

信用评级公告

联合〔2022〕3153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，“19国贸01”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：

二〇二二年五月二十六日

中国国际贸易中心股份有限公司

2022 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

评级时间：2022 年 5 月 26 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 | | AAA | |
|-------------------|------|-------|---------|------|
| | 评价内容 | 评价结果 | 评价要素 | 评价结果 |
| 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 | 现金流 | 资产质量 | 4 |
| | | | 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

跟踪期内，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”）保持其在区域环境、行业地位和品牌知名度等方面的竞争优势。2021 年，公司业务发展良好，主要业态出租率、收入和利润均有所增长；公司自持物业优质，增值空间大，整体债务负担轻，流动性充裕。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，写字楼需求压力加大、公司业务集中，不利于分散风险等因素对公司信用等级带来的不利影响。

公司商业物业经营较稳定，未来，随着疫情影响减退和经济逐渐恢复，公司有望继续保持良好的经营状况。

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

1. 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。

2. 公司主要业态出租率、收入和利润均有所增长。2021 年，公司办公楼和商城出租率均有所提高，收入和利润总额同比分别增长 15.76% 和 23.66%，在疫情影响下，公司仍保持良好的经营情况。

3. 公司自持物业优质，债务负担轻，流动性充裕。2021 年，公司投资性房地产仍以成本模式计量，升值潜力大；公司货币资金规模大，经营活动现金流充沛。截至 2021 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均较上年有所下降，债务负担轻。

关注

1. 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。宏观经济增速下降，居家办公比例提升，可能对写字楼需求造成长期压力。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，

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

将对公司现有租户形成分流，公司写字楼业务面临的短期竞争压力亦有所加大。

2. 跟踪期内，公司业务集中，不利于分散风险。公司核心物业资产位于北京中央商务区的核心地段，业务集中，疫情波动对公司业务有一定影响。

主要财务数据：

| 合并口径 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年3月 |
| 现金类资产（亿元） | 12.12 | 18.56 | 29.62 | 35.11 |
| 资产总额（亿元） | 118.02 | 120.90 | 127.26 | 130.88 |
| 所有者权益（亿元） | 75.73 | 80.16 | 86.37 | 89.04 |
| 短期债务（亿元） | 0.00 | 0.17 | 5.20 | 5.25 |
| 长期债务（亿元） | 26.63 | 26.44 | 21.79 | 21.79 |
| 全部债务（亿元） | 26.63 | 26.61 | 26.99 | 27.04 |
| 营业收入（亿元） | 35.30 | 30.98 | 35.86 | 9.03 |
| 利润总额（亿元） | 13.01 | 11.05 | 13.67 | 3.58 |
| EBITDA（亿元） | 19.21 | 17.25 | 20.01 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 15.37 | 14.07 | 17.80 | 6.02 |
| 营业利润率（%） | 44.34 | 43.20 | 45.77 | 46.98 |
| 净资产收益率（%） | 12.85 | 10.31 | 11.86 | -- |
| 资产负债率（%） | 35.83 | 33.70 | 32.13 | 31.97 |
| 全部债务资本化比率（%） | 26.02 | 24.92 | 23.81 | 23.29 |
| 流动比率（%） | 109.71 | 166.62 | 178.17 | 193.73 |
| 经营现金流动负债比（%） | 98.13 | 98.33 | 93.20 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | / | 108.12 | 5.70 | 6.69 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 15.45 | 14.66 | 17.27 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 1.39 | 1.54 | 1.35 | -- |
| 公司本部（母公司） | | | | |
| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年3月 |
| 资产总额（亿元） | 115.25 | 117.80 | 124.30 | 128.20 |
| 所有者权益（亿元） | 75.26 | 79.77 | 85.91 | 88.67 |
| 全部债务（亿元） | 26.63 | 26.61 | 26.99 | 27.04 |
| 营业收入（亿元） | 32.37 | 28.58 | 32.88 | 8.28 |
| 利润总额（亿元） | 12.90 | 11.08 | 13.53 | 3.65 |
| 资产负债率（%） | 34.70 | 32.29 | 30.89 | 30.84 |
| 全部债务资本化比率（%） | 26.14 | 25.02 | 23.90 | 23.37 |
| 流动比率（%） | 106.76 | 177.68 | 186.32 | 203.05 |
| 经营现金流动负债比（%） | 113.68 | 119.63 | 107.24 | -- |

注：1. 公司2022年一、二季度财务报表未经审计；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
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 | 2021/5/24 | 杨栋 宋莹莹 | 房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/ 房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907） | 阅读全文 |
| 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） | 阅读原文 |

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

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受中国国际贸易中心股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

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

2022 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”）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 2022 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 1-1。

截至 2022 年 3 月底，公司股东未将持有的公司股权进行质押。

2021 年，公司仍主要从事写字楼、商城、公寓等投资性物业的出租和管理以及酒店经营等。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 127.26 亿元，所有者权益 86.37 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 35.86 亿元，利润总额 13.67 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 130.88 亿元，所有者权益 89.04 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 9.03 亿元，利润总额 3.58 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 2022 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。

