信用评级公告

联合〔2021〕6740 号

联合资信评估股份有限公司通过对中国国际贸易中心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有限公司主体长期信用等级为 AAA，“18 中国国贸 MTN001”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

二〇二一年七月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

中国国际贸易中心有限公司
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
中国国际贸易中心有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 中国国贸 MTN001	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
18 中国国贸 MTN001	5 亿元	5 亿元	2023/08/22

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，“18 国贸 MTN001”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，2021 年 8 月 26 日为行权日，2023 年 8 月 22 日到期。

评级时间：2021 年 7 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
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

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	评价结果
经营风险	B	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	F2	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		2
调整因素和理由				调整子级
公司主营物业租赁业务，租金收入稳定可持续				+1

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，中国国际贸易中心有限公司（以下简称“国贸有限”或“公司”）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保持很强的竞争优势。跟踪期内，公司资产质量良好、流动性充裕，债务负担轻。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，北京 CBD 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可能对其信用水平产生的不利影响。

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，联合资信确定维持中国国际贸易中心有限公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 中国国贸 MTN001”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主体，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。
3. **公司债务负担轻，偿债压力小。**截至 2020 年底，公司资产负债率和全部债务资本化分别为 40.09%和 27.31%，分别较上年底下降 1.84 个百分点和 0.78 个百分点。

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。**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力有所加大。
2. **跟踪期内，公司物业仍较集中于北京市 CBD 区域，不利于分散风险。**公司拥有的中国国际贸易中心主体

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

建筑群由写字楼、商城、酒店和公寓等高档商业建筑组成，全部位于北京市 CBD 核心区，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)	10.23	14.52	20.50	24.84
资产总额(亿元)	139.85	143.80	145.24	147.82
所有者权益(亿元)	76.66	83.50	87.02	89.57
短期债务(亿元)	6.00	1.00	6.25	6.37
长期债务(亿元)	26.78	31.62	26.44	26.44
全部债务(亿元)	32.78	32.62	32.69	32.81
营业收入(亿元)	38.54	43.25	36.57	9.82
利润总额(亿元)	11.74	14.81	11.45	3.41
EBITDA(亿元)	19.13	22.48	19.12	--
经营性净现金流(亿元)	16.83	18.48	15.58	5.34
营业利润率(%)	41.98	43.99	42.08	43.66
净资产收益率(%)	11.45	13.25	9.83	--
资产负债率(%)	45.19	41.93	40.09	39.40
全部债务资本化比率(%)	29.96	28.09	27.31	26.81
流动比率(%)	42.23	72.30	84.20	96.69
经营现金流动负债比(%)	46.22	64.46	49.02	--
现金短期债务比（倍）	1.71	14.52	3.28	3.90
EBITDA 利息倍数倍）	11.54	14.76	13.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.71	1.45	1.71	--
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）	48.76	45.53	44.03	44.30
所有者权益（亿元）	27.27	27.53	26.55	26.70
全部债务(亿元)	5.98	5.99	6.08	6.15
营业收入(亿元)	7.44	8.51	6.21	1.58
利润总额(亿元)	3.89	4.31	3.40	0.20
资产负债率(%)	44.07	39.53	39.71	39.74
全部债务资本化比率(%)	17.99	17.87	18.64	18.72
流动比率（%）	35.34	27.25	16.77	19.78
经营现金流动负债比(%)	14.43	23.90	8.68	--

注：公司 2021 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

主体评级历史：

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
18 中国国贸 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/6/28	王爽 尹金泽	房地产行业企业信用评级方法（2018）/--	阅读原文
18 中国国贸 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/7/9	王爽 孙鑫 尹金泽	房地产企业信用分析要点（2015）/--	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、本报告引用的资料主要由中国国际贸易中心有限公司（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。

中国国际贸易中心有限公司
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有限公司（以下简称“国贸有限”或“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

公司是中国对外经济贸易咨询公司（以下简称“外贸咨询”）和嘉里兴业有限公司（香港注册公司，以下简称“嘉里兴业”）于 1985 年共同投资组建的中外合资经营企业，注册资本 2.40 亿美元，外贸咨询和嘉里兴业各持股 50%。1998 年 9 月，外贸咨询将持有的公司股权转让于鑫广物业管理中心（以下简称“鑫广物业”）；2005 年 10 月，经商务部批准，鑫广物业将其持有的公司股权全部转让给中国世贸投资有限公司（以下简称“世贸投资”），相应的工商变更于 2006 年 3 月办理完毕。历经数次增资，截至 2021 年 3 月底，公司实收资本 10.06 亿元人民币，嘉里兴业和世贸投资各持股 50%。公司无实际控制人。

公司子公司中国国际贸易中心股份有限公司（以下简称“国贸股份”）于 1999 年 3 月在上海证券交易所上市（股票代码“600007.SH”），公司持股比例为 80.65%，所持股份无质押。

公司主要从事商务服务设施的投资、经营和管理，包括高档写字楼、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及停车设施服务等。

