跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1339 号

重庆协信远创实业有限公司：

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：

重庆协信远创实业有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

重庆协信远创实业有限公司公开发行的“16 协信 03”、“16 协信 05”、“16 协信 06”和“16 协信 08”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：

二〇二〇年六月十二日

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

重庆协信远创实业有限公司
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	本次评级结果	上次评级时间
16 协信 03	6.52 亿元	5 年(3+2)	AA	AA	2019 年 6 月 21 日
16 协信 05	5.61 亿元	5 年(3+2)	AA	AA	2019 年 6 月 21 日
16 协信 06	8.38 亿元	5 年(3+2)	AA	AA	2019 年 6 月 21 日
16 协信 08	5.40 亿元	5 年(3+2)	AA	AA	2019 年 6 月 21 日

跟踪评级时间：2020 年 6 月 12 日

主要财务数据：

项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	752.22	825.16	927.94
所有者权益（亿元）	168.37	170.37	188.92
长期债务（亿元）	267.66	276.26	211.07
全部债务（亿元）	389.24	410.02	397.80
营业收入（亿元）	94.53	91.47	121.81
净利润（亿元）	1.80	8.02	9.50
EBITDA（亿元）	14.21	26.84	35.24
经营性净现金流（亿元）	5.72	2.51	3.64
营业利润率（%）	11.87	19.51	18.85
净资产收益率（%）	1.21	4.74	5.29
资产负债率（%）	77.62	79.35	79.64
全部债务资本化比率（%）	69.80	70.65	67.80
流动比率（倍）	1.68	1.51	1.23
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.07	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	0.50	0.85	0.81
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.55	1.04	1.36

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。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，重庆协信远创实业有限公司（以下简称“公司”或“协信远创”）销售规模保持平稳，协议销售面积有所增加；公司项目储备以二线城市为主，区域布局良好，且整体项目储备成本较低。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2019年协议销售金额负增长、货币资金规模偏小且流动性紧张、在建项目未来资本支出压力大、债务负担较重、对外担保规模较大、利润对公允价值变动收益较为依赖等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

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信用等级为AA，评级展望维持“稳定”；同时维持“16协信03”“16协信05”“16协信06”和“16协信08”的债项信用等级为AA。

优势

1. **公司项目储备主要分布于二线城市，区域布局良好。**公司项目储备主要分布于二线城市，整体项目获取成本较低，土地储备质量较好。

2. **公司经营活动现金流延续净流入。**2019年，公司经营活动现金流延续净流入；伴随处置子公司收回现金和对外投资支付的现金减少，投资活动现金流转为净流入。

3. **新加坡城市发展有限公司（CITY DEVELOPMENTS LIMITED，以下简称“CDL”）入股公司后有望为公司发展提供一定支持。**CDL 拟通过受让股权和增资实现持有 HCP Chongqing Property Development Co Ltd.（以下简称“HCP”）的股权，从而间接成为公司第一大股东；CDL 入股公司后，有

望在强化公司治理、提供资金支持、拓宽融资渠道、降低融资成本等方面为公司提供支持。

关注

1．**公司协议销售金额负增长。**2019 年，受大单销售减少影响，公司协议销售金额负增长，在市场份额、信贷资源等向头部企业集中的强者恒强行业格局下，公司在资金资源开发能力等综合实力较大型房产企业尚存差距，未来经营发展仍面临压力。

2．**公司面临项目建设支出压力。**公司在建项目体量较大，尚需投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力。

3．**公司资产流动性有待提高。**公司存货中开发产品占比偏高，且开发产品以办公、商业等为主，去化压力大；非流动资产中投资性房地产占比较大，投资性房地产评估增值率较高，与租金收入匹配性弱；公司资产受限程度高，子公司股权质押规模很大。

4．**公司债务负担较重，且面临或有负债风险；相较于公司体量和项目开发规模，货币资金规模过小，流动性紧张，短期偿债压力很大。**公司债务负担较重，短期债务占比偏高；且公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险；相较于公司体量和项目开发规模，货币资金规模过小，流动性紧张，短期偿债压力很大。

5．**公司盈利能力有待提高。**公司营业利润对投资收益和公允价值变动收益依赖很高；公司整体盈利能力有待提高。

6．**需关注第一大股东变更对公司治理、组织变革等方面可能造成的冲击。**公司第一大股东将发生变更，需关注公司治理团队整合情况以及第一大股东变更对公司治理、组织变革等方面可能造成的冲击。

分析师

罗星驰　登记编号（R0040218050005）
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。

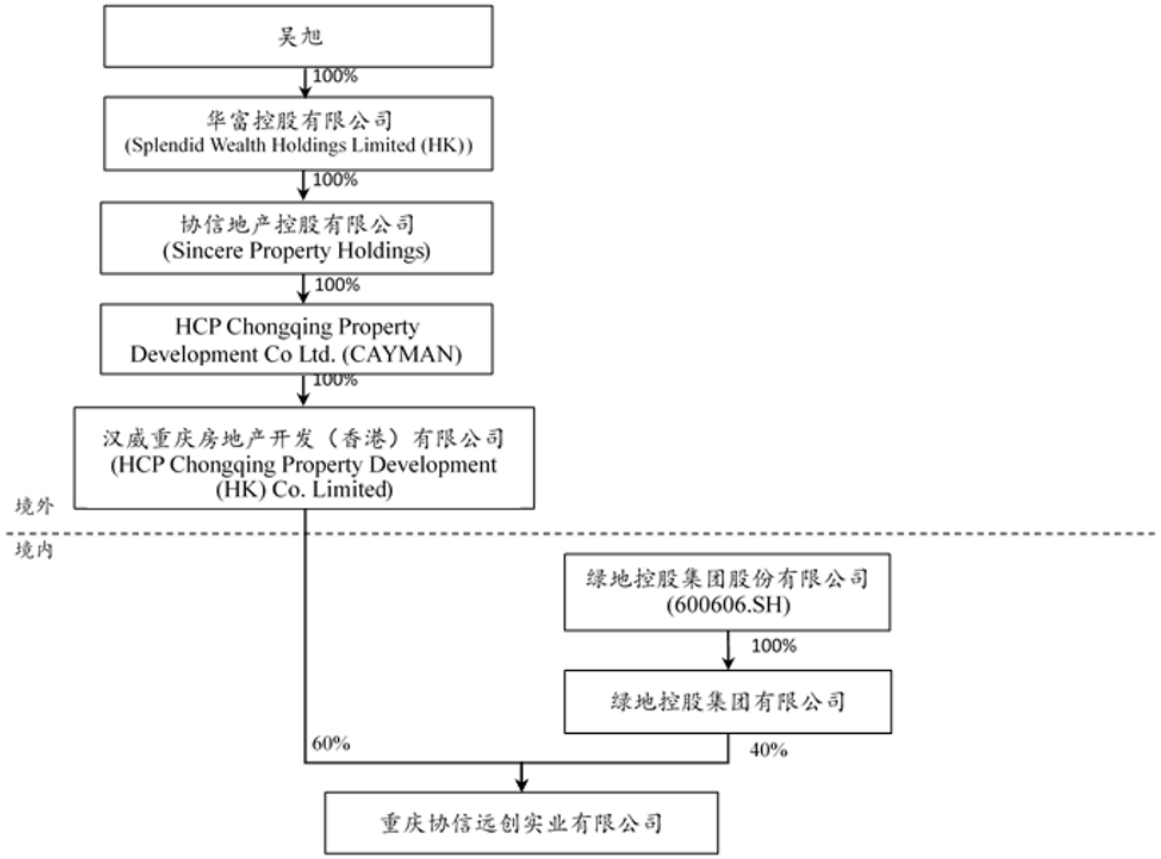
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

重庆协信远创实业有限公司（以下简称“公司”或“协信远创”）前身为重庆机动车交易市场有限公司，成立于1999年3月，由重庆协信控股（集团）有限公司（以下简称“协信集团”）、周涛与陈渝康共同出资设立，初始注册资本为500万元。后历经多次增资、股权转让等，截至2019年底，公司注册资本为26.67亿元，公司控股股东为汉威重庆房地产开发（香港）有限公司（以下简称“汉威重庆”），公司实际控制人为吴旭。