表 1 截至 2022 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 |

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的

拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表2 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

| 项目 | 2021年 一季度 | 2021年 二季度 | 2021年 三季度 | 2021年 四季度 | 2022年 一季度 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| GDP总额（万亿元） | 24.80 | 28.15 | 28.99 | 32.42 | 27.02 |
| GDP增速（%） | 18.30(4.95) | 7.90(5.47) | 4.90(4.85) | 4.00(5.19) | 4.80 |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 24.50(6.79) | 15.90(6.95) | 11.80(6.37) | 9.60(6.15) | 6.50 |
| 固定资产投资增速（%） | 25.60(2.90) | 12.60(4.40) | 7.30(3.80) | 4.90(3.90) | 9.30 |
| 房地产投资（%） | 25.60(7.60) | 15.00(8.20) | 8.80(7.20) | 4.40(5.69) | 0.70 |
| 基建投资（%） | 29.70(2.30) | 7.80(2.40) | 1.50(0.40) | 0.40(0.65) | 8.50 |
| 制造业投资（%） | 29.80(-2.0) | 19.20(2.00) | 14.80(3.30) | 13.50(4.80) | 15.60 |
| 社会消费品零售（%） | 33.90(4.14) | 23.00(4.39) | 16.40(3.93) | 12.50(3.98) | 3.27 |
| 出口增速（%） | 48.78 | 38.51 | 32.88 | 29.87 | 15.80 |
| 进口增速（%） | 29.40 | 36.79 | 32.52 | 30.04 | 9.60 |
| CPI涨幅（%） | 0.00 | 0.50 | 0.60 | 0.90 | 1.10 |
| PPI涨幅（%） | 2.10 | 5.10 | 6.70 | 8.10 | 8.70 |
| 社融存量增速（%） | 12.30 | 11.00 | 10.00 | 10.30 | 10.60 |
| 一般公共预算收入增速（%） | 24.20 | 21.80 | 16.30 | 10.70 | 8.60 |
| 一般公共预算支出增速（%） | 6.20 | 4.50 | 2.30 | 0.30 | 8.30 |
| 城镇调查失业率（%） | 5.30 | 5.00 | 4.90 | 5.10 | 5.80 |
| 全国居民人均可支配收入增速（%） | 13.70(4.53) | 12.00(5.14) | 9.70(5.05) | 8.10(5.06) | 5.10 |

注：1.GDP数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和Wind数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI同比涨幅总体平稳，PPI同比涨幅逐月回落。2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿

元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

公司以自有物业租赁及酒店经营为主业，其中以写字楼为主的物业租赁收入占营业收入比重较高，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. 商业地产行业分析

(1) 行业概况

商业地产行业作为房地产行业的子行业，其发展受国民经济整体发展速度等宏观因素的影响，在开发模式和经营模式方面与住宅型物业、生产性物业开发有明显差异。

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。

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，因此会产生多种如资产证券化产品的新兴融资渠道，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，商业物业统一管理，能够实现更好的物业定位、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，能够实现资金快速回笼，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

2021年上半年，商业地产开发投资和销售端景气度虽较上年同期有所复苏，但下半年受地产行业融资端收紧影响较大。从2010年以来的累计竣工销售比来看，商业营业用房供应过剩的状况有所缓解但仍属过剩，办公楼供求关系有小幅扭转，但考虑到未来宏观经济增速下行压力，办公楼供大于求的状况可能再次出现。

2014年以来随着国内经济增速放缓、居民消费方式变化，商业地产行业持续面临去库存和转型压力，开发投资增速显著下滑；2019年起，受新一线城市商用土地放量、个税改革和减税降费等政策提振消费、传统零售商销售方式和渠道更新、电商线下门店拓展、品牌商户布局下沉等因素影响，商业地产开发投资出现复苏，在疫情后也延续良好的恢复态势。2020年，虽有新冠肺炎疫情的冲击，全国商业地产开发投资增速仍实现了较显著的回升。2021年上半年，随着国内疫情防控工作持续推进、经济企稳修复，商业地产开发投资增速进一步反弹，但下半年受房地产融资趋紧影响，整体商业地产开发投资景气度较弱。2021年，全国商业营业用房开发投资完成额为12444.76亿元，同比下降1.1%；办公楼开发投资完成额为5974.90亿元，同比下降8.00%。同受上述因素影响，2021年，商业营业用房和办公楼的销售额同比增速分别为-2.00%和-6.90%，景气度仍显著低于疫情前水平。

图1 2010年以来全国商业地产开发投资情况
(单位：亿元)



资料来源：联合资信根据国家统计局数据整理

从供求情况来看,2021年,全国商业营业用房和办公楼的竣工销售比分别为0.96倍和1.00倍,较2020年小幅提升。从更长时间数据来看,2010年至2021年,全国商业营业用房和办公楼

累计竣工销售比分别为1.12倍和0.99倍,商业营业用房仍存在供给过剩,办公楼整体供求关系已有小幅扭转。

图2 2010年以来全国商业地产竣工及销售情况(单位:亿元)



资料来源:联合资信根据国家统计局数据整理



根据中国房地产指数系统数据统计,2021年上半年,我国主要商业街商铺租金水平整体下跌,但跌幅收窄,重点商圈(购物中心)商铺租金水平整体止跌回升;下半年主要商业街商铺租金水平整体继续下跌,且跌幅较上半年有所扩大;重点商圈(购物中心)商铺租金水平整体继续回升,涨幅与上半年基本持平。2021年上半年,百街商铺平均租金为24.90元/平方米·天,环比下跌0.24%,跌幅收窄;百MALL商铺平均租金为26.84元/平方米·天,环比上涨0.31%。2021年下半年,百街商铺平均租金为24.82元/平方米/天,环比下跌0.32%,跌幅较上半年扩大0.08个百分点;百MALL商铺平均租金为26.93元/平方米/天,环比上涨0.32%,涨幅与上半年基本持平。

写字楼方面,2021年,重点城市主要商圈写字楼平均租金在有限范围内小幅波动,市场整体处于平稳运行的状态。2021年上半年,写字楼租金指数环比微跌,第二季度全国重点城市主要商圈写字楼平均租金为4.75元/平方米·天,环比微跌0.10%,较2019年二季度下跌4.57%,整体依旧未恢复至疫情前水平,其中97.5%的商圈租金水平依旧低于疫情前。2021年下半年,重点城市写字楼市场租赁需求有序释放,带动写字楼租金连续两个季度环比上涨,第四季度全国