截至2021年3月底，公司内设综合管理部、财务部、信息技术部和工会4个职能部门以及中国大饭店、世纪公寓、国贸西楼、国贸东楼和国贸二期5个经营模块；拥有国贸股份、国贸物业酒店管理有限公司（以下简称“国贸物业”）和北京国贸国际会展有限公司（以下简称“国贸会展”）共3家子公司。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 145.24 亿元，所有者权益 87.02 亿元（含少数股东权益 15.41 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 36.57 亿元，利润总额 11.45 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 147.82 亿元，所有者权益 89.57 亿元（含少数股东权益 15.87 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 9.82 亿元，利润总额 3.41 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区建国门外大街 1 号；法定代表人：王炳南。

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，募集资金已按指定用途使用完毕，并按约定支付利息。

表 1　跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
18 中国国贸 MTN001	5.00	5.00	2018/8/22	5 年（3+2 年）

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，“18中国国贸MTN001”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，下一行权日为2021年8月22日
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。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，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，投资超

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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，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

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的

[2]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用**。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增**

长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

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。

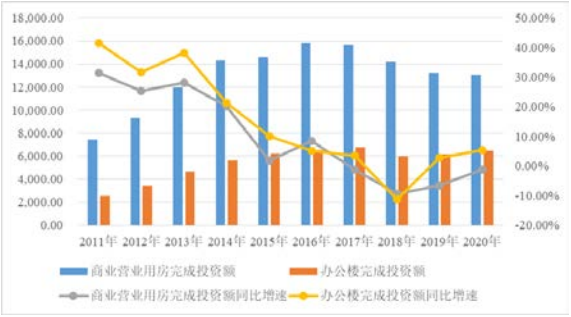
2017年，随着部分地区市场逐渐饱和，商业地产投资增速有所放缓。2018年，商业地产投资增速进一步放缓，全年商业不动产投资额、新开工面积、销售规模等主要指标较2017年均出现下降。其中，2018年商业营业用房投资完成额为1.42万亿元，同比下降9.42%；写字楼开发投资完成额0.60亿元，同比下降11.30%。

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。

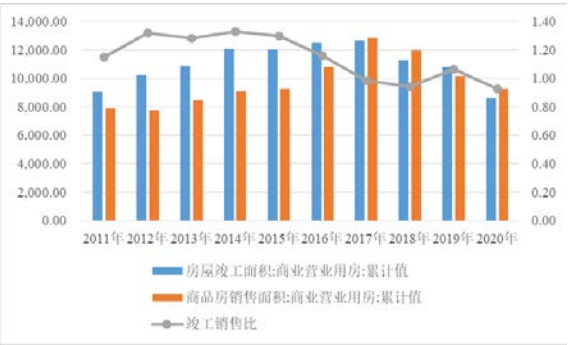
租售结合模式下，开发商往往持有商业物业的主要部分，并出租给主力店和品牌店，同时销售一小部分商铺。主力店是商业物业的经营主体，起到聚集人气、提升物业经营水平和确立品牌形象的作用，部分商铺的销售有助于开发商平衡现金流，降低自身经营风险。但租售结合的经营模式在一定程度上分散了物业的经营权，开发商、主力店和商铺业主的关系相对复杂，管理难度较高，对后续长期经营形成一定挑战。

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。

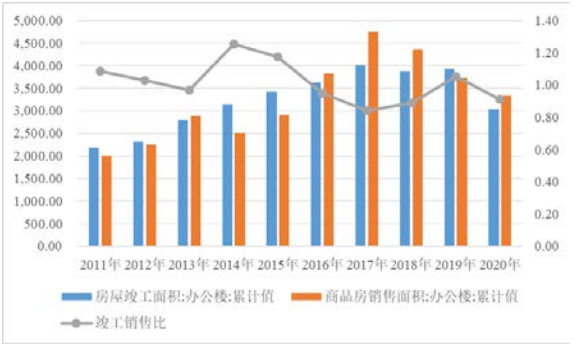
从商业地产供求情况看，近年来，商业营业用房的竣工面积持续高于销售面积，整体上呈现供过于求的态势。2015 年以来，由于经济增速放缓，居民购物、娱乐习惯改变导致商业地产景气度下降，开发商对商业营业用房开发增速大幅放缓，供过于求的状况有所缓解。2017 年，供过于求的局面开始扭转。2018 年，我国商业营业用房竣工面积达 11,258.68 万平方米，同比下降 11.14%；增速较上年下降 12.36 个百分点。2018 年以来，调控政策趋于常态，且购房需求的释放也达到了阶段性瓶颈，我国商业营业用房销售面积 11971.33 万平方米，同比下降 6.80%，供应过剩压力仍存。2019 年，全国商业营业用房竣工面积 10814.18 万平方米，同比下降 3.95%；商业营业用房销售面积 10172.87 万平方米，同比下降 15.02%。2020 年，全国商业营业用房竣工面积 8620.62 万平方米、销售面积 9288.46 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。

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）



从办公楼供求情况看，2018 年办公楼竣工面积 3884.04 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 4363.32 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 3923.39 万平方米，同比微增 1.01%；办公楼销售面积 3722.76 万平方米，同比下降 14.68%。2020 年，全国办公楼竣工面积 3041.59 万平方米、销售面积 3334.33 万平方米，供需关系小幅扭转。



