信用等级公告

联合〔2020〕1869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

二〇二〇年六月二十八日

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2020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

债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期日
18中国国贸MTN001	5.00亿元	5.00亿元	2023/08/22

注：上表所列债券为经联合资信评估有限公司评级的存续债券

评级时间：2020年6月28日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa^+	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	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	2
			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，在区位优势、经营管理和盈利能力等方面保持了竞争优势；跟踪期内，公司经营情况稳定，营业收入稳步增长，盈利能力强，债务负担轻，经营物业未来升值空间大，经营活动净现金流保持增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司主营业务受新冠肺炎疫情影响大、未来发展空间受限等因素可能对其信用水平产生的不利影响。

公司经营活动现金流和EBITDA对“18中国国贸MTN001”的保障程度较高。

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. **公司经营性物业未来升值空间大。**公司经营物业位于北京市CBD核心商圈，区位优势明显；经营物业以成本法计量，未来升值空间大。
2. **跟踪期内，公司经营情况稳定，营业收入稳步增长，盈利能力强，经营活动净现金流保持增长。**公司主营物业租赁业务，2019年营业收入43.25亿元，同比增长12.22%；营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为43.99%、10.74%和13.25%，同比分别上升2.02个百分点、1.27个百分点和1.80个百分点；经营活动净现金流18.48亿元，同比增长9.83%。
3. **公司债务负担轻，偿债压力小。**截至2019年底，公司资产负债率和全部债务资本化分别为41.93%和28.09%，分别较上年底下降3.26个百分点和1.87个百分点。

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

4. **公司经营活动现金流和 EBITDA 对“18 中国国贸 MTN001”的保障程度较高。**2019 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跟踪评级债券余额的 9.04 倍和 3.70 倍，EBITDA 为跟踪评级债券余额的 4.50 倍。

关注

1. **区域内同业竞争激烈，公司主营业务受新冠肺炎疫情影响大。**受宏观经济增速下运行、北京甲级写字楼竞争压力加大以及新冠肺炎疫情影响，公司经营面临较大挑战。2020 年一季度，公司营业收入 8.63 亿元，同比下降 17.22%。
2. **公司未来发展空间受限。**公司无其他物业或土地储备，未来发展空间有限。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	17.00	10.23	14.52	16.87
资产总额（亿元）	148.83	139.85	143.80	145.24
所有者权益合计（亿元）	72.20	76.66	83.50	85.65
短期债务（亿元）	6.59	6.00	1.00	1.00
长期债务（亿元）	27.40	26.78	31.62	31.67
全部债务（亿元）	33.99	32.78	32.62	32.67
营业收入（亿元）	34.46	38.54	43.25	8.63
利润总额（亿元）	10.12	11.74	14.81	2.88
EBITDA（亿元）	16.84	19.13	22.48	--
经营性净现金流（亿元）	14.38	16.83	18.48	3.69
营业利润率（%）	41.72	41.98	43.99	42.03
净资产收益率（%）	10.49	11.45	13.25	--
资产负债率（%）	51.49	45.19	41.93	41.02
全部债务资本化比率（%）	32.01	29.96	28.09	27.61
流动比率（%）	44.46	42.23	72.30	84.08
经营现金流动负债比（%）	29.21	46.22	64.46	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.02	1.71	1.45	--
EBITDA 利息倍数（倍）	9.21	11.54	14.76	--

公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	52.20	48.76	45.53	45.41
所有者权益（亿元）	27.41	27.27	27.53	27.63
全部债务（亿元）	2.60	5.98	5.99	5.99
营业收入（亿元）	7.30	7.44	8.51	1.44
利润总额（亿元）	3.98	3.89	4.31	0.13
资产负债率（%）	47.49	44.07	39.53	39.15
全部债务资本化比率（%）	8.66	17.99	17.87	17.82
流动比率（%）	34.42	35.34	27.25	28.92
经营现金流动负债比（%）	9.38	14.43	23.90	--