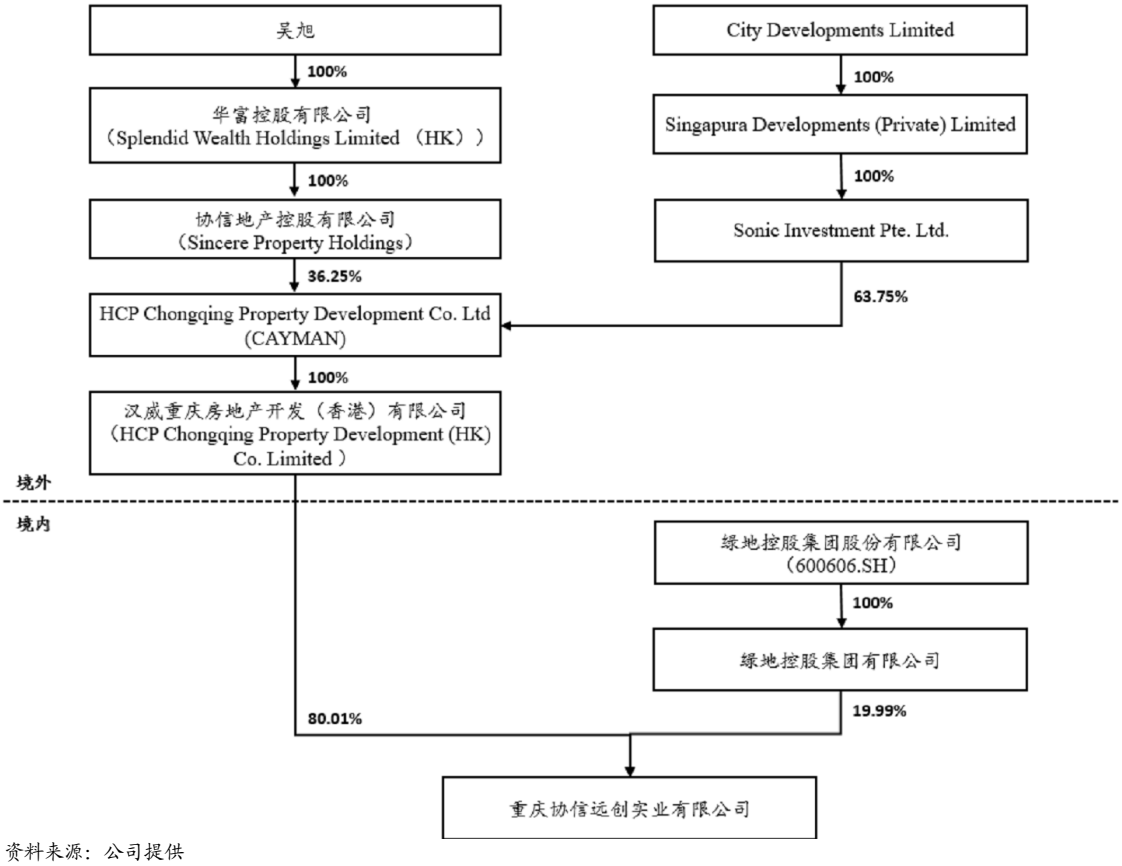
图 1　截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司债券年报

2020 年 4 月 15 日，协信地产控股有限公司（以下简称“协信控股”）及实际控制人吴旭与新加坡城市发展有限公司（CITY DEVELOPMENTS LIMITED，以下简称“CDL”）签订《股权认购和购买协议》（以下简称“协议”），CDL 拟通过受让股权和增资，实现持有 HCP Chongqing Property Development Co Ltd.（以下简称“HCP”）的股权。同时，绿地控股集团公司（以下简称“绿地集团”）向上海协信进瀚投资有限公司（以下简称“协信进瀚”）转让所持公司 20.01%股权（该部分股权由协信进瀚转让给汉威重庆），绿地集团所持公司股份比例下降至 19.99%。交易完成后，CDL 将间接持有公司股权，CDL 的全资子公司通过受让股权和增资的方式最终持有HCP63.75%的股权，公司实际控制人将发生变更。

图 2　交易完成后公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019年，公司经营范围和组织架构无重大变动；截至2019年底，公司纳入合并范围的控股子公司212家；在职员工3,462人。

截至2019年末，公司合并资产总额927.94亿元，负债合计739.02亿元，所有者权益188.92亿元，其中归属于母公司所有者权益160.55亿元。2019年，公司实现营业收入121.81亿元，净利润9.50亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润7.72亿元；经营活动产生的现金流量净额3.64亿元，现金及现金等价物净增加额-6.22亿元。

公司注册地址：重庆市南岸区南坪南路18号；法定代表人：吴旭。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可〔2016〕234号文核准批复，公司获准发行面值不超过48亿元的公司债券（“16协信03”“16协信05”“16协信06”“16协信08”）。

目前，上述已发行公司债券尚未到期。公司债券具体情况见下表。

表 1　公司存续公开发行公司债券情况（单位：亿元、年、%）

证券名称	发行期限	发行规模	当前余额	起息日	到期日期	发行时票面利率	当期票面利率
16 协信 03	5	20.0	6.519	2016-03-17	2021-03-17	6.50	6.50
16 协信 05	5	12.60	5.60886	2016-05-12	2021-05-12	6.50	8.50
16 协信 06	5	10.00	8.37652	2016-07-14	2021-07-14	6.50	7.50
16 协信 08	5	5.40	5.40	2016-09-27	2021-09-27	6.50	6.50

资料来源：Wind

“16协信03”“16协信05”“16协信06”和“16协信08”债券募集资金用于偿还金融机构借款和补充公司流动资金。截至2019年底，上述债券募集资金已全部使用完毕，募集资金用途符合募集说明书的约定。

三、行业分析

1. 行业概况

2019 年，房地产开发投资在二季度后虽在高位但已呈现下降趋势，房企拿地更趋理性，土地溢价率继续走低；一季度房企融资环境有所回暖，但二季度再次收紧；全年房地产销售面积虽负增长，但仍保持一定韧性，销售价格的稳定增长带动销售额再创新高，行业竞争激烈。

开发投资方面，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。

土地供应方面，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。分城市来看，一线城市供求同比双涨，但楼面均价有所下滑，溢价率同比变化不大；二线城市供求小幅上涨，土地出让金总额和楼面均价分别同比增长 28%和 18%，溢价率较上年同期增加 1 个百分点；三四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑，土地出让金和楼面均价继续走高。

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

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

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

行业竞争方面，2019 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。据 CRIC 统计的 2019 年房地产开发企业销售额情况，碧桂园、万科地产、中国恒大和融创中国全口径销售额均步入 5,000 亿元，其中碧桂园销售额超过 7,000

亿元；保利发展、绿地控股、中海地产迈入3,000亿元门槛；新城控股、世茂房地产、华润置地、龙湖集团、招商蛇口、阳光城、金地集团、旭辉集团进入2,000亿元阵营，另有19家房地产开发企业销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

2. 行业政策

2019年，中央继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展；2020年一季度，中央再次强调房住不炒，地方因城施策较灵活。

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

2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月16日，财政部部长在《积极的财政政策要大力提质增效》一文中称，坚持“房住不炒”的定位，落实房地产长效管理机制，深入开展中央财政支持住房租赁市场发展试点、城镇老旧小区改造等工作，推动完善基本住房保障体系。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。同时，为了解决用地问题，国务院于2020年3月12日印发《关于授权和委托用地审批权的决定》，将土地审批权下放，赋予省级地方政府更多的自主权，使其能够因地制宜，自主调整土地利用空间布局。但国家并未对建设用地规模进行松绑，仍将从严从紧控制建设用地总规模。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

3. 行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，违约风险加大

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

房地产调控政策短期内不会退出

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

中小房地产开发企业面临被整合风险

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

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，行业销售面临下滑压力

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，房地产行业销售和回款承压，行业业绩下行风险加大，行业的整体流动性风险在提高。

4. 行业发展

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。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，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

公司高管及核心管理人员变动属正常现象，整体管理运作正常；伴随CDL的全资子公司通过受让股权和增资的方式最终持有HCP63.75%的股权，公司实际控制人将发生变更，需关注实际控制人变更对企业的管理冲击以及后续实际控制人对公司支持力度。

2019年8月，洪亚雷辞去公司董事兼财务资金部总经理职务，经公司股东会决议，委派乔楠担任公司董事兼财务资金部总经理职务。

2020年3月，公司股东会决议免去陈小葵董事职务，选举陈敏就任董事。

乔楠，中国国籍，男，1984年出生，重庆工商大学财务管理本科，历任重庆康华会计师事务所初级项目经理、重庆北城置业有限公司财务负责人、协信重庆三公司财务负责人、重庆区域资金管理部负责人、启迪协信集团资金部副总经理、协信山东区域财务部兼投资部负责人。现任公司董事兼财务资金部总经理。