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

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分别下降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。

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%。

3. 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

截至 2021 年 3 月底，公司实收资本 10.06 亿元，嘉里兴业和世贸投资各持股 50%。公司无实际控制人。

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。

公司拥有的中国国际贸易中心（以下简称“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。

国贸中心总体占地面积 17 公顷，总建筑面积逾 110 万平方米，自 1990 年 8 月 30 日开业以来，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。以国贸中心为中心的 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：91110000625906195N），截至 2021 年 7 月 9 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，公司管理体制、管理制度未发生重大变化；公司高管有所变动，但未对公司经营产生重大影响，经营管理状况稳定。

2020 年 4 月 23 日，公司董事会通过决议，由王炳南先生接替高燕女士担任公司董事、常务董事、执行董事和董事长。

王炳南先生，1961 年 9 月出生，工商管理硕士，高级工程师。王炳南先生历任机电部、国家机械局副处级、正处级、副司级干部，1998 年任国家机械局办公室主任兼机关服务中心主任（正局级）；2020 年任国家经贸委办公厅副主任；2002 年任全国整顿和规范市场经济秩序领导小

组办公室秘书长；2003 年后，先后担任商务部直属机关党委常务副书记、市场运行调节司司长、市场体系建设司司长；2013 年 8 月任商务部部长助理；2017 年 6 月起任商务部副部长；2020 年 4 月起任公司董事长。

八、经营分析

1. 经营概况

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司酒店业务收入大幅下滑，营业收入有所下降，综合毛利率仍保持较高水平，整体盈利水平较好。

公司以物业租赁及管理和酒店经营为主业，营业收入主要来自高档甲级写字楼、商城、公寓及高档酒店等。公司自有物业处于北京市中央商务区的核心地段，地理位置优越。

2020 年，公司营业收入 36.57 亿元，同比下降 15.46%，主要系疫情影响收入减少所致。其中，物业租赁及管理业务和酒店经营收入分别同比下降 4.25%和 48.23%。

表3 公司营业收入及盈利情况（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
物业租赁及管理	27.87	72.31	64.23	32.23	74.50	65.13	30.86	84.39	65.10	8.38	85.34	65.63
酒店经营	10.67	27.69	16.21	11.03	25.50	17.32	5.71	15.61	-14.71	1.44	14.66	-16.67
合计	**38.54**	**100.00**	**50.93**	**43.26**	**100.00**	**52.94**	**36.57**	**100.00**	**52.64**	**9.82**	**100**	**53.60**

注：数据尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2020年，公司综合毛利率为52.64%，同比变化不大。其中，物业租赁及管理业务毛利率保持稳定，受疫情影响酒店入住率下降，酒店业务毛利率同比大幅下滑32.03个百分点至-14.71%。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 9.82 亿元，较上年同期提高 13.81%，主要系随着疫情的控制，各项业务好转所致；毛利率为 53.60%，较上年同期提高 0.88 个百分点。

2. 物业租赁及管理业务

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受疫情影响有所波动，但仍保持相对稳定。随着北京写字楼市场特别是 CBD 核心区的大量新增供应，未来写字楼租金水平仍面临下行压力。

公司经营物业集中在北京市 CBD 地区，地理位置优越。其中，中国大饭店、国贸大酒店和新国贸饭店委托香格里拉国际饭店管理有限公司进行管理和经营，写字楼、商城主要由国贸股份管理运营。公司物业资产均为自有产权，其中国贸一期及国贸二期等物业资产获取时间较早，资产增值空间大。

截至 2021 年 3 月底，公司自持物业可出租面积为 40.41 万平方米。其中，写字楼板块可出租面积为 22.84 万平方米，商城可出租面积为 9.95 万平方米，公寓可出租面积为 7.62 万平方米。

表 4 公司主要投资性物业出租租金及出租率情况表（单位：平方米、元/平方米/月、%）

物业类型	物业名称	可出租面积	平均租金				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	47886	555	577	586	583	96.28	94.31	91.32	91.13
	二期	47981	526	540	554	547	97.39	98.25	96.18	92.51
	三期 A	82313	697	714	702	689	97.61	96.37	89.10	91.02
	三期 B	42790	662	665	669	685	94.62	92.83	93.99	95.52
	西楼	7442	372	409	425	417	99.80	99.84	94.48	91.42
商城	一期	15278	1399	1584	1644	1942	99.11	97.90	97.69	98.72

	二期	8444	778	947	913	995	91.78	93.22	95.65	97.51
	三期 A	17920	488	548	475	527	96.94	97.86	94.53	95.30
	三期 B	26142	585	592	555	623	87.21	97.44	97.84	99.86
	西楼	6974	721	692	647	741	98.20	100.00	99.75	100.00
	东楼（股份）	13675	1718	1745	1814	2016	47.29	83.93	91.62	99.51
	东楼（有限）	11020	615	587	552	577	60.97	96.63	99.65	100.00
公寓	国贸公寓	47847	246	--	419	411	36.16	--	8.43	21.35
	世纪公寓	28348	228	244	248	246	84.55	80.29	59.35	54.85

