信用等级公告

联合〔2019〕2435 号

联合资信评估有限公司通过对中国国际贸易中心有限公司主体长期信用状况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，并维持“18 中国国贸 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十六日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中国国际贸易中心有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：	AAA
上次主体长期信用等级：	AAA

债券简称	债券余额	到期日	本次评级结果	上次评级结果
18 中国国贸 MTN001[1]	5 亿元	2023/08/22	AAA	AAA

本次评级展望：	稳定
上次评级展望：	稳定

评级时间：2019 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	9.52	17.00	10.23	11.76
资产总额(亿元)	135.79	148.83	139.85	141.77
所有者权益(亿元)	69.11	72.20	76.66	79.42
短期债务(亿元)	12.58	11.59	6.00	6.00
长期债务(亿元)	25.01	27.40	26.78	26.78
全部债务(亿元)	37.59	38.99	32.78	32.78
营业收入(亿元)	31.84	34.46	38.54	10.42
利润总额(亿元)	11.23	10.12	11.74	3.68
EBITDA(亿元)	15.94	16.84	19.13	--
经营性净现金流(亿元)	13.80	14.38	16.83	4.94
营业利润率(%)	46.34	41.72	41.98	43.81
净资产收益率(%)	12.15	10.49	11.45	--
资产负债率(%)	49.10	51.49	45.19	43.98
全部债务资本化比率(%)	35.23	35.06	29.96	29.22
流动比率(%)	30.71	44.46	42.23	49.41
经营现金流动负债比(%)	33.12	29.21	46.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.36	2.32	1.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.29	9.21	11.54	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债已调整入短期债务及相关指标核算

分析师：王 爽 尹金泽
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

[1] “18 中国国贸 MTN001”期限为“3+2”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

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对中国国际贸易中心有限公司（以下简称“国贸有限”或“公司”）的评级反映了公司作为中国国际贸易中心的运营主体，在区位优势、经营管理和盈利能力等方面的优势。跟踪期内，公司经营状况良好，营业收入规模稳步提升，盈利能力强，整体债务负担轻；经营物业未来升值空间大。同时联合资信也关注到，相关消费政策变动、物业租赁市场供给增加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的完成，公司整体竞争实力将得以提升；公司经营状况有望保持良好态势。

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. 北京市经济发展态势良好，商业地产市场景气度较高，公司面临较好的外部环境。
2. 公司经营物业位于北京市 CBD 核心商圈，区域优势明显，经营情况稳定，未来升值空间大。
3. 跟踪期内，公司营业收入稳定增长，盈利能力强。
4. 跟踪期内，公司债务规模下降，整体债务负担轻。

关注

1. 随着 2019 年新增供应的集中入市，北京甲级写字楼短期内将面临一定的空置率上升和租金下行压力，CBD 地区竞争压力将加大。
2. 公司业务定位商务及高端消费，经营状况及盈利水平受宏观经济增速趋缓、相关消

费政策变动等因素影响。

3. 公司无其他物业或土地储备，未来发展空间有限。

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。

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，按照联合资信评估有限公司关于中国国际贸易中心有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本概况

中国国际贸易中心有限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。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 月在上交所上市（股票简称“中国国贸”，股票代码 600007.SH）。历经数次增资，截至 2019 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2019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、国贸西楼和国贸二期4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“物管公司”）和北京国贸国际会展有限公司（以下简称“会展公司”）共3家子公司。

截至 2018 年底，公司资产总额 139.85 亿元，所有者权益合计 76.66 亿元（含少数股东权益 13.30 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 38.54 亿元，利润总额 11.74 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 141.77 亿元，所有者权益 79.42 亿元（含少数股东权益 13.77 亿元）；2019 年 1—3 月，公司合并口径实现营业收入 10.42 亿元，利润总额 3.68 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：高燕。

三、债券与募集资金使用情况

本次跟踪评级债券为中国国际贸易中心有限公司2018年度第一期中期票据（债券简称“18中国国贸MTN001”），发行额度为5亿元，起息日为2018年8月22日，期限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。偿还方式为每年付息一次，到期兑付本金及最后一期利息。跟踪期内，“18中国国贸MTN001”尚未到付息日。截至2019年3月底，公司已使用募集资金3.44亿元，用于补充流动资金。

表1　截至2019年3月底本次跟踪评级债券情况

债券简称	发行金额	债券余额	募集资金用途	期限	到期日	下一行权日	募集资金已使用额度
18 中国国贸 MTN001	5.00	5.00	补充流动资金	3+2	2023/08/22	2021/08/22	3.44

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长

6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增

长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 商业地产行业分析

（1）行业概况

区别于居住地产和工业地产，商业地产是指用作商业用途的地产。一般来说，狭义的商业地产指用于各种零售、餐饮、娱乐、休闲等生活服务类经营方式的不动产，包括商场、购物中心、步行街以及社区商业等。广义的商业地产除商铺之外还涵盖办公楼、公寓式酒店、连锁酒店等具有商务属性的不动产。商业地产具备地产、商业与投资三重特性。购物中心和办公楼是商业地产领域两大主要类型。

近年来，中国国民经济快速发展、居民生活水平提高和消费观念的改变带动购物中心、办公楼等物业大量新建并投入使用。此外，随着国内主要城市住宅“限购”政策的实施和房地产宏观调控力度的加大，房地产开发企业纷纷由住宅地产开发商向商业地产投资、运营商转变，其中，“地产+商业”协同运营模式（开发企业和商业企业在同一母公司平台下协同整合，保证所有权与经营权的统一，同时发挥各自优势，对于避免开发与商业的脱节、管理与招商的矛盾、业态与经营的短视等问题有积极意义）发展尤为迅速。

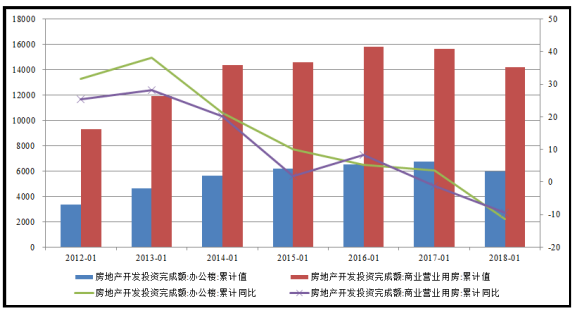
从物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。从规划设计看，商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同，因此在考虑未来物业形象和定位时，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从建成后的资金回笼情况看，项目建设完工后，中国商业地产开发商一般会根据自身需求在“只租不售”、“只售不租”和“租售结合”三种运营模式中选择。只售不租是最原始的模式，以出售产权为收入来源，快速回收投资；但由于商业地产项目投资规模大、风险高且投资回收期长，有能力全额购买商业项目的投资者数量有限，为解决资金回笼等问题，只租不售或租售结合成为越来越多开发商选择的经营模式。但只租不售或租售结合的经营模式对招商、日常经营管理能力等要求较高，招商和日常运营的成败对开发商能否收回投资并取得合理回报影响显著。商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产。

2010—2014 年，中国商业地产行业呈现爆发式增长，商业地产投资增速保持高位。2015 年，开发商逐步加大对住宅地产的投资规模，同期受累积的商业地产项目大量入市影响，商业地产开发投资增速开始下滑。2016—2018 年，商业类房屋（办公楼和商业营业用房）开发投资完成额分别为 22370.12 亿元、22401.25 亿元和 20173.42 亿元，年均复合下降 5.04%。商业类房屋投资以商业营业用房为主，近三年比重在 70%左右。2016—2018 年，中国商业营业用房新开工面积同比分别下降 0.95%、8.21 和 2.00%，办公楼新开工面积同比分别下降 2.34%%、4.30%和 1.50%，商业营业用房新开工面积降幅有所收窄。总体来看，2010—2015 年，我国商业地产投资规模保持上升，在房地产开发投资中占比持续上升，但增速减缓。2016 年以来，商业地产投资趋于理性，在地产开发投资中占比开始下降，2018 年投资规

