

# 信用评级公告

联合〔2021〕3417号

联合资信评估股份有限公司通过对中国国际贸易中心股份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，确定维持中国国际贸易中心股份有限公司主体长期信用等级为AAA，维持“19国贸01”的信用等级为AAA，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:

李心建

二〇二一年五月二十四日

# 中国国际贸易中心股份有限公司公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

## 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国国际贸易中心股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
19 国贸 01	AAA	稳定	AAA	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 国贸 01	5 亿元	5 亿元	2024/09/26

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，“19 国贸 01”期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，2022 年 9 月 26 日为行权日，2024 年 9 月 26 日到期。

评级时间：2021 年 5 月 24 日

## 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司房地产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		AAA
	评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	C	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		1
			企业管理		2
			经营分析		3
			财务风险	F1	资产质量
现金流	盈利能力		3		
	现金流量		2		
	资本结构		2		
偿债能力		1			
调整因素和理由					调整子级
自持物业规模大，区位好，增值空间大					+2

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

2020 年，中国国际贸易中心股份有限公司（以下简称“公司”或“中国国贸”）作为中国国际贸易中心的运营主体，在区域环境、行业地位和品牌知名度等方面仍具备很强的竞争优势。公司业务稳定性强，资产质量良好，流动性充裕；债务负担轻且债务结构合理。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到区域写字楼租赁市场竞争仍很激烈，公司物业仍较集中于北京 CBD 区域，不利于分散风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着国贸公寓装修改造完成后重新投入运营，公司收入有望得到补充，整体竞争力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 国贸 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

## 优势

- 公司在区域环境、行业地位和品牌知名度等方面仍具备很强的竞争优势。公司作为北京市地标性建筑中国国际贸易中心的运营实体，在区域环境、行业地位和品牌知名度上仍具备很强的竞争优势。
- 公司业务稳定性强。2020 年公司办公楼和商场出租业务收入基本保持稳定，体现了良好的抗风险能力。
- 公司资产质量良好，流动性充裕。2020 年，公司投资性房地产以成本模式计量，升值潜力大；公司货币资金规模大，经营活动现金流充沛。
- 公司债务负担轻，债务结构合理。截至 2020 年底，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 33.70% 和 24.92%，处于很低水平；有息债务主要为长期债务，集中偿债压力一般。

## 关注

- 供给过剩导致北京市写字楼空置率持续走高，同时区域内写字楼租赁市场竞争仍很激烈。北京市其他商务区及 CBD 商务区新增较大规模的优质写字楼，将对公司现有租户形成分流，公司写字楼业务面临的竞争压

分析师：杨 栋

宋莹莹

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

力有所加大。

## 2. 跟踪期内，公司物业仍较集中于北京 CBD 区域，不利于分散风险。

### 主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.43	12.12	18.56	22.43
资产总额(亿元)	110.93	118.02	120.90	123.68
所有者权益(亿元)	69.22	75.73	80.16	82.54
短期债务(亿元)	5.00	0.00	0.17	0.24
长期债务(亿元)	21.80	26.63	26.44	26.44
全部债务(亿元)	26.80	26.63	26.61	26.68
营业收入(亿元)	31.71	35.30	30.98	8.39
利润总额(亿元)	10.36	13.01	11.05	3.17
EBITDA(亿元)	16.58	19.21	17.25	--
经营性净现金流(亿元)	14.45	15.37	14.07	4.81
营业利润率(%)	42.48	44.34	43.20	44.95
净资产收益率(%)	11.20	12.85	10.31	--
资产负债率(%)	37.60	35.83	33.70	33.27
全部债务资本化比率(%)	27.91	26.02	24.92	24.43
流动比率(%)	47.95	109.71	166.62	191.46
经营现金流动负债比(%)	72.57	98.13	98.33	--
现金短期债务比(倍)	1.09	/	108.12	95.41
EBITDA 利息倍数(倍)	10.91	15.45	14.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.62	1.39	1.54	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	108.45	115.25	117.80	120.96
所有者权益（亿元）	68.80	75.26	79.77	82.15
全部债务(亿元)	26.80	26.63	26.61	26.68
营业收入(亿元)	29.46	32.37	28.58	7.62
利润总额(亿元)	10.21	12.90	11.08	3.17
资产负债率(%)	36.56	34.70	32.29	32.09
全部债务资本化比率(%)	28.03	26.14	25.02	24.51
流动比率(%)	38.79	106.76	177.68	205
经营现金流动负债比(%)	79.04	113.68	119.63	--

注：公司 2021 年一季度财务报表未经审计

资料来源：公司财务报告、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
19 国贸 01	AAA	AAA	稳定	2020/6/12	罗星驰 王彦	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	<a href="#">阅读原文</a>
19 国贸 01	AAA	AAA	稳定	2019/8/22	罗星驰 王彦	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	<a href="#">阅读原文</a>
14 国贸 01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2014/4/22	金磊 钟月光	--	<a href="#">阅读原文</a>
05 国贸债	AAA	AAA	稳定	2005/7/12	张驰 朱 海峰	--	<a href="#">阅读原文</a>

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国际贸易中心股份有限公司（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：

杨博

宋莹莹



联合资信评估股份有限公司

# 中国国际贸易中心股份有限公司公开发行公司债券 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”）关于中国国际贸易中心股份有限公司（以下简称“公司”或“中国国贸”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、企业基本情况

公司是经原国家体改委体改生（1997）第 161 号文批准，由中国国际贸易中心有限公司（以下简称“国贸有限公司”）独家发起设立的股份有限公司。经中国证券监督管理委员会批准，公司于 1999 年 1 月向社会公众发行股票，并于 1999 年 3 月在上海证券交易所上市交易，股票简称“中国国贸”，股票代码“600007.SH”。2006 年 4 月，公司完成股权分置改革，并于 2006 年 10 月向国贸有限公司完成了非公开发行股票。

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本为 10.07 亿元，控股股东国贸有限公司持股比例为 80.65%，公司实际控制人为中国世贸投资有限公司和嘉里兴业有限公司，公司股权结构见附件 1。

截至 2021 年 3 月底，公司股东未将持有的公司股权进行质押。

2020 年，公司仍主要从事商务服务设施的投资、经营和管理，包括高档甲级写字楼、商城、公寓等设施的出租及管理，高档酒店经营，大型展览及配套服务、停车设施服务等。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 120.90 亿元，所有者权益 80.16 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 30.98 亿元，利润总额 11.05 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 123.68 亿元，所有者权益 82.54 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）；2021 年 1—3 月，公司

实现营业收入 8.39 亿元，利润总额 3.17 亿元。

公司注册地址：北京市建国门外大街 1 号；  
法定代表人：林明志。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 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，并在付息日正常付息。债券期限 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行票面利率为 3.65%，每年付息一次。

表 1 截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
19 国贸 01	5.00	5.00	2019/09/26	5 (3+2) 年

注：下一回售日 2022/09/26

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。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90% 和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，

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。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的

外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

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、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，2016-2017 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

**投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。**2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80% 和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，

对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

**工业企稳回升，服务业持续改善。**2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60% 和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务

业的冲击较大之故。

**居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。**2020年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨10.60%，涨幅比上年回升1.40个百分点；非食品价格上涨0.40%，涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI（不包括食品和能源）温和上涨0.80%，涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