2020 年 4 月 15 日，协信控股及实际控制人吴旭与 CDL 签订《股权认购和购买协议》，CDL 拟通过受让股权和增资，实现持有 HCP 的股权，持股比例为 63.75%；交易总对价约人民币 43.9 亿元。同时，绿地集团向协信进瀚转让所持公司 20.01%股权（该部分股权由协信进瀚转让给汉威重庆），绿地集团所持公司股份比例下降至 19.99%。交易完成后，CDL 将间接持有公司股权，CDL 的全资子公司通过受让股权和增资的方式最终持有 HCP63.75%的股权，公司实际控制人将发生变更。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司收入规模有所增长；公司整体毛利率水平有所提高，但在同业中仍处于偏低水平。

公司主营房地产开发、物业管理和租赁业务。2019年，公司实现营业收入121.81亿元，较上年增长33.17%，主要系竣工交付面积增多以及完成非同一控制下企业合并收购启迪协信科技城投资集团有限公司（以下简称“启迪协信科技城”）所致；实现主营业务收入120.21亿元，占营业收入的98.69%，主营业务突出。2019年，公司净利润9.50亿元，较上年增长18.46%；其中归属于母公司所有者的净利润7.72亿元。

表2　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年度			2018 年度			2019 年度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	85.19	91.49	15.38	76.61	86.38	18.25	113.98	94.82	19.30
物业管理	2.95	3.16	21.51	6.66	7.51	19.79	--	--	--
租赁	2.88	3.09	90.49	2.94	3.32	79.70	3.42	2.85	88.55
其他	2.10	2.26	48.28	2.48	2.79	42.07	2.80	2.33	61.78
合计	**93.12**	**100.00**	**18.64**	**88.69**	**100.00**	**21.07**	**120.21**	**100.00**	**22.26**

资料来源：公司审计报告

从主营业务收入构成看，2019 年，公司主营业务收入仍主要来自于房产销售。2019 年，公司房产销售收入 113.98 亿元，同比增长 48.78%，主要系竣工交付面积增多以及完成非同一控制下企业合并收购启迪协信科技城所致；房产销售收入占主营业务收入的 94.82%。2019 年，公司无物业管理收入，主要系物业管理业务已于 2018 年 12 月转出合并范围所致。公司租赁以及其他业务收入规模保持增长，但占主营业务收入比重较小，对公司整体收入影响不大。

从毛利率看，2019 年，公司主营业务毛利率为 22.26%，同比提高 1.19 个百分点，主要系房产销售业务毛利率提高所致。2019 年，公司房产销售业务毛利率为 19.30%，同比提高 1.05 个百分点。租赁业务和其他收入占比较小，对公司毛利率影响不大。

2. 土地储备

2019年，公司控制拿地支出，拿地规模较小；公司项目储备主要分布于二线城市，其中重庆占比较高，整体项目储备成本较低，但纯住宅项目占比低。

2019年，公司拿地趋于谨慎，控制权益购地支出，拿地规模大幅收缩，新获取土地占地面积合计18.84万平方米，规划建筑面积合计34.47万平方米，具体情况如下。

表 3　2019 年公司取得土地情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

项目名称	取得时间	获取方式	占地面积	建筑面积	区域	楼面地价	权益占比	土地使用性质
重庆北碚蔡家地块	2019 年 6 月	招拍挂	13.50	26.75	重庆	4,197.00	26.01	商住用地
奉贤智慧港	2019 年 6 月	收并购	5.34	7.72	上海	4,770.00	22.00	工业用地
合计			**18.84**	**34.47**	--	--	--	--

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司共有14个项目储备，总占地面积合计318.16万平方米，建筑面积合计847.99万平方米；其中，尚未开发的土地面积112.02万平方米，尚未开发的建筑面积303.82万平方米，从公司过往项目开发节奏来看，公司项目储备可满足未来约1~2年开发需求。公司项目储备主要分布于二线城市，其中重庆占比较高，整体项目储备成本较低；但天津南开科技城项目拿地成本偏高，未来盈利空间或将受到影响；且公司土地储备中纯住宅项目占比低。

表4　截至2019年底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

项目名称	区域	主要业态	占地面积	规划建面	楼面均价	尚未开发的土地面积	尚未开发的建筑面积	权益占比
胶州少海卫城&天骄观澜	青岛	住宅、商业	36.30	42.40	1,613.00	12.5	28.04	30.34
龙口协信天骄城	烟台	住宅、商业	50.38	103.48	837.00	28.66	59.66	51.00
天骄领海	烟台	住宅	5.10	2.22	9,006.57	5.10	2.22	51.00
苏州吴江信息科技园	苏州	产业	12.88	25.22	358.75	5.19	6.69	50.00
镇江太古城	镇江	住宅、商业、公寓、酒店、办公	7.27	46.72	3,270.00	0.83	9.83	100.00
成都牧马山	成都	住宅、商业、公寓	28.72	56.90	3,918.00	4.06	7.79	一期：90%；二、三期：100%
深圳启迪协信科技城	深圳	公寓、商业、办公	19.27	83.28	7,198.00	0.9	13.04	65.00
天津南开科技城	天津	住宅、商业、办公	5.59	34.49	25,355.45	3.08	14.28	65.00
重庆北碚科技城	重庆	住宅、商业、产业	13.50	26.75	4,197.00	9.83	19.16	26.01
重庆港城	重庆	住宅、商业、办公	18.90	61.84	3,237.00	13.28	50.33	50.00
重庆星麓原	重庆	住宅、商业	18.13	62.05	2,386.00	1.69	4.65	100.00
重庆星澜汇	重庆	住宅、商业、办公	53.40	127.13	1,300.00	5.56	15.20	100.00
世外桃源	重庆	住宅、商业	36.77	53.89	1,010.00	18.13	41.00	100.00
郑州金融岛	郑州	公寓、商业、办公、酒店	11.95	121.62	2,781.00	3.21	31.93	40.00
合计			**318.16**	**847.99**	--	**112.02**	**303.82**	--

资料来源：公司提供

3. 项目开发建设

2019年，公司新开工面积有所减少，但项目建设规模进一步扩大；公司在建项目体量较大，尚需投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力。

从项目开发情况来看，2019年，公司新开工面积203.47万平方米，同比减少40.21%；竣工面积129.85万平方米，同比回落5.84%。截至2019年底，公司期末在建面积765.26万平方米，较年初增长10.64%。

表5　2017－2019年公司项目开发情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积（万平方米）	301.02	340.30	203.47
竣工面积（万平方米）	146.54	137.91	129.85
在建面积（万平方米）	489.31	691.64	765.26

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司在建、拟建项目数量合计32个，规划总开发建筑面积1,356.92万平方米；计划总投资约769.45亿元，已完成投资568.02亿元，尚需投资201.43亿元，公司在建、拟建项目尚需投资金额较大，面临一定资本支出压力。

表6　截至2019年底公司在建、拟建项目投资情况（单位：万平方米、亿元、%）

序号	项目名称	城市	预计完工时间	总建筑面积	计划总投资	已完成投资	权益占比	用途	状态
1	胶州航空城	青岛	2022 年 4 月	28.3	19.13	7.21	38	住宅、商业、公寓、办公	在建