模同比有所下降。新开工面积增速波动大，作为投资端的领先指标，受政策收紧影响，2015年以来持续为负，2018年降幅有所收缩。

图1　近年来中国商业地产主要指标及变动情况

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

从商业地产用地供给量来看，2010—2013年，全国100大中城市商服用地土地供应量快速增长，年均复合增长15.69%；同期，商服用地土地成交量增速超过土地供应量增速，年均复合增长率高达22.90%。随着房地产市场步入调整期，2014—2016年，商服用地土地供给规模持续收缩，年均复合下降17.81%；地产开发企业拿地节奏也有所放缓，商服用地土地成交量年均复合下降19.23%。2017年以来商业用地供给量有所回升，2017—2018年100大中城市供应商服用地规划建筑面积同比分别增长6.58%和1.90%。而商服用地规划建筑面积成交在2017年同比增长7.55%后，于2018年再次下降3.22%，商服土地流拍在2018年呈增多趋势。从商业地产用地成本来看，2015—2017年后商服用地挂牌均价与成交楼面均价快速上升，但2017年增速开始放缓。2018年，100大中城市商服用地成交楼面均价同比下降0.39%，溢价率亦有所下滑。2018年，10个核心一二线城市商办用地整体成交微降，但其中上海、天津、成都、北京和武汉仍有增长。同期，核心一二线城市商办用地溢价率同比下降5个百分点。而三四线城市商办用地市场受益于核心城市需求外溢和城镇化推进略有增温，成交量和溢价率均有所上涨。

整体来看，中国商业地产地价已处高位，在地产企业融资加大背景下，商业地产开发投资有所降温，逐渐趋于理性。长期来看，商办土地市场总体仍存在较大的供给压力。

（2）行业细分

购物中心

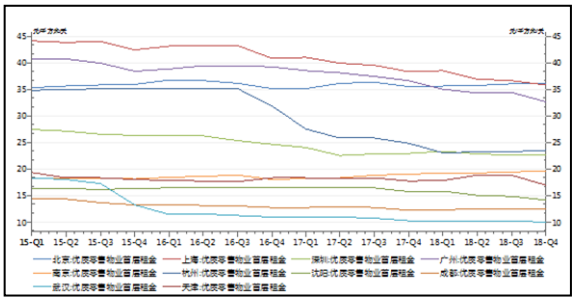
购物中心是集购物、休闲、娱乐、饮食等于一体，包括百货店、大卖场以及众多专业连锁零售店在内的超级商业中心。购物中心属于商业房地产开发的概念，进入该项业务的主要影响因素为雄厚的资金、获得土地的有效渠道和相应的开发建设能力，但区别于住宅地产等其他房地产开发形式，购物中心项目具有投资规模大、利润率及开发风险高、投资回收期长等特点，因此，购物中心选址更加谨慎、调研更加复杂、推广更具针对性，区域位置和配套功能组合是综合竞争力的关键，且比住宅开发多出开业、运营、管理三个环节。此外，购物中心定位的出发点必须是开业后整体的运营成功，“马太效应”非常明显，因此，选择什么样的商业业态组合，如何满足商家要求、确保商家利益最大化，进而为开发经营商赚取最大的出租和出售回报，是购物中心运营中至关重要的问题。

相对于美国、日本等发达国家，中国的购物中心起步较晚，20世纪80年代中后期，在北京、上海等一些大城市才开始出现购物中心。近十年来，随着经济的发展和人民生活水平的提高，中国购物中心市场快速发展，除了传统的零售商和商业地产开发商，一些住宅地产开发商也积极参与到购物中心的开发。一线城市经济发展水平高、零售市场较为成熟，购物中心数量快速攀升，商家之间竞争激烈；二线城市购物中心虽起步晚于一线城市，但近几年来发展迅速，部分二线城市新增购物中心数量超过一线城市，且单个项目体量较大；受三、四线城市经济发展水平较低等因素影响，购物中心市场起步晚且成熟度较低，购物中心这种新型业态在较弱的三线城市及四线城市中仍

较为空缺；此外，各类城市中购物中心的经营情况也出现分化，定位、规模、功能综合、专业化程度等不断发生变化，呈现不同形态。购物中心供应量的快速增长，带来了布局失衡、重量轻质、品牌商挟持开发商以及资金瓶颈的问题。2015 年以来，受社会消费品零售总额增速持续放缓以及电子商务冲击影响，购物中心的租金价格整体有所下降，但逐渐趋于平稳。

图 2　重点城市优质零售物业首层租金

（单位：元/平方米/天）



资料来源：Wind

随着居民消费需求层次的升级和电商红利的衰减，中国购物中心市场面临着新的市场机遇。战略布局方面，商业地产商通过战略联合、轻资产管理输出、资产证券化等方式减轻传统商业地产扩张对资金的高度依赖。商业模式方面，提高体验式消费比例、融合“数据+线上+线下”的新零售业态、细分各市场定位产品线、持续升级租户结构和产品质量成为各购物中心不断优化商业模式重要探索方式。中国购物中心仍存在较大的结构性发展空间。

办公楼

办公楼作为办公建筑，是收集、处理和产生各种行政、调研、商务信息的场所。按功能划分，包括普通办公楼、商住办公办公楼和综合性办公楼；按档次划分，包括超甲级、甲级、乙级、丙级办公楼；按智能化水平划分，包括 3A 办公楼和 5A 办公楼。办公楼可自用，也可作为投资项目赚取投资回报。城市等级、产业结构、基础设施条件、高素质人才、商务环境等是影响城市办公楼市场发展的主要因素。

中国甲级及以上办公楼供应主要集中在北京、上海、广州、深圳等一线城市；近年来二三线城市经济发展迅速，甲级办公楼总体供应量快速上升。由于甲级办公楼的主要租户为金融、高科技和专业服务企业，一线城市在服务业稳步增长的支撑下，近年来一线城市优质写字楼平均空置率水平较低，均保持在 15%以下。大部分城市二线城市存在供大于求的问题，个别二线城市受到一批超出市场消化能力的新供应项目的影响，出现了明显的吸纳困难状况。租金水平方面，一线城市优质写字楼租金水平分化较为明显，北京、上海显著高于广州、深圳。2018 年，北京由于 CBD 项目新入市，短期空置率有所上行，租金水平保持平稳。上海、深圳新增写字楼供应规模较大，租金有所下调。广州由于供应有限加之需求良好，租金上涨 6%。二线城市 2018 年仍处于写字楼供应高峰，整体空置率上扬，平均租金小幅下降，其中长三角强二线城市租金小幅上涨，与东北、中部地区二线城市走势分化。

短期看，中国多个市场将在未来几年仍是商业地产供应潮，供大于求仍将是盘踞办公楼市场的主旋律，空置率将不可避免地上升，一线城市租金或将进入盘整阶段，二三线城市租金将继续下调。但长期看，随中国财新服务业持续发展，除金融与专业服务业将继续主导甲级办公楼需求以外，高速发展的 TMT 行业（科技、媒体和通信）的租赁需求以及民营企业建立区域性或全国总部的需求将保持强劲态势，对办公楼需求形成支撑。