注：1. 2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

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	2019/7/26	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 2020 年跟踪评级报告

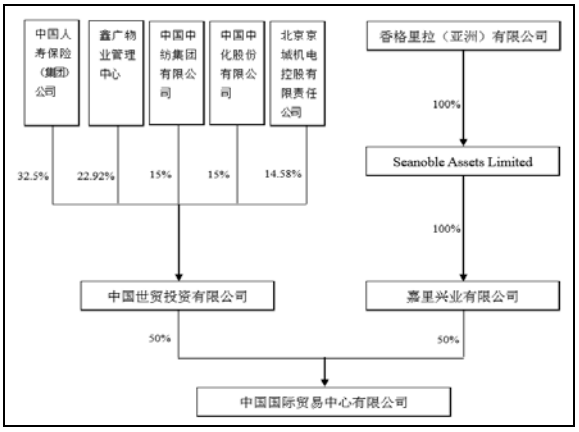
一、跟踪评级原因

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（以下简称“公司”或“国贸有限”）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 2020 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。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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2020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和北京国贸国际会展有限公司共3家子公司。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 143.80 亿元，所有者权益合计 83.50 亿元（含少数股东权益 14.55 亿元）；2019 年，公司合并口径实现营业收入 43.25 亿元，利润总额 14.81 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 145.24 亿元，所有者权益 85.65 亿元（含少数股东权益 14.95 亿元）；2020 年 1－3 月，公司合并口径实现营业收入 8.63 亿元，利润总额 2.88 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，公司已按约定支付利息。

表1　截至2020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	募集资金使用情况
18 中国国贸 MTN001	5.00	5.00	补充流动资金	3+2	2023/08/22	2021/08/22	已按照募集用途使用完毕

资料来源：根据Wind数据整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP较2018年增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、

日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1－3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一

年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施

老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

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，商业地产投资持续放缓，投资规模有所回落，供求矛盾仍存在；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整体上呈现供过于求的态势，2019 年以来办公楼供应亦出现供应过剩的现象。2017 年，商业营业用房竣工面积 12670.26 万平方米，销售面积 12838.14 万平方米，前期供过于求的局面有所改善。2018 年，全国商业营业用房竣工面积 11258.68 万平方米，销售面积 11971.33 万平方米，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，销售面积为 10172.87 万平方米，供应过剩压力未得到有效缓解。从办公楼供求情况看，2018 年办公楼竣工面积 3884.04 万平方米，销售面积 4363.32 万平方米；2019 年，办公楼竣工面积 3923.39 万平方米，销售面积 3722.76 万平方米，竣工面积超过销售面积。

从全国商业地产的增速来看，近年来由于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。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。全国商业营业用房完成投资额1.56万亿元，同比增长3.5%（较上年下降4.9个百分点），占当期全国房地产行业投资完成总额的14.24%；办公楼开发投资完成额0.68万亿元，同比下降1.2%（较上年下降6.4个百分点），占当期全国房地产行业投资完成总额的6.16%。2018年，商业地产投资规模回落。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8.97%；写字楼开发投资完成额5996.33亿元，同比下降11.30%。2019年，全国商业开发投资额进一步下降。其中，全国商业营业用房完成投资额1.32万亿元，同比下降6.70%；办公楼开发投资完成额6162.60亿元，同比增长2.80%。