重点城市主要商圈写字楼平均租金为4.77元/平方米·天,环比上涨0.16%。

2020年以来,新冠肺炎疫情对商业地产的租售均产生较大影响,大量商业街和商圈购物中心业主向租户提供不同幅度的租金减免政策,造成一定租金损失。随着疫情的延续,部分项目出现租户退租、租金收缴率下降以及租金支付延期等问题,本次疫情或将对自持商业物业的出租率以及出售项目的销售进度造成一定影响。

(3) 行业关注

商业地产行业竞争激烈,行业集中度持续上升。

商业地产行业属于资金密集型行业,在过去相对宽松的货币环境下,行业进入门槛降低,导致市场集中度很低,参与者较多。行业内大型企业扩张较快,小型企业也在通过多种形式扩大企业规模。同时,受住宅地产限购政策和景气度下滑等因素共同影响,传统的住宅物业开发商也在逐步转型参与到商业物业的开发建设中。此外,主要的商业物业形态如购物中心、百货店、写字楼等同质化明显,部分核心商业区域商业楼宇密度大,供给量较大。上述因素均导致商业地产行业竞争激烈,近年来行业集中度持续上升。

投资回报期长,现金回笼慢。

商业地产开发过程中预售节点往往较晚，而且由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，投资回收期相对较长，对开发者的资金周转产生一定的影响，加重了其融资压力。

2. 区域经济

(1) 北京市区域经济

2021年，北京市经济呈现稳步回升向好态势，但北京市商业地产投资规模继续下降，新开工投资意愿下降明显。

2021年，北京市全年实现地区生产总值40269.6亿元，按不变价格计算，比上年增长8.5%。其中，第一产业增加值111.3亿元，增长2.7%；第二产业增加值7268.6亿元，增长23.2%；第三产业增加值32889.6亿元，增长5.7%。三次产业构成为0.3:18.0:81.7。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为18.4万元。2021年，北京市全年实现工业增加值5692.5亿元，按不变价格计算，比上年增长31.0%。其中，规模以上工业增加值增长31.0%。在规模以上工业中，国有控股企业增加值增长23.0%，股份制企业增长26.1%，外商及港澳台商企业增长40.8%。规模以上工业实现销售产值23853.8亿元，增长19.1%。其中，内销产值21060.7亿元，增长14.1%；出口交货值2793.1亿元，增长78.8%。

商业地产投资方面，2021年，受严格的商业地产调控政策影响，北京市商业地产投资继续降温，其中办公楼投资下降7.6%，商业营业用房投资下降13.7%。2021年，北京市办公楼和商业营业用房新开工面积分别为74.6万平方米和107.63万平方米，竣工面积分别为142.9万平方米和191.61万平方米，新开工面积大幅低于竣工面积，新开工投资意愿下降明显。

(2) 北京市写字楼市场和零售物业市场

受疫情和供应量因素影响，北京市优质写字楼、优质零售物业空置率大幅攀升，租金水平下降；2021年，北京市优质写字楼及优质零售物业空置率较上年略有好转；租金水平整体仍呈下降趋势。

办公物业运营方面，受疫情和供应量等因素影响，2020年以来，北京市优质写字楼空置率大幅攀升，租金水平下降。2021年前三季度，北京市优质写字楼空置率持续下降，第三季度已降低至16.10%，第四季度又提升至17.10%。北京市优质写字楼平均租金保持下降趋势，2021年第四季度降至390.2元/平方米·月，同比下降5.18%。

零售物业方面，2021年北京优质零售物业空置率持续下降，首层租金水平小幅下降。2021年第四季度，北京市优质零售物业空置率为6.80%；北京市优质零售物业首层租金35.70元/平方米·天，同比下降1.38%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022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。

2. 企业规模及竞争力

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。国贸中心主体建筑群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2022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

公司过往债务履约情况良好。

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2022年5月23日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

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

截至2022年5月18日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

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。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司商业物业经营稳定，营业收入快速增长，毛利率仍保持较高水平，疫情波动对公司业务有一定影响。

2021年，公司主营业务未发生变化。

2021年，公司营业收入同比增长15.76%，主要系商城和酒店收入增加所致。从收入构成看，2021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87.60%。分板块看，2021年，公司写字楼收入同比变化不大，保持稳定；由于商城平均租金和出租率均较上年提高，商城收入同比增长22.88%。2021年酒店收入同比增长39.58%，但受疫情影响波动较大，尚未恢复至2019年水平。公司其他业务收入主要是停车场收入、物业管理收入和会展收入，2021年其他业务收入同比增长22.68%，主要系随着疫情得到控制业务恢复正常所致。

毛利率方面，2021年，公司综合毛利率较上年略有提高，保持较高水平。分板块看，2021年，公司写字楼毛利率小幅增加，因商城平均租金提高，商城毛利率较上年提升4.88个百分点；酒店毛利率受疫情影响仍为亏损状态。

表3 2019-2021年及2022年1-3月公司营业收入及毛利率情况

| 业务板块 | 2019年 | | | 2020年 | | | 2021年 | | | 2022年1-3月 | | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|
| | 收入(亿元) | 占比(%) | 毛利率(%) | 收入(亿元) | 占比(%) | 毛利率(%) | 收入(亿元) | 占比(%) | 毛利率(%) | 收入(亿元) | 占比(%) | 毛利率(%) |
| 写字楼 | 15.70 | 44.46 | 80.24 | 15.07 | 48.66 | 80.54 | 14.96 | 41.71 | 81.45 | 3.83 | 42.41 | 80.11 |
| 商城 | 9.50 | 26.91 | 76.93 | 9.57 | 30.89 | 77.36 | 11.76 | 32.80 | 82.24 | 3.13 | 34.65 | 81.35 |
| 公寓 | -- | -- | -- | 0.07 | 0.22 | -399.27 | 0.88 | 2.45 | 11.73 | 0.35 | 3.90 | 36.48 |
| 酒店 | 6.66 | 18.86 | 7.89 | 3.36 | 10.84 | -33.62 | 4.69 | 13.09 | -6.28 | 0.83 | 9.15 | -41.71 |
| 其他 | 3.45 | 9.77 | -42.09 | 2.91 | 9.39 | -53.84 | 3.57 | 9.95 | -47.43 | 0.89 | 9.89 | -29.12 |
| 合计 | 35.30 | 100.00 | 53.41 | 30.98 | 100.00 | 53.52 | 35.86 | 100.00 | 55.71 | 9.03 | 100.00 | 56.89 |