**社会融资规模增量逐季下降，M2增速显著上升。**截至2020年底，社会融资规模存量284.83万亿元，同比增长13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020年新增社会融资规模34.86万亿元，比上年多增9.29万亿元。分季看，各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至2020年底，M2余额218.68万亿元，同比增长10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期M1余额62.56万亿元，同比增长8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

**财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。**2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿元，同比增长

16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

**就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。**2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020年我国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理**

适度。2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

## 五、行业及区域经济环境

公司主要从事商务服务设施的投资、经营与管理，其中以写字楼为主的物业租赁收入占公司营业收入比重较高，属于房地产行业细分行业中的商业地产行业，受房地产行业整体运行情况、行业政策影响较大。公司业务主要分布在北京市内，受北京市商业租赁市场整体环境影响较大。

### 1. 行业概况

**商业地产行业作为房地产行业的子行业，主要受到资金成本和经济增速的推动。2017年**

**以来随着部分地区市场饱和，商业地产投资增速有所放缓，但2020年投资增速呈现企稳回升态势，办公楼开发投资增速回升较显著。**

商业地产一般是指按照用途划分用于商业用途的房地产产品。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等，狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。

2017年，随着部分地区市场逐渐饱和，商业地产投资增速有所放缓。2018年，商业地产投资增速进一步放缓，全年商业不动产投资额、新开工面积、销售规模等主要指标较2017年均出现下降。其中，2018年商业营业用房投资完成额为1.42万亿元，同比下降9.42%；写字楼开发投资完成额0.60亿元，同比下降11.30%。

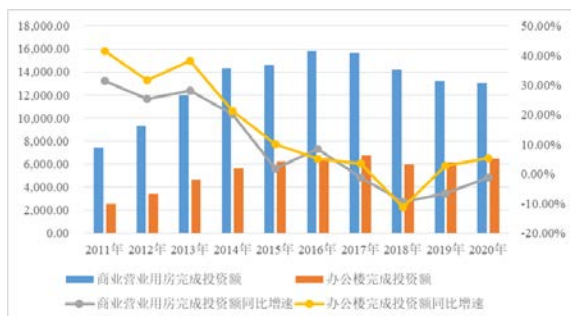
2019年商业营业用房完成投资额1.32万亿元，同比下降6.65%，投资规模进一步下降，占当年全国房地产行业投资完成总额的10.00%。办公楼开发投资完成额0.62万亿元，同比增长2.76%，实现小幅增长，占当年全国房地产行业投资完成总额的4.66%。

2020年，全国商业营业用房开发投资完成额1.31万亿元，同比下降1.13%，投资规模下降幅度趋于平缓，其规模占当年全国房地产行业投资完成总额的9.24%。办公楼开发投资完成额0.65万亿元，同比增长5.38%，延续上年反弹趋势且增幅有所放大。商业地产开发投资呈现企稳回升态势，其中办公楼的投资回升较为显著。

2021年1—2月，全国商业营业用房开发投资完成额同比增长27.81%，办公楼开发投资完成额同比增长22.79%，增幅较大主要系2020年1—2月受新冠肺炎疫情疫情影响所致，可比性不大。



图1 2011—2020年全国办公楼和商业营业用房完成投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

从开发模式上看，相对于住宅物业，商业物业具有自身的特点。物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同；商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，因此在规划设计上在考虑未来物业形象和定位的时候，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，因此商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从资金来源上看，商业物业开发过程中预售节点往往较晚，因此除了可以采用开发贷款和信托借款外，还会采用预租、股权融资、债务融资等多种不同方式满足资金需求。从建成后的资金回笼情况看，商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，因此会产生多种如REITs的新兴融资渠道，以降低开发商的资金压力。

商业地产的经营模式主要分为出租模式、出售模式和租售结合模式。其中出租模式主要指商业物业由开发商自行进行市场培育、招商运营，通过良好的运营和管理提升商业物业的价值，并承担经营风险。这种模式下，商业物业的管理统一，能够更好的进行物业的定位、提升物业价值，未来可以获取稳定的租金收益。但此模式资金投入量大，经营风险较高，对开发商的设计、规划、运营、管理等综合能力要求较高。

出售模式与出租模式相对，开发商在完成商业物业的建设之后直接销售，能够实现快速资金回笼，资金压力小，不承担物业后续的管理经营责任；但物业销售后产权分散，难以统一管理和经营，往往造成业态组合混乱无序，后期若经营不善极易导致品牌价值和市场影响力逐渐下降等问题。

租售结合模式下，开发商往往持有商业物业的主要部分，并出租给主力店和品牌店，同时销售一小部分商铺。主力店是商业物业的经营主体，起到聚集人气、提升物业经营水平和确立品牌形象的作用，部分商铺的销售有助于开发商平衡现金流，降低自身经营风险。但租售结合的经营模式在一定程度上分散了物业的经营权，开发商、主力店和商铺业主的关系相对复杂，管理难度较高，对后续长期经营形成一定挑战。

## 2. 市场供需

**近年来，商业地产去库存效果有所显现，供求矛盾有所缓解，但整体库存压力依然较大；2019年四季度受宏观经济持续下行影响，写字楼市场需求有所下降，租金亦环比下跌。**

从商业地产供求情况看，近年来，商业营业用房的竣工面积持续高于销售面积，整体上呈现供过于求的态势。2015年以来，由于经济增速放缓，居民购物、娱乐习惯改变导致商业地产景气度下降，开发商对商业营业用房开发增速大幅放缓，供过于求的状况有所缓解。2017年，供过于求的局面开始扭转。2018年，我国商业营业用房竣工面积达11,258.68万平方米，同比下降11.14%；增速较上年下降12.36个百分点。2018年以来，调控政策趋于常态，且购房需求的释放也达到了阶段性瓶颈，我国商业营业用房销售面积11,971.33万平方米，同比下降6.80%，供应过剩压力仍存。2019年，全国商业营业用房竣工面积10,814.18万平方米，同比下降3.95%；商业营业用房销售面积10,172.87万平方米，同比下降15.02%。2020年，全国商业营业用房竣工面积8,620.62万平方米、销售面积9,288.46万平方米，销售面积大于竣工面积，

整体供应过剩的压力有减轻。

从办公楼供求情况看，2018年办公楼竣工面积3,884.04万平方米，同比增下降3.06%，增速较上年下降13.46个百分点；办公楼销售面积4,363.32万平方米，同比下降8.26%，增速较上年下降32.57个百分点。2019年，全国办公楼竣工面积3,923.39万平方米，同比微增1.01%；办公楼销售面积3,722.76万平方米，同比下降14.68%。2020年，全国办公楼竣工面积3,041.59万平方米、销售面积3,334.33万平方米，供需关系小幅扭转。

图2 2011—2020年全国办公楼和商业营业用房供求情况（单位：万平方米、倍）



注：竣工销售比为竣工面积和销售面积的比值，小于1倍说明供不应求，大于1倍说明供大于求

资料来源：Wind，联合资信整理

从全国商业地产的增速来看，2008年之后，由于“四万亿”刺激政策和宽松货币政策的共同作用，我国经济保持较高增长速度，商业地产行业景气度随之提升，2009年和2010年，全国商业营业用房销售面积同比大幅增加24.2%和29.9%，办公楼销售面积同比大幅增长30.8%和21.9%，远超同期GDP增速。随后，由于我国货币政策逐渐转向稳健，经济增速逐步回落，商业地产行业景气度也波动回落，2018年，全国