从租金水平看，2019年上半年，百街商铺平均租金为25.6元/平米·天，环比上涨0.72%。2019年下半年，百街商铺平均租金为25.9元/平方米·天，环比上涨0.58%。分城市等级来看，2019年下半年，一线城市中租金环比上涨的商业街占74.1%，环比下跌的商业街占11.1%，14.8%的商业街租金与上期持平。二线城市中租金环比上涨的商业街占70.0%，环比下跌的商业街占30.0%。二线城市中，南昌主要商业街租金全部下跌，天津、苏州、重庆和海口主要商业街租金涨跌互现，成都、武汉、杭州等6个城市商业街租金较上期均全部上涨。2019年下半年，百MALL商铺平均租金为27.2元/平方米·天，环比上涨0.44%。写字楼方面，根据中国房地产指数系统写字楼租金指数对全国重点城市主要商圈写字楼租赁样本的调查数据，2019年四季度，全国重点城市主要商圈写字楼租金整体水平环比有所下跌，平均租金为4.9元/平米·天，跌幅为0.67%。从商圈来看，租金环比上涨的商圈占38.8%，租金环比下跌的商圈占56.3%，5.0%的商圈租金与上期持平。

进入2020年，新冠肺炎疫情对商业地产的租售均产生较大影响，大量购物中心春节期间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，投资回报期相对较长，对开发商的资金周转产生一定的影响，加重了其融资压力。

2. 北京市区域经济及写字楼市场概况

2019 年，北京市经济运行总体平稳，发展质量不断提升。北京甲级写字楼竞争压力加大，叠加新冠肺炎疫情影响，公司 2020 年经营压力较大。

2019 年，北京市地区生产总值 35371.3 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.1%。其中，第一产业增加值 113.7 亿元，下降 2.5%；第二产业增加值 5715.1 亿元，增长 4.5%；第三产业增加值 29542.5 亿元，增长 6.4%。三次产业构成由上年的 0.4:16.5:83.1，变化为 0.3:16.2:83.5。按常住人口计算，北京市人均地区生产总值为 16.4 万元。

2019 年，北京市实现新经济增加值 12765.8 亿元，按现价计算，比上年增长 7.5%，占北京市地区生产总值的比重为 36.1%，比上年提高 0.2 个百分点。高技术产业增加值占地区生产总值的比重为 24.4%，比上年提高 0.2 个百分点。战略性新兴产业增加值占地区生产总值的比重为 23.8%，比上年提高 0.1 个百分点（高技术产业、战略性新兴产业二者有交叉）。

根据戴德梁行发布的 2019 年第四季度报告，北京市甲级写字楼平均租金约为 382.4 元/平方米/月，租金环比下降 1.5%，同比下降 4.4%，为近 8 年来的最大降幅。位于中央商务区（CBD）的中信大厦和正大中心、亚奥的亚洲金融大厦以及丽泽金融商务区的丽泽 SOHO 等项目相继入市，为市场带来约 58.8 万平方米的新增供应，空置率出现上升，北京市甲级平均写字楼空置率为 13.5%。2019 年，北京全市和五大核心商圈写字楼市场年度净吸纳量分别为 39.9 万和 12.7 万平方米，分别为近十年来年度平均净吸纳量的 73.1%和 38.0%。同时，当前经济的不确定性致使北京写字楼市场租金继续下调，四季度北京全市和五大核心商圈写字楼有效净租金按建筑面积计算达每月每平方米人民币 382.4 元和 427.9 元，分别环比下降 1.5%和 1.3%，同比下降 4.4%和 2.7%。在经济形势不明朗和新兴商圈大量新增供应的双重背景下，以及新冠肺炎疫情影响，未来北京写字楼市场空置率可能持续上扬且租金水平也将继续面临下行压力。2020 年一季度，在经济形势不确定、疫情等因素的影响下，北京市大部分区域写字楼租金水平出现不同程度的下跌。分商圈看，金融街区域甲乙级写字楼的日租金为全市最高，其次为燕莎、CBD，科技园区、上地、亚运村、望京区域的日租金处于相对低区。未来较低区域写字楼或将吸引部分企业从甲级写字楼向乙级或产业园区搬迁，燕莎、CBD 等商圈将面临较大下行压力。随着疫情的消退和更多企业顺利的复岗复工，二、三季度市场或将复苏。

