

跟踪评级公告

联合评字[2016]414 号

鑫苑（中国）置业有限公司：

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：

鑫苑（中国）置业有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

鑫苑（中国）置业有限公司发行的“15 鑫苑 01”、“16 鑫苑 01”和“16 鑫苑 02”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

鑫苑（中国）置业有限公司 公司债券 2016 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	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 鑫苑 01	10 亿元	AA	AA	2015 年 10 月 30 日
16 鑫苑 01	7 亿元	AA	AA	2016 年 1 月 14 日
16 鑫苑 02	5 亿元	AA	AA	2016 年 2 月 22 日

跟踪评级时间：2016 年 5 月 20 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	236.25	284.09
所有者权益（亿元）	58.47	64.81
长期债务（亿元）	41.03	61.57
全部债务（亿元）	60.05	75.11
营业收入（亿元）	54.46	69.16
净利润（亿元）	4.82	6.21
EBITDA（亿元）	8.02	10.54
经营性净现金流（亿元）	-34.38	11.42
营业利润率（%）	24.15	22.96
净资产收益率（%）	8.62	10.07
资产负债率（%）	75.25	77.19
全部债务资本化比率（%）	50.83	53.68
流动比率（倍）	1.61	1.69
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	28.03	5.82
EBITDA\债券本金合计（倍）	0.36	0.48

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2016 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

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。

评级观点

2015 年，鑫苑（中国）置业有限公司（以下简称“公司”或“鑫苑中国”）房地产开发业务签约销售面积和结转面积增长较快，同期多处自持物业投入运营，带来租金收入及物业管理收入的大幅增长，带动了公司营业收入及利润水平有较大幅度的增长，经营性净现金流由负转正。同时，联合评级也关注到公司有息债务增长较快、利息支出增长迅速以及公司去化压力较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司房产销售的推进，公司经营规模和盈利水平有望得到提升，经营状况保持良好。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 鑫苑 01”、“16 鑫苑 01”和“16 鑫苑 02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 公司以鑫苑控股上市公司为依托，在品牌声誉、土地储备等方面具有优势。

2. 公司在建面积规模相对较大，且主要位于二线城市区域中心地段，对持续经营及现金流具有较强支撑作用。

3. 2015 年，公司房地产开发业务增长较快，营业收入及利润水平有较大幅度的增长，经营性净现金流由负转正。

4. 2015 年，公司多处自持物业投入运营，带来租金收入及物业管理收入的大幅增长，对公司利润形成有效支撑。

关注

1. 公司可售面积规模较大，面临一定的去化压力。

2. 公司债务规模较大，且增长较快，利息支出增长迅速，长期债务保障能力有所下降。

3. 公司其他应收款规模较大，集中度较高，对公司形成了一定资金占用。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

王 雯

电话：010-85172818

邮箱：wangw@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //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它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：

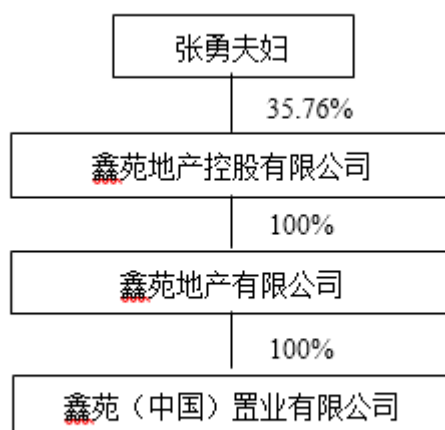


一、主体概况

鑫苑（中国）置业有限公司（以下简称“鑫苑中国”或“公司”）前身为鑫苑地产（中国）咨询管理有限公司，是经河南省郑州开发区管委会批准（郑经政复[2006]24 号），由河南省政府核发《外商投资企业批准证书》（商外资豫府郑经字[2006]0010 号）的外商独资企业，初始注册资本 500 万美元。公司系鑫苑地产有限公司（以下简称“鑫苑地产”）的全资子公司，鑫苑地产则为鑫苑地产控股有限公司（以下简称“鑫苑控股”）的全资子公司。鑫苑控股于 2007 年 3 月成立，2007 年 12 月于美国纽交所上市，股票代码为“XIN”。

2006 年 8 月，公司根据河南省工商局核发的《企业名称预先核准通知书》，申请变更企业名称为鑫苑地产（河南）发展有限公司，并依法办理工商变更登记。2006 年 11 月，公司根据国家工商总局核发的《外商投资企业名称变更核准通知书》，申请变更企业名称为鑫苑（中国）置业有限公司（现用名），并依法办理工商变更登记。2015 年，公司未发生增资事项，截至 2015 年底，公司注册资本为 30,700 万美元，鑫苑地产为公司控股股东，张勇夫妇为公司实际控制人，如下图所示。