商业营业用房销售面积和销售金额分别较上年同期下降13.6%和9.4%；办公楼销售面积和销售金额分别同比下降15.70%和6.20%。2019年，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别同比下降15.0%和16.5%，办公楼销售面积和销售金额同比分别下降14.7%和15.1%。2020年，全国商业营业用房销售面积同比下降8.69%，办公楼销售面积同比下降10.43%，降幅均有所收窄，但仍低位运行，需求景气度不高。

图3 2011—2020年全国商业营业用房和办公楼销售面积增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合资信整理

从租金水平和空置率来看，一线城市，尤其是核心商圈，由于人流巨大、新增地块有限，商业地产处于供不应求状态，多年以来优质写字楼和优质零售物业首层租金均保持持续稳步上涨趋势；二线城市零售物业则因供给较多、竞争手段有限，首层租金持续走低。而进入2015年以来，一线城市优质零售物业首层租金断崖式下跌，主要系新增商业物业项目较多、市场供过于求、实体零售业受电商冲击较大等因素所致。根据赢商大数据统计，2020年上半年全国19城964个样本购物中心的平均空置率为8.88%，下半年进一步上升至11.77%，其中一线城市购物中心平均空置率为10.06%、二线城市为12.86%，苏州、福州、武汉、西安和天津等城市购物中心平均空置率处于较高水平。办公楼方面，2020年下半年以来，全国写字楼整体空置率接近30%，一线城市写字楼空置率在20%上下运行，创下近十年来的新高，其中上海和深圳写字楼整体空置率超过25%。

#### 4. 北京市区域经济及写字楼市场概况

2020年，北京市经济运行总体平稳，发展质量不断提升。2020年，北京商业地产投资规模继续下降；受集中供应及新冠疫情叠加影响，优质写字楼竞争压力加大，空置率持续走高，租金水平有所下滑；优质物业零售物业经营受到冲击。

2020年，北京市全年实现地区生产总值36102.6亿元，按可比价格计算，比上年增长1.2%。其中，第一产业增加值107.6亿元，下降8.5%；第二产业增加值5716.4亿元，增长2.1%；第三产业增加值30278.6亿元，增长1.0%。三次产业构成为0.4：15.8：83.8。

2020年，北京市实现工业增加值4216.5亿元，按可比价格计算，比上年增长1.4%。其中，规模以上工业增加值增长2.3%。在规模以上工业中，高技术制造业、战略性新兴产业增加值分别增长9.5%和9.2%；国有控股企业增加值增长2.5%；股份制企业、外商及港澳台企业增加值分别增长1.0%和5.3%。规模以上工业实现销售产值19983.5亿元，增长2.8%。其中，内销产值18427.3亿元，增长1.5%；出口交货值1556.2亿元，增长20.1%。

商业地产投资方面，2020年，受严格的商业地产调控政策及叠加新冠肺炎疫情影响，北京市商业地产投资继续降温，其中办公楼投资下降17.5%，商业营业用房投资下降8.4%。2020年，北京市办公楼和商业营业用房新开工面积分别为130.50万平方米和124.60万平方米，竣工面积分别为242.20万平方米和95.10万平方米，办公楼新开工面积大幅低于竣工面积，办公楼新开工投资意愿下降明显，而商业营业用房因前几年集中竣工，竣工面积小于新开工面积，但新开工规模仍小于2014—2017年。

商业物业运营方面，受集中供应及新冠肺炎疫情疫情影响，2020年，北京市优质写字楼空置率持续走高，租金水平有所下滑。具体看，优质写字楼平均租金411.50元/平方米/月，较上年下降3.8%。截至2020年底，北京市优质写字楼空置率17.9%，较2019年底提升4.1个百分点。

2020年，北京市优质写字楼新增供应量69.3万平方米，其中甲级写字楼市场的供应量约为64.9万平方米，但净吸纳量仅为17.74万平方米；CBD核心区的中服地块和丽泽区域的新项目预计将在2021年全部入市，北京市写字楼竞争压力将持续加大。受疫情影响，北京市优质零售物业整体运营受到冲击，具体看，2020年，北京市优质零售物业首层租金36.2元/平方米/天，较上年下降4.0%。截至2020年底，北京市优质零售物业空置率10.6%，较2019年底提升4.1个百分点。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。公司实际控制人为中国世贸投资有限公司和嘉里兴业有限公司。

### 2. 公司规模及竞争力

**公司自持物业规模较大，位于北京市中央商务区内，地理位置优越，市场知名度高，升值潜力大。**

公司是以自有物业自持租赁及酒店经营为主业的上市公司，核心物业资产为与国贸有限公司共同拥有的中国国际贸易中心（以下简称“国贸中心”）主体建筑群。国贸中心位于北京中央商务区的核心地段，由写字楼、商城、酒店和公寓等高档商业建筑组成，是目前中国乃至全球规模最大、功能最齐全的高档商务服务综合体之一。

截至2021年3月底，公司自持物业建筑面积87.97万平方米，包含写字楼、商城、酒店和公寓等高档商业建筑。国贸中心自开业以来，云集了多家国际知名跨国公司和国际顶级零售店，并承接多项国际、国内会议及大型商务活动，接待了许多国家的国家元首、政府首脑、重要国际组织及其常设机构的负责人以及各国商业巨头和社会知名人士等，并取得了良好的经济效益和社会效益。以中国国际贸易中心为中心的CBD地区，已经成为北京核心的商业集聚区之

一，辐射带动了周边经济的快速发展。

### 3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91110000100027884X），截至2021年5月12日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制度未发生变化；2020年5月，吴相仁先生获任公司总经理，钟荣明先生获任公司副总经理，林南春先生获任公司副总经理；2021年4月，支陆逊先生接替吴相仁先生担任公司总经理。公司高管人员的变动不影响公司的日常管理经营。

2020年5月，吴相仁先生获任公司总经理，钟荣明先生获任公司副总经理，林南春先生获任公司副总经理；根据2021年4月23日公告，支陆逊先生接替吴相仁先生担任公司总经理。

支陆逊先生，1966年出生，研究生学历，工商管理硕士、经济学硕士。支陆逊先生先后在北京航空工艺研究所，国家机电进出口办公室，外经贸部机电进出口司，商务部机电科技产业司、外贸司、产业安全与进出口管制局工作；历任外经贸部机电进出口司副处长、处长，商务部机电科技产业司副司长兼国家机电办副主任，外贸司副司长兼国家机电办副主任、商务参赞（正司级）兼国家机电办副主任，产业安全与进出口管制局局长；2021年4月起担任公司总经理。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

2020年，受新冠肺炎疫情影响，公司对部分物业进行租金和物业管理费减免，酒店业务大幅下滑，公司收入同比有所下降，但盈利水平仍保持较高水平。

公司是以自有物业出租和酒店经营管理为主业的上市公司，营业收入主要来自写字楼、商城、公寓及酒店客房等租金收入。公司自有物业处于北京市中央商务区（CBD）核心区，地理位置优越。