零售空间方面，2019 年，北京零售商城新增供给明显放缓，全年新增优质零售空间仅 46.2 万平方米，同比下降 50.5%，其中近 40%为城市更新项目。传统百货商城因创新乏力，不能完全满足消费者个性化、多样化的需求，多在进行“一店一策”的转型升级改造；一些购物中心也进入调整期，通过调整租户结构和产品服务等提升其吸引力。在“首店经济”的带动下，北京零售市场品牌的国际化及多样化程度越来越高，核心商圈的标杆项目是吸引品

牌首店的主力；与此同时，政府也在持续推动北京“夜间经济”的发展。核心商圈商业物业的出租率和平均租金或将保持高位。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，人们较少外出购物，取消聚餐等聚集活动，对非生活必需品类商品销售和餐饮业产生较大冲击，但疫情影响具有短期性和外在性，消费市场长期发展的内在推动因素不变，核心商圈商业物业的出租率和平均租金或将回升至高位。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 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。

中国国际贸易中心自 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。

中国国际贸易中心总体占地面积 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

2019 年，公司营业收入稳步增长，综合毛利率保持较高水平，整体盈利水平良好。

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。

表3 公司营业收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	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	25.19	73.10	63.95	27.87	72.31	64.23	32.23	74.50	65.13
酒店经营	9.27	26.90	15.32	10.67	27.69	16.21	11.03	25.50	17.32
合计	**34.46**	**100.00**	**50.87**	**38.54**	**100.00**	**50.93**	**43.26**	**100.00**	**52.94**

注：数据尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2019 年，公司营业收入 43.26 亿元（同比增长 12.25%），其中物业租赁及管理业务和酒店经营收入分别为 32.23 亿元和 11.03 亿元，分别同比增长 15.64%和 3.37%，物业租赁及管理业务收入增长系国贸中心东楼商城全面开业，收入增加较多所致。2020 年一季度，公司营业收入 8.63 亿元，较 2019 年同期下降 17.22%，主要系受新冠肺炎疫情影响，酒店经营受到严重冲击，酒店经营收入下降所致。

2019 年，公司综合毛利率为 52.94%，同比小幅上升 2.01 个百分点。同期，物业租赁及管理业务和酒店经营毛利率均小幅上升。2020 年

一季度，综合毛利率为 52.72%，较 2019 年变化不大。

2. 物业租赁及管理业务

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，在北京市写字楼租赁市场空置率上行、租金下行的背景下，公司写字楼板块租金水平总体呈上升态势，出租率维持高水平；商城板块总体租金水平先升后降，出租率维持高水平；公司物业租赁及管理业务经营较为稳定。

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、国贸大酒店、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 2020 年 3 月底，公司自持物业可出租面积为 35.77 万平方米。其中，写字楼板块可出租面积为 22.92 万平方米，商城可出租面积为 10.02 万平方米，公寓可出租面积为 2.83 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			
			2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
写字楼	一期	47924	537	555	577	584	96.22	96.28	94.31	93.26
	二期	48657	525	526	540	547	97.92	97.39	98.25	100.00
	三期 A	82313	640	697	714	719	96.60	97.61	96.37	91.37
	三期 B	37473	642	678	681	684	92.00	93.90	91.80	95.30
	服务式办公楼	5374	538	558	564	555	90.50	100.00	100.00	100.00
	西楼	7436	365	372	409	431	100.00	99.80	99.84	99.35
商城	一期	15257	1346	1399	1584	1529	94.64	99.11	97.90	97.29
	二期	8444	763	778	947	881	87.66	91.78	93.22	95.84
	三期 A	17903	530	488	548	469	95.39	96.94	97.86	97.46
	三期 B	26142	562	585	592	544	74.38	87.21	97.44	98.47
	西楼	7707	751	721	692	717	92.76	98.20	100.00	99.53
	东楼（股份）	13884	--	1718	1745	1691	--	47.29	83.93	85.70
	东楼（有限）	10885	--	615	587	552	--	60.97	96.63	99.37
公寓	国贸公寓	--	243	246	--	--	78.10	36.20	--	--
	世纪公寓	28348	209	228	244	251	84.03	84.55	80.29	64.08

