债项信用等级为 AA。

优势

1．**公司在建、拟建项目规模较大。**公司项目储备楼面均价处于较低水平，且在建、拟建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，未来供货有保障。

2．**公司自持物业质量优质。**公司的自持物业以大型商业综合体为主，主要位于一、二线城市，北京区域占比较高，物业质量较好，未来有望继续为公司贡献较为稳定的现金流入。

3．**公司杠杆有所下降。**2019年，公司资产规模保持增长，整体债务负担进一步下降，经营活动现金流大幅净流入。

关注

1．**公司土储以三四线为主。**公司土地储备以三四线城市为主，未来去化面临一定不确定性。

2．**公司面临资金支出压力。**公司在建及拟建项目规模较大，若未来公司项目销售和回款情况不佳，公司面临资金支出压力。

3．**公司仍面临流动性压力。**公司货币资金规模一般，现金类资产对短期债务保障程度弱；且公司整体资产受限程度较高，面临流动性压力。

4.**公司整体盈利能力有待提高。**2019年，受结转项目毛利率下降和期间费用增多影响，整体利润规模有所下降；公司利润对公允价值变动损益依赖度高。

分析师

曹梦茹　登记编号（R0040218090002）
赵　兮　登记编号（R0040220040005）

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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

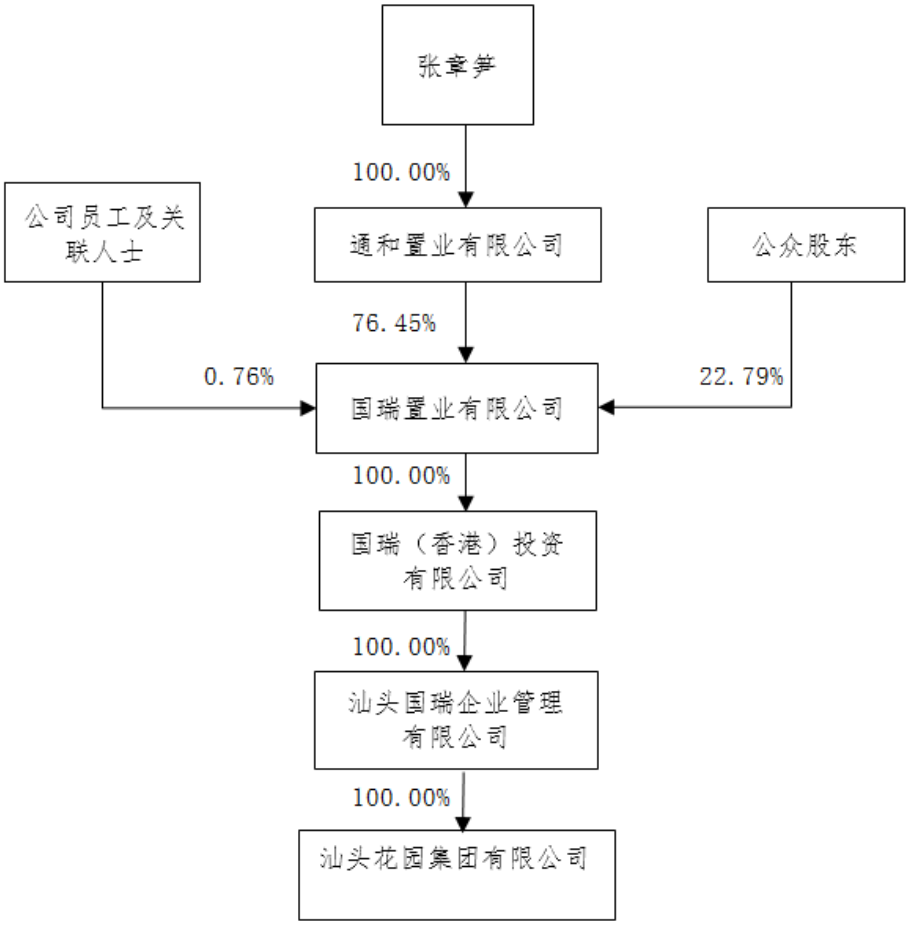
联合信用评级有限公司

一、主体概况

汕头花园集团有限公司（以下简称“汕头花园”或“公司”）原名汕头市三金企业总公司，系1994年4月1日在汕头市工商行政管理局注册成立的私营企业，注册及实收资本为人民币800.00万元，由两个自然人股东张章笋（持股75.00%）和张英悦（持股25.00%）出资设立。

经多次变更经营范围、注册地址、股东和法定代表人，截至2019年末，公司注册资本为4,800.00万元，控股股东为汕头国瑞企业管理有限公司，持股比例为100.00%，实际控制人为张章笋。

图1　截至2019年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围和组织架构未发生重大变化；截至2019年末，公司纳入合并范围的控股子公司70家。截至2019年末，公司在职员工合计938人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 611.41 亿元，负债合计 494.51 亿元，所有者权益 116.90 亿元，其中归属于母公司所有者权益 89.37 亿元。2019 年，公司实现营业收入 59.56 亿元，净利润 9.59 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 6.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额 38.15 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.83 亿元。