2. 北京市区域经济及写字楼市场概况

2018 年，北京市地区生产总值为 30320 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.6%。其中，第一产业增加值 118.7 亿元，下降 2.3%；第二产业增加值 5647.7 亿元，增长 4.2%；第三产业增加值 24553.6 亿元，增长 7.3%。三次产业构成由上年的 0.4∶19.0∶80.6，变化为 0.4∶18.6∶81.0。按常住人口计算的人均地区生产总值为 12.9 万元，比上年增长 8.53%。

近年来，北京市不断加快产业结构调整步

伐，加快推进科技创新中心建设，大众创业、万众创新蓬勃发展。随着创新要素的积累、创新产出的增加以及创业的蓬勃开展，新产业、新业态、新模式孕育成长，成为经济发展的重要带动力量。2018 年北京市实现新经济增加值 10057.4 亿元，按现价计算，比上年增长 9.3%，占全市地区生产总值的比重为 33.2%，比上年提高 0.4 个百分点。北京市限额以上批发零售业实现网上零售额比上年增长 10.3%，对社会消费品零售总额增长的贡献率达到 80.6%。新产业加快发展，新产品产量快速增长，智能电视和智能手机产量分别增长 1.8 倍和 10.9%，集成电路产量增长 35.4%。

2018 年，北京市房地产开发投资比上年增长 3.4%。其中，住宅投资增长 17.4%；办公楼投资下降 29.7%；商业营业用房投资下降 12.6%。北京市办公楼投资呈下降态势。

2018 年，北京市商品房新开工面积为 2321.1 万平方米，同比下降 6.2%。其中，住宅新开工面积为 1233.6 万平方米，增长 0.6%；办公楼为 221.3 万平方米，下降 39.3%；商业营业用房为 108.3 万平方米，下降 32%。商品房竣工面积为 1557.9 万平方米，同比增长 6.2%。其中，住宅竣工面积为 731.2 万平方米，增长 21.1%；办公楼为 249.9 万平方米，下降 22.2%；商业营业用房为 162.8 万平方米，下降 2.5%。商品房销售面积为 696.2 万平方米，同比下降 20.4%。其中，住宅销售面积为 526.8 万平方米，下降 14%；办公楼为 75.8 万平方米，下降 30%；商业营业用房为 35 万平方米，下降 53.1%。总体看，随着房地产调控政策的出台，北京市房地产开发进度在 2018 年进一步放缓。

据戴德梁行统计，2018 年第四季度，北京市写字楼新入市项目带动甲级写字楼总存量攀升至 1058.0 万平方米，全市空置率环比上涨 0.2 个百分点达 8.1%。核心商圈虽然没有新增供应，但受部分企业撤离和缩小承租面积的影响，空置率较上季度微升 0.4 个百分点，为 3.8%。自 2018 年下半年，受经济走势的不明朗以及金融和互联网行业租赁需求放缓等多重因素的影响，北京写字楼市场租赁成交出现小幅下滑。

据高力国际发布的相关数据显示，2018 年新入市项目有 10 个，面积合计约 55 万平方米，北京市甲级写字楼总存量同比上升 8.6%至约 691 万平方米。2018 年全市平均租金为 327.1 元每月每平方米，同比下降 1.4%，主要系新入市项目租金水平普遍低于全市平均水平所致，虽然平均租金水平小幅下调但整体保持较好水平。2019 年计划入市的新项目有 10 个，面积合计约 84 万平方米，其中 84.4%将位于北京 CBD 核心区与丽泽金融商务区，北京核心城区甲级写字楼或将迎来供应高峰。受此影响，预计届时北京甲级写字楼短期内将面临一定的空置率上升和租金下行压力。

整体看，2018 年北京市经济运行平稳，地区生产总值中第三产业占比高并保持较快增长速度，经济结构调整稳步推进；商业地产市场景气度较高，公司面临较好的外部环境；北京甲级写字楼市场保持较高景气度，空置率和平均租金水平保持在较好水平。随着 2019 年新增供应的集中入市，北京甲级写字楼短期内将面临一定的空置率上升和租金下行压力，CBD 地区竞争压力将加大。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 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%。

2. 公司规模及竞争力

公司拥有的中国国际贸易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。

国贸自 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。

1999 年国贸二期建成，中国国际贸易中心总建筑面积达到 56 万平方米。2005 年 6 月，国贸三期工程开始兴建，公司步入新的发展阶段。国贸三期工程的建设规模约 54 万平方米，全部由公司投资建设，分两个阶段实施：国贸三期 A 阶段项目于 2010 年 8 月 30 日建成投入运营，建筑规模 29.7 万平方米，其中的“国贸大厦”高度为 330 米，由国际顶尖甲级写字楼、超豪华五星级国贸大酒店组成，裙楼为新扩建的国贸商城；国贸三期 B 阶段项目于 2012 年 5 月开工建设，2017 年上半年建成投入运营，建筑面积 23.29 万平方米，包括一座高 296 米的主塔楼和配楼以及商业裙楼。国贸三期 B 阶段主塔楼（国贸大厦 B 座）的 1~22 层为新国贸饭店，包括 450 间客房和套房、全日制餐厅、精酿啤酒坊、多功能厅及 3500 平方米的健身中心；23~63 层为办公楼层，可出租面积 4 万平方米，其中 23~27 层为服务式办公楼层，30~63 层为标准写字楼办公层。

经过三十多年的发展，目前的中国国际贸易中心总体占地面积达 17 公顷，总建筑面积逾 110 万平方米，已成为国际一流水准的现代化商务中心，是展示中国对外开放政策和从事国际交流活动的重要窗口。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。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司以自有物业出租和酒店经营管理为主业，营业收入主要来自写字楼、商城、公寓及酒店客房等的租金收入。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，升值空间大。

表2 公司营业收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	收入				占比				毛利率			
	2016年	2017年	2018年	2019年1—3月	2016年	2017年	2018年	2019年1—3月	2016年	2017年	2018年	2019年1—3月
写字楼	13.45	15.07	16.96	4.21	42.24	43.73	44.00	40.41	80.41	80.59	78.91	80.55
商城	5.13	6.11	7.68	2.72	16.11	17.74	19.93	26.08	70.24	66.67	62.47	74.05
公寓	1.83	1.78	0.82	0.16	5.75	5.17	2.12	1.53	52.11	38.28	9.71	45.03
酒店	9.75	9.27	10.92	2.63	30.62	26.90	28.32	25.25	25.92	15.32	23.78	21.27
其他	1.68	2.23	2.17	0.70	5.27	6.46	5.63	6.74	-58.74	-35.37	-64.50	-24.28
合计	**31.84**	**34.46**	**38.54**	**10.42**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**53.11**	**50.88**	**50.49**	**56.34**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司营业收入稳步增长，2018 年为 38.54 亿元，同比增长 11.84%，主要系国贸中心东楼商城投入运营以及中国大饭店改造完成所致；2019 年一季度为 10.42 亿元，同比增长 11.09%，主要系商城出租收入增长所致。2018 年，公司综合毛利率为 50.49%，同比变化不大；2019 年一季度，综合毛利率为 56.34%，同比上升 5.32 个百分点，主要系商城板块毛利率上升所致。

从收入构成上看，2018 年，公司写字楼、酒店及商城业务板块收入规模有所增长，在营业收入中占比分别为 44.00%、28.32%和 19.93%，三大业务板块收入合计占比 92.25%。从收入构成的变动趋势来看，2018 年，公司写

字楼、酒店及商城业务收入占比均较 2017 年有所提升；公寓收入占比较 2017 年下降 3.05 个百分点，主要系国贸公寓装修改造所致；其他业务主要是物业酒店管理及会展，2018 年收入占比为 5.63%，较 2017 年小幅下降。