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
资料来源：公司提供

租金方面，2019 年，写字楼板块租金水平同比有所提升；商城板块除西楼商城和东楼商城平均租金同比有所回落，其他商城平均租金有所上升；世纪公寓租金水平同比有所上升。2020 年一季度，写字楼板块除服务式办公楼平均租金较 2019 年小幅回落，其他写字楼平均租金均有所增长；受新冠肺炎疫情影响，商城板块除西楼商城平均租金较 2019 年小幅增长，其他商城租金水平均有不同程度地回落，降幅最大的为三期 A 商城（平均租金较 2019 年下降 14.42%），其次为三期 B 商城（平均租金较 2019 年下降 8.11%）。

出租率方面，2019 年，写字楼板块除二期写字楼、服务式办公楼和西楼写字楼平均出租率同比变化不大，其他写字楼小幅下降；商城板块除一期平均出租率小幅下降，其他商城均有所提升，其中东楼（股份）商城、东楼（有限）商城和三期 B 商城平均出租率分别同比上

升 36.64 个百分点、35.66 个百分点和 10.23 个百分点；世纪公寓平均出租率同比下降 4.26 个百分点。2020 年一季度，写字楼板块中的服务式办公楼维持满租状态，二期写字楼和三期 B 写字楼平均出租率较 2019 年有所上升，一期写字楼、三期 A 写字楼和西楼写字楼平均出租率较 2019 年小幅下降；商城板块除一期商城、三期 A 商城和西楼商城小幅下降，其他商城平均出租率有所上升；世纪公寓平均出租率下滑，由 2019 年的 80.29%下滑至 64.08%。

3. 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。

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。2019 年，国贸物业和国贸会展分别实现营业收入 3.61 亿元和 0.47 亿元。

4. 在建项目

国贸公寓装修改造已基本完成，未来公司资金支出压力小，待国贸公寓投入运营，公司营业收入及盈利水平有望提升。同时，联合资信也关注到公司目前无其他物业或土地储备，未来发展空间有限。

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 6.1 亿元，截至 2020 年 3 月底，公司已累计投资 5.4 元。国贸公寓计划于 2020 年三季度开业。

5. 经营效率

跟踪期内，公司经营效率较好。

公司销售债权周转次数由 2018 年的 9.87 次下降至 2019 年的 9.39 次，流动资产周转率由 2018 年的 2.07 次上升至 2019 年的 2.40 次，总资产周转率由 2018 年的 0.27 上升至 2019 年的 0.30 次。通过与同行业企业对比，公司流动资产和总资产周转率高于对比企业，销售债权周转率低于对比企业。

表 5 截至 2019 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	流动资产周转次数	总资产周转次数
国贸有限	9.39	2.40	0.30
星河实业（深圳）有限公司	33.00	0.21	0.04
北京兆泰集团股份有限公司	14.72	0.12	0.05

注：流动资产周转次数=营业收入/平均流动资产
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 2019 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；2020 年一季度财务报表未经审计。

跟踪期内，公司根据新金融工具准则、新财务报表格式及修订的相关会计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 2019 年底，公司合并资产总额 143.80 亿元，所有者权益合计 83.50 亿元（含少数股东权益 14.55 亿元）；2019 年，公司合并口径实现营业收入 43.25 亿元，利润总额 14.81 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 145.24 亿元，所有者权益 85.65 亿元（含少数股东权益 14.95 亿元）；2020 年 1－3 月，公司合并口径实现营业收入 8.63 亿元，利润总额 2.88 亿元。