2020年，公司实现营业收入30.98亿元，同比下降12.25%，主要系疫情影响酒店收入减少所致。从收入构成看，2020年，公司营业收入仍主要来自写字楼、商城及酒店板块，收入合计占比90.39%。分板块看，2020年，公司写字楼收入15.07亿元，同比下降4.01%，主要系疫情影响出租率和租金水平下降所致；商城收入9.57亿元，同比变化不大。公寓于2018年4月起停业进行装修改造，2020年9月1日投入运营，产生0.07亿元收入。酒店收入3.36亿元，同比下降49.55%，主要系受疫情影响，酒店在疫情期间的半停业和停业状态所致。其他业务收入同比下降15.65%，主要系新冠疫情影响所致。

毛利率方面，2020年，公司毛利率较上年略有提高，仍保持较高水平。分板块看，2020年，公司写字楼和商城毛利率较上年略有提升；公司酒店毛利率为负值，主要系疫情影响所致。

表3 公司营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年			2021年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
写字楼	15.63	49.28	78.35	15.70	44.46	80.24	15.07	48.66	80.54	3.73	44.45	80.37
商城	6.63	20.91	66.38	9.50	26.91	76.93	9.57	30.89	77.36	2.77	33.05	79.85
公寓	0.14	0.43	17.27	--	--	--	0.07	0.22	-399.27	0.13	1.51	-65.60
酒店	6.62	20.88	7.80	6.66	18.86	7.89	3.36	10.84	-53.84	0.91	10.12	-34.38
其他	2.69	8.50	-31.07	3.45	9.77	-42.09	2.91	9.39	-33.62	0.85	10.88	-27.93
合计	31.71	100.00	51.56	35.30	100.00	53.41	30.98	100.00	53.52	8.39	100.00	54.60

注：1. 尾差系数据四舍五入所致

资料来源：公司提供

2021年1-3月，公司实现营业收入8.39亿元，较上年同期提高14.96%，与2019年同期水平基本持平，主要系随着疫情的控制，各项业务好转所致；毛利率为54.60%，较上年同期提高0.80个百分点。

## 2. 业务运营

公司自持物业全部位于北京市 CBD 核心区，区位优势仍很明显。2020年，公司写字楼和商城经营相对稳定，酒店业务受疫情影响收入大幅下滑。

公司主营业务以写字楼、商场、酒店、公寓出租为主，业务全部位于北京市 CBD 核心区。公司自持物业是开展租赁业务的基础，国贸一期及国贸二期等物业资产投建运营时间较早，国贸三期 A 阶段项目于2010年8月30日全部投入使用，国贸三期 B 阶段项目部分于2016年10月开始陆续投入使用，并于2017年4月全面投入使用。截至2020年底，公司自持物业建筑面积87.97万平方米。

表4 截至2020年底公司主要自持物业基本情况（单位：平方米、车位、房间）

业态	建筑面积	营业面积/车位/房间
写字楼	356248	206576
商城	180460	78926
公寓	80124	46734
停车场及机房	128574	1608个车位
酒店	134244	728间房间
合计	879650	--

注：1. 公司与控股股东国贸有限公司共同投资建设及经营国贸二期，双方的投资分别占该共同控制资产投资总额的70%及30%，上述数据已按照权益比例折算；2. 公寓于2018年4月停业装修改造，2020年9月1日投入运营；3. 因历史原因，国贸一期、国贸二期、国贸公寓及国贸东楼等物业土地使用权归属于国贸有限公司，公司根据协议每年向国贸有限公司支付相关土地使用费用  
资料来源：公司提供

自持物业运营方面，2020年，公司写字楼的平均出租率较上年有所下降，但平均租金仍保持在较高水平；商城的平均租金和平均出租率均稳中有升；公寓装修改造后重新投入时间较短，出租率较低；酒店经营受疫情影响较大，经营业绩明显下滑。

表5 公司物业出租相关情况表

项目	平均租金（元/平方米/月）				平均出租率（%）				
	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月	
写字楼	一期	555	577	586	583	96.3	94.3	91.3	91.1
	二期	526	540	554	547	97.4	98.3	96.2	92.5
	三期 A	697	714	702	689	97.6	96.4	89.1	91.0
	三期 B	678	681	686	703	93.9	91.8	93.2	94.9
	服务式办公楼	558	564	558	565	100.0	100.0	99.8	100
	合计	621	637	637	635	96.7	95.7	92.1	92.2
商城	一期	1399	1584	1644	1942	99.1	97.9	97.7	98.7
	二期	778	947	913	995	91.8	93.2	95.7	97.5
	三期 A	488	548	475	527	96.9	97.9	94.5	95.3
	三期 B	585	592	555	623	87.2	97.4	97.8	99.9
	东楼	1718	1745	1814	2016	47.3	83.9	91.6	99.5
	合计	818	982	986	1126	89.4	94.9	95.8	98.3
公寓	246	--	419	411	36.2	--	8.4	21.4	

注：1. 服务式办公楼位于三期 B 阶段的 23-27 层；2. 平均租金包含租金和物业管理费；3. 平均出租率=累计已出租面积/累计可出租面积  
资料来源：公司年报

### （1）写字楼租赁业务

截至2020年底，公司写字楼物业主要包括国贸一座（属国贸一期部分）、国贸二座（属国

贸二期部分）、国贸大厦 A 座写字楼（属国贸三期 A 阶段）、国贸大厦 B 座写字楼（属国贸三期 B 阶段）以及服务式办公楼，合计建筑面

积约 35.62 万平方米。

截至 2020 年底，公司投入运营的写字楼营业面积约 20.70 万平方米，为保证以合理的租金价格、高效有序地实现空置面积的顺利出租，公司一方面以现有客户资源为立足点，通过内部挖潜，实现了优质客户的扩租；另一方面，把握市场变化趋势，及时调整销售重点，吸引了一批实力雄厚的企业入驻国贸大厦。

2020 年，公司写字楼板块中国贸大厦 A 座写字楼和服务式办公楼平均租金有所回落，但仍保持较高水平；写字楼板块整体出租率有所下降，主要系在经济形势复杂严峻、供需不平衡的市场环境及叠加新冠肺炎疫情影响下，有部分租户提前退租或合约到期不续以及新租放缓和市场需求受到抑制所致。其中，国贸大厦 A 座写字楼出租率下滑 7.3 个百分点至 89.1%。

2021 年 1—3 月，公司写字楼除国贸大厦 B 座写字楼外平均租金均略有下滑，出租率保持相对稳定。

#### (2) 商场租赁业务

公司商场租赁主要集中在国贸一期商城、国贸二期商城、国贸三期 A 阶段商城、国贸三期 B 阶段商城和国贸东楼商城五部分。

截至 2020 年底，公司商城建筑面积约 18.04 万平方米，营业面积约 7.89 万平方米。2020 年，公司商城租金水平除国贸一期商城和国贸东楼商城上涨外均有不同程度下降，其中国贸三期 A 阶段商城平均租金降幅较大，为 13.32%，主要系受新冠疫情影响，公司给予租户不同程度租金优惠，尤其是医疗、电影院等行业享有较长时间的租金优惠所致。出租率方面，除国贸一期商城和国贸三期 A 阶段商城平均出租率略有下滑外，公司商城平均出租率整体持续增长。其中，国贸东楼商城（2018 年 7 月投入使用）出租率较上年增长 7.7 个百分点。