图1 截至2015年12月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司自 2013 年起开始向高端业态、综合体、旅游和商业多元化发展。公司经营范围包括：在宗地编号为郑政出[2009]59 号从事城市住宅、商务金融楼宇开发（宗地坐落于农科路南、文博路东）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2015 年底，公司下设审计监察部、人力资源部、行政管理部、财务管理部、财务核算部、法律事务部、信息流程部、商业管理部、成本管理部、计划运营部、设计管理部、营销管理部、品质监管部、投资发展部、创新业务部等部门（见附件）；本部在职员工 224 人。

截至 2015 年底，公司拥有 21 家 1 级子公司，24 家 2 级子公司，5 家 3 级子公司。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 284.09 亿元，负债合计 219.27 亿元，所有者权益 64.81 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 64.39 亿元。2015 年公司实现营业收入 69.16 亿元，净利润 6.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 6.47 亿元；经营活动产生的现金流量净

额 11.42 亿元，现金及现金等价物净增加额 14.13 亿元。

公司注册地址：郑州经济技术开发区第五大街 129 号；法定代表人：张勇。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2015]2947 号文核准批复，公司分别于 2015 年 12 月 28 日、2016 年 1 月 27 日和 2016 年 3 月 14 日，分三期公开发行公司债券，共募集资金 22 亿元。其中，第一期 10 亿元，发行利率 7.50%，期限为 3+2；第二期 7 亿元，发行利率 7.47%，期限为 3+2；第三期 5 亿元，发行利率 7.09%，期限为 3+2。第一期、第二期和第三期公司债券分别于 2016 年 1 月 20 日、2016 年 2 月 25 日和 2016 年 3 月 25 日上市（第一期品种简称：15 鑫苑 01，上市代码：136126.SH；第二期品种简称：16 鑫苑 01，上市代码：136197.SH，第三期品种简称：16 鑫苑 02，上市代码：136266.SH）。

公司本次债券募集资金用于补充流动资金和调整债务结构，截至 2016 年 4 月底，募集资金 22 亿元已全部按计划使用完毕，其中 12 亿元用于优化债务结构。

三、行业分析

1. 行业概况

2015 年，全国房地产行业在持续宽松的货币政策和信贷政策等多项利好刺激下仍有所增长，但增速明显下滑；不同区域房地产市场明显分化；去库存成为房地产行业共识。

2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，增速较上年同期下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。房屋新开工面积 154,454 万平方米，比上年下降 14.0%。全年土地购置面积 22,811 万平方米，比上年下降 31.7%。总体看，房地产行业波动较大，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。作为房地产市场景气度的前导指标，房地产开发投资增速的下降预示房地产开发商对未来房地产市场的谨慎态度和未来可售房源的下降。

土地供应出现一定的下滑趋势。2015 年，全国 300 个城市共推出土地 31,686 宗，同比减少 14%；土地面积 113,235 万平方米，同比减少 18%；出让金总额为 21,793 亿元，同比减少 10%。土地溢价率方面，2015 年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，但土地供应量有所减少，土地市场溢价率相应有所好转，全国 300 个城市土地平均溢价率 16%，较去年同期上升 6 个百分点。但土地市场分化明显，一线城市呈现上升态势，较同期上升 2 个百分点至 27%；二线城市较上年同期上升 10 个百分点至 17%；三四线城市较上年同期上升 2 个百分点至 8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨 19% 至 9,180 元/平方米；二线城市同比上涨 18% 至 1,565 元/平方米；三四线城市同比上涨 1% 至 751 元/平方米。总体看，在去库存压力下，土地供求量均出现较大下滑；但城市分化比较明显，一、二线城市土地市场热度较高，三线城市土地市场相对较为疲软。

在开发资金来源状况上，2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资

297 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。总体看，2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

在市场供需上，2015 年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015 年下半年商品房销售面积开始由降转增，2015 年全年商品房累计销售 128,494.97 万平方米，同比增长 6.50%，增速较上年增加 14.10 个百分点。伴随房地产企业逐步意识到部分城市房产库存积压严重并做出区域性调整后，商品房待售面积增速自 2015 年有所下滑，2015 年 12 月，全国拥有 7.19 亿平方米待售商品房，同比增长 15.60%，增速较去年下滑 10.50 个百分点，其中，住宅待售面积 4.52 亿平方米，同比增长 11.20%，增速较上年同期下滑 14.40 个百分点。总体上看，全国商品房库存增速放缓，但库存总量仍处高位。