注：三期 B 商业裙楼、写字楼以及东楼商城分别于 2016 年 10 月、2017 年 4 月以及 2018 年 7 月陆续投入运营；国贸公寓 2018 年 4 月起停业进行装修改造，2020 年 9 月重新开业
资料来源：公司提供

2020 年，公司写字楼板块中国贸大厦 A 座写字楼（属国贸三期 A 阶段）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 7.27 个百分点至 89.10%。

2020 年，公司商城租金水平除国贸一期商城和国贸东楼（股份）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、国贸三期 A 阶段商城和西楼平均出租率略有下滑外，公司商城出租率整体持续增长。其中，国贸东楼商城（股份）（2018 年 7 月投入使用）出租率较上年增长 7.69 个百分点。

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。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。随着北京写字楼市场特别是 CBD 核心区新增较大规模的优质写字楼，未来写字楼租金水平仍面临下行压力。

2020 年，公司世纪公寓租金水平同比略有增长，受疫情影响出租率大幅下滑。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，出租率仍处于较低水平。未来，公司公寓板块有望给公司收入带来一定补充。

3. 酒店业务

2020 年，公司酒店业务受疫情影响收入大幅下滑。

公司酒店业务全部集中于国贸大酒店、新国贸饭店、中国大饭店和中国大饭店公馆。2020 年，公司酒店业务实现收入 5.71 亿元，同比下降 48.23%，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。公司酒店业务主要依托商务客人和高端团队，疫情后，酒店业务转变思路，开拓市场，主要依托国内客户，入住率得以提升。2021 年 1－5 月，公司酒店业务有所恢复，但酒店入住率完全恢复仍需要时间。

4. 其他业务

公司其他业务为物业管理和会展业务，规模较小，对公司整体营业收入影响不大。

公司物业管理的运营主体为国贸物业，会展业务的运营主体为国贸会展。2020 年，国贸物业和国贸会展分别实现营业收入 3.39 亿元和 0.14 亿元。

5. 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《北京市朝阳分区规划（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。

6. 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 7.09 次和 0.25 次，较上年均有所下降。与同行业企业对比，公司总资产周转次数高于对比企业，销售债权周转次数处于一般水平。

表 5 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
国贸有限	**7.09**	**0.25**
星河实业（深圳）有限公司	28.09	0.03
恒隆地产有限公司	4.30	0.04

资料来源：根据 Wind 数据整理

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

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）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务报表未经审计。跟踪期内，公司根据《企业会计准则第 14 号——收入》（以下称“新收入准则”）进行了会计政策变更。跟踪期内，公司合并范围未发生变化，财务数据连续性很好，财务数据可比性很强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 145.24 亿元，所有者权益 87.02 亿元（含少数股东权益 15.41 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 36.57 亿元，利润总额 11.45 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 147.82 亿元，所有者权益 89.57 亿元（含少数股东权益 15.87 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 9.82 亿元，利润总额 3.41 亿元。

2. 资产质量

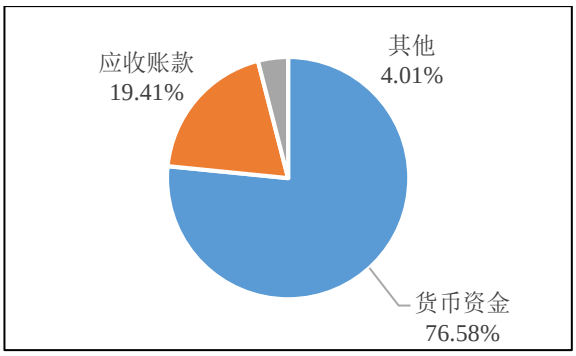
跟踪期内，公司货币资金持续增长，且较为充裕；投资性房地产位于北京 CBD 核心区，并以成本法计量，未来升值空间大。

截至2020年底，公司合并资产总额145.24亿元，较上年底增长1.01%。其中，流动资产占18.43%，非流动资产占81.57%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

截至2020年底，流动资产26.76亿元，较上年底增长29.10%，主要系货币资金增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占76.58%）和应收账款（占19.41%）构成。

图 4 截至 2020 年底公司流动资产构成



注：“其他”包括预付款项、其他应收款、存货、其他流动资产等
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 20.50 亿元，较上年底增长 41.17%，主要系投资规模下降和分红减少所致。相较于支出规模，公司货币资金较为充裕；货币资金主要为银行存款（占 99.85%），受限货币资金为 1.25 亿元，受限比例为 6.10%，款项性质为物业管理项目代管款项。

公司应收账款主要包括应收物业租赁款、酒店及餐饮服务款、物业管理服务款以及会展服务款等。截至 2020 年底，公司应收账款账面价值 5.19 亿元，较上年底增长 1.37%，较上年底变化不大。应收账款账龄在一年以内的占 99.28%，累计计提坏账准备 115.55 万元。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 118.48 亿元，较上年底下降 3.73%，公司非流动资产主要由投资性房地产（占 71.80%）、固定资产（占