2021 年 1—3 月，商城平均租金和出租率均有所提高，主要系上年受新冠肺炎疫情影响，以及新租、续租租金和提成租金较高所致。其中国贸商城一期和东楼平均租金增幅较快，主要系国际精品租户主要集中在该区域，受新冠肺

炎疫情影响，境外旅游及购物下降，国内奢侈品市场消费旺盛，提成租金增加所致。

#### (3) 公寓租赁业务

公司现有的国贸公寓由南、北两座 30 层高的公寓楼组成，总建筑面积 8.01 万平方米。为进一步提升国贸公寓档次以及市场竞争力，公司于 2018 年 4 月开始对国贸公寓进行整体装修改造，2020 年 9 月 1 日起重新投入运营。2020 年，公司公寓板块产生营业收入 670.16 万元，未来将有望给公司收入带来一定补充。

#### (4) 酒店业务

公司酒店业务全部集中于国贸大酒店和新中国贸饭店。2020 年，公司酒店业务实现收入 3.36 亿元，同比下降 49.55%，主要系受新冠肺炎疫情的影响，疫情期间酒店处于停业或半停业状态所致。

#### (5) 其他业务

公司其他业务主要包括会展业务、物业管理服务和电信增值业务。2020 年，公司其他业务实现收入 2.91 亿元，同比下降 15.65%，主要系受新冠肺炎疫情影响所致。

### 3. 重大投资

#### 国贸公寓装修改造已完成，在 2020 年 9 月投入运营。

为进一步提升国贸公寓档次以及市场竞争力，公司于 2018 年 4 月开始对国贸公寓进行整体装修改造。2020 年 8 月 13 日，国贸公寓装修改造项目取得竣工验收备案，于 2020 年 9 月重新投入运营。项目预计投资 6.1 亿元，2020 年，公司对该项目投资额为 1.0 亿元，截至 2020 年底，累计投资额为 6.2 亿元（按项目建设费用发生额统计，含应付工程款等）。

### 4. 未来发展

#### 公司发展战略明确，有利于公司长远发展；公司经营计划稳健。

发展战略方面，公司将按照《北京城市总体规划（2016 年—2035 年）》和《北京市朝阳区规划（2017 年—2035 年）》提出的“朝阳区

应建设成为国际一流的商务中心区”的功能定位,不断提升公司的核心竞争力,吸引更多的优质客户入驻(住)国贸中心,在为公司股东创造更多价值的同时,服务首都“四个中心”功能建设以及首都新的发展。

经营计划方面,2021年,公司预计实现营业收入35.2亿元,成本费用20.2亿元,税金及附加3.3亿元,利润总额11.7亿元。公司制定的经营计划与2020年相比,营业收入增加,主要是预计来自于商城的租金收入和酒店收入较上年增加,以及国贸公寓重新投入运营后营业收入有所增加。

## 5. 经营效率

**跟踪期内,公司经营效率较好。**

2020年,公司销售债权周转次数和总资产周转次数分别为7.19次和0.26次,较上年均有所下降。通过与同行业企业对比,公司总资产周转次数高于对比企业,销售债权周转次数低于对比企业。

表6 截至2020年底公司与同行业企业经营效率指标情况(单位:次)

项目	销售债权周转次数	总资产周转次数
星河实业(深圳)有限公司	28.09	0.03
北京兆泰集团股份有限公司	11.64	0.04
公司	7.19	0.26

资料来源:根据Wind数据整理

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告,普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。

2020年,公司合并范围内无变化,财务数据可比性强。

截至2020年底,公司合并资产总额120.90亿元,所有者权益80.16亿元(含少数股东权益0.03

亿元);2020年,公司实现营业收入30.98亿元,利润总额11.05亿元。

截至2021年3月底,公司合并资产总额123.68亿元,所有者权益82.54亿元(含少数股东权益0.03亿元);2021年1-3月,公司实现营业收入8.39亿元,利润总额3.17亿元。

### 2. 资产质量

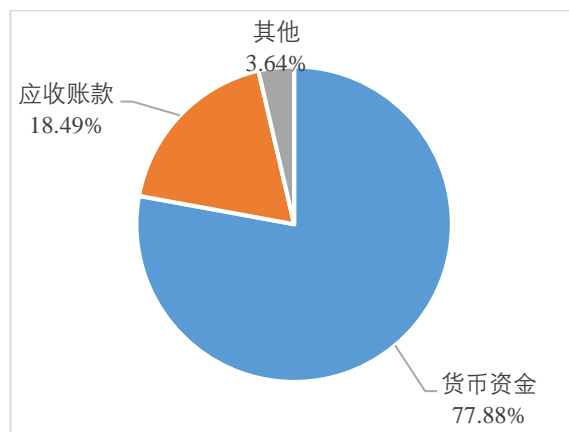
**公司资产规模小幅增长,资产结构仍以非流动资产为主;公司货币资金充裕,投资性房地产和固定资产全部位于CBD核心区,升值空间很大,资产质量整体仍良好。**

截至2020年底,公司合并资产总额120.90亿元,较上年底增长2.44%,较上年底变化不大。其中,流动资产占19.71%,非流动资产占80.29%。公司资产以非流动资产为主,流动资产较上年底占比上升较快。

#### (1) 流动资产

截至2020年底,公司流动资产23.83亿元,较上年底增长38.68%,主要系货币资金增加所致。公司流动资产主要由货币资金和应收账款构成。

图4 截至2020年底公司流动资产构成



资料来源:根据公司财务报告整理

截至2020年底,公司货币资金18.56亿元,较上年底增长53.11%,主要系经营活动产生的现金增加所致。相较于支出规模,公司货币资金充裕;货币资金主要为银行存款(占99.90%),货币资金中有1.25亿元受限资金,受限比例为6.73%,主要为物业管理项目代管款项。

截至2020年底，公司应收账款账面价值为4.41亿元，较上年底增长4.48%。公司应收账款主要为应收免租期租金、酒店经营及子公司物业经营等形成的应收账款，账龄以一年以内（占99.09%）为主；应收账款累计计提坏账准备109.85万元，计提规模很小；应收账款前五大欠款方合计金额为0.60亿元，占期末应收账款余额的13.62%，集中度一般。

### （2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产97.07亿元，较上年底下降3.74%，公司非流动资产主要由投资性房地产（占74.40%）、固定资产（占18.30%）和无形资产（占5.10%）构成。

截至2020年底，公司投资性房地产72.22亿元，较上年底下降3.78%；主要由房屋及建筑物（占64.33%）、土地使用权（占16.46%）和机器设备（占12.09%）构成；公司投资性房地产以成本法进行后续计量，累计计提折旧39.22亿元，未计提减值准备，考虑公司投资性房地产位于北京CBD核心区，且高端写字楼等物业占比高，未来增值空间很大。

截至2020年底，公司固定资产17.76亿元，较上年底下降3.87%，主要系计提折旧所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占75.51%）和机器设备（占13.34%）构成，累计计提折旧11.53亿元，未计提减值准备，固定资产成新率60.64%，成新率一般，但鉴于固定资产区位优势明显，未来升值空间很大。