销售价格上，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。其中，以深圳市为首的一线城市住宅平均价格仍呈快速增长态势，截至 2015 年底，一线城市房价为 32,891.25 元/平方米，同比增长 17.20%。总体看，2015 年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，一线城市房价呈快速增长态势。

从行业集中上看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，房地产行业集中度进一步提升。2015 年，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 16.87%和 22.82%，前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 11.31%和 14.62%。总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

2. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。2014 年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2015 年国家出台了一系列政策对房地产进行调控。

2015 年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3 月，两会召开，确定 2015 年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于 3 月、5 月、6 月、9 月、10 月五次降息降准。经此调整，5 年以上商业贷款利率降至 4.9%，公积金贷款利率降至 3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于 3 月、8 月和 9 月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。

2015 年 11 月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016 年 2 月份，政府即出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房

地产业政策环境有所好转。但行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

3. 行业关注

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015年三季度，按Wind资讯整体法¹计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。

市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

4. 行业发展

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，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。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，房企通过银行贷款、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。地产呈现金融化趋势。

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。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演更重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期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

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。公司作为鑫苑控股（纽交所上市公司）的旗下核心企业，在公司治理、内部控制方面属鑫苑控股的一部分，各项管理制度执行情况良好。

¹ Wind 行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发与销售，采用“不囤地、不捂盘、零库存”的项目运作模式，通过“快速拿地、快速建设、快速销售”的开发策略实现公司高速增长。2015 年，公司营业收入合计 69.16 亿元，较上年增长 27.00%，主要系竣工结转规模增长所致。

从公司营业收入的构成来看，房地产开发业务仍是公司主要收入来源，2015 年，房地产开发业务收入占公司营业收入的比例为 94.89%，较上年略为下降，但公司主营业务十分突出。公司物业管理业务和物业租赁业务收入规模较小，合计占营业收入的 5.11%，占比较 2014 年有所上升，但仍属较小，其中物业租赁收入增长较快，主要系 2015 年公司部分自持的配套物业投入运营所致。物业管理收入较上年增长 33.56%，主要系公司项目逐渐竣工，物业管理规模扩大所致。

毛利率方面，2015 年，公司整体毛利率稍有下降，较 2014 年整体毛利率为 34.84%下降 1.55 个百分点。分业务来看，公司房地产开发业务毛利率有所下降，主要系不同项目结转影响所致；物业管理毛利率有所下降，物业租赁毛利率有所上升。物业管理业务毛利率有所下降，主要系行业竞争日趋激烈。

表1 2014~2015年公司营业收入情况（单位：万元，%）

业务板块	2014 年			2015 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
房地产开发	527,553.11	96.87	34.96	656,307.77	94.89	29.26
物业管理	16,577.64	3.04	30.65	22,141.88	3.20	19.88
物业租赁	498.53	0.09	73.88	13,184.80	1.91	90.43
合计	544,609.28	100.00	34.84	691,634.44	100.00	33.29

资料来源：公司提供

总体看，2015 年公司房地产开发业务有所增长，毛利率维持较好水平；物业租赁收入大幅增长，毛利率大幅增加，收入贡献有所增加；物业管理收入有所增加，毛利率有所下降。

2. 土地储备

在土地储备策略方面，随着开发规模不断扩大以及发展战略的调整，公司拿地规模有所下降，主要系公司期末在建面积规模较大，选择减缓拿地速度。公司 2015 年仅获得一块土地，位于济南，业态为商业。2015 年土地购置面积为 5.10 万平方米，对应规划建筑面积为 19.20 万平方米，较上年大幅下降。公司购地土地均价大幅增加，较上年增长 136.82%。

表2 2014~2015年公司土地储备获取情况（单位：万平方米，亿元，元/平方米）

时间	土地购置面积	对应建筑面积 (规划面积)	用途	购地支出	土地均价	期末土地储备 (未开发)
2014 年	87.90	210.80	住宅、商业	50.80	5,779	51.73
2015 年	5.10	17.00	商业	6.98	13,686	35.34

资料来源：公司提供

在土地储备区域方面，2015 年，公司主要关注二线城市的土地采购机会，筛选市场容量

大、存量压力小的部分二线区域中心城市增加土地储备，包括郑州、济南、西安、苏州等城市，并重点在这些城市资源集中、物业保值升值潜力大的核心地段增加优质项目的土地储备。同时，也会适时关注一线城市具有良好盈利前景的土地出让情况并审慎参与其中。公司会对拟进入城市的现状、发展趋势、人口、消费能力以及对房地产的承载能力等进行综合分析及判断，并决定是否进入该城市。截至 2015 年底，公司通过招拍挂方式在 3 个二线城市拥有土地储备面积 35.34 万平方米，规划建筑面积 125.39 万平方米，考虑到近两年新开工面积，公司土地储备规模一般，土地总价款 13.09 亿元，楼面均价 1,043.94 元/平方米。