从盈利构成看，2018 年，写字楼租赁的毛利率同比小幅下降但仍维持高位，为 78.91%；商城租赁毛利率为 62.47%，同比下降 4.20 个百分点，主要系国贸中心东楼商城运营初期费用发生较多所致；公寓出租毛利率为 9.71%，同比大幅下降，主要系国贸公寓停业进行装修改造所致；酒店板块毛利率为 23.78%，同比上升 8.46 个百分点，主要系酒店入住率提升及新国贸饭店运营成本下降所致。公司其他业务板块规模较小，受会计核算方法选择等因素影响，毛利率持续为负。

2019 年 1—3 月，商城板块受租金上涨及出租率提升影响，商城出租收入为 2.72 亿元，同比增长 60.00%，占营业收入比重提升至 26.08%；板块毛利率为 74.05%，同比上升 4.17 个百分点。

跟踪期内，公司营业收入稳定增长，综合毛利率保持在较高水平，整体盈利水平良好。

2. 业务运营

公司经营物业集中在北京市 CBD 地区，地理位置优越，主要物业中的中国大饭店、国贸饭店、世纪公寓由公司本部运营，其他物业由子公司国贸股份管理运营。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。

表 3 截至 2019 年 3 月底公司自持物业基本情况（单位：平方米）

物业类型	物业名称	建筑面积	营业面积
写字楼	国贸一期写字楼	78513.31	49125.00
	国贸二期写字楼	76535.61	50311.00
	国贸三期 A 座写字楼	141027.18	82631.00
	国贸三期 B 座写字楼	63248.25	38373.00
	国贸西楼写字楼	11454.00	7436.00
合计		**370778.35**	**227876.00**
商城	国贸一期商城	30087.00	14693.00
	国贸二期商城	23926.78	5554.00
	国贸三期 A 座商城	46526.00	18236.00
	国贸三期 B 座商城	63844.92	28730.00
	国贸西楼商城	9586.66	6629.00
	国贸东楼商城	25916.34	10884.86
	南大门	2340.23	--
合计		**202227.93**	**84726.86**
公寓	国贸公寓	79838.00	50246.00
	世纪公寓	46538.00	28348.00
合计		**126376.00**	**78594.00**
酒店	中国大饭店	116618.66	584 间客房、69 间公寓
	国贸饭店	37209.80	570 间
	新国贸饭店	69764.84	450 间
	国贸大酒店	66355.87	278 间
合计		**289949.17**	**1951 间**
地下车场和后勤用房	一期	26152.00	不适用
	二期	18409.95	不适用
	三期 A 阶段	32442.30	不适用

	三期 B 阶段	21027.56	不适用
	西楼配楼	4445.57	不适用
	二期总部	7683.55	不适用
	物业部	71982.84	不适用
合计		**182143.77**	--
总计		**1171475.22**	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司主要自持物业合计建筑面积为 117.15 万平方米。自持物业中，写字楼板块合计营业面积为 22.79 万平方米，其中国贸三期 A 写字楼营业面积最大为 8.26 万平方米，其次为国贸二期写字楼 5.03 万平方米；商城板块合计营业面积为 8.47 万平方米，主要是国贸一期商城 1.47 万平方米、国贸三期 A 座商城 1.82 万平方米和国贸三期 B 座商城 2.87 万平方米；公寓板块合计营业面积 7.86 万平方米，其中国贸公寓 5.02 万平方米，世纪公寓 2.83 万平方米；酒店板块合计房间数 1951 间，其中中国大饭店 653 间，国贸饭店 570 间，新国贸饭店 450 间，国贸大酒店 278 间。

公司在物业租赁方面具有丰富的运营管理经验和良好的品牌积淀，跟踪期内，公司物业整体运营情况良好，尤其是写字楼物业出租率保持较高水平、租金水平总体保持上升态势。公司自持物业的租金水平及出租率主要受市场竞争格局、相关消费政策及公司经营策略等因素影响。

表 4　公司主要物业出租租金及出租率情况表（单位：元/平方米/月、元/间/夜、%）

物业类型	物业名称	平均租金				平均出租率			
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
写字楼	国贸一期写字楼	531	537	555	570	97.41	96.22	96.28	92.98
	国贸二期写字楼	509	525	526	529	97.53	97.92	97.39	99.60
	国贸三期 A 座写字楼	664	640	697	714	98.80	96.60	97.61	96.50
	国贸三期 B 座写字楼	--	630	662	655	--	91.85	94.62	89.83
	国贸西楼写字楼	361	365	372	375	100.00	100.00	99.80	100.00
商城	国贸一期商城	1396	1346	1399	1497	97.08	94.64	99.11	98.51
	国贸二期商城	817	763	778	891	92.88	87.66	91.78	86.91
	国贸三期 A 座商城	547	530	488	556	90.37	95.39	96.94	98.53
	国贸三期 B 座商城	408	562	585	569	23.38	74.38	87.21	94.69
	国贸西楼商城	836	751	721	742	86.72	92.76	98.20	100.00
	国贸东楼商城（股份）	--	--	1718	1727	--	--	47.29	81.06
	国贸东楼商城（有限）	--	--	615	556	--	--	60.97	93.83
公寓	国贸公寓	236	243	246	--	87.48	78.08	36.16	--
	世纪公寓	187	209	228	235	82.62	84.03	84.55	76.77
酒店	中国大饭店	954	921	969	926	58.42	69.03	63.20	65.38
	中国大饭店公馆	--	--	958	948	--	--	74.76	86.47
	新国贸饭店	--	841	1038	1079	--	80.18	85.77	81.98
	国贸大酒店	1633	1613	1593	1481	63.13	64.51	71.52	63.15

注：国贸三期 B 座商业裙楼、写字楼、酒店以及国贸东楼商城分别于 2016 年 10 月、2017 年 4 月、2017 年 5 月以及 2018 年 7 月陆续投入运营；中国大饭店客房于 2018 年 10 月陆续完成改造并投入运营；国贸饭店已于 2017 年 4 月停止营业，由共享际承包经营；国贸公寓于 2018 年 4 月停止营业并进行装修改造
资料来源：公司提供

写字楼租赁

公司写字楼物业目前包括国贸一期写字楼、国贸二期写字楼、国贸三期A座写字楼、国贸三期B座写字楼（2017年4月投入运营）以及国贸西楼写字楼，均是北京市甲级写字楼。

租金方面，2018年，公司写字楼物业平均租金水平总体呈上升趋势，其中国贸三期A座写字楼租金涨幅最大，同比增加57元/平方米/月。2019年一季度，除国贸三期B座写字楼小幅下降外，其他写字楼物业仍持续上升。

出租率方面，2018年，公司写字楼物业平均出租率保持在较高水平，其中国贸三期B座写字楼平均出租率为94.62%，同比上升2.77个百分点。2019年一季度，国贸一期写字楼和国贸三期B座写字楼平均出租率较2018年分别下降3.30个和4.79个百分点，主要系受经济环境、中美贸易摩擦及强制清退金融高危行业等因素影响，部分租户提前解约所致。

跟踪期内，公司写字楼业务租金水平总体呈增长态势，出租率保持在较高水平。

商城租赁

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座商城、国贸三期B座商城、国贸东楼商城（2018年7月投入运营）和国贸西楼商城五部分。

租金方面，2018年，除国贸三期A座商城因公司对部分销售收入未达到约定金额的商户冲销按直线法提前确认的收入导致租金水平较2017年有所下滑，国贸西楼商城写字楼租金水平小幅下滑，公司其余商城租金水平均较2017年有所上升。

出租率方面，2018年，除国贸东楼商城于当期投入运营外，其余商城出租均较2017年明显增长。其中国贸一期商城、国贸三期A座商城和国贸西楼商城出租率在96%以上，处于较高水平。2019年一季度，国贸一、二期商城出租率有所下滑；随着招商及运营进入稳定期，国贸三期B座商城平均出租率上升至94.64%。