公司注册地址：汕头市衡山路71号；法人代表：张章笋。

二、本次债券发行情况及募集资金用途

公司于 2015 年 11 月 10 日发行“15 花园 01”（证券代码：136028.SH），发行总额为人民币 20.00 亿元，债券期限为 5 年（3+2），发行票面利率为 7.25%，债券于 2015 年 12 月 4 日上市。截至 2019 年末，募集资金已使用完毕，募集资金的使用与募集说明书的相关承诺、使用计划及其他约定一致。“15 花园 01”于 2018 年 11 月 10 日行权，公司未调整票面利率，回售本金为 19.4565 亿元，回售后债券余额为 5,435 万元。

“15 花园 01”于 2019 年 11 月 11 日支付了自 2018 年 11 月 10 日至 2019 年 11 月 9 日期间的利息。

三、行业分析

1．行业概况

2019 年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020 年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下降明显，尤其商业地产投资和销售影响较大。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

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。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。在调控政策持续深化背景下，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，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。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，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020 年 1－3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额 20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。

2019年，随着我国经济增长面临下行压力以及商业地产投资过剩，商业地产市场面临较大挑战。其中2019年商业营业用房和办公楼投资增速分别为-6.70%和2.80%，增速明显回落；办公楼销售面积同比下降14.68%，商业营业用房销售面积同比下降15.02%，需求端下降明显。2020年1－3月，新冠疫情爆发，各地出台措施限制人们出行，商业地产开发投资和销售面积均出现大幅下跌，市场环境短期内出现紧缩。其中商业地产开发投资（含商业营业用房及办公楼）同比下降13.53%，商业地产销售面积同比下降38.89%。

2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，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。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。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。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。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、青岛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。

2．行业关注

行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券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。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年以来两会及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。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

新冠疫情或加大行业资金压力

2020年新冠疫情爆发以来，房地产行业开工建设、签约销售、商业地产出租等受到较大影响，行业资金回笼受阻，或加大行业资金压力。

3．未来发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、管理分析

截至 2020 年 3 月底，公司董事、监事及高级管理人员共 8 人。2019 年，副总裁葛伟光先生任期届满，不再续期，无新增任职人员。

五、经营分析

1．经营概况

2019 年，受益于交付物业面积增加，公司收入规模有所增长，但结转项目毛利率有所下降。

2019 年，公司实现营业收入 59.56 亿元，同比增长 43.34%，主要系房地产开发收入增多所致；净利润 9.59 亿元，同比减少 3.96%，主要系毛利率下降和期间费用增多所致；归属于母公司所有者的净利润 6.80 亿元。

从收入构成看，房地产开发仍为公司最主要收入来源，2019 年，公司实现房地产开发收入 50.76 亿元，同比增长 46.83%，主要系交付物业面积增加所致；房地产开发收入占公司营业收入的 85.24%。2019 年，公司房产出租收入 6.13 亿元，同比增长 19.26%，主要系北京哈德门项目出租率和租金上升以及海口国瑞城投入运营所致；房产出租收入占比为 10.28%。土地一级开发收入和物业管理及其他收入规模较小，对公司收入影响较小。

从毛利率来看，2019 年，公司综合毛利率为 26.78%，同比下降 10.82 个百分点，主要系房地产开发业务毛利率下降所致。2019 年，公司房地产开发业务毛利率为 19.42%，同比下降 11.69 个百分点，主要系限价房交付比例增加所致。2019 年，公司房产出租毛利率为 89.72%，同比下降 0.11 个百分点，变动很小。土地一级开发业务和物业管理业务收入占比较低，对公司毛利率影响很小。

表 1　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	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
房地产开发	34.83	89.47	37.51	34.57	83.20	31.11	50.76	85.24	19.42
土地一级开发	0.75	1.94	1.90	1.57	3.78	1.90	2.07	3.48	1.93
房产出租	3.11	7.98	78.38	5.14	12.37	89.83	6.13	10.28	89.72
物业管理及其他	0.24	0.62	65.23	0.27	0.65	81.71	0.59	1.00	93.22
合计	**38.93**	**100.00**	**40.26**	**41.55**	**100.00**	**37.60**	**59.56**	**100.00**	**26.78**

资料来源：公司提供

2．土地储备

公司项目储备仍较为充足，能够满足未来 2~3 年的项目开发需要，且楼面均价处于较低水平；但公司土地储备以三四线城市为主且部分地区面积较大，需关注区域市场需求情况及项目去化速度。

2019 年，公司无新增土地储备。截至 2019 年末，公司共有 8 个项目的土地储备，尚未开发建筑面积 445.04 万平方米（权益建筑面积约 351.04 万平方米），从公司过往开发节奏看，公司土地储备能够满足公司未来 2~3 年的开发需求，项目储备较为充足。从土地储备业态分布看，尚未开发的建筑面积中，住宅占比 81.59%，可供出售的办公/商业物业占比 8.54%，停车位占比 2.82%，医院占比 1.23%，附属设施占比 5.82%，以住宅为主。从拿地成本来看，公司土地储备的楼面均价处于较低水平；从区域分布来看，铜仁、廊坊、启东等三四线城市占比较高，需关注区域市场需求情况及项目去化速度。

表 2　截至 2019 年末公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

项目名称	区域	主要业态	占地面积	规划建筑面积	楼面均价	尚未开发的土地面积	尚未开发的建筑面积	享有权益
海南云龙	海口	多用途	108.42	78.76	1,287.44	96.74	64.70	80
万宁国瑞城	万宁	多用途	24.43	38.71	332.12	13.05	20.79	80