注：尾差系数据四舍五入所致

资料来源：公司提供

2022年1-3月，公司营业收入同比增长7.62%；毛利率较上年同期提高2.29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。2021年，公司写字楼出租率有所提高，租金水平略有下滑；商城出租率及租金水平均稳步增长；酒店业绩大幅增长，但受疫情影响波动较大，仍处于亏损状态。

截至 2022 年 3 月底，公司自持物业建筑面积 87.97 万平方米。

表 4 截至 2022 年 3 月底公司主要自持物业基本情况
(单位: 平方米)

| 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

表 5 公司物业出租相关情况表

| 项目 | 期末可出租面积 (平方米) | 平均租金 (元/平方米/月) | | | | 平均出租率 (%) | | | | |
|-----|---------------|----------------|--------|--------|--------------|-----------|--------|--------|--------------|-------|
| | | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 1-3 月 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 1-3 月 | |
| 写字楼 | 一期 | 47710 | 577 | 586 | 580 | 578 | 94.3 | 91.3 | 93.1 | 94.4 |
| | 二期 | 33587 | 540 | 554 | 541 | 539 | 98.3 | 96.2 | 96.4 | 96.4 |
| | 三期 A | 82313 | 714 | 702 | 687 | 681 | 96.4 | 89.1 | 92.0 | 93.9 |
| | 三期 B | 42790 | 665 | 669 | 627 | 666 | 92.8 | 94.0 | 98.4 | 99.9 |
| | 合计 | 206400 | 637 | 637 | 619 | 625 | 95.7 | 92.1 | 94.5 | 95.7 |
| 商城 | 一期 | 15340 | 1584 | 1644 | 1958 | 2128 | 97.9 | 97.7 | 97.7 | 95.8 |
| | 二期 | 5911 | 947 | 913 | 1038 | 1090 | 93.2 | 95.7 | 99.3 | 100.0 |
| | 三期 A | 17940 | 548 | 475 | 591 | 645 | 97.9 | 94.5 | 97.2 | 100.0 |
| | 三期 B | 26142 | 592 | 555 | 641 | 598 | 97.4 | 97.8 | 99.8 | 100.0 |
| | 东楼 | 13675 | 1745 | 1814 | 2167 | 2409 | 83.9 | 91.6 | 99.9 | 100.0 |
| | 合计 | 79008 | 982 | 986 | 1175 | 1244 | 94.9 | 95.8 | 98.8 | 99.2 |
| 公寓 | 46734 | -- | 419 | 391 | 381 | 2128 | 8.4 | 39.4 | 64.6 | |

注: 1. 三期 B 包含国贸大厦 B 座写字楼中的服务式办公楼, 2019、2020 年数据已追溯调整; 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 2022 年 3 月底, 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) 和国贸大厦 B 座写字楼 (属国贸三期 B 阶段), 合计建筑面积约 35.62 万平方米, 投入运营的写字楼可出租面积约 20.64 万平方米。

2021 年, 受写字楼整体竞争市场形势影响, 公司写字楼平均租金略有下滑, 但仍保持较高水平; 出租率略有提高。

2022 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) 商城租赁业务

公司商城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 2021 年底, 公司商城建筑面积约 18.05 万平方米, 营业面积约 7.91 万平方米。

2021 年, 公司商城租金水平有较大提高, 其中国贸一期和东楼平均租金同比增幅较大, 分别为 19.10% 和 19.46%, 主要系新租、续租和提成租金较高所致。出租率方面, 公司商城平均出租率保持稳步增长。

2022 年 1-3 月, 商城平均租金和出租率均有所提高, 主要系新租、续租租金和提成租金较高所致。

(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。2021

年，服务式公寓市场呈现复苏态势，公寓出租率提高至 39.40%，但因公寓大户型出租占比提高，其租金低于小户型，公寓平均租金单价较上年小幅下降。2021 年公司公寓板块产生营业收入 0.88 亿元，未来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国贸饭店。2021 年，北京高端酒店供给保持平稳，入住率较其他城市恢复更慢，平均房价处于平稳状态。2021 年，公司酒店业务受疫情影响波动较大，尚未恢复至 2019 年水平，仍处于亏损状态。2022 年 1—3 月，受新冠肺炎防控政策收紧的影响，酒店收入低于上年同期。

3. 经营效率

2021 年，公司经营效率较好。

2021 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数分别为 8.86 次和 0.29 次，较上年均有提高。

4. 未来发展

公司发展战略明确，有利于公司长远发展。

未来三年，公司将抓住北京市培育建设国际消费中心城市等战略机遇，重点围绕北京市传统商圈布局，推进国贸商圈改造升级，强化科技赋能，进一步提升公司的核心竞争力。在稳定出租率水平的基础上，吸引更多的有实力、信誉好的跨国公司、金融、科技、健康、专业服务等企业入驻国贸写字楼，继续保持写字楼在市场上的引领地位；以品质化、特色化、国际化为导向推进国贸商城提质升级，在 CBD 打造千亿级