公司商城有着卓越的区位优势、良好的品牌效应和丰富的运营管理经验，跟踪期内，公司商城平均租金水平和平均出租率总体呈上升态势。

公寓租赁

公司公寓租赁收入来自国贸公寓和世纪公寓的对外出租。

租金方面，2018年及2019年一季度，公寓租金水平稳步增长。其中，世纪公寓平均租金在2019年一季度上升至235元/平方米/月。

出租率方面，国贸公寓因进行装修升级改造导致2018年出租率较低。该项目计划总投资6.10亿元，截至2018年底，累计完成投资1.60亿元，公寓预计于2019年底完成改造并于2020年重新投入运营。世纪公寓2018年出租率较2017年变化不大，2019年一季度出租率为76.77%，同比下降7.48个百分点。

跟踪期内，公寓租金水平稳步提升，但随着国贸公寓装修改造的实施，公寓租赁业务总体出租率大幅下滑，板块业务收入规模有所下降。

酒店经营

目前公司酒店业务分布在中国大饭店、新国贸饭店和国贸大酒店。其中，新国贸饭店开业于2017年，承接的是原国贸饭店的酒店业务。

2018年，中国大饭店及新国贸饭店客房均价呈上涨态势，客房均价分别为969元/间/夜和1038元/间/夜，分别较2017年上涨48元/间/夜和197元/间/夜；国贸大酒店客房均价持续下滑至1593元/间/夜；改造完成的中国大饭店公馆平均租金为958元/间/夜，位于较高水平。2019年一季度，公司根据市场情况调整客房价格，除新国贸饭店客房均价上涨外，其余酒店客房均价有所下滑，其中国贸大酒店客房均价较2018年减少112元/间/夜至1481元/间/夜。

入住率方面，2018年，酒店业务板块总体入住率较2017年有所提升，其中中国大饭店平均入住率下滑至63.20%，其余酒店平均入住率均有所提升。2019年一季度，除中国大饭店平均入住率较2018年有所提升，其余酒店平均入

住率较 2018 年有所下滑。

跟踪期内，受宏观经济增速放缓、区域竞争及客户结构变化等因素影响，公司酒店业务入住率有所波动。公司采取一系列措施保障酒店业务规模，包括强化市场开发推广手段，积极开拓新市场、新客源，扩大市场占有份额；充分利用国贸综合优势，与写字楼、商城和公寓协同开发内部租户，开展联合促销活动，利用社交媒体等渠道传播促销信息，推出有竞争力的价格来扩展客源，缓解节假日期间和淡季客源不足的情况。

其他业务

公司其他业务主要是物业酒店管理及会展，规模较小，对公司整体营业收入影响不大。物业管理的运营主体为国贸物业酒店管理有限公司；会展业务的运营主体为北京国贸国际会展有限公司。

国贸物业酒店管理有限公司（以下简称“国贸物业”）主要从事写字楼、高档公寓、高档综合物业项目及酒店项目的管理服务，公司直接和间接累计持有国贸物业 100%股权。截至 2018 年底，国贸物业现有各类管理项目 72 个，其中：物业管理项目 55 个，酒店管理及咨询服务类项目 9 个，工程服务类项目 8 个。截至 2018 年底，国贸物业资产总额 23916 万元；负债总额 18981 万元，所有者权益合计 4935 万元。2018 年，国贸物业实现营业收入 30074 万元，实现净利润 1647 万元。

公司原有的展览业务主要是国贸展厅的出租业务以及展览服务业务，北京展览业务市场竞争激烈，一定程度上制约了公司原有展览业务的发展。2013 年，国贸展厅停止对外出租，为实现外向型发展，公司设立了全资专业会展子公司——北京国贸国际会展有限公司（以下简称“国贸会展”），专门从事会议及展览服务等业务。2018 年，国贸会展成功举办了中国国际服装服饰博览会（春季）、第三十届国际医疗仪器设备展览会、中国国际服装服饰博览会（秋季）等会展活动。截至 2018 年底，国贸会展资产总额 2782.03 万元，负债合计 1517.51 万元，所有者权益合计 1264.52 万元。2018 年度，国贸会展实现营业收入 3207.65 万元，利润总额 286.21 万元，实现净利润 211.91 万元。

3. 在建项目

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。项目预计投资 6.10 亿元，截至 2018 年底，公司已累计投资 1.60 元，计划 2019 年投资 3.40 亿元。国贸公寓预计于 2020 年重新开业。

总体看，国贸公寓装修改造所需资金规模一般，公司资金支出压力较小。

4. 未来发展

经过三十多年的发展，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。未来公司将继续秉承“争中国第一、创世界一流、铸国贸辉煌”的发展理念，既往开来，不断提升公司的核心竞争力。

未来随着国贸公寓装修改造的完成，公司整体竞争力将进一步提升。联合资信同时也关注到公司目前无其他物业或土地储备。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016—2018 年财务报告，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，均出具了标准无保留意见审计结论；公司 2019 年一季度财务报表未经审计。

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 2018 年底，公司资产总额 139.85 亿元，所有者权益合计 76.66 亿元（含少数股东权益 13.30 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 38.54 亿元，利润总额 11.74 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 141.77 亿元，所有者权益 79.42 亿元（含少数股东权益 13.77 亿元）；2019 年 1—3 月，公司合并口径实现营业收入 10.42 亿元，利润总额 3.68 亿元。

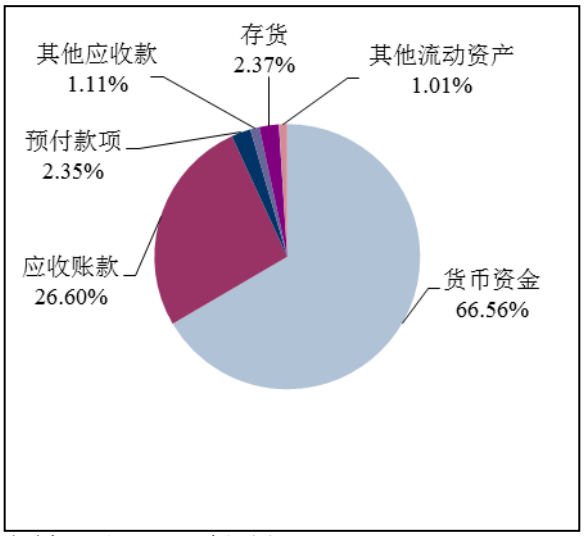
2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 139.85 亿元，其中流动资产占比 11.00%，非流动资产占比 89.00%，公司资产构成以非流动资产为主，符合公司主营物业租赁的经营特点。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 15.38 亿元，同比下降 29.74%，主要系货币资金同比减少所致。流动资产主要由货币资金（占 66.56%）和应收账款（占 26.60%）构成。

图 3 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

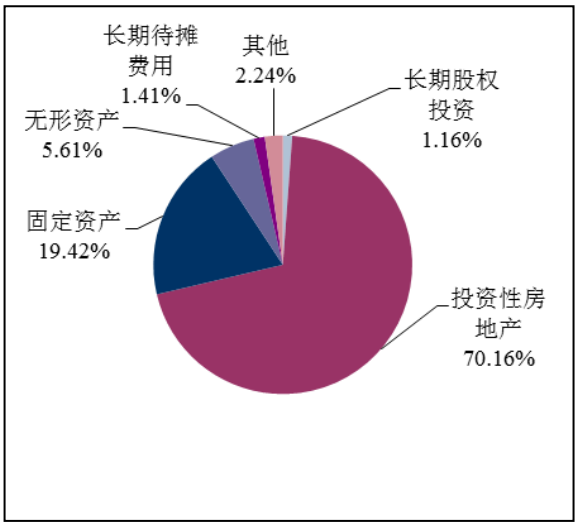
截至 2018 年底，公司货币资金为 10.23 亿元，同比下降 39.78%，主要系偿还债务规模增加所致。其中，受限资金余额为 1.03 亿元，其性质为物业管理项目代管款项，公司受限资金占比低。