2	胶州天骄观澜	青岛	2022 年 7 月	36.99	21.38	17.99	30.34	住宅、商业	二期 A、B 地块在建、其它拟建
3	成都青白江	成都	2022 年 12 月	42.09	13.36	11.63	100	住宅、商业	在建
4	成都牧马山	成都	2022 年 9 月	56.9	27	14.65	一期：90%；二、三期：100%	住宅、商业、公寓	1、3 号地块在建、2 号地块拟建
5	启迪协信杭州科技城 6#&7#	杭州	2021 年 10 月	18.93	18.62	9.99	34.29	商业、公寓、办公	在建
6	奉化科技园	宁波	2021 年 3 月	17.91	5.35	2.24	40	办公、厂房、公寓	在建
7	奉化未来水岸	宁波	2021 年 2 月	15.88	12.39	8.25	35	住宅、商业	在建
8	上海智电港	上海	2020 年 3 月	20.06	10.06	6.21	50	办公、厂房、公寓	在建
9	奉贤智慧港	上海	2021 年 1 月	7.72	5.29	1.55	22	厂房	在建
10	深圳启迪协信科技城	深圳	2021 年 5 月	83.28	58.2	64.43	65	商业、公寓、办公	二三期在建、四期拟建
11	吴江信息港	苏州	2022 年 7 月	24.65	9.42	2.56	50	办公、厂房、公寓	一期在建，二期拟建
12	天津南开项目	天津	2021 年 11 月	34.32	73.75	70.02	65	住宅、商业、办公	在建
13	天津恒生科技园	天津	2021 年 10 月	16.7	7.13	6.36	61.65	办公	在建
14	无锡科技城开发	无锡	2021 年 5 月	89.92	21.14	35.55	100	住宅、商业	A 地块二三期在建
15	无锡协信中心	无锡	2022 年 1 月	29.09	12.6	11.23	80	商业、公寓、办公	二期在建
16	无锡恒生科技园	无锡	2021 年 6 月	25.83	8.66	3.97	61.65	办公	在建
17	龙口协信天骄城	烟台	2022 年 6 月	103.48	35.37	8.94	51	住宅、商业	一、二期在建、三期拟建
18	长沙协信中心	长沙	2021 年 8 月	21.38	11.26	8.74	80	商业、公寓、办公	在建
19	镇江太古城	镇江	2022 年 6 月	46.72	39.57	27.88	100	住宅、商业、公寓、酒店、办公	二期在建、三期拟建
20	学府路地块	镇江	2021 年 1 月	17.02	15.17	8.72	40	住宅、商业	在建
21	郑州金融岛	郑州	2021 年 12 月	121.62	100.13	35.77	40	公寓、商业、办公、酒店	一二在建、三期拟建
22	郑东科技城	郑州	2024 年 8 月	32.36	25.86	13.61	35.7	公寓、商业、办公	B 1 地块在建
23	重庆北碚科技城	重庆	2023 年 6 月	26.75	19.37	8.44	26.01	住宅、商业、产业	一期在建，二三四期拟建
24	重庆港城	重庆	2022 年 11 月	61.84	36.57	15.38	50	办公、商业、住宅	3、4、6 号地块在建，1、2、5、7、8 号地块拟建
25	敬澜山	重庆	2020 年 12 月	37.15	22.71	13.96	100	住宅、商业	在建
26	星麓原	重庆	2021 年 6 月	60.28	33.49	21.53	100	住宅、商业	二期 2、3 号地块在建，三期拟建
27	重庆天骄名城	重庆	2020 年 6 月	66.14	6.17	27.89	100	住宅、商业、公寓、酒店	四期在建
28	重庆星澜汇	重庆	2021 年 9 月	127.13	36.41	47.86	100	住宅、商业、办公	三、四期 2-7 地块在建，1 地块拟建，二期 5 地块拟建，集中商业拟建
29	天骄公园	重庆	2020 年 6 月	20.8	13.08	13.65	80	住宅、商业	一期 1、4 号楼在建，；二期在建
30	协信天骄溪悦	重庆	2021 年 12 月	19.8	11.16	10	100	住宅、商业	三期在建
31	协信天骄星城	重庆	2020 年 12 月	27.77	17.58	14.35	100	住宅、商业、公寓	二期在建
32	新华协信中心	重庆	2020 年 12 月	18.11	22.07	17.46	48	公寓、商业、办公	在建
	合计	--	--	**1,356.92**	**769.45**	**568.02**	--	--	--

资料来源：公司提供

4. 房产销售

2019 年，公司协议销售面积保持增长，但协议销售金额微降；公司待售面积较大，但其中住宅占比较低，车位、办公等占比较高，面临去化压力。

2019年，公司继续加快推盘速度，实现全口径协议销售面积185.23万平方米，同比增长8.51%；协议销售均价为11,503.09元/平方米，同比下降7.93%；公司2019年实现协议销售金额213.08亿元，同比下降0.09%，主要系2019年大单签约销售同比减少所致。回款方面，2019年，公司销售回款率为103%，同比提高27个百分点，主要系公司加大在途资金追缴力度、部分2018年年末开盘项目于2019年实现回款、以及回款相对较慢的大单销售占比降低所致。

表7 2017－2019年公司房地产业务运营情况（单位：万平方米、元/平方米、亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
协议销售面积	133.63	170.70	185.23
协议销售均价	10,426.55	12,493.85	11,503.09
实现预售金额	139.33	213.27	213.08
销售回款率	94	76	103

注：统计口径为全口径，包含联合营公司数据
资料来源：公司提供

从未来可售项目情况来看，截至2019年底，公司项目总可售面积合计1,839.09万平方米，其中已取得预售证面积1,162.71万平方米，已售面积995.01万平方米，已取得预售证面积整体去化率约85.58%，整体去化水平良好。待售面积844.08万平方米，其中车位289.95万平方米（占比34.35%），住宅236.07万平方米（占比27.97%），办公177.13万平方米（占比20.99%），公寓73.32万平方米（占比8.69%），商业64.59万平方米（占比7.65%），酒店3.02万平方米（占比0.36%）；待售面积中住宅占比较低，车位、办公等占比较高，面临去化压力。

表8 截至2019年底公司项目销售情况（单位：万平方米、%、万元/平方米）

序号	项目名称	城市	开盘时间	总可售面积	已取得预售证面积	权益占比	已售面积	销售均价
1	青岛胶州天骄观澜	青岛	2018/10/28	47.46	12.66	30.34	7.16	14,020
2	WFC 协信中心	青岛	2016/5/15	29.7	29.7	36	18.35	24,286
3	航空科技城	青岛	2019/6/27	14.82	5.4	38	0.65	10,674
4	协信天骄云麓	青岛	2019/9/27	14.79	3.35	38	2.4	8,460
5	青岛科技城	青岛	2016/6/1	14.92	11	91.97	9.27	13,185
6	南山协信天骄城	烟台	2018/5/20	97.86	17.14	51	12.05	5,513
7	烟台天骄岭海	烟台	--	2.22	--	51	--	--
8	无锡科技城	无锡	2014/6/28	76.46	76.46	100	59.7	10,205
9	无锡协信中心	无锡	2012/10/19	26.63	16.98	80	6.46	10,511
10	无锡阿卡迪亚东	无锡	2014/9/13	14.53	14.52	100	12.44	120,367
11	无锡阿卡迪亚	无锡	2011/10/27	23.64	23.64	100	19.98	9,694
12	无锡恒生科技园	无锡	2014.6	23.51	7.52	61.65	5.55	5,471
13	常州恒生科技园	常州	2012.11	16.15	16.15	61.65	14.48	6,459
14	成都天骄城	成都	2018/10/11	41.5	19.55	100	14.16	7,104
15	牧马山 1 号地块	成都	2019/12/26	22.01	3.15	90	1.11	14,475
16	牧马山 2 号地块	成都	--	7.46	--	100	--	--
17	牧马山 3 号地块	成都	2018/12/29	25.04	5.66	100	4.8	9,367
18	成都协信中心	成都	2011/12/18	16.73	16.73	100	16.27	12,219
19	杭州科技城 7#	杭州	--	7.32	--	34.29	3.72	10,622

20	杭州科技城 6#	杭州	2019/11/5	11.08	3.35	34.29	7.35	15,179
21	杭州恒生科技园	杭州	2010.12	19.14	19.11	30.15	16.63	11,993
22	昆明协信天地	昆明	2013/12/14	11.58	11.58	60	10	10,740
23	洛阳恒生科技园	洛阳	2012.5	25.33	17.1	61.65	12.95	5,143
24	宁波奉化住宅	宁波	2019/1/1	17.69	15.92	35	14.69	13,201
25	宁波奉化产业	宁波	2018/12/1	12.51	9.68	40	9.25	3,902
26	上海正泰启迪智电港	上海	2017/10/1	9.32	9.32	50	7.08	11,363
27	上海奉贤启迪协信智慧港	上海	--	3.57	3.57	22	--	--
28	上海中环协信天地	上海	2014/1/1	19.05	19.05	100	14.99	25,839
29	上海虹桥协信中心	上海	2014/3/10	16.22	16.22	100	10.46	31,805
30	苏州信息科技产业园	苏州	2018/4/30	17.48	6.21	50	1.68	5,864
31	苏州阿卡迪亚	苏州	2010/1/8	44.66	44.66	100	44.66	11,510
32	天津启迪协信科技城	天津	2019/1/12	28.25	5.73	65	2.44	41,101
33	天津恒生科技园	天津	2012.4	16.65	7.27	61.65	8.53	7,134
34	北京苹果汇	北京	2015/6/14	3.27	3.27	100	3.24	38,616
35	长沙协信中心	长沙	2017/9/30	16.08	16.08	80	13.72	13,216
36	长沙协信星澜汇	长沙	2014/6/30	28.39	28.39	80	25.49	7,640
37	镇江太古城	镇江	2016/9/1	39.17	23.13	100	19.87	10,074
38	镇江印	镇江	2019/9/30	16.15	3.97	100	0.01	10,310
39	郑东启迪科技城	郑东	2019/8/1	22.79	7.05	35.7	6.07	22,924
40	郑州金融岛	郑州	2019/8/28	95.31	11.54	40	19.68	20,096
41	启迪协信深圳科技园	深圳	2017/5/14	41.44	24.43	65	14.02	33,247
42	重庆新华协信中心	重庆	2017/9/29	10.06	6.83	48	3.56	19,679
43	重庆天骄星城	重庆	2017/12/16	26.89	23.02	100	22.39	10,082
44	重庆天骄溪悦	重庆	2016/11/17	19.8	17.46	100	14.2	7,698
45	重庆天骄公园	重庆	2017/8/1	19.99	19.99	80	15.13	11,905
46	重庆永川协信中心	重庆	2013/12/21	29.59	28.33	100	26.34	8,332
47	重庆永川世外桃源	重庆	2014/9/21	52.85	39.39	100	33.61	6,725
48	重庆嘉州协信中心	重庆	2014/3/30	7.38	7.38	70	5.52	17,098
49	重庆金开协信中心	重庆	2011/1/8	9.74	9.74	100	9.15	14,900
50	重庆江北协信中心	重庆	2008/7/5	9.47	9.47	70	5.7	12,817
51	重庆协信城	重庆	2012/4/15	27.72	27.72	100	27.59	9,763
52	重庆星麓原	重庆	2017/9/1	61.03	26.69	100	27.8	9,507
53	重庆港城	重庆	2020/2/3	59.66	2.87	50	2.84	12,483
54	重庆星澜汇	重庆	2012/12/21	124.49	73.28	100	73.28	7,989
55	重庆敬澜山	重庆	2018/2/9	35.6	14.3	100	13.18	10,260
56	重庆总部城	重庆	2011/11/11	63.48	58.94	65	43.67	10,642
57	重庆协信公馆	重庆	2010/4/9	14.89	14.89	100	13.46	16,536
58	重庆天骄名城	重庆	2011/5/29	65.15	57.6	100	53.26	6,931
59	重庆阿卡迪亚	重庆	2007/7/17	66.18	66.05	100	65.29	6,748
60	重庆星都会	重庆	2012/8/28	41.92	41.9	100	38.97	7,943
61	重庆春山台	重庆	2012/11/24	28.9	28.9	100	28.71	11,127
62	重庆北碚科技城	重庆	2019/12/27	26.42	1.72	26.01	--	--
合计			--	**1,839.09**	**1,162.71**	--	**995.01**	--