18.06%）和无形资产（占 5.53%）构成。

截至 2020 年底，公司投资性房地产 85.07 亿元，较上年底下降 3.52%，主要系计提折旧所致。公司投资性房地产位于北京 CBD 核心区，地理位置优越，且高端写字楼等物业占比高，并以成本法计量，未来升值空间大。

截至 2020 年底，公司固定资产 21.40 亿元，较上年底下降 5.26%，主要系计提折旧所致。固定资产主要由房屋及建筑物构成，累计计提折旧 26.92 亿元。

截至 2020 年底，公司无形资产 6.55 亿元，较上年底下降 3.23%，主要系计提摊销所致。公司无形资产主要由土地使用权构成，累计摊销 3.30 亿元，未计提减值准备。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 147.82 亿元，较上年底增长 1.78%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 20.80%，非流动资产占 79.20%。公司资产结构较上年底变化不大。

截至 2021 年 3 月底，公司受限资产包括货币资金、投资性房地产、固定资产和无形资产，受限资产账面价值合计 22.68 亿元，占资产总额的 15.34%，资产受限比例一般。其中，受限货币资金系物业管理项目代管款项，受限投资性房地产、固定资产和无形资产系公司获得长期借款提供的抵押。

表 6　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	1.25	0.85	物业管理项目代管款项
投资性房地产	14.11	9.55	借款抵押
固定资产	5.35	3.62	借款抵押
无形资产	1.97	1.33	借款抵押
合计	**22.68**	**15.34**	--

注：合计数占比为占总资产比例
资料来源：公司提供

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，权益结构变化不大，未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2020 年底，公司所有者权益 87.02 亿元，较上年底增长 4.21%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 82.29%，少数股东权益占比为 17.71%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 11.56%、21.74%、1.65%和 47.35%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 89.57 亿元，较上年底增长 2.94%。所有者权益结构较 2020 年底变化不大。

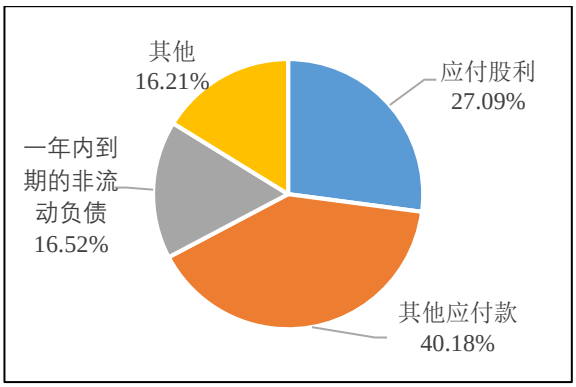
（2）负债

公司负债规模小幅下降，负债结构相对均衡，流动负债占比上升较快；整体债务负担轻，偿债压力小。

截至 2020 年底，公司负债总额 58.23 亿元，较上年底下降 3.43%。其中，流动负债占 54.59%，非流动负债占 45.41%。公司负债结构相对均衡，流动负债占比上升较快。

截至 2020 年底，公司流动负债 31.79 亿元，较上年底增长 10.86%，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其他应付款（占 40.18%）和一年内到期的非流动负债（占 16.52%）构成。

图 5　截至 2020 年底公司流动负债构成



注：“其他”包括短期借款、应付账款、应交税费、应计利息等
资料来源：根据公司财务报告整理

公司其他应付款主要为应付工程及设备款、物业管理项目代收款、预提管理费等。截至 2020 年底，公司其他应付款 12.77 亿元，较上年底下降 12.96%，主要系应付工程及设备款减少所致。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动

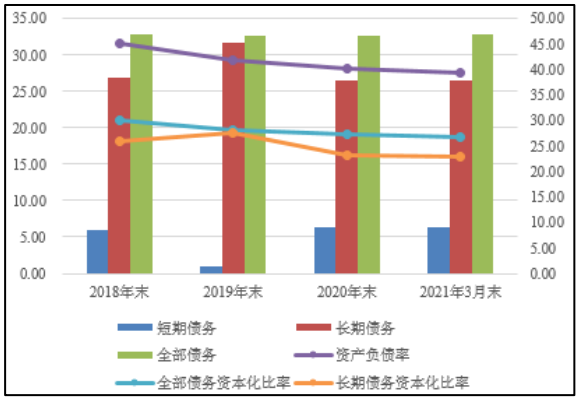
负债 5.25 亿元，主要系“18 中国国贸 MTN001”附有第三年年末投资者回售选择权重分类至一年内到期的非流动负债。

截至 2020 年底，公司非流动负债 26.44 亿元，较上年底下降 16.38%，主要系应付债券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 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%，较上年底变化不大；长期借款全部为与建行北京华贸支行签订的以国贸三期 A 阶段的部分房产及相应的土地使用权作为抵押的借款，借款期限为 2020 年 8 月 5 日至 2035 年 8 月 4 日。从期限分布看，2022 年到期的 0.10 亿元，2023 年到期 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“19 国贸 01”，较上年底下降 50.20%，主要系“18 中国国贸 MTN001”重分类至一年内到期的非流动负债所致。