永清国瑞城	廊坊	多用途	91.96	129.66	591.55	35.06	78.29	80
沈阳国瑞城	沈阳	多用途	53.86	141.92	1,219.24	2.18	7.82	80
深圳南山	深圳	商业	2.02	31.70	2,673.70	2.02	27.42	80
崇明岛	启东	多用途	121.15	108.28	977.59	72.77	76.14	72
铜仁项目	铜仁	多用途	78.04	187.43	501.21	64.93	164.40	80
汕头医院	汕头	医院	10.00	36.02	578.37	1.52	5.49	100
合计	--	--	**489.89**	**752.47**	--	**288.26**	**445.04**	--

资料来源：公司提供

3．项目建设开发情况

跟踪期内，公司项目开发力度有所放缓；在建、拟建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。

2019 年，公司控制项目开发节奏，当年新开工面积 50.92 万平方米，同比减少 73.52%；竣工面积 40.27 万平方米，同比减少 33.39%。截至 2019 年末，公司期末在建面积 385.44 万平方米，较年初下降 4.79%。

表3　公司房地产项目开发建设情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积	147.11	192.29	50.92
竣工面积	53.25	60.45	40.27
期末在建面积	269.86	404.79	385.44

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司在建、拟建项目如下表所示；在建、拟建项目总建筑面积达 830.48 万平方米；公司在建、拟建项目预计总投资超 846.50 亿元，已完成投资 507.12 亿元，尚需投资逾 339.38 亿元；公司在建、拟建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。

表4　截至2019年末在建及拟建项目投资情况（单位：万平方米）

项目名称	用途	区位	开工时间	预计竣工时间	总建筑面积
在建项目					
国瑞熙墅西	住宅	北京	2017Q1	2020 Q1	9.13
丰台小瓦窑	住宅	北京	2018 Q3	2021 Q3	14.92
海淀翠湖	住宅	北京	2018 Q3	2020 Q4	27.14
丰台西铁营	住宅	北京	2018Q2	2020Q4	33.55
郑州项目	多功能	郑州	2018 Q3	2021 Q3	3.05
大兴瀛海	住宅	北京	2018 Q1	2020 Q2	20.31
永清国瑞城	多用途	廊坊	2017Q3	2018Q4	9.53
沈阳国瑞城	多用途	沈阳	2017 Q3	2020 Q4	42.01
国瑞.西安金融中心	商业	西安	2016Q1	2020 Q4	29.00
苏州国瑞熙墅	多用途	苏州	2016 Q4	2020 Q3	16.87
国华新都	住宅	佛山	2017Q3	2020 Q2	7.56
国瑞升平商业中心	多用途	佛山	2016Q4	2020 Q3	31.04
佛山西樵	多用途	佛山	2018Q3	2021 Q3	26.52
国瑞医院	医院	汕头	2017Q4	2021 Q2	30.53

深圳南山	商业	深圳	2017Q2	2022Q2	4.28
崇明岛	多用途	崇明岛	2017Q3	2020 Q1/Q2	32.14
拟建项目					
海南云龙	多用途	海南	2018 Q2	2020 Q3	14.06
万宁国瑞城	多用途	万宁	2018Q3	2020Q4	1.72
无锡项目	住宅	无锡	2018 Q3	2020 Q4	9.04
铜仁项目	多用途	铜仁	2018 Q3	2020Q4	23.03
海南云龙	多用途	海口	2020 Q2	2022 Q2	64.70
万宁国瑞城	多用途	万宁	2020Q3	2022Q3	20.79
永清国瑞城	多用途	廊坊	2020 Q1	2021 Q3	78.29
沈阳国瑞城	多用途	沈阳	2021 Q2	2023Q4	7.82
深圳南山	商业	深圳	2020Q2	2022Q2	27.42
崇明岛	多用途	启东	2020 Q3	2022 Q2	76.14
铜仁项目	多用途	铜仁	2020Q2	2022Q2	164.40
汕头医院	医院	汕头	2020Q1	2021Q2	5.49
合计					**830.48**

资料来源：公司提供

4．房产销售情况

2019 年，公司签约销售面积保持平稳，签约销售金额有所增长；公司在售/可售项目剩余可售规模较大，未来供货有保障；但部分项目去化率很低。

2019 年，公司实现签约销售面积 76.30 万平方米，同比变动不大；实现签约销售均价 2.40 万元/平方米，同比提高 17.12%，主要系新开盘北京等项目拉高均价所致；2019 年，公司实现签约销售金额 183.09 亿元，同比增长 17.22%。

表5　公司房地产销售数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
签约销售面积（万平方米）	79.52	76.20	76.30
签约销售均价（万元/平方米）	1.64	2.05	2.40
签约销售金额（亿元）	130.00	156.20	183.09

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司在售/可售项目 21 个，在售/可售项目总可售建筑面积 942.35 万平方米，其中已售面积 389.69 万平方米，剩余可售面积 552.66 万平方米，剩余可售规模较大，未来供货有保障。已取得预售证面积 534.54 万平方米，已取得预售证面积整体去化率约 72.90%，整体去化水平一般，其中西安国际金融中心、云龙项目、佛山西樵项目去化率很低；西安国际金融中心主要业态为写字楼，公司计划 38 层及以上部分自持用于租赁；云龙项目去化率低主要系受到海南省限购政策影响；佛山西樵项目去化率低主要系开盘时间较晚所致。