注：杭州科技城7#项目虽已取得预售证面积为0，但已售面积3.72万平方米，主要系政府回购
资料来源：公司提供

5. 自持物业

公司存在较大规模自持物业，为公司带来较为稳定租金收入；但相较于租金规模，投资性房地产的评估价值存在高估可能；且部分项目出租率有待提升；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，公司投资性房地产270.23亿元，较年初增长9.24%；投资性房地产累计实现增值167.99亿元，累计增值率164.30%，增值率很大；2019年，公司实现租赁收入3.42亿元，占期末公允价值的1.27%，相较于租金规模，投资性房地产的评估价值存在高估可能；且公司上海虹桥协信中心、镇江协信太古城等项目空置率较高，出租率有待提升；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。

表 9　截至 2019 年底公司投资性房地产明细（单位：万平方米、元/日/平方米、%、亿元）

项目名称	城市	业态	总可租面积	单位租金	出租率	2019 年实现收入	其中：租金收入	账面价值
协信.星光 68 广场	重庆	购物中心+车库	2.24	20.39	93	1.55	0.53	29.09
南坪星光时代广场	重庆	购物中心+车库	8.52	6.43	98	1.97	1.33	64.42
金开星光天地	重庆	购物中心+车库	2.47	4.67	99	0.42	0.29	12.16
虹桥协信中心	上海	购物中心+车库	2.25	2.93	57	0.14	0.07	36.57
中环协信天地	上海	购物中心+车库	3.25	6.13	81	0.59	0.50	37.88
大坪协信星光天地	重庆	购物中心+车库	2.13	1.81	90	0.13	0.11	10.84
永川星光广场	重庆	购物中心+车库	3.11	1.21	84	0.12	0.06	10.10
协信太古城	镇江	购物中心+车库	4.78	1.19	66	0.14	0.07	23.84
虹桥.协信中心-T6（3F-5F）	上海	办公	0.36	5.53	91	0.07	--	3.12
长风公寓	上海	酒店+车库	3.10	6.03	67	0.46	0.27	13.42
启迪协信深圳科技园	深圳	产业园区	2.56	0.80	97	0.07	0.07	22.63
苏州启迪智能制造产业园（港田项目）	苏州	产业园区	6.76	0.82	90	0.18	0.08	4.28
常州恒生科技园	常州	产业园区	0.91	0.59	78	0.02	0.01	0.63
洛阳恒生科技园	洛阳	产业园区+车库	1.03	0.51	87	0.02	0.01	0.83
无锡恒生科技园	无锡	产业园区	0.57	0.42	90	0.01	0.01	0.42
合计	--	--	**44.04**	--	--	**5.89**	**3.42**	**270.23**

注：上表收入包含租金收入、管理费收入及其他商业运营收入
资料来源：公司提供

6. 重大事项

2019 年 3 月 31 日，公司通过股权受让的方式，将启迪协信科技城作为非同一控制下企业合并，启迪协信科技城纳入公司合并范围。

2019 年 3 月，甲方（包括启迪控股股份有限公司、启迪科技城集团有限公司）、乙方（包括重庆协信远创实业有限公司、重庆远逸投资发展有限公司、上海渝彤实有限公司、上海渝垚管理咨询有限公司）、丙方（启迪协信科技城）、丁方（包括江苏启迪科技园发展有限公司、绍兴华清的投资有限公司）签订四方协议，对原 2016 年甲乙丙三方签订的《地产业务战略整合重组协议》和《关于启迪协信（重庆）实业有限公司股权的补充约定》等重组协议进行了重新签订，并明确：由于 2016 年重组增资未能通过教育部的备案批准，启迪协信科技城按照 2016 年的约定将江苏启迪科技园发展有限公司、绍兴华清投资有限公司等转回启迪科技城集团有限公司，同时，将启迪科技城集团有限公司对启迪协信科技城 35.66%出资转给乙方或乙方指定公司。对启迪科技城集团

有限公司持有丙方剩余 15.34%股权，价值 112,341.69 万元，甲乙双方约定，甲方有权在协议签订后 60 个月后要求乙方以人民币 112,341.69 万元购买。在乙方购买日前，启迪协信科技城以利润分配方式按每年 6%固定收益对向甲方分配，甲方将不再享有其他资产收益权利。至此，甲方对丙方的持股由原 51%下降到 15.34%。由于甲方对剩余股权除享有固定回报外，不再享有其他资产收益权利，公司视其作为一项长期负债。

CDL的全资子公司通过受让股权和增资的方式最终持有HCP63.75%的股权，公司实际控制人将发生变更，需关注实际控制人变更对企业的管理冲击以及后续实际控制人对公司支持力度。

2020 年 4 月 15 日，协信控股及实际控制人吴旭与 CDL 签订《股权认购和购买协议》，CDL 拟通过受让股权和增资，实现持有 HCP 的股权，持股比例为 63.75%；交易总对价约人民币 43.9 亿元。同时，绿地集团向协信进瀚转让所持公司 20.01%股权（该部分股权由协信进瀚转让给汉威重庆），绿地集团所持公司股份比例下降至 19.99%。交易完成后，CDL 将间接持有公司股权，CDL 的全资子公司通过受让股权和增资的方式最终持有 HCP63.75%的股权，公司实际控制人将发生变更。

CDL 作为一家国际化房地产集团，业务范围遍及全球 29 个国家和地区。作为新加坡市值最大的上市公司之一，在全球超过 100 个城市持有稳定收益和地域多元化的资产组合，产业类型涵盖住宅、办公、酒店、酒店式公寓、综合发展项目及购物中心。截至 2019 年末，CDL 资产总额 232 亿新币、归母净资产 105 亿新币。CDL 入股公司后，有望在强化公司治理、提供资金支持、拓宽融资渠道、降低融资成本等方面为公司提供支持。

7. 经营关注

（1）2019 年，受大单销售减少影响，公司协议销售金额负增长，在市场份额、信贷资源等向头部企业集中的强者恒强行业格局下，公司在资金资源开发能力等综合实力较大型房产企业尚存差距，未来经营发展仍面临压力。

（2）从过往公司销售情况来看，公司待售面积需通过 6~8 年去化，且住宅占比低，需关注公司项目去化及未来销售目标完成情况。

（3）公司在建、拟建项目尚需投资金额较大，面临资金支出压力。

（4）相较于租金规模，投资性房地产的评估价值存在高估可能；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。

8. 未来发展

公司未来发展思路清晰明确。

未来一年，公司将以高周转项目为主导，聚焦符合集团 ROE 指标和能够提供现金流贡献的项目。同时通过自身原有商业产业资源整合能力，以及对商业地产、产业地产的开发及经营能力，获取高利润/高质量的勾地项目作为辅助。区域布局方面，公司将以成渝城市群和长三角城市群为根本进行深耕，以大湾区城市群和环渤海城市群作为核心进行突破，实施立足根本、聚焦区域的战略布局。运营和管理方面，公司将通过打造“投融运”铁三角机制，提高投资决策力（决策效率、决策质量）；同时将融资、定位、设计、报建、团队、招采工作前置，打造能够满足高周转需求的工作机制；另一方面，通过对外合作，寻找战略同路人，设立开放式的协同合作机制，整合内外部资源。