表3 截至2015年底公司土地储备区域分布情况

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	合计
城市数量（个）	--	3	--	3
规划建筑面积（万平方米）		125.39		125.39
土地储备面积（万平方米）	--	35.34	--	35.34
面积占比（%）	--	100	--	100
土储总价款（亿元）	--	13.09	--	13.09
价款占比（%）	--	100	--	100
楼面均价（元/平方米）	--	1,043.94	--	3,704.02

资料来源：公司提供

总体看，公司 2015 年土地获取有所放缓，公司土地储备规模一般，考虑到公司期末在建项目规模较大，能够满足未来 2~3 年的开发需求。

3. 项目开发

从房地产开发建设情况看，2015 年公司新开发建设规模有所下降，主要系公司在手项目规模较大，公司减缓开发节奏所致。2015 年，公司新开工项目 6 个，新开工建筑面积 115.33 万平米；与此同时，公司期末在建面积有所增长，截至 2015 年底，公司期末在建项目 17 个，期末在建面积 353.07 万平方米，期末在建面积规模较大，对公司未来收入实现形成了一定支撑。截至 2015 年底，公司在建项目尚需投资 126.86 亿元，存在较大的资金支出压力。

表4 2014~2015年公司项目开发情况

项目	2014 年	2015 年
当期新开工面积（万平方米）	224.00	115.33
当期新开工项目数量（个）	10	6
期末在建面积（万平方米）	339.13	353.07
期末在建项目数量（个）	17	17
当期竣工面积（万平方米）	30.87	101.39

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目较多，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要，但对开发资金的需求规模较大。

4. 房产销售

从 2015 年销售情况看，公司销售面积增长较快，2015 年实现签约销售面积 105.72 万平方米，较 2014 年幅增长 37.88%，实现签约销售金额 101.99 亿元，较 2014 年大幅增长 23.92%。从

销售价格上看，2015 年签约销售均价为 9,647.18 元/平方米，较 2014 年略有下降，主要系销售项目区位不同所致。截至 2015 年底，公司可售面积（包括已取得预售证和未取得预售证）合计 216.93 万平方米，待售面积合计 93.31 万平方米，规模较大，主要位于二线城市，存在一定的去化压力。

表5 2014~2015年公司项目销售情况

项目	2014 年	2015 年
签约销售面积（万平方米）	76.30	105.72
签约销售金额（亿元）	82.30	101.99
签约销售均价（元/平方米）	10,786.37	9,647.18
结转收入面积（万平方米）	37.56	61.34
结转收入（亿元）	52.60	105.72
回款率（%）	91.55%	101.99

资料来源：公司提供

总体看，2015 年来公司销售情况良好，考虑到公司期末在建面积规模较大，预计未来销售量及回款将继续保持增长态势，同时，公司存在一定的去化压力。

5. 自持物业情况

公司持有部分商业物业，主要分布在济南和郑州，以配套物业为主，出租率较高。2015 年，公司实现物业租赁收入 1.32 亿元，较上年增长 2,544.74%，主要系公司项目完工，配套物业投入运营所致。

表6 截至2015年底公司主要自持物业情况（单位：平方米，元/平方米*月）

序号	出租资产	分布	面积（平方米）	租金水平【单位：元/（平方米*月）】	出租率
1	城市之家-幼儿园	济南	1,796.52	14.34	100%
2	碧水尚景-会所	济南	2,478.11	8.37	100%
3	国际城市花园-会所	济南	894.28	23.75	100%
4	国际城市花园-幼儿园	济南	1,877.92	8.88	100%
5	鑫苑名家-幼儿园	济南	3,333.09	12.5	100%
6	都市公寓-幼儿园	郑州	675	7.41	100%
7	国际城市花园-幼儿园	郑州	2,400.00	8.35	100%
8	逸品香山-幼儿园	郑州	1,832.09	13.65	100%
9	景园-幼儿园	郑州	1,728.00	13.57	100%
10	现代城-幼儿园	郑州	1,889.36	21.17	100%
11	世纪东城-幼儿园	郑州	2,524.28	21.13	100%
12	中央花园-幼儿园	郑州	2,400.00	11.67	100%
13	现代城-华润万家超市	郑州	16,495.70	42.58	100%
14	鑫苑名家-会所	郑州	4,636.94	3.59	100%
15	鑫苑名家-幼儿园	郑州	3,216.00	6.48	100%
16	鑫苑名家-小学	郑州	7,660.00	14.48	100%
17	现代城-商业项目	郑州	29,154.95	86	93%
18	湖岸名家-幼儿园	苏州	1,995.00	15.6	100%
合计			86,987.24	--	--