商圈中发挥积极作用；重点开发具有消费潜力的新兴客户群体，稳步提升国贸公寓的出租率；不断创新酒店产品和服务，实现酒店经营业绩的恢复性增长；积极探索商业物业管理的品牌输出，管理输出等轻资产运营模式，进一步提升公司的市场影响力和品牌价值。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 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 2022 年一季度财务数据未经审计。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 127.26 亿元，所有者权益 86.37 亿元(含少数股东权益 0.03 亿元)；2021 年，公司实现营业总收入 35.86 亿元，利润总额 13.67 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 130.88 亿元，所有者权益 89.04 亿元(含少数股东权益 0.03 亿元)；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 9.03 亿元，利润总额 3.58 亿元。

2. 资产质量

截至 2021 年底，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，升值空间大。

截至 2021 年底，公司合并资产总额较上年底增长 5.26%，主要系货币资金增加所致，资产构成以非流动资产为主。

表 6 2020 - 2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

| 科目 | 2020 年末 | | 2021 年末 | | 2022 年 3 月末 | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 金额(亿元) | 占比(%) | 金额(亿元) | 占比(%) | 金额(亿元) | 占比(%) |
| 流动资产 | 23.83 | 19.71 | 34.03 | 26.74 | 38.85 | 29.68 |
| 货币资金 | 18.56 | 77.88 | 29.62 | 87.04 | 35.11 | 90.38 |
| 应收账款 | 4.41 | 18.49 | 3.68 | 10.83 | 3.18 | 8.17 |
| 非流动资产 | 97.07 | 80.29 | 93.23 | 73.26 | 92.04 | 70.32 |
| 投资性房地产 | 72.22 | 74.40 | 69.24 | 74.27 | 68.45 | 74.38 |
| 固定资产 | 17.76 | 18.30 | 16.60 | 17.81 | 16.30 | 17.71 |
| 资产总额 | 120.90 | 100.00 | 127.26 | 100.00 | 130.88 | 100.00 |

注：上表中货币资金的占比均为占流动资产的比例；投资性房地产和固定资产的占比为占非流动资产的比例

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2021年底，公司流动资产较上年底增长42.80%，主要系货币资金增加所致。公司流动资产主要由货币资金构成。

截至2021年底，公司货币资金较上年底增长59.60%，主要系公司经营所得增加所致。公司货币资金充裕，其中有1.24亿元受限资金，受限比例为4.19%，主要为物业管理项目代管款项。

(2) 非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产93.23亿元，较上年底下降3.96%，公司非流动资产主要由投资性房地产和固定资产构成。

截至2021年底，公司投资性房地产69.24亿元，较上年底下降4.12%；主要由房屋及建筑物（占65.03%）、土地使用权（占16.62%）和机器设备（占11.69%）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，未来增值空间大。

公司固定资产主要为位于CBD核心区的酒店，截至2021年底，固定资产16.60亿元，较上年底下降6.52%，主要系计提折旧所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占78.55%）和机器设备（占12.65%）构成，累计计提折旧12.77亿元；固定资产成新率56.52%，成新率一般，但鉴于固定资产区位优势明显，未来升值空间大。

截至2022年3月底，公司合并资产总额较上年底增长2.85%，资产规模和结构较上年底变化不大。货币资金较上年底增长18.53%，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2022年3月底公司资产受限情况

| 受限资产名称 | 账面价值 (亿元) | 占资产总额比例 (%) | 受限原因 |
|--------|-----------|-------------|------------|
| 货币资金 | 1.12 | 0.86 | 物业管理项目代管款项 |
| 投资性房地产 | 13.71 | 10.48 | 长期借款抵押 |
| 固定资产 | 5.21 | 3.98 | 长期借款抵押 |
| 无形资产 | 1.91 | 1.46 | 长期借款抵押 |
| 合计 | 21.95 | 16.77 | -- |

注：合计数尾差系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月底，公司使用权或所有权受限资产账面价值占公司总资产的16.77%，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

截至2021年底，公司所有者权益规有所增长，未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至2021年底，公司所有者权益86.37亿元，较上年底增长7.75%，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99.96%，少数股东权益占比为0.04%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占11.66%、21.69%和60.79%。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2022年3月底，公司所有者权益合计89.04亿元，较上年底增长3.09%，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，负债结构相对均衡；全部债务略有增长，债务负担轻，集中偿付压力不大。

截至2021年底，公司负债总额较上年底变化不大；公司流动负债占比上升较快，负债结构相对均衡。

表8 2020-2021年末及2022年3月末公司负债主要构成

| 科目 | 2020年末 | | 2021年末 | | 2022年3月末 | |
|-------|---------|--------|---------|--------|----------|--------|
| | 金额 (亿元) | 占比 (%) | 金额 (亿元) | 占比 (%) | 金额 (亿元) | 占比 (%) |
| 流动负债 | 14.30 | 35.11 | 19.10 | 46.71 | 20.05 | 47.92 |
| 其他应付款 | 11.05 | 77.29 | 10.64 | 55.69 | 10.72 | 53.46 |

| | | | | | | |
|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| 一年内到期的非流动负债 | 0.17 | 1.20 | 5.20 | 27.22 | 5.25 | 26.16 |
| 非流动负债 | 26.44 | 64.89 | 21.79 | 53.29 | 21.79 | 52.08 |
| 长期借款 | 21.45 | 81.13 | 21.35 | 97.99 | 21.35 | 97.98 |
| 应付债券 | 4.99 | 18.87 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 负债总额 | 40.74 | 100.00 | 40.89 | 100.00 | 41.84 | 100.00 |

注：上表中其他应付款和一年内到期的非流动负债的占比均为占流动负债的比例；长期借款和应付债券的占比均为占非流动负债的比例
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2021 年底，公司流动负债较上年底增长 33.54%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由应付职工薪酬、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