六、财务分析

公司2019年财务报表经信永和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。截至2019年底，公司纳入合并范围的控股子公司212家，较年初增加合并单位67家，减少合并单位24家。于2019年3月31日，公司非同一控制下企业合并启迪协信科技城；2019年启迪协信科技城实现营业收入15.07亿元，净利润2.63亿元；截至2019年底启迪协信科技城总资产273.63亿元。公司合并范围存在一定变动，但公司主营业务连续，财务数据可比性尚可。

截至2019年末，公司合并资产总额927.94亿元，负债合计739.02亿元，所有者权益188.92亿元，其中归属于母公司所有者权益160.55亿元。2019年，公司实现营业收入121.81亿元，净利润9.50亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润7.72亿元；经营活动产生的现金流量净额3.64亿元，现金及现金等价物净增加额-6.22亿元。

1. 资产质量

公司资产构成仍以流动资产为主；流动资产中货币资金规模偏小，存货和其他应收款占比较高，其他应收款规模较大且存在较大规模关联方资金占用；非流动资产中投资性房地产占比较大，投资性房地产评估增值率较高；公司资产受限程度高。整体看，公司资产质量较为一般。

截至2019年末，公司合并资产总额927.94亿元，较年初增长12.46%，流动资产和非流动资产均有所增长。其中，流动资产占60.82%，非流动资产占39.18%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至2019年末，公司流动资产564.36亿元，较年初增长13.92%，主要系存货增长所致。公司流动资产主要由其他应收款（占24.86%）和存货（占67.73%）构成。

截至2019年末，公司货币资金24.67亿元，较年初下降18.55%，主要系偿还到期债务所致；其中现金占比0.04%，银行存款占比44.24%，其他货币资金占比55.71%。其他货币资金13.75亿元主要系按揭保证金、预售监管资金等，其中受限金额为6.18亿元；银行存款中因司法冻结受限金额为636.03万元。相较于公司体量和项目开发规模，货币资金规模偏小。

截至2019年末，公司其他应收款（合计）140.31亿元，较年初下降0.58%，较年初变化不大；其中应收利息0.17亿元，其他应收款140.14亿元；其他应收款主要包括关联方往来款（占比62.41%）和其他单位往来款（占比32.96%），累计计提坏账准备1.41亿元，计提比例0.99%；其中非经营性往来款27.56亿元，占比19.67%；公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用，且非经营性往来款占比较高，公司财务独立性可能受到一定影响。

截至2019年末，公司存货382.23亿元，较年初增长23.01%，主要系开发成本增多所致；存货主要由开发成本（占比74.22%）和开发产品（占比25.77%）构成，累计计提跌价准备537.79万元，计提比例较低；公司存货主要分布于重庆等二线城市，存货区域布局合理，但开发产品占比较高，需关注其去化情况和跌价风险。

表 10　截至 2019 年底存货中开发产品前五大项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目业态	竣工时间	账面价值
重庆总部城	办公	2019 年	11.95
星澜汇	住宅、商业	2019 年	8.86
镇江太古山	公寓、商业	2019 年	8.47
无锡协信中心	公寓、商业	2014 年	5.87
永川·古镇	商业	2018 年	5.29
合计	--	--	**40.44**

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司非流动资产363.57亿元，较年初增长10.25%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占11.98%）、投资性房地产（占74.33%）和递延所得税资产（占5.09%）构成。

截至2019年末，公司长期股权投资43.54亿元，较年初下降3.48%，主要系将启迪协信科技城并入合并范围所致。

截至2019年末，公司投资性房地产270.23亿元，较年初增长9.24%，主要系合并范围增加和公允价值变动所致。投资性房地产累计实现增值167.99亿元，累计增值率164.30%，增值率很大；2019年，公司实现租赁收入3.42亿元，占期末公允价值的1.27%，相较于租金规模，投资性房地产的评估价值存在高估可能；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，公司递延所得税资产18.51亿元，较年初增长29.78%，主要系可弥补亏损增多所致。

截至2019年底，公司受限资产合计476.24亿元；其中，投资性房地产246.13亿元，固定资产14.49亿元，货币资金6.24亿元，存货209.38亿元；受限资产占总资产的51.32%；此外公司子公司股权质押规模很大，公司资产受限程度高。

表 11　截至 2019 年底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
长沙远宏房地产开发有限公司	13.81	8.59	80.00	100.00	股权质押融资
青岛协信远海置业有限公司	7.42	0.01	91.97	67.38	股权质押融资
无锡协信远信房地产开发有限公司	50.88	11.17	100.00	100.00	股权质押融资
镇江协信房地产开发有限公司	31.59	1.28	100.00	100.00	股权质押融资
北京协信远征置业有限公司	5.85	--	100.00	100.00	股权质押融资
上海协信远定房地产开发有限公司	48.35	0.13	100.00	100.00	股权质押融资
上海远运投资管理有限公司	37.42	0.37	100.00	100.00	股权质押融资
上海磐胤实业发展有限公司	8.18	0.03	100.00	100.00	股权质押融资
上海远瀚房地产开发有限公司	10.61	0.00	100.00	100.00	股权质押融资
成都国泰君实房地产开发有限公司	7.23	--	90.00	100.00	股权质押融资
成都骏洋房地产开发有限公司	1.94	--	100.00	100.00	股权质押融资
成都住总骏洋房地产开发有限公司	10.10	--	100.00	100.00	股权质押融资
上海澜林房地产开发有限公司	9.03	--	100.00	100.00	股权质押融资
四川东博置业有限公司	18.27	1.66	100.00	100.00	股权质押融资
重庆协信远浩房地产开发有限公司	36.46	3.42	100.00	100.00	股权质押融资
重庆远域房地产开发有限公司	53.02	15.38	100.00	100.00	股权质押融资
重庆远轩房地产开发有限公司	35.35	5.72	100.00	100.00	股权质押融资
重庆远沛房地产开发有限公司	32.62	12.00	100.00	100.00	股权质押融资
重庆远涞投资管理有限公司	4.77	--	100.00	100.00	股权质押融资
重庆远清房地产开发有限公司	20.20	10.91	100.00	100.00	股权质押融资
重庆远注企业管理咨询有限公司	6.28	0.21	100.00	100.00	股权质押融资
重庆置尚实业有限公司	67.53	0.75	70.00	100.00	股权质押融资
重庆新置尚酒店管理有限公司	0.63	0.75	100.00	100.00	股权质押融资
重庆协信远达商业投资发展有限公司	16.75	--	100.00	100.00	股权质押融资

协信地产（中国）有限公司	11.56	0.09	100.00	100.00	股权质押融资
启迪协信（天津南开）科技城开发有限公司	87.90	--	65.00	100.00	股权质押融资
郑州启迪东龙科技发展有限公司	26.09	0.08	70.00	100.00	股权质押融资
合计	**659.86**	**72.54**	--	--	--

资料来源：公司债券年报

2. 负债及所有者权益

公司负债结构中流动负债占比有所上升；公司债务负担较重，短期债务占比偏高，短期偿付压力大；所有者权益中未分配利润占比仍高，权益稳定性较为一般。

截至2019年末，公司负债总额739.02亿元，较年初增长12.87%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占62.19%，非流动负债占37.81%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至2019年末，公司流动负债459.60亿元，较年初增长40.09%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占9.83%）、应付账款（占9.86%）、其他应付款（占23.58%）、预收款项（占22.55%）和一年内到期的非流动负债（占28.94%）构成。

截至2019年末，公司短期借款45.19亿元，较年初增长17.28%；其中质押借款占比56.94%，抵押借款占比19.66%，保证借款占比11.33%，信用借款占比12.06%。截至2019年末，公司应付账款45.31亿元，较年初增长16.41%。截至2019年末，公司预收款项103.63亿元，较年初增长2.88%，变化不大。截至2019年末，公司其他应付款108.38亿元，较年初增长156.56%，主要系启迪协信科技城纳入合并范围导致单位往来款大幅增多所致；其中单位往来款占比71.13%，其他占比21.66%（其中关联方借款14.08亿元，主要为合作项目合作方股东投入款，按项目回款进度还款，按实际资金占用时间计息，未计入债务）、非金融机构借款占比3.23%（已计入短期债务）。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债132.99亿元，较年初增长46.06%。

截至2019年末，公司非流动负债279.42亿元，较年初下降14.47%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占58.02%）、应付债券（占17.52%）和递延所得税负债（占20.72%）构成。