资料来源：公司提供

从自持物业业态构成上看，公司自持物业主要由公司已开发楼盘中的配套设施构成，分布于郑州、济南、苏州等地。截至 2015 年底，按入账成本计算，公司自持物业建筑面积合计 4.68 万平方米，账面价值合计 6.63 亿元，以公允价值计量，2015 年公允价值较上年增加 0.19 亿元，变化不大。

总体看，公司自持物业主要为公司房地产开发的配套商业，主要集中于二线城市，出租率较高，具有一定的增值潜力。

6. 经营效率

2015 年公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率分别为分别为 0.29 次、0.28 次和 0.27 次，2014 年分别为 0.31 次、0.28 次和 0.27 次，较上年变化不大。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率处于行业中游水平。

表7 2015年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
万科 A	0.40	0.39	0.35
北辰实业	0.15	0.21	0.17
世茂股份	0.39	0.41	0.24
深振业 A	0.31	0.37	0.30
中房地产	0.15	0.16	0.16
保利地产	0.30	0.34	0.32
鑫苑中国	0.28	0.29	0.27

资料来源：Wind 资讯；

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，公司经营效率一般，尚存在一定的提升空间。

7. 经营关注

公司存货去化时间较长

公司尚余可售面积主要位于二线城市，规模相对较大、占比相对较高。考虑到我国房地产行业整体形势，未来房地产市场在一二三线城市之间出现分化的可能性较大，二线城市相较一线城市人口相对较少，工商业相对较弱，整体上看抵抗行业景气波动的能力较低，需要密切关注公司存在一定的存货去化压力。

未来开发资金需求规模较大

公司在建项目规模较大，未来 2~3 年需要投入较大规模的资金，对公司资金流形成一定压力，存在一定的资金压力。

8. 未来发展

公司以精品住宅开发和商业综合体建设运营为主营业务，在国内坚持“做大做强”的发展理念，立足于一线城市和主要二线城市，以深耕区域中心城市为市场拓展策略，通过区域聚焦稳步提升市场份额和土地储备。通过对商业综合体和社区商业等多条商业产品线的组合落地，公司为客户提供全方位的生活服务产品，通过对自持集中商业和散售商业的科学配比，形成优良的资产结构和收益模式。在主营业务不断壮大的基础上，公司积极探索地产相关多元化业务，以期与主

营业务互为补充，通过创新产品模式的孵化和研发，形成新的业务增长点。以地产业务为平台和切入点，公司现已逐步涉足养老养生、文化旅游、电子商业、文化影视等领域，并取得良好的开端和发展势头，为公司未来新型产品线的形成和落地打下了良好的基础。

公司以“创建美好家园是我们的共同心愿”为使命，秉承以人为本的服务理念，打造行业领先的金牌物业管理服务。公司运用互联网思维对社区服务体系进行全面的升级和改造，通过线下体验中心和线上 APP 的互动结合，为客户带来全新的智慧社区生活体验。未来，公司的物业管理服务将在全国范围内逐步扩大市场份额和品牌影响力，为公司轻资产运营和管理输出业务的发展成熟打下基础。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015 年度合并财务报表已经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。2015 年，公司新增合并单位 17 家，主要为新设项目公司，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 284.09 亿元，负债合计 219.27 亿元，所有者权益 64.81 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 64.39 亿元；2015 年公司实现营业收入 69.16 亿元，净利润 6.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 6.47 亿元；经营活动产生的现金流量净额 11.42 亿元，现金及现金等价物净增加额 14.13 亿元。

2. 资产质量

截至 2015 年底，公司合并资产总额 284.09 亿元，较年初增加 20.25%，主要系流动资产增长所致，其中流动资产和非流动资产占比分别为 93.39%和 6.61%，资产构成以流动资产为主，和上年相比资产结构变化不大。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 265.30 亿元，较年初增长 21.19%，主要系货币资金和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 17.33%）、其他应收款（占 9.27%）和存货（占 70.79%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金为 45.97 亿元，较年初增长 45.46%，主要系公司发行公司债券所致。公司货币资金中使用受限的资金为 0.29 亿元，占比较小，主要为银行承兑汇票保证金。