表6　截至2019年末公司在售项目销售及库存情况（单位：万平方米、%）

项目名称	位置	开盘时间	权益占比	总可售建筑面积	已取得预售证面积	已售面积	销售均价	剩余可售面积
北京佑安府	北京市丰台区西铁营村	2018 年 11 月	16	25.71	25.71	15.71	8.06	10.00
北京小瓦窑	北京市丰台区卢沟桥乡小瓦窑村	2019 年 2 月	41	12.32	12.32	7.95	5.73	4.37
北京翠湖	北京市海淀区翠湖科	2019 年 3 月	28	15.45	15.45	8.67	4.75	6.78

	技园							
北京国瑞熙墅西	北京昌平区	2016 年 12 月	80	17.34	17.34	10.40	2.53	6.94
大兴瀛海项目	北京大兴区	2017 年 12 月	80	18.01	13.56	10.32	2.72	7.69
苏州国瑞熙墅	吴中区木渎镇	2017 年 3 月	80	17.41	15.57	12.60	3.07	4.81
无锡项目	无锡市洛社新城	2018 年 12 月	39	6.94	6.94	4.67	1.43	2.27
沈阳国瑞城	沈阳市大东区东建街东	2008 年 4 月至 2014 年 5 月	80	109.60	108.10	78.70	0.68	30.90
永清国瑞城（不含二号地）	永清县韩村镇廊霸路	2013 年 11 月 /2015 年 5 月	80	146.20	30.88	30.10	1.18	116.10
郑州国瑞城	新郑市龙湖镇	2011 年 9 月至 2014 年 12 月	80	70.34	68.70	55.71	0.71	14.63
贵州铜仁	贵州省铜仁市碧江区川硐街道凉湾五福大道旁	2018 年 12 月	80	157.30	17.30	9.03	0.59	148.27
西安国际金融中心	西安高新区锦业路以南	2019 年 3 月	80	26.55	26.55	1.58	1.91	24.97
海南国瑞海阔天空	海口市龙昆南路东侧	2010 年 9 月至 2013 年 8 月	80	58.79	58.79	53.73	2.33	5.06
云龙项目	海口市龙昆南路东侧	2019 年 1 月	80	12.87	12.87	0.79	0.96	12.08
万宁国瑞城	万宁市万城镇望海大道	2013 年 1 月 /2014 年 6 月	80	32.11	15.11	14.92	0.73	17.19
佛山国华新都	佛山南海大沥太平大道	2014 年 11 月	44	47.31	37.77	28.66	1.12	18.65
佛山国瑞升平商业中心	佛山市禅城区	2016 年 12 月	80	14.23	0.17	0.17	1.89	14.06
佛山西樵	佛山市南海区西樵镇崇南村碧霞一路北侧地段	2019 年 9 月	80	25.00	2.03	0.55	1.27	24.45
汕头四季园	汕头市龙湖区	2017 年 1 月	80	16.16	16.08	13.85	0.87	2.31
汕头国瑞园二期	汕头市金砂路	2017 年 1 月	80	6.81	6.81	6.78	0.87	0.03
崇明岛国瑞瀛台	崇明岛启东市	2017 年 12 月	72	105.90	26.49	24.80	1.17	81.10
合计		--	--	**942.35**	**534.53**	**389.69**	--	**552.66**

资料来源：公司提供

5．自持物业

公司的自持物业以大型商业综合体为主，主要位于一、二线城市，北京区域占比较高，物业质量较好，未来有望继续为公司贡献较为稳定的现金流入。

公司的自持物业定位于提供一站式生活及消费体验的综合体项目，业态包括零售商铺、购物商场、写字楼和专业市场在内的商业物业，项目均位于城市的核心商圈。公司最大的自持物业为北京国瑞购物中心，隶属崇文门商圈，为北京二环路内规模较大的购物广场。

2019 年，公司房产出租收入 6.13 亿元，同比增长 19.26%，主要系北京哈德门项目出租率和租金上升以及海口国瑞城投入运营所致。截至 2019 年末，公司自持物业总可租面积 50.49 万平方米，位于北京、汕头、沈阳、佛山等地，其中，位于北京的自持物业占比高。除沈阳国瑞城项目以外，公司运营较成熟的自持物业整体出租率处于较高水平。2020 年 1－3 月，公司实现房产出租收入 1.59 医院，同比增长 3.90%，主要系海口国瑞城、北京哈德门项目较去年同期租赁面积增多所致。

表7　截至2019年末公司自持物业基本情况（单位：平方米、亿元）

项目	位置	总可租面积	业态	入账成本	公允价值
北京国瑞城	北京	46,366	购物中心	7.38	46.86
		8,520	写字楼	0.7	4.31
		26,324	停车场	0.46	2.31
		29,546	零售商铺	1.38	9.57