截至2019年末，公司长期借款162.11亿元，较年初下降26.59%；其中质押借款占比2.41%，抵押借款占比87.30%，保证借款占比7.46%，信用借款占比2.84%。截至2019年末，公司应付债券48.96亿元，较年初下降11.67%。截至2019年末，公司递延所得税负债57.89亿元，较年初增长14.79%，主要系非同一控制企业合并资产评估增值造成的应纳税暂时性差异增长所致。

表 12　截至 2020 年 5 月底公司存续债券明细（单位：亿元）

债券名称	发行规模	当前余额	起息日期	到期日期	下一回售行权日
16协信03	20.00	6.52	2016-03-17	2021-03-17	--
16协信05	12.60	5.61	2016-05-12	2021-05-12	--
16协信06	10.00	8.38	2016-07-14	2021-07-14	--
16协信08	5.40	5.40	2016-09-27	2021-09-27	--
18协信01	7.10	4.44	2018-03-09	2021-03-09	--
18协信03	14.00	14.00	2018-10-26	2020-10-26	--
合计	**69.10**	**44.35**	--	--	--

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司全部债务397.80亿元，较年初下降2.98%，主要系偿还到期债务所致。其

中，短期债务占46.94%，长期债务占53.06%，短期债务占比偏高。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79.64%、67.80%和52.77%，较年初分别上升0.29个百分点、下降2.85个百分点和下降9.08个百分点。公司债务负担较重。从全部债务期限分布情况看，公司债务在2年以内到期部分规模较大，债务结构有待改善；相较于公司货币资金规模，短期偿付压力大。

表 13　截至 2019 年底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	其他应付款中的非金融机构借款	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	45.19	5.28	3.27	132.99	--	--	**186.73**
1~2 年	--	--	--	--	46.64	32.94	**79.58**
2~3 年	--	--	--	--	9.47	16.02	**25.49**
3~4 年	--	--	--	--	2.00	--	**2.00**
4 年以上	--	--	--	--	103.99	--	**103.99**
合计	**45.19**	**5.28**	**3.27**	**132.99**	**162.11**	**48.96**	**397.80**

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司所有者权益合计188.92亿元，较年初增长10.88%，主要系未分配利润和少数股东权益增多所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为84.99%，少数股东权益占比为15.01%。归属于母公司所有者权益160.55亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占1.97%、14.28%、21.06%和62.58%。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。

3. 盈利能力

2019年，公司收入和利润规模有所增长；营业利润对投资收益和公允价值变动收益依赖很高；若扣除投资收益和公允价值变动收益，公司营业利润呈现持续亏损状态；公司整体盈利能力有待提高。

2019年，公司实现营业收入121.81亿元，较上年增长33.17%，主要系竣工交付面积增多以及完成非同一控制下企业合并收购启迪协信科技城所致。2019年，公司净利润9.50亿元，较上年增长18.46%；其中归属于母公司所有者的净利润7.72亿元。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为30.98亿元，较上年增长32.29%，主要系财务费用增多所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为17.07%、22.76%和60.17%，以财务费用为主。其中，销售费用为5.29亿元，较上年增长27.52%，主要系销售代理费等增多所致；管理费用为7.05亿元，较上年增长11.19%，主要系职工薪酬等增多所致；财务费用为18.64亿元，较上年增长44.17%，主要系利息支出增多所致。

2019年，公司实现投资收益8.29亿元，较上年增长10.87%，主要系非同一控制下合并确认投资收益和处置长期股权投资产生的投资收益增多所致；投资收益占营业利润比重为84.44%，对营业利润影响较大。2019年，公司实现公允价值变动收益9.92亿元，全部为按公允价值计量的投资性房地产公允价值变动损益，同比增长17.71%；公允价值变动收益占营业利润的101.09%，对营业利润影响很大。若扣除投资收益和公允价值变动收益，公司营业利润呈现持续亏损状态。

2019年，公司营业利润率为18.85%，较上年下降0.66个百分点，较上年变化不大。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5.38%、3.96%和5.29%，较上年分别上升1.34个百分点、上升0.61个百分点和上升0.55个百分点。整体看，公司盈利能力仍有待提高。

4. 现金流

2019年，公司经营活动现金流延续净流入；伴随处置子公司收回现金和对外投资支付的现金减少，投资活动现金流转为净流入；公司偿还较大规模债务，筹资活动现金流转为净流出。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入156.27亿元，同比增长14.66%，主要系收到其他与经营活动有关的现金增多（主要为关联方及其他单位往来款、利息收入等）所致；经营活动现金流出152.63亿元，同比增长14.09%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增多所致。2019年，公司经营活动现金净流入3.64亿元，同比增长44.96%。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入43.12亿元，较上年增长566.05%，主要系处置子公司收回现金增多所致；投资活动现金流出10.75亿元，较上年下降71.12%，主要系投资支付的现金减少所致。2019年，公司投资活动现金净流入32.37亿元，由净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入336.57亿元，较上年增长39.30%，主要系取得借款收到的现金增多所致；筹资活动现金流出378.80亿元，较上年增长58.45%，主要系偿还债务支付的现金增多所致。2019年，公司筹资活动现金净流出42.23亿元，由净流入转为净流出。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力指标弱，长期偿债能力指标有所改善，但偿债能力仍弱；此外，公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。考虑到公司开发能力较强，随着未来在建项目的销售，公司收入及利润水平有望增长，公司偿债能力有望得到提升，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，公司流动比率与速动比率分别由年初的1.51倍和0.56倍分别下降至1.23倍和下降至0.40倍，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至2019年末，公司现金短期债务比由年初的0.23倍下降至0.13倍，现金类资产对短期债务的保障程度很弱。整体看，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司 EBITDA 为35.24亿元，较上年增长31.31%。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占62.13%）、利润总额（占36.36%）构成。2019年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的0.85倍下降至0.81倍，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可；公司 EBITDA 全部债务比由上年的0.07倍上升至0.09倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力有待提升。

截至2019年底，公司已经取得的金融机构综合授信额度625.98亿元，其中剩余额度315.43亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2019年底，公司对外担保总额44.99亿元，占净资产的23.81%；被担保企业主要为联营公司、联营公司子公司以及实际控制人控制的其他企业。公司对外担保规模较大，若未来被担保企业经营不善，公司可能存在较大的代偿风险。

表 14　截至 2019 年底公司为其他单位提供担保情况

被担保方	被担保方与公司关系	担保金额（万元）	起始日期	到期日
重庆新远同实业有限公司	联营公司	48,000.00	2019/3/7	2024/2/25
重庆瑞孚和房地产开发有限公司	实际控制人控制的其他企业	83,900.00	2017/2/16	2027/1/24

青岛南信城投置业有限公司	联营公司子公司	33,500.00	2019/11/20	2021/12/23
青岛金恒力置业有限公司	联营公司子公司	14,400.00	2016/4/29	2021/4/26
重庆富城资产管理有限公司	实际控制人控制的其他企业	30,000.00	2018/12/24	2023/12/24
中山市卓茂盈胜房地产开发有限公司	实际控制人控制的其他企业	44,200.00	2018/10/30	2021-09-20
郑州金融岛建设发展集团有限公司	联营公司	5,233.60	2019/4/18	2022/4/12
郑州金融岛建设发展集团有限公司	联营公司	33,000.00	2018/4/20	2021/4/20
郑州金融岛建设发展集团有限公司	联营公司	19,357.31	2019/6/28	2022/6/27
郑州仁保置业有限公司	联营公司子公司	23,333.33	2018/12/3	2021/12/6
无锡启迪协信远润房地产开发有限公司	联营公司	60,000.00	2019/10/21	2020/10/20
启迪协信博科科技园发展（苏州）有限公司	联营公司	23,000.00	2018/9/4	2024/8/15
郑州协金置业有限公司	联营公司子公司	32,000.00	2019/8/16	2021/7/14
合计		**449,924.24**	--	--