截至 2015 年底，公司其他应收款净额为 24.58 亿元，较年初减少 13.29%，主要系收回部分政府单位欠款所致。截至 2015 年底，公司其他应收款已计提坏账准备 0.13 亿元，账龄基本在 1 年以内，主要为西安大兴新区综合改造管理委员会、郑州市交通职业学院、郑州市二七区市政管理局、中瑞国盛投资（北京）有限公司和中清化能源投资等公司的往来款。其他应收款金额前五名单位合计占比 58.05%，集中度较高，主要为河南省实验小学、河南华润万家生活超市有限公司、重庆凡策地产顾问有限公司、河南省实验幼儿园和郑州市二七区中加枫叶小熊幼儿园，以事业单位为主，回款风险较低。

截至 2015 年底，公司存货净额为 187.80 亿元，较年初增长 22.09%，主要系 2015 年新建项目增加所致。公司存货中，房地产开发成本占比 88.08%，未计提存货跌价准备。考虑到公司存货规模较大，可能存在一定的去化压力。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 18.79 亿元，较年初增长 8.34%，主要系持有至到期投资增长所致。公司非流动资产主要由持有至到期投资（占 37.26%）、投资性房地产（35.28%）和固定资产（占 19.11%）构成。

截至 2015 年底，公司持有至到期投资账面价值合计为 7.00 亿元，为 2015 年新增委托贷款，借款人为河南沃森置业有限公司，用于郑州市管城回族区十里铺城中村改造项目项目保证金，预计于借款人土地获取后收回，风险较小。

截至 2015 年底，公司投资性房地产采用公允价值计量，账面价值合计 6.63 亿元，较年初增长 2.96%，主要系公允价值变动所致。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值合计 3.59 亿元，固定资产主要由房屋建筑物（占 26.54%）、运输工具（占 64.09%）和机器设备（占 9.38%）构成，固定资产累计折旧 1.11 亿元，固定资产成新率 76.38%，成新率较高。

总体看，2015 年公司资产规模上升，以流动资产为主；流动资产中存货占比较高，可能存在一定的去化压力，非流动资产中投资性房地产占比较大，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债合计为 219.27 亿元，较年初增长 23.34%，主要系流动负债的增长所致，流动负债和非流动负债分别占 71.45%和 28.55%，流动负债占比有所下降，主要系公司于 2015 年发行 10.00 亿元公司债券所致，但负债仍以流动负债为主。

截至 2015 年底，流动负债合计 156.67 亿元，较年初增长 15.40%，主要系应付账款的增长所致，流动负债主要以短期借款（占 6.22%）、应付账款（占 21.93%）、预收款项（占 60.82%）、其他应付款（占 10.41%）构成。

截至 2015 年底，短期借款余额为 9.75 亿元，较年初减少 49.43%，主要系一年到期贷款已于 2015 年内完成还款。公司短期借款均为抵押借款。

截至 2015 年底，公司应付账款合计 34.36 亿元，较上年增加 40.51%，主要系 2015 年新建项目增加，部分在建项目加快建设进程，应付施工方费用增加所致；预收款项合计 95.29 亿元，较年初增长 19.78%，主要为预收房屋销售款的增加所致，规模较大。考虑到公司预收款主要为预收房屋销售款，未来无实际偿付压力。

截至 2015 年底，公司其他应付款合计 16.30 亿元，较年初增长 8.03%，其中一年以内其他应付款的占 92.91%，主要向客户代收费及暂收款、成本事项及押金保证金、往来款项等。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 62.61 亿元，较上年末增加 48.98%，主要系长期借款和应付债券的增加所致。截至 2015 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比 80.28%）和应付债券（占 15.87%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款余额为 50.26 亿元，较年初增长 44.60%，主要系 2015 年公司在建项目增加，资金需求有所增长所致。公司长期借款均为由于项目建设需要形成的抵押、质押和保证借款。公司及其子公司用于抵押的抵押物包括京兴国用 2013 第 00189 号土地等。

截至 2015 年底，公司应付债券余额为 9.93 亿元，系公司于 2015 年 12 月 28 日公开发行公司债券第一期，票面利率 7.50%。

截至 2015 年底，公司长期应付款余额为 1.38 亿元，较年初减少 78.07%，主要系公司偿还了

向中国信达资产管理股份有限公司河南分公司的借款所致。截至 2015 年底，公司长期应付款主要为应付民生宏泰（天津）航空租赁有限公司的融资租赁款。

截至 2015 年底，公司债务规模为 75.11 亿元，较年初增长 24.25%，主要系长期债务增加所致，其中短期债务占 18.03%，较年初有所下降；长期债务占 81.97%，长期债务占比有所上升，主要系长期借款增加和公开发行公司债券所致，公司债务结构仍以长期债务为主，债务结构较为合理。