图6　公司负债情况（单位：亿元、%）



资料来源：根据公司财务报告整理

有息债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务 32.69 亿元，较上年底增长 0.22%。债务结构方面，短期债务占 19.12%，长期债务占 80.88%，以长期债务为主。其中，短期债务 6.25 亿元，较上年底大幅增长 5.25 亿元，主要系“18 中国国贸 MTN001”转入所致。从债务指标来看，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 40.09%、27.31%和 23.30%，较上年底分别下降 1.84 个百分点、0.78 个百分点和 4.16 个百分点。公司债务负担轻。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 58.25 亿元，较上年底增长 0.04%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 54.61%，非流动负债占 45.39%。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 2021 年 3 月底，公司全部债务 32.81 亿元，较上年底增长 0.35%，较上年底变化不大。债务结构方面，短期债务占 19.40%，长期债务占 80.60%，以长期债务为主。从债务指标来看，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 39.40%、26.81%和 22.79%，较上年底分别下降 0.68 个百分点、0.50 个百分点和 0.51 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，公司营业收入和净利润均快速下降，各项盈利指标有所下降，但整体盈利能力仍较好。公司 2021 年一季度经营业绩有所好转。

2020 年，公司实现营业总收入 36.57 亿元，同比下降 15.45%，主要系受新冠肺炎疫情影响酒店收入下降所致；营业成本 17.32 亿元，同比下降 14.95%；营业利润率为 42.08%，同比下降 1.91 个百分点，同比变化不大。

2020 年，公司费用总额为 4.24 亿元，同比下降 7.61%，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 30.61%、42.29%和 27.10%。其中，财务费用为 1.15 亿元，同比下降 14.61%，主要系利息费用减少所致。

受上述因素综合影响，2020 年，公司实现净利润 8.55 亿元，同比下降 22.70%。

从盈利指标来看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 8.26%和 9.83%，同比分别下降 2.48 个百分点和 3.42 个百分点。公司各盈利指标仍较好。与同行业企业对比，公司毛利率低于对比企业，净资产收益率和利润总

额高于对比企业，整体盈利能力较好。

表 7　2020 年公司与同行企业盈利指标情况

（单位：%）

债券简称	利润总额	毛利率	净资产收益率
国贸有限	**11.45 亿人民币**	**52.65**	**9.83**
星河实业（深圳）有限公司	7.20 亿人民币	63.39	2.74
恒隆地产有限公司	-8.63 亿港元	72.23	-1.39

资料来源：根据Wind数据整理

2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 9.82 亿元，同比增长 13.81%，主要系疫情得到控制业务好转所致；营业利润率为 43.66%，同比增长 1.63 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动净现金流仍保持较大规模净流入。公司未来无重大拟建项目，未来筹资压力较小。由于偿还债务和分配股利，公司筹资活动现金流呈净流出状态。

表 8　现金流量情况

（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	42.01	45.22	39.34	10.86
经营活动现金流出小计	25.18	26.74	23.75	5.51
经营现金流量净额	**16.83**	**18.48**	**15.58**	**5.34**
投资活动现金流入小计	25.19	13.97	9.06	4.22
投资活动现金流出小计	36.17	18.54	12.26	4.82
投资活动现金流量净额	**-10.98**	**-4.57**	**-3.20**	**-0.59**
筹资活动前现金流量净额	**5.85**	**13.91**	**12.38**	**4.75**
筹资活动现金流入小计	6.49	6.05	22.56	0.00
筹资活动现金流出小计	18.95	15.76	29.08	0.24
筹资活动现金流量净额	**-12.46**	**-9.71**	**-6.53**	**-0.24**

注：各项合计尾差系四舍五入所致

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 39.34 亿元，同比下降 13.02%，主要系收入下降所致；经营活动现金流出 23.75 亿元，同比下降 11.17%，主要系运营成本下降所致。受此影响，2020 年，公司经营活动现金净流入 15.58 亿元，同比下降 15.69%。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入主要为收回理财投资，现金流出主要为理财投资和在建工程投入。2020 年，公司投资活动现金流入 9.06 亿元，同比下降 35.16%，主要系赎回的银行理财产品减少所致；投资活动现金流出 12.26 亿元，同比下降 33.85%，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 3.20 亿元，同比下降 29.87%。

2020 年，公司筹资活动前现金流量净额为 12.38 亿元，公司无重大投资项目，经营活动现金流能够满足投资需求。

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 6.53 亿元，同比下降 32.79%。

2021 年 1－3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动净现金流分别为 5.34 亿元、-0.59 亿元和-0.24 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力很强，综合考虑公司经营的稳定性及经营性净现金流的持续性，以及投资性房地升值空间大等因素，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上年底的 72.30%和 70.95%分别提高至 84.20%和提高至 82.98%，流动资产对流动负债的保障程度弱。截至 2020 年底，公司经营现金流动负债比率为 49.02%，同比下降 15.43 个百分点。截至 2020 年底，公司现金短期债务比由上年底的 14.52 倍下降至 3.28 倍，现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 19.12 亿元，同比下降 14.95%。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 14.76 倍下降至 13.15 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度仍很高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 1.45 倍提高至 1.71 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度高。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2021 年 3 月底，公司共获得银行授信额度总额为 49.05 亿元，尚未使用的授信额度为 26.50 元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