截至 2018 年底，公司应收账款账面余额 4.09 亿元，同比增长 9.99%。计提坏账准备 7.16 万元，计提比例较低。公司应收账款主要分布在物业租赁（占 87.59%），其次为酒店收入（占 6.42%）和物业管理（占 5.99%）。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 124.47 亿元，主要由投资性房地产（占 70.16%）、固定资产（占 19.42%）和无形资产（占 5.61%）构成。

图 4 截至 2018 年底公司非流动资产构成



注：“其他”包括在建工程、商誉、递延所得税资产、其他非流动资产等

资料来源：根据公司财务报告整理

公司投资性房地产均采用成本模式进行后续计量，按其预计使用寿命及净残值率对建筑物和机器设备计提折旧（摊销）。截至 2018 年底，公司投资性房地产 87.33 亿元，同比变化不大。其中，用于借款抵押的投资性房地产账面价值约为 54.42 亿元，占 62.32%。公司投资性房地产主要位于北京 CBD 核心区域，且高端写字楼等物业占比较大，增值空间较大。

截至 2018 年底，公司固定资产账面原值 51.00 亿元，累计折旧 26.83 亿元，账面价值 24.17 亿元。公司固定资产主要由房屋及建筑物（账面价值占比 68.90%）和机械及电子设备（账面价值占比 16.17%）组成。截至 2018 年底，公司用于借款抵押的固定资产账面价值约为 17.44 亿元。

截至 2018 年底，公司在建工程 0.42 亿元亿元，同比增长 150.84%，主要系公司对国贸公寓装修升级所致。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值为 6.99 亿元，主要是土地使用权。其中，用于借款抵押的无形资产账面价值约为 4.67 亿元。公司无形资产中的土地位于北京 CBD 核心区域，且占地面积较大，具有较大升值空间。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 141.77 亿元，较 2018 年底小幅增长 1.37%。其中，流动资产占 12.40%，非流动资产占 87.60%，流动资产占比较 2018 年底有所上升。同期，货币资金 11.76 亿元，较 2018 年底增长 14.93%；在建工程 487.32 万元，较 2018 年底下降 88.44%，主要系国贸三期 B 阶段工程剩余部分完成转入投资性房地产所致。

跟踪期内，受货币资金波动影响，公司资产规模小幅下降；公司投资性房地产保持较大规模，按成本法计量，项目在北京 CBD 核心区，未来升值空间较大。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2018 底，公司所有者权益合计 76.66 亿元，同比增长 6.17%，主要来自未分配利润的增长。归属于母公司的所有者权益 63.36 亿元，其中，实收资本 10.06 亿元（占 15.87%），资本公积 18.91 亿元（占 29.85%），盈余公积 1.42 亿元（占 2.24%），未分配利润 32.97 亿元（占 52.04%）。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 79.42 亿元，较 2018 年底增长 3.60%，主要系未分配利润增长所致。所有者权益结构较 2018 年底变化不大。

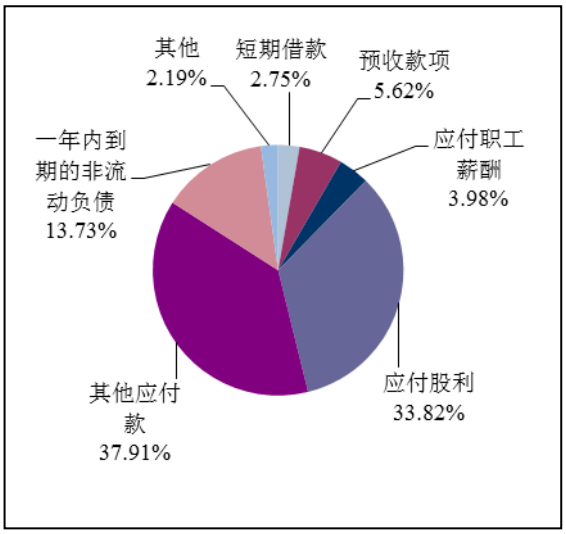
跟踪期内，受益于未分配利润的增长，公司所有者权益小幅增长，权益结构变化不大。

负债

截至 2018 年底，公司负债总额 63.19 亿元，同比下降 17.54%。其中，流动负债占 57.62%，非流动负债占 42.38%（同比上升 6.63 个百分点）。

截至 2018 年底，公司流动负债为 36.41 亿元，较上年底下降 26.04%，主要系其他应付款下降所致。截至 2018 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 5.28%）、一年内到期的非流动负债（占 8.10%）、其他流动负债（占 10.15%）、应付股利（占 25.44%）和其他应付款（占 42.76%）构成。

图 5　截至 2018 年底公司流动负债构成



注：“其他”包括应付账款、应交税费、应付利息等
资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2018 年底，公司短期借款为 1.00 亿元，全部为信用借款，同比大幅下降 61.54%。

截至 2018 年底，公司应付股利为 12.31 亿元，同比小幅下降 1.71%，主要为应付嘉里兴业和世贸投资股利。公司已经就应付股利获得中外投资方世贸投资以及嘉里兴业出具的财务支持函，承诺仅在公司有足够能力支付该股利时，才会要求公司支付该股利。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 13.80 亿元，同比下降 34.44%，主要系国贸三期 B 座项目竣工致使应付工程及设备款大幅下降所致。截至 2018 年底，公司其他应付款主要是租户押金 7.70 亿元和应付工程及设备款 3.49 亿元。

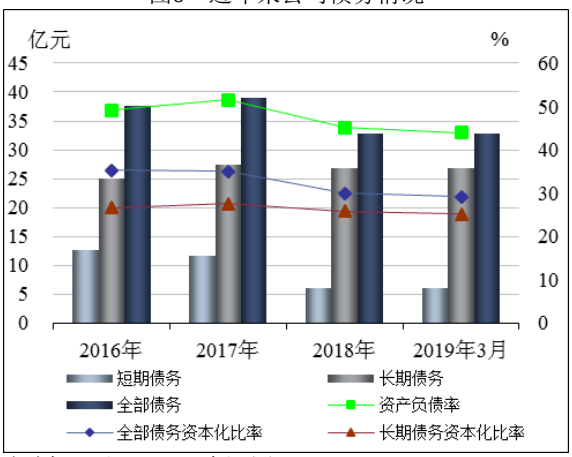
截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 5.00 亿元，主要为国贸股份于 2014 年 8 月 20 日公开发行了 2014 年公司债券（第一期），本期债券期限为 5 年，将于 2019 年 8 月 20 日

到期，账面净值为 5.00 亿元的应付债券的重分类。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 26.78 亿元，同比小幅下降 2.25%。其中，长期借款占 81.39%，应付债券占 18.61%。同期，公司长期借款为 21.80 亿元，全部为抵押借款，同比小幅下降 2.68%；应付债券为 4.98 亿元，主要为 2018 年发行的规模 5 亿元的“18 中国国贸 MTN001”（扣除发行费后金额 4.98 亿元），将于 2023 年 8 月 22 日到期并偿还。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务 32.78 亿元，同比下降 15.91%。其中，短期债务 6.00 亿元（占 18.30%），长期债务 26.78 亿元（占 81.70%）。同期，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呈下降趋势，分别为 45.19%、29.96%和 25.89%，分别同比下降 6.30 个、5.11 个和 1.62 个百分点。