截至 2015 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 77.19%、53.68%、48.72%，较上年末均有所增加，主要系长期借款的增加和公开发行第一期公司债券所致。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，主要系预收房款规模较大所致，从有息债务来看，债务规模增长较快，主要系新增长期借款和公开发行第一期公司债券，期限较长，债务负担尚属合理。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 64.81 亿元，较年初增长 10.85%，归属于母公司所有者权益占比 99.34%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 34.81%、资本公积占 6.47%、盈余公积占 2.39%、未分配利润占 55.67%。未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性有待提高。

4. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 69.16 亿元，较上年增长 27.00%，主要系收入结转节奏的影响；公司实现利润总额 8.51 亿元；实现净利润（含少数股东损益）6.21 亿元，较上年分别增加 25.47%和 28.90%，其中归属于母公司的净利润为 6.47 亿元。期间费用方面，2015 年公司期间费用合计为 8.57 亿元，其中销售费用占 41.00%，管理费用占 52.21%，占比均有所下降，财务费用占 6.79%，财务费用占比上升较快，主要系公司债务规模有所扩大所致。2015 年公司费用收入比为 12.39%，较上年有所下降，期间费用控制能力较上年有所增强。

从利润构成来看，2015 年公司实现投资收益 1.03 亿元，较上年增长 69.01%，主要系委托贷款收益增加所致；2015 年公司实现公允价值变动损益 0.19 亿元，主要为投资性房地产的公允价值变动；公司投资收益和公允价值变动损益合计占当年利润总额的 14.17%，占比很高，利润总额对投资收益和公允价值变动损益的依赖性较强。

2015 年，公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 5.57%、3.66%和 10.07%，分别上升 0.29、0.11 和 1.45 个百分点，主要系投资收益增长和公司费用控制能力增长所致。与房地产上市公司比较来看，公司处于行业上游水平，盈利能力较好，见下表：

表8 房地产类上市公司2015年盈利能力情况（单位：%）

指标名称	净资产收益率	总资产收益率	毛利率
北辰实业	5.52	2.89	42.73
世茂股份	11.51	6.58	36.32
万科 A	19.24	6.11	29.35
深振业 A	9.77	6.72	34.64
中房地产	1.67	0.93	24.44
保利地产	18.58	6.41	33.2
鑫苑中国	10.07	5.773.66	30.13

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，2015 年公司营业收入和净利润增长较快，整体盈利能力较强。

5. 现金流

经营活动方面，2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 11.42 亿元，较上年由负转正，主要系销售商品提供劳务收到的现金增加，购买商品接受劳务支付的现金减少所致。从收入质量上看，2015 年公司的现金收入比为 123.73%，主要受房地产开发收入结转的影响所致。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动现金流量净额为-2.55 亿元，流出净额较上年增长较大，主要系收回委托贷款所致。投资活动产生的现金流出主要为投资支付的现金（委托贷款）和取得子公司及其他营业单位支付的现金。

筹资活动方面，2015 年，公司筹资活动现金流量净额为 5.25 亿元，2015 年筹资活动现金流入主要系新增项目配比融资和发行公司债券，取得借款收到的现金较多。

总体看，公司经营现金流呈净流入状态，收入实现质量较好，但经营活动产生的现金流不能满足目前公司投资发展需求，主要依靠筹资活动来弥补。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.69 倍和 0.49 倍，较年初变化不大。2015 年，公司经营现金流动负债比率为 7.29%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护程度较高。2015 年公司现金短期债务比为 3.39 倍，较上年初有所上升，现金类资产对短期债务保护程度较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2015 年，公司 EBITDA 为 10.54 亿元，较上年增长 31.44%，主要系计入财务费用的利息支出和利润总额的增长所致。公司 EBITDA 主要由利润总额（占 80.77%）构成，折旧（占 3.81%）和摊销（占 5.89%）占比较低，计入财务费用的利息支出占比增长较快，2015 年占 9.54%；2015 年 EBITDA 利息倍数为 5.82 倍，EBITDA 对利息的保障能力较强；2015 年公司 EBITDA 全部债务比为 0.14 倍，较上年变化不大，处于一般水平。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2015 年 12 月 31 日，公司不存在应披露的未决诉讼、对外担保等或有事项。

截至 2015 年 12 月底，公司获得银行综合授信 105.89 亿元，已使用 90.16 亿元，未使用额度 15.73 亿元，公司间接融资空间一般，考虑到公司与平安银行股份有限公司签订了 50 亿元战略合作协议（意向性授信），与平安信托有限责任公司签订了 50 亿元的拿地基金合作协议，与中信信托有限责任公司签订了 30 亿元战略合作协议（由中信信托发起投资平台以委托贷款、股