截至2021年3月底，公司合并资产总额123.68亿元，较上年底增长2.30%，其中流动资产占22.09%，非流动资产占77.91%，资产规模和结构较年初变化不大；货币资金22.43亿元，较上年底增长20.83%，主要系经营活动产生的现金增加所致，公司货币资金充裕。

表7 截至2021年3月底公司受限资产情况

（单位：亿元、%）

项目	受限账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	1.09	0.90	物业管理项目代管款项

投资性房地产	14.11	11.67	借款抵押
固定资产	5.35	4.43	借款抵押
无形资产	1.97	1.63	借款抵押
合计	22.52	18.63	--

注：合计数占比为占总资产比例

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司使用权或所有权受限资产账面价值22.52亿元，占公司总资产的18.63%，主要为长期借款资产抵押形成；公司资产受限比例一般。

## 3. 资本结构

### （1）所有者权益

**公司所有者权益规模有所增长，未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。**

截至2020年底，公司所有者权益80.16亿元，较上年底增长5.85%，主要系利润留存所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为99.97%，少数股东权益占比为0.03%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占12.57%、23.37%和57.75%。所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至2021年3月底，公司所有者权益合计82.54亿元，较上年底增长2.97%，较上年底变化不大，所有者权益结构较上年底变动不大。

### （2）负债

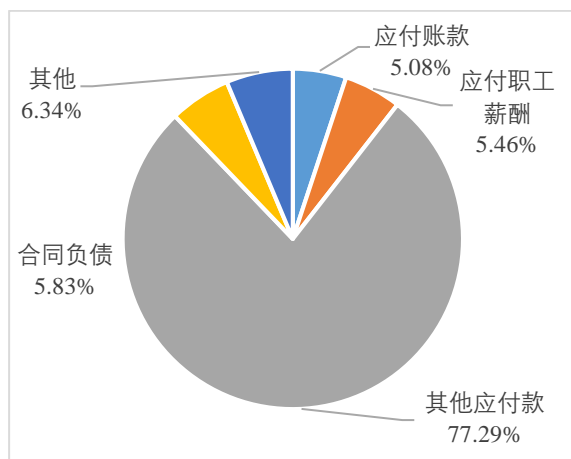
**公司负债规模变动不大，仍以非流动负债为主；债务负担进一步下降，债务结构合理，无集中偿债压力。**

截至2020年底，公司负债总额40.74亿元，较上年底下降3.67%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占35.11%，非流动负债占64.89%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至2020年底，公司流动负债14.30亿元，较上年底下降8.69%，主要系其他应付款下降所致。公司流动负债主要由其他应付款（占77.29%）构成。



图5 截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司其他应付款11.05亿元，较上年底下降13.42%，主要系应付工程及设备款下降所致。其他应付款主要由应付租户押金（占61.27%）、应付工程及设备款（占14.57%）和应付物业管理项目代收款（占14.84%）；账龄一年以内占50.23%。

截至2020年底，公司非流动负债26.44亿元，较上年底下降0.71%。公司非流动负债主要由长期借款（占81.13%）和应付债券（占18.87%）构成。

截至2020年底，公司长期借款21.45亿元，较上年底下降0.69%；长期借款全部为抵押借款。从期限分布看，2022年到期的0.10亿元，2023年到期的0.10亿元，2024年及以后到期的21.25亿元，集中偿付压力不大。

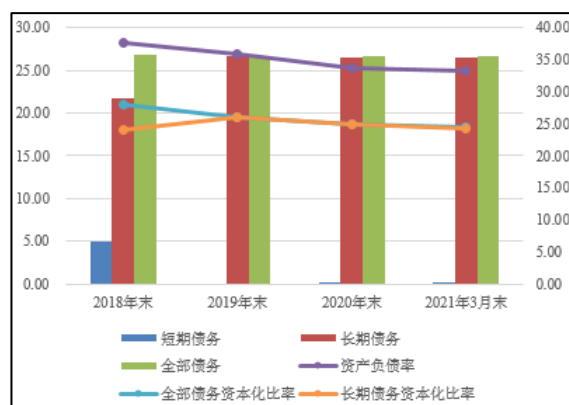
截至2020年底，公司应付债券4.99亿元，为2019年发行的“19国贸01”，债券将于2022年到达回售期；较上年底下降0.79%，主要系将该笔债券的年末应付利息余额重分类至一年内到期的非流动负债所致。

截至2020年底，公司全部债务26.61亿元，较上年底下降0.07%，变化不大，主要为长期债务（占99.35%），主要集中在2024年及以后到期。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33.70%、24.92%和24.80%，较上年底分别下降2.14个百分点、1.09个百分点和1.21个百分点，

债务负担有所减轻，债务结构合理。

图6 公司债务指标情况

(单位：亿元、%)



资料来源：联合资信整理

截至2021年3月底，公司负债总额41.15亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占34.67%，非流动负债占65.33%，公司负债结构较上年底变化不大。

截至2021年3月底，公司全部债务26.68亿元，较上年底增长0.24%，变化不大，主要为长期债务。截至2021年3月底，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33.27%、24.43%和24.26%，较上年底分别下降0.43个百分点、0.50个百分点和0.54个百分点，债务负担进一步减轻。

#### 4. 盈利能力

2020年，受新冠肺炎疫情影响，公司收入和净利润均有所下滑；各项盈利指标有所下降，但仍处于较高水平。受新冠肺炎疫情影响，公司2021年一季度盈利有所恢复。

2020年，公司实现营业收入30.98亿元，同比下降12.25%，主要系酒店业务受疫情重创收入大幅下滑所致；营业成本14.40亿元，同比下降12.45%；营业利润率为43.20%，同比下降1.14个百分点，同比变化不大。

从期间费用看，2020年，公司费用总额为2.81亿元，同比下降5.83%，主要系财务费用下降所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为36.01%、32.63%和31.36%。其中，管理费用为0.92亿元，同比增长7.33%，

主要系员工成本增加所致；财务费用为 0.88 亿元，同比下降 21.71%，主要系利息收入增加所致。2020 年，公司期间费用率为 9.08%，同比提高 0.62 个百分点，公司费用规模不大。

受上述因素综合影响，2020 年，公司实现净利润 8.26 亿元，同比下降 15.10%。

2020 年，受收入下滑带动盈利下降影响，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 8.73% 和 10.31%，同比分别下降 1.88 个百分点和 2.54 个百分点。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 8.39 亿元，较上年同期提高 14.96%，与 2019 年同期水平基本持平，主要系随着疫情的控制，各项业务好转所致；净利润 2.38 亿元，较上年同期增长 16.58%。

#### 5. 现金流分析

2020 年，公司经营活动现金流仍保持较大规模净流入，且银行理财投资规模较大，对筹资活动现金流依赖程度很低。

表 8 现金流量情况

(单位：亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1 月
经营活动现金流入小计	34.43	36.67	33.16	9.29
经营活动现金流出小计	19.99	21.30	19.09	4.48
<b>经营现金流量净额</b>	<b>14.45</b>	<b>15.37</b>	<b>14.07</b>	<b>4.81</b>
投资活动现金流入小计	16.13	12.46	8.55	4.22
投资活动现金流出小计	19.93	16.48	11.26	4.77
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-3.80</b>	<b>-4.02</b>	<b>-2.71</b>	<b>-0.55</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>10.65</b>	<b>11.35</b>	<b>11.36</b>	<b>4.26</b>
筹资活动现金流入小计	0.00	5.03	21.55	0.00
筹资活动现金流出小计	14.48	9.77	26.61	0.23
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-14.48</b>	<b>-4.73</b>	<b>-5.06</b>	<b>-0.23</b>