2020 年，受疫情影响，公司母公司营业收入和利润总额均快速下滑，利润主要依赖于投资收益；经营活动现金流能够满足投资需求，母公司债务负担较轻，但存在一定的集中偿付压力。

公司母公司经营范围包括中国大饭店、世纪公寓、国贸西楼、国贸东楼以及国贸二期（30%）。

截至 2020 年底，母公司资产总额 44.03 亿元，较上年底下降 3.30%。其中，流动资产占 6.66%，非流动资产占 93.34%。从构成看，母公司流动资产主要由货币资金（占 66.03%）和应收账款（占 26.92%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 51.10%）、投资性房地产（占 34.15%）和固定资产（占 8.65%）构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 1.94 亿元。

截至 2020 年底，母公司负债总额 17.48 亿元，较上年底下降 2.87%，全部为流动负债。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 5.72%）、应付股利（占 49.26%）、其他应付款（占 9.81%）和一年内到期的非流动负债（占 29.05%）构成。母公司 2020 年资产负债率为 39.71%，较 2019 年提高 0.18 个百分点。截至 2020 年底，母公司全部债务 6.08 亿元，全部为短期债务，主要为“18 中国国贸 MTN001”，存在一定的集中偿付压力。截至 2020 年底，母公司全部债务资本化比率为 18.64%。母公司债务负担较轻。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 26.55 亿元，较上年底下降 3.59%。在所有者权益中，实收资本占 37.89%、资本公积占 55.68%、未分配利润占 1.04%和盈余公积占 5.40%。母公司所有者权益稳定性弱。

2020 年，母公司营业收入为 6.21 亿元，同比下降 27.06%；利润总额为 3.40 亿元，同比下降 21.13%。同期，母公司投资收益为 3.10 亿元，母公司利润主要依赖于投资收益。

现金流方面，2020 年，公司母公司经营活动现金流净额为 1.52 亿元，投资活动现金流净额 2.60 亿元，筹资活动现金流净额-4.56 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产、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“18中国国贸MTN001”和“19国贸01”，余额共10亿元。假定上述债券均在在赎回权行权日赎回，截至2021年3月底，公司本年度剩余应到期债券金额为5亿元，存续期内债券的偿债高峰期在2021年和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39.34亿元、15.58亿元和19.12亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的7.87倍、3.12倍和3.82倍。截至2021年3月底，公司扣除受限部分的现金类资产23.59亿元，为本年度剩余到期债券金额的4.72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

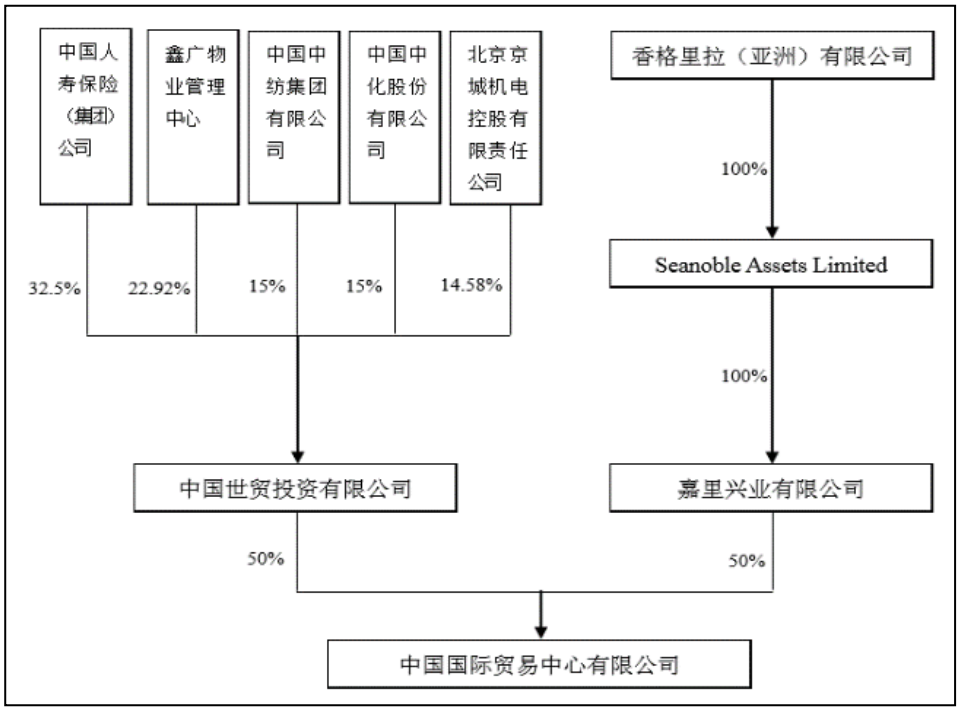
主要指标	指标值
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	5.00
未来待偿债券本金峰值（亿元）	5.00
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	4.72
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	7.87
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	3.12
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	3.82