东贷款、股权转让/回购等形式完成），与各类型金融机构保持了良好的合作关系，公司间接融资渠道较为通常。

总体看，公司整体偿债能力较强。

7. 过往债务履约情况

根据代码为 G1041010500845630Q 的人民银行征信报告，截至2016年3月3日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达45.97亿元，约为“15鑫苑01”、“16鑫苑01”和“16鑫苑02”本金合计（22亿元）的2.09倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较强；净资产达64.81亿元，约为债券本金合计（22亿元）的2.95倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15鑫苑01”、“16鑫苑01”和“16鑫苑02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为10.54亿元，约为债券本金合计（22亿元）的0.48倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入101.77亿元，约为债券本金合计（22亿元）的4.63倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较强。

综合以上分析，并考虑到公司作为美股上市公司的大陆主要运营主体，在融资渠道、品牌声誉、土地储备等方面具有优势，联合评级认为，公司对“15鑫苑01”、“16鑫苑01”和“16鑫苑02”的偿还能力很强。

八、综合评价

公司作为鑫苑地产控股有限公司旗下核心企业，以鑫苑控股中国境内房地产开发业务板块为依托，2015年，公司房地产开发业务签约销售面积和结转面积增长较快，同期多处自持物业投入运营，带来租金收入及物业管理收入的大幅增长，带动了公司营业收入及利润水平均有较大幅度的增长，经营性净现金流由负转正。同时，联合评级也关注到公司有息债务增长较快、利息支出增长迅速以及公司去化压力较大、其他应收款规模较大对公司形成一定资金占用等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司房产销售的推进，公司经营规模和盈利水平有望得到提升，经营状况保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15鑫苑01”、“16鑫苑01”和“16鑫苑02”的债项信用等级为“AA”。

```
graph TD; A[执行董事] --> B[CEO]; B --> C[CFO]; B --> D[副总裁]; B --> E[副总裁]; B --> F[总裁助理]; C --> G[总裁助理]; C --> H[财务管理中心]; G --> I[人力资源部]; G --> J[行政管理部]; H --> K[财务管理部]; H --> L[财务核算部]; D --> M[法律事务部]; D --> N[信息流程部]; E --> O[商业管理部]; E --> P[成本管理部]; F --> Q[计划运营部]; F --> R[设计管理部]; F --> S[营销管理部]; F --> T[品质监管部]; F --> U[投资发展中心]; U --> V[投资发展部]; U --> W[创新业务部];
```

The organizational chart illustrates the corporate governance structure. At the top is the Board of Directors (执行董事), which oversees the CEO. The CEO manages four main branches: the CFO, two Vice Presidents (副总裁), and the Chief of Staff (总裁助理). The CFO oversees the Chief of Staff and the Financial Management Center (财务管理中心), which includes the Human Resources Department (人力资源部) and the Administrative Management Department (行政管理部). The first Vice President oversees the Legal Affairs Department (法律事务部) and the Information Flow Department (信息流程部). The second Vice President oversees the Commercial Management Department (商业管理部) and the Cost Management Department (成本管理部). The Chief of Staff oversees five departments: Plan Operation Department (计划运营部), Design Management Department (设计管理部), Marketing Management Department (营销管理部), Quality Supervision Department (品质监管部), and the Investment Development Center (投资发展中心). The Investment Development Center further oversees the Investment Development Department (投资发展部) and the New Business Department (创新业务部).

附件 2 鑫苑（中国）置业有限公司

主要计算指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	236.25	284.09
所有者权益（亿元）	58.47	64.81
短期债务（亿元）	19.43	13.55
长期债务（亿元）	41.03	61.57
全部债务（亿元）	60.45	75.11
营业收入（亿元）	54.46	69.16
净利润（亿元）	4.82	6.21
EBITDA（亿元）	8.02	10.54
经营性净现金流（亿元）	-34.38	11.42
应收账款周转次数（次）	129.99	115.07
存货周转次数（次）	0.28	0.28
总资产周转次数（次）	0.27	0.27
现金收入比率（%）	116.78	123.73
总资本收益率（%）	5.29	5.57
总资产报酬率（%）	3.55	3.66
净资产收益率（%）	8.62	10.07
营业利润率（%）	24.15	22.96
费用收入比（%）	14.69	12.39
资产负债率（%）	75.25	77.19
全部债务资本化比率（%）	50.83	53.68
长期债务资本化比率（%）	41.24	48.72
EBITDA 利息倍数（倍）	28.03	5.82
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.14
流动比率（倍）	1.61	1.69
速动比率（倍）	0.48	0.49
现金短期债务比（倍）	1.65	3.39
经营现金流动负债比率（%）	-25.32	7.29
EBITDA\债券本金合计（倍）	0.36	0.48

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	
总资产收益率	(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 + 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 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。