图6　近年来公司债务情况



资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 62.35 亿元，较 2018 年底小幅下降 1.34%。其中，流动负债占 57.04%，非流动负债占 42.96%。公司负债构成较 2018 年底变化不大。有息债务方面，截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 32.78 亿元，较 2018 年底无变化。有息债务结构较 2018 年底无变化。长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 25.22%、29.22%和 43.98%，均较 2018 年底变化不大。

跟踪期内，公司负债规模有所下降，整体债务水平不高，债务负担轻。

4. 盈利能力

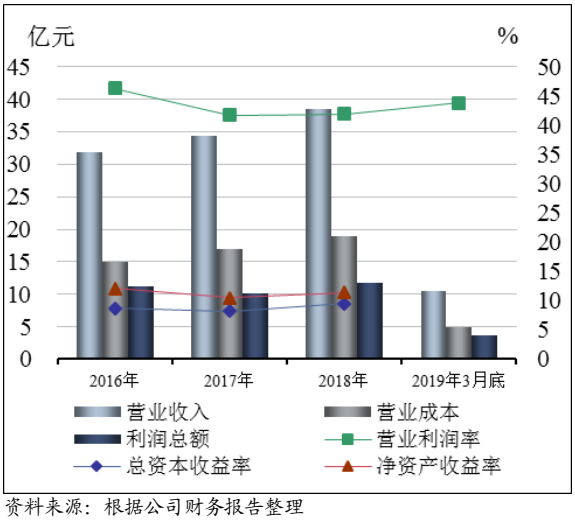
2018 年，公司营业收入 38.54 亿元，同比增长 11.84%，主要系写字楼、商城及酒店业务收入增长所致。伴随着收入的增长，公司营业成本同比增长 11.70%，2018 年为 18.91 亿元。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用总额为 4.41 亿元，同比下降 4.20%，主要系管理费用下降所致。2018 年，公司期间费用率为 11.44%，同比下降 1.92 个百分点，公司费用控制能力尚可。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 41.98%、9.47%和 11.45%，分别同比上升 0.26 个、1.28 个和 0.97 个百分点。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 10.42 亿元；利润总额为 3.68 亿元，为 2018 年全年的 31.34%；营业利润率为 43.81%，较 2018 年上升 1.83 个百分点。

图7　近年来公司盈利情况



资料来源：根据公司财务报告整理

跟踪期内，公司营业收入规模保持稳定增长，整体盈利能力强。

5. 现金流

经营活动方面，2018 年公司经营活动流入的现金 42.01 亿元，同比增长 13.42%。公司经营活动流入的现金主要是销售商品、提供劳务

收到的现金，2018 年为 40.86 亿元；同期，公司经营活动流出的现金为 25.18 亿元，同比增长 11.13%。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 16.83 亿元，同比增长 17.03%。同期，公司现金收入比分为 106.02%，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动流入的现金 25.19 亿元，同比下降 9.37%，主要系收回投资收到的现金减少所致；同期收回投资收到的现金 25.05 亿元，同比下降 34.01%，主要系理财投资规模同比减少所致。同期，公司投资活动流出的现金 36.17 亿元，同比下降 15.30%，主要系理财投资规模同比减少所致。公司投资活动流入、流出的现金规模较大，主要系公司为提高资金使用效率进行银行理财投资及在建工程投入较大所致。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-10.98 亿元。

2018 年，公司筹资活动前现金流量净额 5.85 亿元，公司经营活动现金流能够满足投资需求。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动流入的现金为 6.49 亿元，同比下降 40.53%，主要系取得借款收到的现金同比减少所致。筹资活动现金流入主要是发行债券收到的现金（4.98 亿元，同比变化不大）和银行借款收到的现金（1.50 亿元，同比下降 74.63%）。同期，公司筹资活动流出的现金为 18.95 亿元。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-12.46 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流分别为 4.94 亿元、-1.17 亿元和-2.11 亿元；现金收入比为 97.96%，较 2018 年下降 8.06 个百分点。

跟踪期内，公司经营活动现金呈净流入状态，且随着营业收入的增长，经营活动现金流量净额呈增长态势；目前公司经营活动现金流能够满足投资需求，且未来无重大拟建项目，未来筹资压力较小；公司对现有债务进行了偿还，筹资活动现金流呈净流出状态。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年，公司流动比率和速动比率分别为 42.23%和 41.23%，分别同比下降 2.22 个和 2.55 个百分点。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 49.41%和 48.37%，较 2018 年底分别下降 7.18 个和上升 7.14 个百分点，公司资产流动性较弱。2018 年，公司经营现金流动负债比为 46.22%，同比上升 17.01 个百分点。公司经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖程度大幅提升。跟踪期内，公司流动比率偏低，但经营现金流较好，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2018 年，公司 EBITDA 为 19.13 亿元，同比增长 13.61%。同期，公司 EBITDA 利息倍数为 11.54 倍，同比增加 2.33 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度高；全部债务/EBITDA 为 1.71 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度高。跟踪期内，公司长期偿债能力强。

总体看，跟踪期内，公司经营状况稳定，盈利能力良好，整体偿债能力强。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信额度总量为 33.80 亿元，尚未使用的授信额度为 11.00 元，公司间接融资渠道畅通。

7. 公司本部财务分析

截至 2018 年底，公司本部资产合计 48.76 亿元，同比下降 6.59%。其中，流动资产 5.83 亿元，同比下降 31.63%，主要系货币资金减少所致。公司本部流动资产主要由货币资金（占 82.41%）和应收账款（占 14.26%）构成。非流动资产 42.93 亿元，同比下降 1.70%。非流动资产主要由长期股权投资（占 48.92%）、投资性房地产（占 33.83%）和固定资产（占 10.18%）构成。截至 2019 年 3 月底，公司本部资产合计 47.25 亿元，较 2018 年底小幅下降 3.10%。其中，流动资产合计 4.50 亿元，同比下降 22.80%，主要系货币资金减少所致；非流动资产合计 42.74 亿元，较 2018 年底变化不大；流动资产和非流动资产构成较 2018 年底变化不大。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益合计 27.27 亿元，同比变化不大。其中，实收资本 10.06 亿元，资本公积 14.78 亿元，盈余公积为 1.42 亿元，未分配利润 1.01 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司本部所有者权益合计 27.56 亿元，权益规模和结构较 2018 年底变化不大。

截至 2018 年底，公司本部负债合计 21.49 亿元，同比下降 13.30%。其中，流动负债 16.51 亿元，同比下降 33.40%，主要系其他应付款下降所致。流动负债主要由短期借款（占 6.06%）、应付股利（占 74.59%）和其他应付款（占 11.52%）构成。非流动负债 4.98 亿元，全部为应付债券，系公司本部于 2018 年发行的 5 亿元中期票据“18 中国国贸 MTN001”。截至 2019 年 3 月底，公司本部负债合计 19.69 亿元，较 2018 年底下降 8.39%；流动负债 14.70 亿元，同比下降 10.93%，主要系应付股利减少所致；非流动负债较 2018 年底无变化；流动负债及非流动负债构成较 2018 年底变化不大。

截至 2018 年底，公司本部资产负债率为 44.07%，全部债务资本化比率为 17.99%。截至 2019 年 3 月底，公司本部资产负债率为 41.67%，全部债务资本化比率为 17.84%。