截至 2021 年底，公司其他应付款较上年底下降 3.78%，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 68.14%）、应付工程及设备款（占 8.65%）和应付物业管理项目代收款（占 14.28%）；账龄一年以内占 38.25%。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底大幅增长 5.03 亿元，主要系公司于 2019 年 9 月发行的“19 国贸 01”附有第三年末投资者回售选择权，转入一年内到期的非流动负债。

截至 2021 年底，公司非流动负债较上年底下降 17.59%，主要系应付债券重分类转入一年内到期的非流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 97.99%）构成。

截至 2021 年底，公司长期借款 21.35 亿元，较上年底变化不大；长期借款全部为以国贸三期 A 阶段的部分房产及相应土地使用权作为抵押物的长期借款，2025 年及以后到期 20.75 亿元，集中偿付压力不大。

截至 2021 年底，公司全部债务 26.99 亿元，较上年底增长 1.41%，主要为长期债务（占 80.74%），其中，短期债务 5.20 亿元，为“19 国贸 01”。从债务指标来看，截至 2021 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 32.13%、23.81% 和 20.15%，较上年底分别下降 1.57 个百分点、下降 1.12 个百分点和下降 4.66 个百分点。公司债务负担轻。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 41.84 亿元，较上年底增长 2.33%，较上年底变化不大。

其中，流动负债占 47.92%，非流动负债占 52.08%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 27.04 亿元，较上年底增长 0.18%，长期债务占 80.60%，债务规模和结构较上年底变化不大。从债务指标来看，截至 2022 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 31.97%、23.29% 和 19.66%，较上年底分别下降 0.16 个百分点、下降 0.52 个百分点和下降 0.48 个百分点，债务负担进一步减轻。

4. 盈利能力

2021 年，随着新冠肺炎疫情得以有效控制，公司收入和净利润均快速增长；各项盈利指标有所提高，处于较高水平。

公司营业收入和利润情况详见经营概况。

从期间费用看，2021 年，公司费用总额为 2.97 亿元，同比增长 5.57%，主要系管理费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 32.61%、39.22% 和 28.17%。其中，管理费用为 1.16 亿元，同比增长 26.91%，主要系员工成本增加所致；财务费用为 0.84 亿元，同比下降 5.19%，主要系利息收入增加所致。2021 年，公司期间费用率为 8.28%，同比略有下降，公司期间费用控制能力一般。

表 9 公司盈利能力变化情况

| 项目 | 2020 年 | 2021 年 |
|-----------|--------|--------|
| 营业收入（亿元） | 30.98 | 35.86 |
| 利润总额（亿元） | 11.05 | 13.67 |
| 营业利润率（%） | 43.20 | 45.77 |
| 总资本收益率（%） | 8.73 | 10.06 |
| 净资产收益率（%） | 10.31 | 11.86 |

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2021年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别提高1.33个百分点、提高1.55个百分点。公司各盈利指标较好。

与所选公司比较，公司总资产报酬率和净资产收益率均高于同行业水平。从行业看，公司整体盈利水平较高。

表10 2021年同行业公司盈利情况对比

| 公司简称 | 营业利润率 (%) | 总资产报酬率 (%) | 净资产收益率 (%) |
|--------------|-----------|------------|------------|
| 星河实业(深圳)有限公司 | 59.43 | 3.34 | 2.45 |
| 北京兆泰集团股份有限公司 | 54.47 | 2.92 | 1.01 |
| 公司 | 45.77 | 11.65 | 11.86 |

资料来源：上表同行业公司可比公司数据引自Wind，与联合资信计算口径存在差异

5. 现金流

2021年，公司经营活动现金流仍保持较大规模净流入，银行理财投资规模缩减，对筹资活动现金流依赖程度很低。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入39.46亿元，同比增长19.02%，主要系收入增加所致；经营活动现金流出21.66亿元，同比增长13.46%，主要系运营成本增加所致。受此影响，2021年，公司经营活动现金净流入17.80亿元，同比增长26.57%。2021年，公司现金收入比为107.09%，同比提高2.54个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入4.62亿元，同比下降45.92%，主要系赎回的银行理财产品和投资收益减少所致；投资活动现金流出6.05亿元，同比下降46.27%，主要系购买的银行理财和工程改造项目投入的资金减少所致。2021年，公司投资活动现金净流出1.43亿元，同比下降47.39%。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为16.38亿元，同比增长44.21%。

从筹资活动来看，2021年，公司未发生筹资活动现金流入；筹资活动现金流出5.31亿元，同比下降80.04%，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，偿还了国贸三期项目银行借款所致。2021年，公司筹资活动现金净流出5.31亿元，同比增长5.06%。

2022年1—3月，公司实现经营活动现金净流入6.02亿元，投资活动现金净流出0.18亿元，筹资活动现金净流出0.24亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期和长期偿债指标均很强，融资渠道畅通，同时考虑到公司经营现金流充裕，投资性房地产升值空间大，公司偿债指标表现很好。

表11 公司偿债能力指标

| 项目 | 项目 | 2020年 | 2021年 |
|--------|-----------------|--------|--------|
| 短期偿债指标 | 流动比率 (%) | 166.62 | 178.17 |
| | 速动比率 (%) | 164.24 | 176.46 |
| | 经营现金/流动负债 (%) | 98.33 | 93.20 |
| | 经营现金/短期债务 (倍) | 81.93 | 3.42 |
| | 现金类资产/短期债务 (倍) | 108.12 | 5.70 |
| 长期偿债指标 | EBITDA (亿元) | 17.25 | 20.01 |
| | 全部债务/EBITDA (倍) | 1.54 | 1.35 |
| | 经营现金/全部债务 (倍) | 0.53 | 0.66 |
| | EBITDA/利息倍数 (倍) | 14.66 | 17.27 |
| | 经营现金/利息 (倍) | 11.95 | 15.36 |