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据

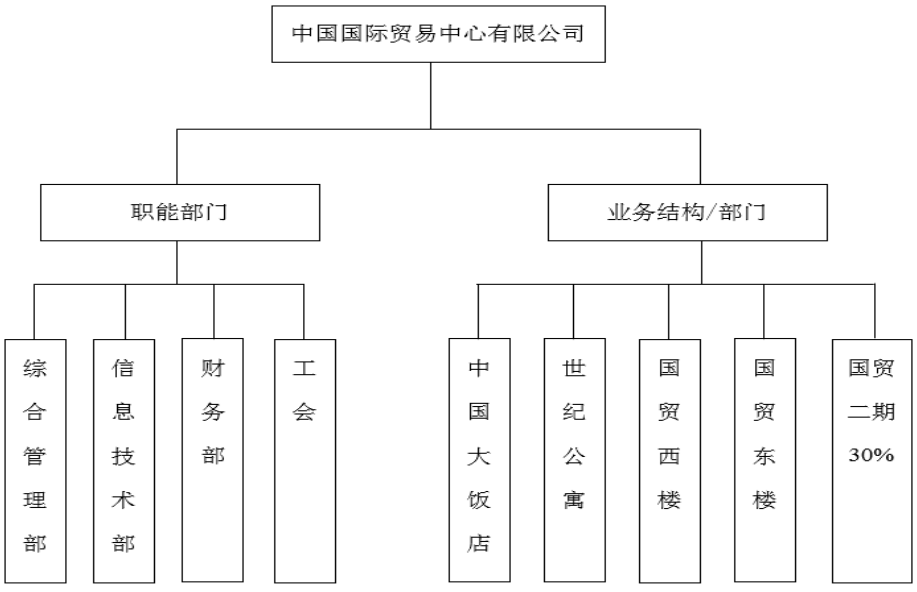
十一、结论

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“18中国国贸MTN001”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及组织结构图



资料来源：公司提供



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底纳入公司合并范围子公司情况

序号	公司名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）	表决权比例（%）
1	中国国际贸易中心股份有限公司	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等	100728.25	80.65	80.65
2	国贸物业酒店管理有限公司	物业管理	1000.00	76.62	76.62
3	北京国贸国际会展有限公司	会议及展览服务	1000.00	80.65	80.65

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
财务数据				
现金类资产（亿元）	10.23	14.52	20.50	24.84
资产总额（亿元）	139.85	143.80	145.24	147.82
所有者权益（亿元）	76.66	83.50	87.02	89.57
短期债务（亿元）	6.00	1.00	6.25	6.37
长期债务（亿元）	26.78	31.62	26.44	26.44
全部债务（亿元）	32.78	32.62	32.69	32.81
营业收入（亿元）	38.54	43.25	36.57	9.82
利润总额（亿元）	11.74	14.81	11.45	3.41
EBITDA（亿元）	19.13	22.48	19.12	--
经营性净现金流（亿元）	16.83	18.48	15.58	5.34
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.87	9.39	7.09	--
存货周转次数（次）	54.26	54.19	44.58	--
总资产周转次数（次）	0.27	0.30	0.25	--
现金收入比（%）	106.02	102.35	105.32	107.55
营业利润率（%）	41.98	43.99	42.08	43.66
总资本收益率（%）	9.47	10.74	8.26	--
净资产收益率（%）	11.45	13.25	9.83	--
长期债务资本化比率（%）	25.89	27.47	23.30	22.79
全部债务资本化比率（%）	29.96	28.09	27.31	26.81
资产负债率（%）	45.19	41.93	40.09	39.40
流动比率（%）	42.23	72.30	84.20	96.69
速动比率（%）	41.23	70.95	82.98	95.48
经营现金流动负债比（%）	46.22	64.46	49.02	--
现金短期债务比（倍）	1.71	14.52	3.28	3.90
EBITDA 利息倍数（倍）	11.54	14.76	13.15	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.71	1.45	1.71	--

注：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 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	4.81	2.40	1.94	2.42
资产总额（亿元）	48.76	45.53	44.03	44.30
所有者权益（亿元）	27.27	27.53	26.55	26.70
短期债务（亿元）	1.00	1.00	6.08	6.15
长期债务（亿元）	4.98	4.99	0.00	0.00
全部债务（亿元）	5.98	5.99	6.08	6.15
营业收入（亿元）	7.44	8.51	6.21	1.58
利润总额（亿元）	3.89	4.31	3.40	0.20
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	2.38	3.11	1.52	0.53
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.55	9.79	7.32	--
存货周转次数（次）	52.35	66.48	61.42	--
总资产周转次数（次）	0.15	0.18	0.14	--
现金收入比（%）	105.86	104.48	108.63	96.45
营业利润率（%）	39.23	41.84	35.48	37.42
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	13.04	14.04	12.48	--
长期债务资本化比率（%）	15.45	15.34	0.00	0.00
全部债务资本化比率（%）	17.99	17.87	18.64	18.72
资产负债率（%）	44.07	39.53	39.71	39.74
流动比率（%）	35.34	27.25	16.77	19.78
速动比率（%）	34.91	26.80	16.49	19.50
经营现金流动负债比（%）	14.43	23.90	8.68	--
现金短期债务比（倍）	4.81	2.40	0.32	
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：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
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%
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	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×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

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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 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。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。