资料来源：公司审计报告

根据公司提供的人民银行征信报告，截至2020年5月12日，公司未结清业务中无不良和关注类信贷信息记录；已结清业务中，不良类账户数2，关注类账户数1，均已结清。

未决诉讼方面，公司子公司四川东博置业有限公司（以下简称“四川东博”）与四川省第一建筑工程有限公司（以下简称“四川第一建筑”）于2014年7月签订《海德名邸一期工程施工补充合同》，约定由四川第一建筑承建四川东博发包的“海德名邸一期工程”项目，又名“协信天骄城”。由于四川东博资金及单独分包工程进场晚等原因，项目多次停工。之后双方先后达成《海德名邸一期工程施工补充协议》《海德名邸一期工程施工补充合同之补充协议二》确认索赔款1,402.66万元及复工增加费156.36万元，双方于2019年5月17日就2018年7月30日前的产值办理结算，结算金额为9,765.97万元（不含前两次索赔款项），2019年6月21日项目竣工验收合格。四川第一建筑于2019年6月26日向成都市青白江区人民法院提起诉讼，请求1、四川东博立即支付所欠工程款2,174.45万元及延期支付工程款利息118.86万元（自应付款之日起按银行同期贷款利率暂计至2019年6月30日，最后以实际支付完工程款时间为止），以上暂计2,293.31万元；2、请求贵院判决确认四川第一建筑对“海德名邸一期”工程享有优先受偿权；3、本案的诉讼费、保全费等费用由四川东博承担。截止目前为法院庭外和解阶段，双方就结算金额达成一致，四川第一建筑已就竣工备案资料盖章，四川东博及时跟进法院进度及后续支付。

7. 母公司财务分析

2019 年，公司母公司资产和负债规模均有所增长；母公司收入规模小，受财务费用较高等因素影响，母公司净利润为负。

截至 2019 年底，公司母公司资产规模 340.55 亿元，较年初增长 19.71%，主要系其他应收款增多所致；母公司资产主要由其他应收款（占比 76.20%）和长期股权投资（占比 22.99%）构成。母公司货币资金 821.87 万元。

截至 2019 年底，公司母公司负债规模 278.03 亿元，较年初增长 26.42%，主要系其他应付款增多所致；母公司负债主要由短期借款（占 6.66%）、其他应付款（占 49.29%）、一年内到期的非

流动负债（占 5.40%）、长期借款（占 16.22%）和应付债券（占 17.61%）构成。

截至 2019 年底，公司母公司所有者权益 62.52 亿元，较年初减少 3.15%，主要系未分配利润减少所致；其中实收资本占 5.05%，资本公积占 48.78%，盈余公积占 0.10%，未分配利润占 46.06%。

2019 年，公司母公司营业收入 1.05 亿元；实现净利润-2.03 亿元，亏损主要系财务费用较高所致。

2019 年，公司母公司经营活动产生的现金流量净额为 19.35 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 5.55 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-25.30 亿元。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019年底，公司现金类资产24.82亿元，约为“16协信03”“16协信05”“16协信06”和“16协信08”债券余额（25.90亿元）的0.96倍，现金类资产对“16协信03”“16协信05”“16协信06”和“16协信08”债券余额的覆盖程度尚可；净资产188.92亿元，约为“16协信03”“16协信05”“16协信06”和“16协信08”债券余额（25.90亿元）的7.29倍，净资产对“16协信03”“16协信05”“16协信06”和“16协信08”债券余额的覆盖程度较好。

从盈利情况来看，2019年，公司 EBITDA 为35.24亿元，约为“16协信03”“16协信05”“16协信06”和“16协信08”债券余额（25.90亿元）的1.36倍，EBITDA 对“16协信03”“16协信05”“16协信06”和“16协信08”债券余额的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，2019年，公司经营活动产生的现金流入156.27亿元，约为“16协信03”“16协信05”“16协信06”和“16协信08”债券余额（25.90亿元）的6.03倍，经营活动现金流入量对“16协信03”“16协信05”“16协信06”和“16协信08”债券余额的覆盖程度较好。

综合以上分析，并考虑到公司在品牌、开发能力、资产和权益规模等方面具有优势，公司对“16协信03”“16协信05”“16协信06”和“16协信08”债券的偿还能力很强。

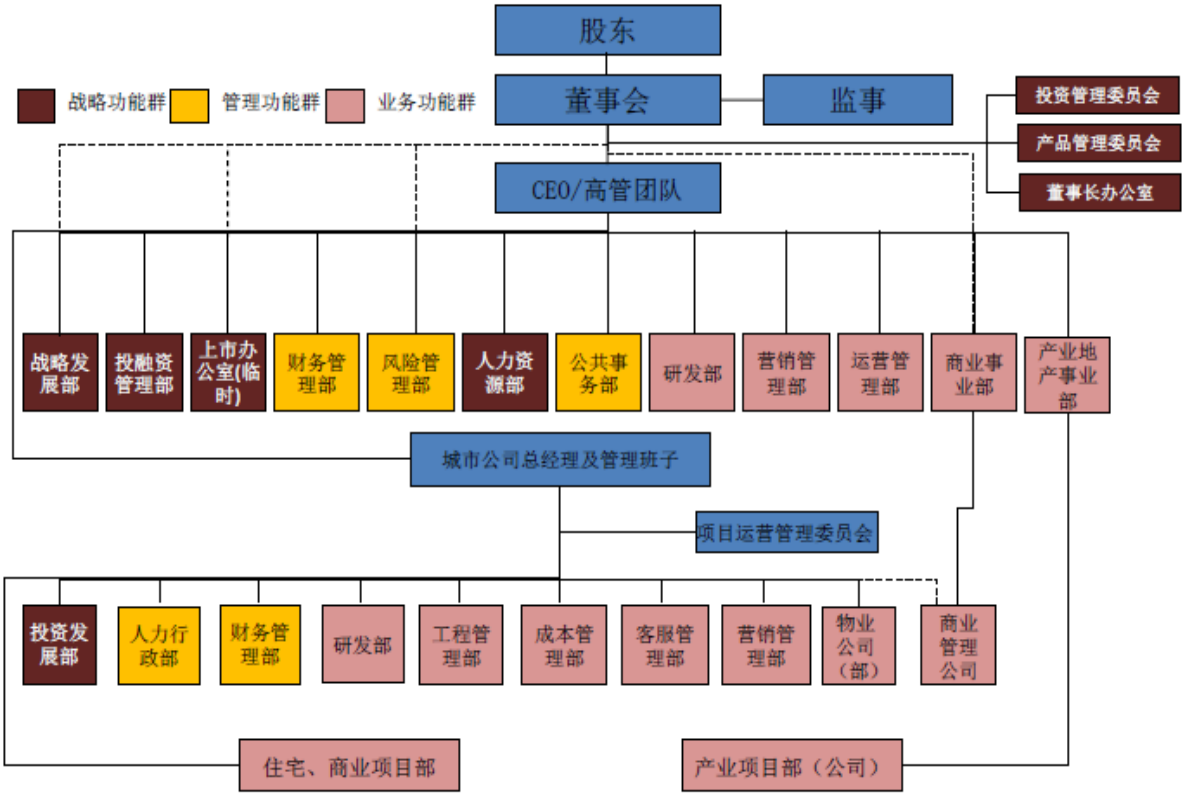
八、综合评价

2019年，公司销售规模保持平稳，协议销售面积有所增加；公司项目储备以二线城市为主，区域布局良好，且整体项目储备成本较低。同时联合评级也关注到公司2019年协议销售金额负增长、货币资金规模偏小且流动性紧张、在建项目未来资本支出压力大、债务负担较重、对外担保规模较大、利润对公允价值变动收益较为依赖等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

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信用等级为AA，评级展望维持“稳定”；同时维持“16协信03”“16协信05”“16协信06”和“16协信08”的债项信用等级为AA。

附件1　截至2019年底重庆协信远创实业有限公司组织架构图



附件2 重庆协信远创实业有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	752.22	825.16	927.94
所有者权益（亿元）	168.37	170.37	188.92
短期债务（亿元）	121.58	133.77	186.73
长期债务（亿元）	267.66	276.26	211.07
全部债务（亿元）	389.24	410.02	397.80
营业收入（亿元）	94.53	91.47	121.81
净利润（亿元）	1.80	8.02	9.50
EBITDA（亿元）	14.21	26.84	35.24
经营性净现金流（亿元）	5.72	2.51	3.64
流动资产周转次数(次)	0.22	0.19	0.23
存货周转次数（次）	0.29	0.24	0.27
总资产周转次数（次）	0.14	0.12	0.14
现金收入比率（%）	118.26	143.94	102.99
总资本收益率（%）	2.14	4.04	5.38
总资产报酬率（%）	2.01	3.35	3.96
净资产收益率（%）	1.21	4.74	5.29
营业利润率（%）	11.87	19.51	18.85
费用收入比（%）	17.49	25.60	25.43
资产负债率（%）	77.62	79.35	79.64
全部债务资本化比率（%）	69.80	70.65	67.80
长期债务资本化比率（%）	61.39	61.85	52.77
EBITDA 利息倍数（倍）	0.50	0.85	0.81
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.07	0.09
流动比率（倍）	1.68	1.51	1.23
速动比率（倍）	0.65	0.56	0.40
现金短期债务比（倍）	0.49	0.23	0.13
经营现金流动负债比率（%）	2.12	0.76	0.79
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.55	1.04	1.36

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。
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	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本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。