2018 年，公司本部实现营业收入 7.44 亿元，同比增长 1.86%；营业成本 3.94 亿元，同比变化不大；投资收益为 2.65 亿元，同比增长 5.68%；利润总额为 3.89 亿元。2019 年一季度，公司本部实现营业收入 1.98 亿元，利润总额为 0.39 亿元。2018 年及 2019 年一季度，公司本部营业利润率分别为 39.23%和 39.42%。

2018 年，公司本部经营活动、投资活动、筹资活动产生的现金流量净额为 2.38 亿元、-4.57 亿元和-0.58 亿元。2019 年一季度，公司本部经营活动、投资活动、筹资活动产生的现金流量净额为 0.58 亿元、-0.23 亿元和-1.86 亿元。2018 年及 2019 年一季度，公司本部销售商品、提供劳务收到的现金分别为 7.88 亿元和 1.87 亿元；现金收入比分别为 105.86%和 94.07%；分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为 3.97 亿元和 1.86 亿元。

总体看，公司本部负债中应付股利占比很高，公司本部已经就应付股利获得中外投资方世贸投资以及嘉里兴业出具的财务支持函，承诺仅在有足够能力支付该股利时，才会要求支付该股利，所以应付股利并不构成公司本部的刚性债务，公司本部债务负担轻。公司本部营业收入规模较大，收入实现质量较好，经营活动现金流体现为净流入。

8. 过往债务履约能力

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G10110105006782801），截至2019年6月20日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

9. 抗风险能力

综合考虑公司物业的区位优势、盈利能力和行业经营风险，公司整体抗风险能力极强。

十、存续债券偿还能力分析

公司存续债券为“18中国国贸MTN001”，发行额度为5亿元。

表 5　公司存续债券明细（单位：亿元）

证券简称	发行日期	到期日期	回售日	当前余额
18 中国国贸 MTN001	2018-08-20	2023-08-22	2021-08-22	5

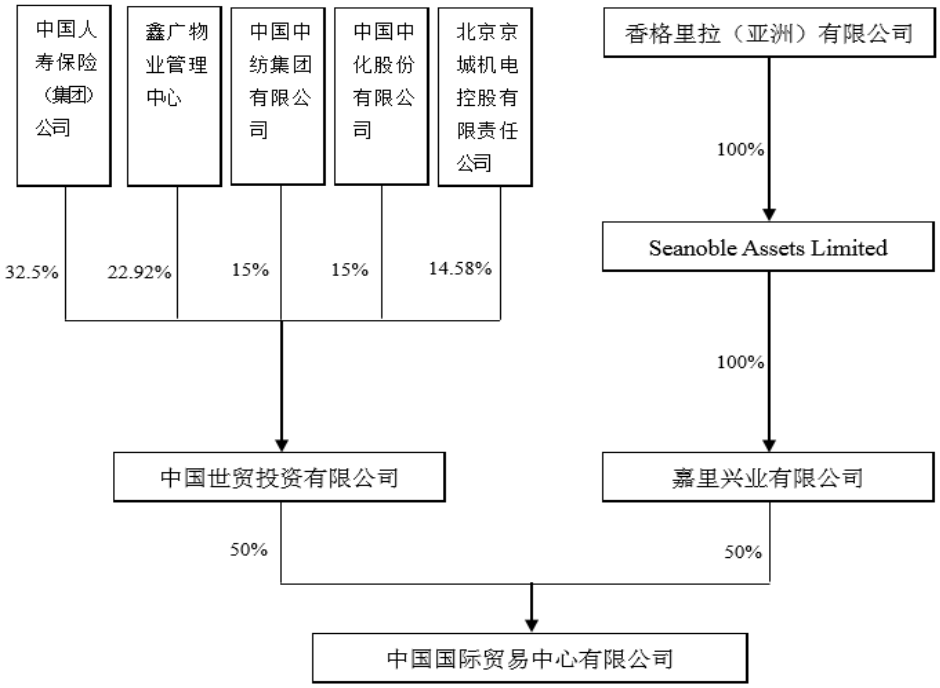
资料来源：Wind

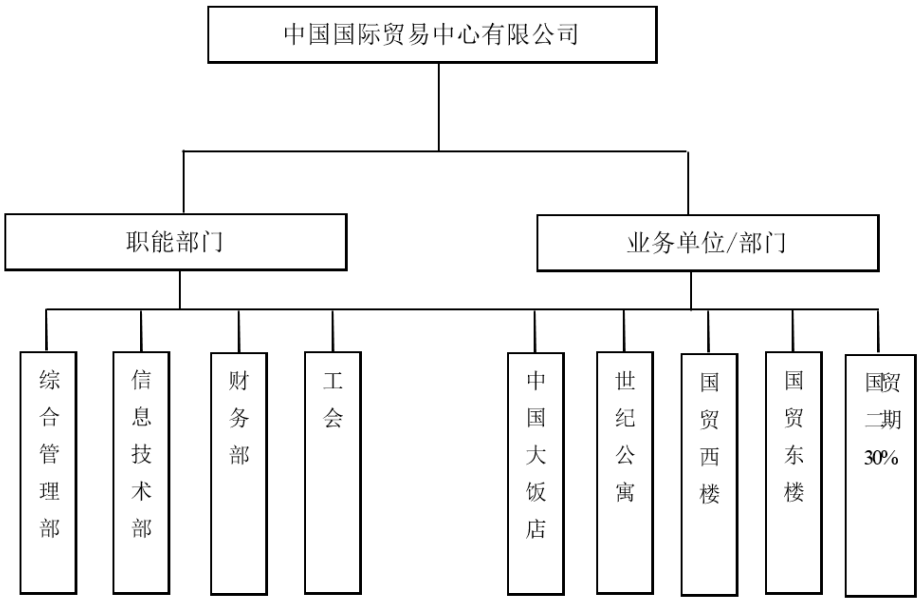
2018年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为存续债券余额的8.40倍和3.37倍；公司EBITDA为存续债券余额的3.83倍。整体看，公司经营活动现金流入量对存续债券余额的保障能力较强。

十一、　结论

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”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图





附件 2　截至 2019 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	100.00	100.00
3	北京国贸国际会展有限公司	会议及展览服务	1000.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.52	17.00	10.23	11.76
资产总额(亿元)	135.79	148.83	139.85	141.77
所有者权益(亿元)	69.11	72.20	76.66	79.42
短期债务(亿元)	12.58	11.59	6.00	6.00
长期债务(亿元)	25.01	27.40	26.78	26.78
全部债务(亿元)	37.59	38.99	32.78	32.78
营业收入(亿元)	31.84	34.46	38.54	10.42
利润总额(亿元)	11.23	10.12	11.74	3.68
EBITDA(亿元)	15.94	16.84	19.13	--
经营性净现金流(亿元)	13.80	14.38	16.83	4.94
财务指标				
销售债权周转次数(次)	14.61	11.68	9.87	--
存货周转次数(次)	45.60	52.50	54.26	--
总资产周转次数(次)	0.25	0.24	0.27	--
现金收入比(%)	104.42	103.26	106.02	97.96
营业利润率(%)	46.34	41.72	41.98	43.81
总资本收益率(%)	8.71	8.19	9.47	--
净资产收益率(%)	12.15	10.49	11.45	--
长期债务资本化比率(%)	26.57	27.51	25.89	25.22
全部债务资本化比率(%)	35.23	35.06	29.96	29.22
资产负债率(%)	49.10	51.49	45.19	43.98
流动比率(%)	30.71	44.46	42.23	49.41
速动比率(%)	29.96	43.78	41.23	48.37
经营现金流动负债比(%)	33.12	29.21	46.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.29	9.21	11.54	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.36	2.32	1.71	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债已调整入短期债务及相关指标核算

附件 4　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-营业税金及附加）/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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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 5-1　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 5-2　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 5-3　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