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，截至2021年底，公司流动比率与速动比率均有所提高，流动资产对流动负债的保障程度高。2021年，公司经营现金短期债务比仍较高；截至2021年底，公司现金短期债务比5.70倍，现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA同比增长15.99%。2021年，公司EBITDA利息倍数有所提高，全部债务/EBITDA有所下降，EBITDA对利息支出和全部债务的保障程度仍高。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

截至2022年3月底，公司无对外担保，不存在重大未决诉讼。

截至2022年3月底，公司银行授信总额为21.45亿元，已使用21.45亿元，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. 公司本部（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 2021 年底，母公司资产、负债和所有者权益分别占合并口径的 97.67%、93.89%和 99.46%；母公司全部债务占合并口径的 100.00%。2021 年母公司营业收入和利润总额分别占合并口径的 91.68%和 99.01%。

十、债券偿还能力分析

截至 2022 年 3 月底，公司存续债券的短期偿债压力一般。

截至 2022 年 3 月底，公司存续债券为“19 国贸 01”，余额共 5 亿元，因下一回售日为 2022 年 9 月 26 日，已转入一年内到期的非流动负债。

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。公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对未来待偿债券本金保障程度较高。

表 12 公司存续债券保障情况

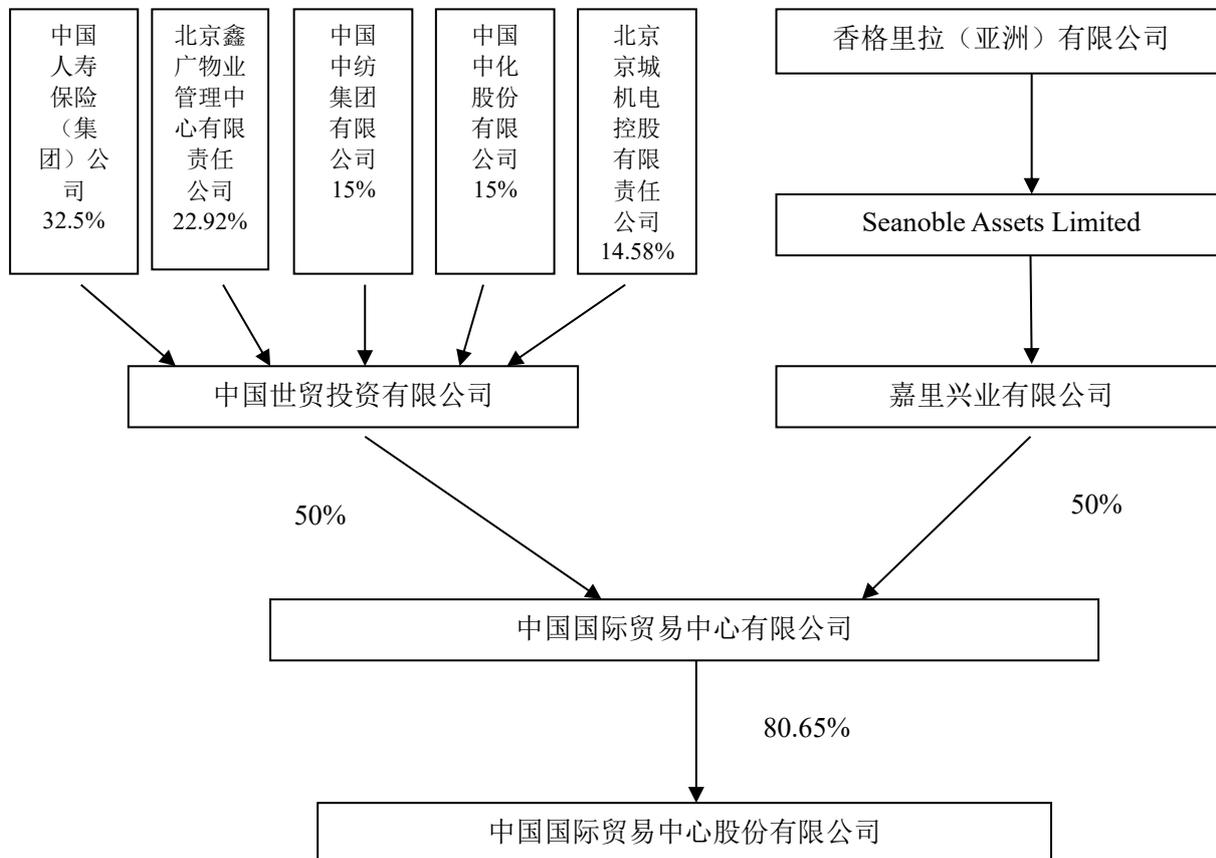
| 项目 | 2021 年 |
|-----------------------|--------|
| 一年内到期债券余额（亿元） | 5.00 |
| 未来待偿债券本金（亿元） | 5.00 |
| 现金类资产/一年内到期债券余额（倍） | 5.92 |
| 经营活动现金流入量/未来待偿债券本金（倍） | 7.89 |
| 经营活动现金流净额/未来待偿债券本金（倍） | 3.56 |
| EBITDA/未来待偿债券本金（倍） | 4.00 |