资料来源：联合资信整理

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入同比下降 9.59%，主要系商城和物业管理收入减少所致；经营活动现金流出同比下降 10.38%，主要系运营成本减少所致。受此影响，2020 年，公司经营活动现金净流入同比下降 8.50%。2020 年，公司现金收入比为 104.55%，同比提高 2.76 个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入同比下降 31.36%，主要系赎回的银行理财产品减少所致；投资活动现金流出同比下降 31.67%，主要系购买的银行理财减少所致。2020 年，公司投资活动现金净流出同比下降 32.65%。

2020 年，公司筹资活动前现金流量净额为 11.36 亿元，同比变化不大。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入和筹资活动现金流出均同比大幅增长，主要系公司于 2020 年 8 月取得银行商用物业抵押借款 21.55 亿元，用于偿还国贸三期项目长期银行借款所致。2020 年，公司筹资活动现金净流出 5.06 亿元，同比增长 6.80%。

2021 年 1—3 月，公司实现经营活动现金净流入 4.81 亿元，投资活动现金净流出 0.55 亿元，筹资活动现金净流出 0.23 亿元。

#### 6. 偿债能力

公司短期偿债能力极强，长期偿债能力很强，考虑到公司营业收入规模较大、经营现金流充裕，以及投资性房地产升值空间很大等因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由 2019 年底的 109.71% 和 107.62% 上升至 166.62% 和 164.24%，流动资产对流动负债的保障程度高。2020 年，公司经营现金流动负债比为 98.33%；截至 2020 年底，公司现金短期债务比 108.12 倍，现金类资产对短期债务的保障程度很高。整体看，公司短期偿债能力极强。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 17.25 亿元，同比下降 10.16%，主要系利润总额减少所致。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 15.45 倍下降至 14.66 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度仍很高；公司全部债务/EBITDA 为 1.54 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度高。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保，不

存在重大未决诉讼。

截至2021年3月底，公司银行授信总额度为21.55亿元，已使用21.55亿元，但公司与合作银行已达成战略授信，间接融资渠道畅通；同时，公司作为上市公司，直接融资渠道通畅。

#### 7. 母公司财务分析

**母公司作为公司业务的主要运营实体，资产、负债、收入和利润与合并口径相差不大。**

截至2020年底，母公司资产总额117.80亿元，负债总额38.03亿元，所有者权益79.77亿元。2020年，母公司营业收入为28.58亿元，净利润为8.33亿元。母公司作为公司业务的主要运营实体，资产、负债、所有者权益、收入和利润与合并口径相差不大。

截至2020年底，母公司资产总额117.80亿元。其中流动资产占17.49%，非流动资产占82.51%。从构成来看，母公司流动资产主要包括货币资金（占78.16%）、应收账款（占18.09%）；非流动资产包括投资性房地产（占74.29%）和固定资产（占18.23%）。

截至2020年底，母公司负债总额为38.03亿元，较上年底下降4.90%，主要系其他应付款减少所致。其中，流动负债11.59亿元（占30.48%），非流动负债26.44亿元（占69.52%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占80.87%）构成，非流动负债由应付债券（占18.87%）和长期借款（占81.13%）构成。

截至2020年底，母公司全部债务26.61亿元。其中，短期债务占0.65%、长期债务占99.35%。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率为25.02%，母公司债务负担较轻。

截至2020年底，母公司所有者权益合计79.77亿元，较上年底增长5.99%，主要系利润增加所致。从构成来看，股本占12.63%、资本公积占23.47%、盈余公积占6.31%、未分配利润占57.58%。母公司所有者权益稳定性较弱。

2020年，母公司营业收入为28.58亿元，同比下降11.71%，利润总额为11.08亿元，同比下降14.11%。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金

净额为13.87亿元，投资活动现金流净额为-2.57亿元，筹资活动现金流量净额为-5.05亿元。

## 十、存续期内债券偿还能力分析

**公司经营活动现金流和EBITDA对本次跟踪评级债券及存续债券的保障能力强。**

截至2021年3月底，公司存续债券为“19国贸01”，余额共5亿元。假定“19国贸01”在赎回权行权日赎回，公司存续期内债券的偿债高峰期在2022年，当年最高偿还额度为5亿元。2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为33.15亿元、14.07亿元、17.25亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的6.63倍、2.81倍和3.45倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

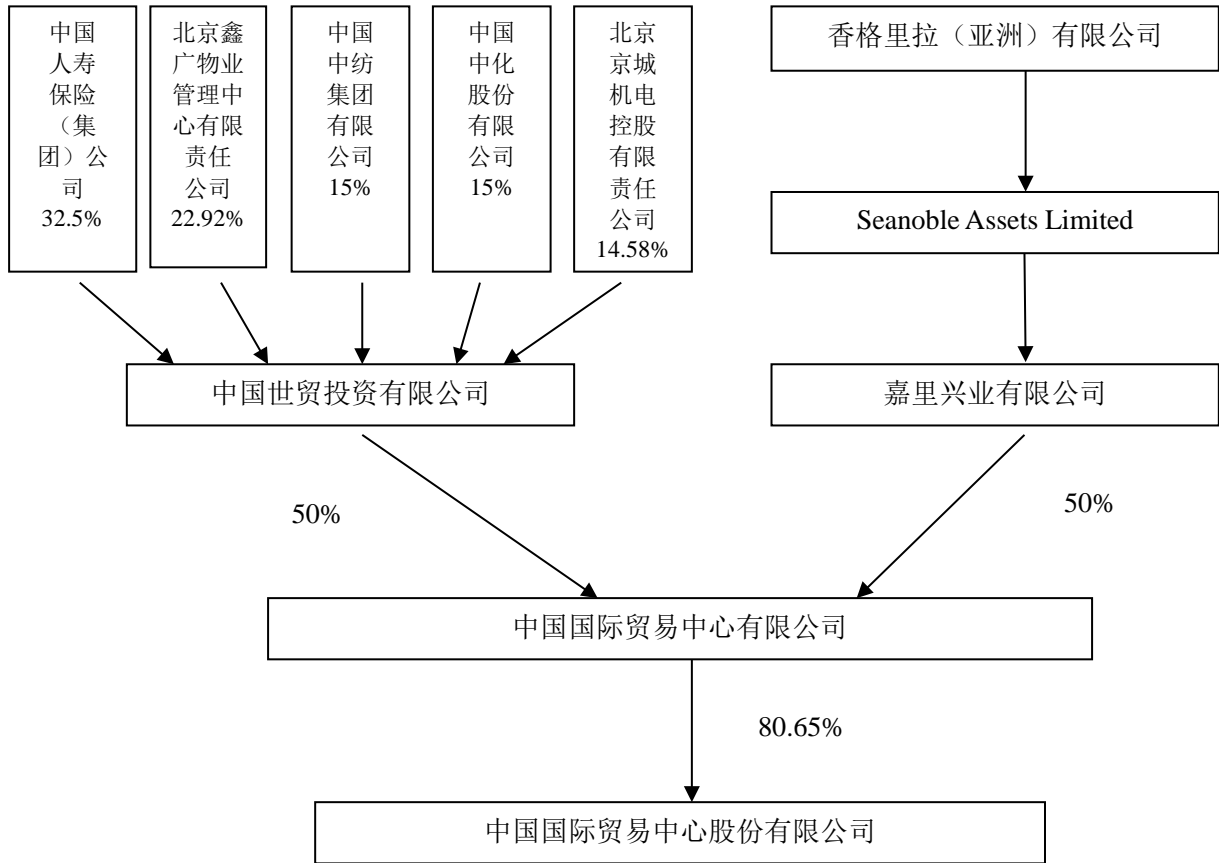
项目	2020年
未来待偿债券本金峰值	5.00
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	6.63
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	2.81
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	3.45