		7,219	四合院	0.97	7.53
京禧阁	北京	3,431	停车场	0.23	0.38
北京富贵园	北京	26,146	购物中心	1.3	9.44
		3,170	零售商铺	0.12	1.01
汕头国瑞城	汕头	62,398	专业市场	1.34	5.91
沈阳国瑞城	沈阳	50,841	零售商铺	2.85	5.08
		58,972	零售商铺	2.54	3.81
北京哈德门	北京	108,450	商业、写字楼、停车场	47.13	68.76
佛山国瑞升平商业中心	佛山	34,989	零售商铺	16.15	21.55
深圳·南山	深圳	--	写字楼	8.00	9.61
北五楼	北京	10,916	零售商铺	0.36	4.36
海阔天空国瑞城（S5 ）	海南	27,677	写字楼	2.17	6.23
合计	--	**504,965**	--	**93.08**	**206.72**

资料来源：公司提供

表8 公司主要自持物业经营情况（单位：%、亿元、元/平方米/天）

项目名称	2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	出租率	收入	单位租金	出租率	收入	单位租金	出租率	收入	单位租金
北京国瑞城	87.51	2.54	6.69	81.39	2.64	7.66	81.39	0.61	7.66
北京富贵园	78.79	0.40	4.68	78.15	0.43	5.14	78.15	0.11	5.14
北京北五楼	100.00	0.23	6.27	100.00	0.33	6.27	100.00	0.06	6.27
汕头国瑞城	98.56	0.28	1.23	99.70	0.28	1.29	98.20	0.07	1.29
沈阳国瑞城	35.07	0.06	0.46	26.80	0.08	0.60	26.80	0.02	0.60
北京哈德门	61.03	1.63	6.42	72.16	2.11	10.11	72.16	0.68	10.11
海口国瑞城	--	--	--	100.00	0.18	3.40	100.00	0.04	3.49
佛山国瑞升平商业中心	--	--	--	5.56	0.08	3.11	--	--	--
合计	--	**5.14**	--	--	**6.13**	--	--	--	--

资料来源：公司提供

6. 经营关注

经济周期和行业政策变动风险

房地产行业受经济周期和行业政策影响较大，同时房地产项目开发周期较长，涉及政府审批环节较多，存在一定的行业波动性和政策管理风险。

公司土地储备以三四线城市为主，未来去化面临一定不确定性

从公司土地储备区域分布看，铜仁、启东、廊坊等三四线城市占比较高，未来去化面临一定不确定性。

未来资本支出较大风险

在建、拟建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。

7. 未来发展

公司结合外部资金环境和市场环境，对其战略做出适当调整，未来发展规划较为明确。

未来，公司将围绕客户需求提高产品品质、加大产品创新和服务能力。一方面，以科技赋予产品生命力，升级内部居住体验，不断升级智能住宅产品，实现产品和生活方式的重塑；另一方面，

通过对物联网、人工智能和社区运营等各类资源的整合，打造智能社区、智能新城、智能庄园等创新型产品，提供更加舒适、便捷的居住服务，向美好生活服务商转变。

在金融政策收紧的环境下，公司将将优先保障现金流稳健，谨慎筛选优质项目进行投资，强化去库存、回笼资金、减债降债，在规模与利润、风险之间找到平衡。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2019 年度合并财务报表已经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。截至 2019 年末，公司纳入合并范围的控股子公司 70 家，较年初增加合并单位 2 家，减少合并单位 1 家；公司合并范围变动不大，主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 611.41 亿元，负债合计 494.51 亿元，所有者权益 116.90 亿元，其中归属于母公司所有者权益 89.37 亿元。2019 年，公司实现营业收入 59.56 亿元，净利润 9.59 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 6.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额 38.15 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.83 亿元。

2．资产质量

2019年，公司资产规模保持增长，资产结构仍以流动资产为主，流动资产中存货占比较大，公司货币资金规模一般且受限程度较高；非流动资产中投资性房地产占比较高、增值幅度较大，存在一定的估值波动风险；公司受限资产比重高，整体资产质量较为一般。

截至2019年末，公司合并资产总额611.41亿元，较年初增长0.53%，较年初变化不大。其中，流动资产占59.20%，非流动资产占40.80%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

截至2019年末，公司流动资产361.96亿元，较年初下降1.81%，较年初变化不大。公司流动资产主要由其他应收款（占15.28%）和存货（占72.52%）构成。

截至2019年末，公司货币资金9.19亿元，较年初增长18.37%，主要系销售回款有所增长且工程款等支出有所减少所致；其中现金占比0.32%，银行存款占比26.80%，其他货币资金占比72.89%；其他货币资金主要为按揭贷款担保保证金及部分预售监管资金，其中按揭贷款担保保证金于按揭贷款担保解除前不得支取；政府项目监管资金的支取由银行代为监管和审查，不满足支取条件的政府项目监管资金公司不能随意支取。公司货币资金规模一般，受限资金占比较高。

截至2019年末，公司其他应收款55.32亿元，较年初增长22.31%，主要系与关联方往来增多所致；其他应收款主要由与关联方往来（占比85.09%）和应收项目合作款（占比8.15%）构成；其中，账龄在1年以内的其他应收款占比53.59%，账龄在1~2的其他应收款占比30.18%，账龄在2~3年的其他应收款占比16.00%，账龄在3年以上的其他应收款占比0.23%；累计计提信用损失准备0.23亿元，计提比例0.41%。