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、结论

基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，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 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 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 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
|-----------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产 (亿元) | 12.12 | 18.56 | 29.62 | 35.11 |
| 资产总额 (亿元) | 118.02 | 120.90 | 127.26 | 130.88 |
| 所有者权益 (亿元) | 75.73 | 80.16 | 86.37 | 89.04 |
| 短期债务 (亿元) | 0.00 | 0.17 | 5.20 | 5.25 |
| 长期债务 (亿元) | 26.63 | 26.44 | 21.79 | 21.79 |
| 全部债务 (亿元) | 26.63 | 26.61 | 26.99 | 27.04 |
| 营业收入 (亿元) | 35.30 | 30.98 | 35.86 | 9.03 |
| 利润总额 (亿元) | 13.01 | 11.05 | 13.67 | 3.58 |
| EBITDA (亿元) | 19.21 | 17.25 | 20.01 | / |
| 经营性净现金流 (亿元) | 15.37 | 14.07 | 17.80 | 6.02 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数 (次) | 9.45 | 7.19 | 8.86 | -- |
| 存货周转次数 (次) | 52.84 | 43.10 | 47.61 | -- |
| 总资产周转次数 (次) | 0.31 | 0.26 | 0.29 | -- |
| 现金收入比 (%) | 101.79 | 104.55 | 107.09 | 108.65 |
| 营业利润率 (%) | 44.34 | 43.20 | 45.77 | 46.98 |
| 总资本收益率 (%) | 10.61 | 8.73 | 10.06 | / |
| 净资产收益率 (%) | 12.85 | 10.31 | 11.86 | / |
| 长期债务资本化比率 (%) | 26.02 | 24.80 | 20.15 | 19.66 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 26.02 | 24.92 | 23.81 | 23.29 |
| 资产负债率 (%) | 35.83 | 33.70 | 32.13 | 31.97 |
| 流动比率 (%) | 109.71 | 166.62 | 178.17 | 193.73 |
| 速动比率 (%) | 107.62 | 164.24 | 176.46 | 192.13 |
| 经营现金流动负债比 (%) | 98.13 | 98.33 | 93.20 | -- |
| 现金短期债务比 (倍) | * | 108.12 | 5.70 | 6.69 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 15.45 | 14.66 | 17.27 | / |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 1.39 | 1.54 | 1.35 | / |

注: 1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计; 2. 表格中 “/” 表示未能获取的数据, “--” 表示计算后无意义的数字, “*” 表示计算后无穷大或无穷小的数据

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 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
|-----------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产 (亿元) | 9.85 | 16.10 | 27.27 | 32.86 |
| 资产总额 (亿元) | 115.25 | 117.80 | 124.30 | 128.20 |
| 所有者权益 (亿元) | 75.26 | 79.77 | 85.91 | 88.67 |
| 短期债务 (亿元) | 0.00 | 0.17 | 5.20 | 5.25 |
| 长期债务 (亿元) | 26.63 | 26.44 | 21.79 | 21.79 |
| 全部债务 (亿元) | 26.63 | 26.61 | 26.99 | 27.04 |
| 营业收入 (亿元) | 32.37 | 28.58 | 32.88 | 8.28 |
| 利润总额 (亿元) | 12.90 | 11.08 | 13.53 | 3.65 |
| EBITDA (亿元) | / | / | / | / |
| 经营性净现金流 (亿元) | 15.19 | 13.87 | 17.80 | 6.00 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数 (次) | 9.84 | 7.71 | 9.75 | -- |
| 存货周转次数 (次) | 44.46 | 36.33 | 39.29 | -- |
| 总资产周转次数 (次) | 0.29 | 0.25 | 0.27 | -- |
| 现金收入比 (%) | 102.61 | 105.56 | 108.19 | 108.62 |
| 营业利润率 (%) | 47.78 | 46.69 | 49.38 | 51.05 |
| 总资本收益率 (%) | 9.50 | 7.84 | 9.01 | -- |
| 净资产收益率 (%) | 12.87 | 10.45 | 11.84 | -- |
| 长期债务资本化比率 (%) | 26.14 | 24.89 | 20.23 | 19.73 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 26.14 | 25.02 | 23.90 | 23.37 |
| 资产负债率 (%) | 34.70 | 32.29 | 30.89 | 30.84 |
| 流动比率 (%) | 106.76 | 177.68 | 186.32 | 203.05 |
| 速动比率 (%) | 104.33 | 174.75 | 184.35 | 201.23 |
| 经营现金流动负债比 (%) | 113.68 | 119.63 | 107.24 | -- |
| 现金短期债务比 (倍) | * | 93.78 | 5.25 | 6.26 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | / | / | / | / |
| 全部债务/EBITDA (倍) | / | / | / | / |

注: 1. 母公司 2022 年一季度财务数据未经审计; 2. 表格中“/”表示未能获取的数据, “--”表示计算后无意义的数字, “*”表示计算后无穷大或无穷小的数据

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 |
|-----------------|--|
| 增长指标 | |
| 资产总额年复合增长率 | (1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100% |
| 净资产年复合增长率 | |
| 营业总收入年复合增长率 | |
| 利润总额年复合增长率 | |
| 经营效率指标 | |
| 销售债权周转次数 | 营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资) |
| 存货周转次数 | 营业成本/平均存货净额 |
| 总资产周转次数 | 营业总收入/平均资产总额 |
| 现金收入比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100% |
| 盈利指标 | |
| 总资本收益率 | (净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100% |
| 净资产收益率 | 净利润/所有者权益×100% |
| 营业利润率 | (营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100% |
| 债务结构指标 | |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总计×100% |
| 全部债务资本化比率 | 全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100% |
| 长期债务资本化比率 | 长期债务/(长期债务+所有者权益)×100% |
| 担保比率 | 担保余额/所有者权益×100% |
| 长期偿债能力指标 | |
| EBITDA 利息倍数 | EBITDA/利息支出 |
| 全部债务/EBITDA | 全部债务/EBITDA |
| 短期偿债能力指标 | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计×100% |
| 速动比率 | (流动资产合计-存货)/流动负债合计×100% |
| 经营现金流动负债比 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

| 信用等级 | 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，违约概率极低 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高 |
| 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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

| 评级展望 | 含义 |
|------|-----------------------------------|
| 正面 | 存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大 |
| 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，未来信用等级调降的可能性较大 |
| 发展中 | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持 |