资料来源：联合资信整理

## 十一、结论

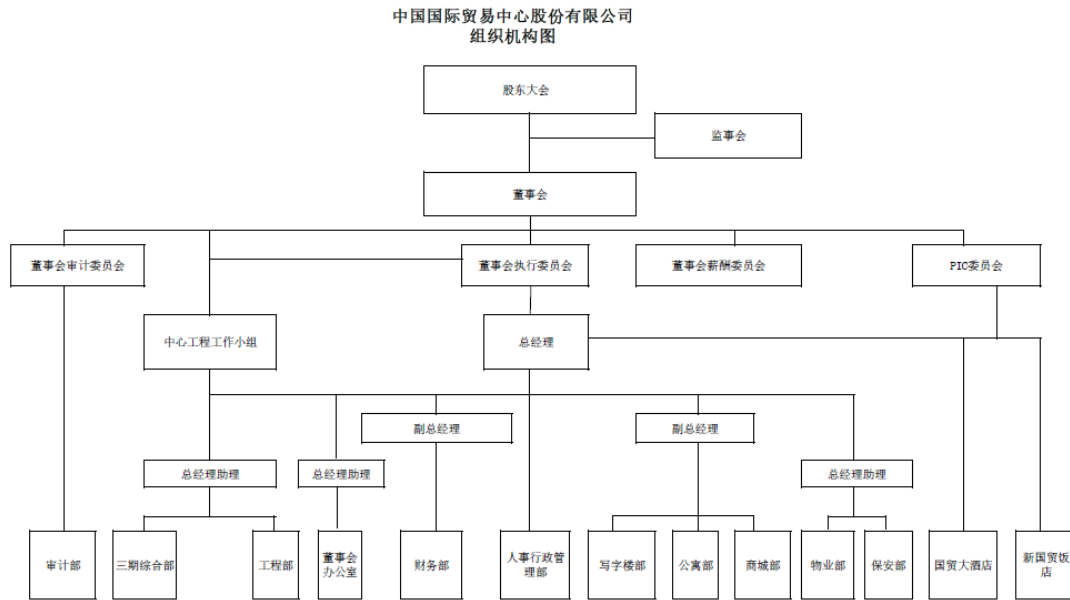
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“19国贸01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

## 附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	实收资本 (亿元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	取得方式
1	国贸物业酒店管理有限公司	物业管理；饭店管理；餐饮管理；室内外装饰装修；机电设备安装工程；房地产咨询；物业及酒店管理咨询、人员培训；健身设施服务；建筑材料、日用百货的销售；物业代理；停车场经营管理；从事房地产经纪业务；承办房地产展览展示；旅游信息咨询；销售食品。	0.1	95%	95%	发起设立
2	北京国贸国际会展公司	会议及展览服务；经济贸易咨询；销售工艺品、日用品；组织文化艺术交流活动（不含演出）；出版物零售。	0.1	100%	100%	发起设立

资料来源：公司提供

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	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	5.43	12.12	18.56	22.43
资产总额 (亿元)	110.93	118.02	120.90	123.68
所有者权益 (亿元)	69.22	75.73	80.16	82.54
短期债务 (亿元)	5.00	0.00	0.17	0.24
长期债务 (亿元)	21.80	26.63	26.44	26.44
全部债务 (亿元)	26.80	26.63	26.61	26.68
营业收入 (亿元)	31.71	35.30	30.98	8.39
利润总额 (亿元)	10.36	13.01	11.05	3.17
EBITDA (亿元)	16.58	19.21	17.25	/
经营性净现金流 (亿元)	14.45	15.37	14.07	4.81
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	10.15	9.45	7.19	--
存货周转次数 (次)	56.23	52.84	43.10	--
总资产周转次数 (次)	0.28	0.31	0.26	--
现金收入比 (%)	105.94	101.79	104.55	107.68
营业利润率 (%)	42.48	44.34	43.20	44.95
总资本收益率 (%)	9.59	10.61	8.73	/
净资产收益率 (%)	11.20	12.85	10.31	/
长期债务资本化比率 (%)	23.95	26.02	24.80	24.26
全部债务资本化比率 (%)	27.91	26.02	24.92	24.43
资产负债率 (%)	37.60	35.83	33.70	33.27
流动比率 (%)	47.95	109.71	166.62	191.46
速动比率 (%)	46.47	107.62	164.24	189.11
经营现金流动负债比 (%)	72.57	98.13	98.33	--
现金短期债务比 (倍)	1.09	*	108.12	95.41
EBITDA 利息倍数 (倍)	10.91	15.45	14.66	/
全部债务/EBITDA (倍)	1.62	1.39	1.54	/

注：公司 2021 年一季度财务报表未经审计；\*短期债务为 0

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	3.30	9.85	16.10	20.16
资产总额 (亿元)	108.45	115.25	117.80	120.96
所有者权益 (亿元)	68.80	75.26	79.77	82.15
短期债务 (亿元)	5.00	0.00	0.17	0.24
长期债务 (亿元)	21.80	26.63	26.44	26.44
全部债务 (亿元)	26.80	26.63	26.61	26.68
营业收入 (亿元)	29.46	32.37	28.58	7.62
利润总额 (亿元)	10.21	12.90	11.08	3.17
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	14.11	15.19	13.87	4.84
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	10.49	9.84	7.71	--
存货周转次数 (次)	49.25	44.46	36.33	--
总资产周转次数 (次)	0.26	0.29	0.25	--
现金收入比 (%)	105.70	102.61	105.56	105.60
营业利润率 (%)	44.94	47.78	46.69	49.58
总资本收益率 (%)	8.03	9.50	7.84	--
净资产收益率 (%)	11.15	12.87	10.45	--
长期债务资本化比率 (%)	24.06	26.14	24.89	24.35
全部债务资本化比率 (%)	28.03	26.14	25.02	24.51
资产负债率 (%)	36.56	34.70	32.29	32.09
流动比率 (%)	38.79	106.76	177.68	205.00
速动比率 (%)	37.15	104.33	174.75	202.19
经营现金流动负债比 (%)	79.04	113.68	119.63	--
现金短期债务比 (倍)	0.66	/	93.78	85.76
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

注：母公司 2021 年一季度财务数据未经审计

资料来源：公司财务报告，联合资信整理



### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

### 附件 4-1 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