截至2019年末，公司存货账面价值262.49亿元，较年初减少7.80%；存货主要由房地产开发成本（占比89.59%）和房地产开发产品（占比10.41%）构成，公司未对存货计提跌价准备。

截至2019年末，公司非流动资产249.45亿元，较年初增长4.14%，公司非流动资产主要由投资性房地产（占82.87%）和其他非流动资产（占8.93%）构成。

截至2019年末，公司投资性房地产账面价值206.72亿元，较年初增长7.08%，主要系公允价值变动所致；投资性房地产主要分布于北京，入账成本93.08亿元，累计增值率122.09%，增值幅度较大，

投资性房地产公允价值变动受国家宏观经济形势、房地产政策等影响较大，存在一定的估值波动风险。

截至2019年末，公司其他非流动资产22.27亿元，较年初减少11.19%，主要系可抵扣进项税减少所致；其中可抵扣进项税10.01亿元，城市更新项目12.25亿元（公司于2016年收购附属公司深圳大潮汕，深圳大潮汕与由当地机关成立的实体就位于深圳市的城市更新项目订立合作协议（以下简称“合作协议”），合作协议包括若干更新单元；于收购日，深圳大潮汕已付款取得若干非农配额，合作协议约定在达成订明的最低非农配额后寻求政府批准可获得独家开发权；截至2019年末，深圳大潮汕已就第一更新单元的独家开发权获得相关政府机构批准。

截至2019年末，公司受限资产合计291.58亿元，占总资产比重为47.69%；其中，货币资金6.70亿元，存货123.60亿元，投资性房地产150.93亿元，无形资产2.75亿元，固定资产7.60亿元。此外，公司持有的子公司股权部分已受限，具体情况如下表所示。公司资产受限程度高。

表 9　截至 2019 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	子公司报告期末资产总额	子公司报告期营业收入	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
汕头市国瑞医院有限公司	22.89	0.00	100.00	100.00	在押，公司借款提供股权质押
北京国瑞德恒房地产开发有限公司	54.71	0.02	80.00	80.00	在押，公司借款提供股权质押
佛山市国华置业有限公司	33.36	5.13	44.00	44.00	在押，公司借款提供股权质押
海南国瑞投资开发有限公司	34.88	3.97	80.00	80.00	在押，股权质押担保代建义务
深圳国瑞科技投资有限公司（曾用名：深圳万基药业有限公司）	11.16	0.00	80.00	80.00	在押，公司借款提供股权质押
国瑞兴业（北京）实业股份有限公司	50.90	0.72	91.00	91.00	在押，公司借款提供股权质押
佛山市国瑞南方地产开发有限公司	37.90	0.08	80.00	80.00	在押，公司借款提供股权质押
汕头市国瑞房地产开发有限公司	7.68	4.83	80.00	80.00	在押，公司借款提供股权质押
北京国瑞兴业房地产控股有限公司	119.05	0.00	80.00	80.00	在押，公司借款提供股权质押
海南骏和实业有限公司	7.45	0.00	80.00	80.00	在押，公司借款提供股权质押
陕西华威世达实业有限公司	32.22	0.00	80.00	80.00	在押，公司借款提供股权质押
北京文华盛达房地产开发有限公司	23.03	13.81	80.00	80.00	在押，公司借款提供股权质押
合计	**435.23**	**28.56**	--	--	--

资料来源：公司债券年报

3．负债及所有者权益

负债

2019年，公司负债规模和结构变动不大；债务结构有所优化，债务负担有所下降，但仍属较重。

截至2019年末，公司负债总额494.51亿元，较年初增长2.63%，较年初变化不大。其中，流动负

债占64.63%，非流动负债占35.37%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至2019年末，公司流动负债319.62亿元，较年初增长0.47%，较年初变化不大。公司流动负债主要由应付账款（占9.33%）、应交税费（占6.70%）、其他应付款（占37.97%）、一年内到期的非流动负债（占15.01%）和合同负债（占29.45%）构成。

截至2019年末，公司应付账款29.83亿元，较年初下降1.84%，较年初变化不大。截至2019年末，公司应交税费21.41亿元，较年初下降3.30%，较年初变化不大。截至2019年末，公司其他应付款121.36亿元，较年初增长5.00%，主要系应付关联方往来增多所致；其中应付关联方往来款116.49亿元，公司与关联方之间资金往来数额较大。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债47.97亿元，较年初下降20.68%，主要系偿还到期债务所致。截至2019年末，公司合同负债94.12亿元，较年初增长37.20%，主要系销售回款增多所致。

截至2019年末，公司非流动负债174.90亿元，较年初增长6.84%，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77.39%）、应付债券（占5.72%）和递延所得税负债（占16.89%）构成。截至2019年末，公司长期借款135.35亿元，较年初下降0.49%，较年初变化不大；其中抵押借款占比100.00%。截至2019年末，公司应付债券10.00亿元，较年初增长1,729.16%，主要系“16花园02”于完成回售和转售后重分类至应付债券科目所致。截至2019年末，公司递延所得税负债29.54亿元，较年初增长8.81%。

截至2019年末，公司全部债务197.18亿元，较年初下降9.05%，主要系偿还到期债务所致。其中，短期债务占26.29%，长期债务占73.71%，以长期债务为主。截至2019年末，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80.88%、62.78%和55.42%，较年初分别上升1.65个百分点、下降0.40个百分点和上升3.48个百分点。公司债务负担仍属较重。从全部债务期限结构来看，公司债务期限分布较为均衡。

表 10　截至 2019 年末公司全部债务期限分布情况（单位：亿元）

时间	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	债务合计
1 年内	0.80	3.05	47.97	--	--	**51.82**
1~2 年	--	--	--	22.64	10.00	**32.64**
2~3 年	--	--	--	23.88	--	**23.88**
3~4 年	--	--	--	13.38	--	**13.38**
4 年以上	--	--	--	75.45	--	**75.45**
合计	**0.80**	**3.05**	**47.97**	**135.35**	**10.00**	**197.17**

资料来源：公司提供

所有者权益

2019 年，公司所有者权益规模和结构较年初变化不大；所有者权益中实收资本占比很低，未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 116.90 亿元，较年初下降 7.47%，主要系因利润分配导致未分配利润减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 76.45%，少数股东权益占比为 23.55%。归属于母公司所有者权益 89.37 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 0.54%、3.05%、10.93%和 72.82%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

4．盈利能力

2019年，公司收入规模有所增长，但受结转项目毛利率下降和期间费用增多影响，整体利润规模有所下降；公司利润对公允价值变动损益依赖度高。

2019年，公司实现营业收入59.56亿元，同比增长43.34%，主要系交付物业增多所致；净利润9.59亿元，同比减少3.96%，主要系结转项目毛利率下降和期间费用增多所致；归属于母公司所有者的净利润6.80亿元。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为6.82亿元，较上年增长28.66%，主要系财务费用增多所致；其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为21.63%、46.10%和32.27%。2019年，伴随公司销售规模扩大，销售费用和管理费用均有所增长，分别同比增长8.34%和3.83%。2019年，公司财务费用为2.20亿元，同比增长141.53%，主要系利息支出增多所致。

从利润构成上看，2019年，公司公允价值变动收益7.75亿元，同比增长2.73%，全部为投资性房地产公允价值变动；公允价值变动收益占营业利润的57.89%，同比提升5.03个百分点，公司营业利润对公允价值变动损益依赖度高。

盈利指标方面，2019年，公司营业利润率为21.16%，同比下降8.07个百分点，主要系结转项目毛利率下降所致。2019年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为3.96%、2.75%和7.88%，较上年分别上升0.60个百分点、下降0.02个百分点和下降0.18个百分点。公司整体盈利能力较为一般。

5．现金流

2019年，因土地和工程款支出减少，公司经营活动现金流延续净流入；因关联方款项影响投资活动现金流转为净流出；公司持续降杠杆，筹资活动现金流延续净流出。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入92.98亿元，较上年增长10.88%，主要系销售回款和收到往来款增多所致；经营活动现金流出54.84亿元，较上年下降22.35%，主要系土地和工程款等支出减少所致。2019年，公司经营活动现金净流入38.15亿元，同比增长188.21%。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入61.22亿元，较上年增长61.34%，主要系收到其他与投资活动有关的现金（主要为合作项目往来）增多所致；投资活动现金流出79.79亿元，较上年增长185.63%，主要系支付其他与投资活动有关的现金增多（主要为合作项目往来）所致。2019年，公司投资活动现金净流出18.57亿元，由净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入150.11亿元，较上年下降27.31%，主要系取得借款收到的现金减少所致；筹资活动现金流出170.52亿元，较上年下降29.16%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额-20.41亿元，持续净流出。

6．偿债能力

公司短期偿债能力指标和长期偿债能力指标表现有待提升；考虑到公司自持物业区域位置分布较好、土储成本相对较低、在建项目规模较大等因素，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率由年初得 1.16 倍下降至 1.13 倍，主要系存货减少所致；速动比率由年初的 0.26 倍上升至 0.31 倍；现金短期债务比由年初的 0.10 倍提升至 0.18 倍。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 17.59 亿元，同比增长 2.91%，变动不大；EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 19.46%）和利润总额（占 75.95%）构成。2019 年，

公司 EBITDA 利息倍数由上年的 0.79 倍下降至 0.77 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度偏弱；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.08 倍上升至 0.09 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有待提升。

截至 2019 年末，公司金融机构综合授信额度 322.00 亿元，已使用额度 224.21 亿元，剩余额度 97.79 亿元，公司间接融资渠道有待拓展。

截至 2019 年末，公司无涉案金额超过 500 万元的重大诉讼。

截至 2019 年末，公司对外担保余额 24.92 亿元，占净资产的 12.19%；同时公司为房产购买人提供阶段性按揭担保余额 49.31 亿元，占净资产的 42.18%。面临一定或有负债风险。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1044050700068410M），截至 2020 年 4 月 2 日，共在 6 家金融机构办理过信贷业务，目前均已结清。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2019年末，公司现金类资产9.19亿元，约为“15花园01”余额（0.5435亿元）的16.92倍，现金类资产对“15花园01”余额的覆盖程度良好；净资产116.90亿元，约为“15花园01”余额（0.5435亿元）的215.09倍，净资产对“15花园01”余额保障程度良好。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为17.59亿元，约为“15花园01”余额（0.5435亿元）的32.37倍，EBITDA对“15花园01”和“15花园02”余额保障程度良好。

从现金流情况来看，2019年，公司经营活动产生的现金流入92.98亿元，约为“15花园01”余额（0.5435亿元）的171.08倍，经营活动现金流入量对“15花园01”余额保障程度良好。

总体看，本报告跟踪债项本金余额较小，并考虑到公司在建项目规模较大、土地储备成本较低、自持物业项目分布区域较佳等因素，公司对“15花园01”的偿还能力很强。

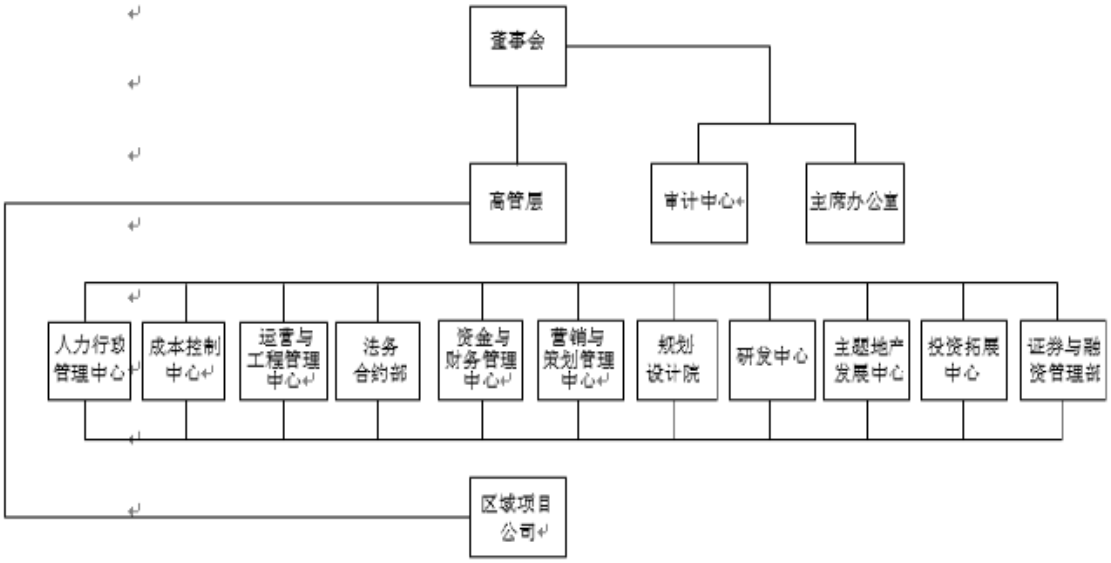
八、综合评价

2019 年，公司面临不利的融资环境，回笼资金，签约销售面积保持平稳，签约销售金额有所增长，同时降低新开工规模以降低支出，通过以上措施公司偿还了部分债务，整体债务负担进一步下降；受益于交付物业面积增加公司收入规模和资产规模保持增长；公司自持物业经营情况保持良好，租金收入进一步提升。同时，联合评级也关注到公司项目开发存在资金支出压力；公司土地储备以三四线城市为主，未来去化面临一定不确定性；公司货币资金规模一般且受限程度较高；公司营业利润对公允价值变动收益的依赖度仍高等因素可能对公司信用状况产生的不利影响。

未来，随着公司在建房地产项目的开发完成和实现销售，公司经营状况有望保持良好水平。

综上，联合评级维持公司主体长期信用级别为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“15 花园 01”的债项信用等级为 AA。

附件 1　截至 2019 年末汕头花园集团有限公司组织结构图



附件 2　汕头花园集团有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	569.98	608.17	611.41
所有者权益（亿元）	121.34	126.34	116.90
短期债务（亿元）	143.29	80.23	51.83
长期债务（亿元）	118.44	136.56	145.35
全部债务（亿元）	261.73	216.79	197.18
营业收入（亿元）	38.93	41.55	59.56
净利润（亿元）	10.77	9.98	9.59
EBITDA（亿元）	17.53	17.10	17.59
经营性净现金流（亿元）	-39.15	13.24	38.15
流动资产周转次数(次)	0.13	0.12	0.16
存货周转次数（次）	0.10	0.09	0.16
总资产周转次数（次）	0.08	0.07	0.10
现金收入比率（%）	157.98	192.78	139.12
总资本收益率（%）	3.73	3.35	3.96
总资产报酬率（%）	3.43	2.77	2.75
净资产收益率（%）	9.37	8.06	7.88
营业利润率（%）	28.86	29.23	21.16
费用收入比（%）	13.34	12.76	11.46
资产负债率（%）	78.71	79.23	80.88
全部债务资本化比率（%）	68.32	63.18	62.78
长期债务资本化比率（%）	49.40	51.94	55.42
EBITDA 利息倍数（倍）	1.10	0.79	0.77
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.08	0.09
流动比率（倍）	1.13	1.16	1.13
速动比率（倍）	0.25	0.26	0.31
现金短期债务比（倍）	0.14	0.10	0.18
经营现金流动负债比率（%）	-12.80	4.16	11.93
EBITDA/待偿本金合计（倍）	32.25	31.46	32.37

注：1. 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。2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 3　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=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
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-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产×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	
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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期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+一年内到期的非流动负债
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 4　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