2. 资产质量

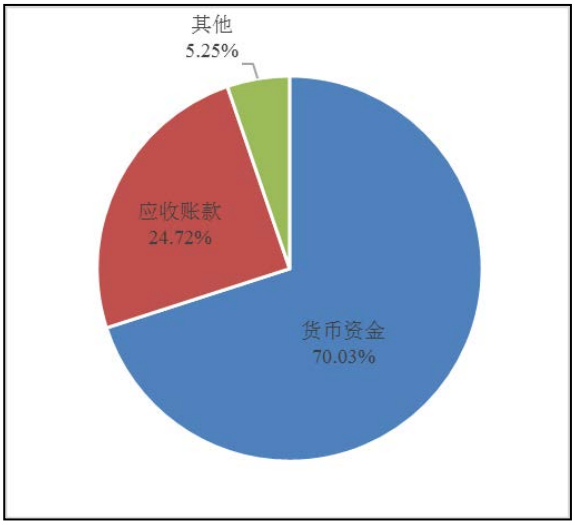
跟踪期内，公司货币资金持续增长，且较为充裕；公司投资性房地产位于北京 CBD 核心区，并以按成本法计量，未来升值空间大。

截至 2019 年底，公司资产总额 143.80 亿元（较上年底增长 2.82%），其中流动资产占 14.42%，非流动资产占 85.58%，公司资产构成仍以非流动资产为主。

流动资产方面，截至 2019 年底，公司流动

资产为 20.73 亿元，较上年底增长 34.82%，主要系货币资金和应收账款增长所致；流动资产主要由货币资金和应收账款构成。同期，货币资金 14.52 亿元，较上年底增长 41.85%，主要系 2018 年偿还债务资金支出规模较大，2019 年偿还债务支出同比减少所致；受限货币资金为 1.11 亿元，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 2019 年底，公司应收账款 5.12 亿元，较上年底增长 25.30%；应收账款账龄在一年以内的占 99.97%；应收账款坏账准备余额 102.14 万元。

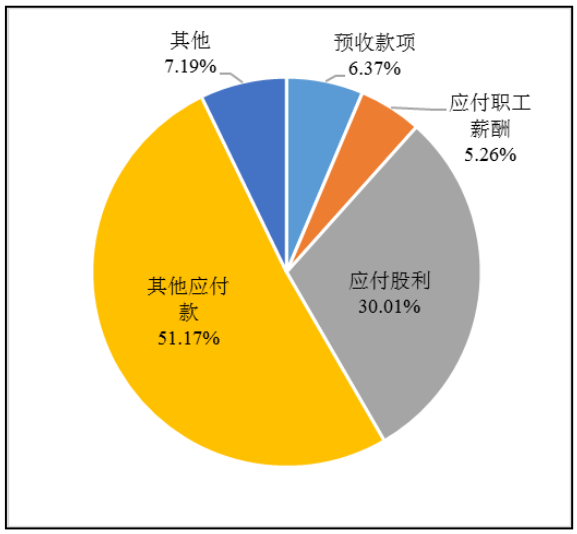
图 2　截至 2019 年底公司流动资产构成



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

非流动资产方面，截至 2019 年底，公司非流动资产 123.06 亿元（较 2018 年底变化不大）；非流动资产主要由投资性房地产和固定资产构成。公司投资性房地产 88.17 亿元，较上年底变化不大；公司对国贸公寓进行改建，对改建工程中预计用于出租部分的相关成本在投资性房地产核算；公司关停原作为酒店经营的国贸饭店，并将相关房产及设施对外承包经营，上述资产（3.86 亿元）由固定资产转入投资性房地产；公司采用成本法对所有投资性房地产进行后续计量，累计计提折旧 43.95 亿元，未计提减值准备；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高，增值空间较大。固定资产 22.58 亿元，较上年底下降 6.57%，主要系国贸饭店相关资产及设施用途改变，转入投资性房地产所致；固定资产累计计提折旧 25.16 亿元。

图 3　截至 2019 年底公司非流动资产构成



注：“其他”包括长期股权投资、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

截至 2019 年底，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 74.17 亿元，占资产总额的 51.58%，受限比例较高。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授信额度提供的抵押。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 145.24 亿元，较 2019 年底小幅增长 1.00%。其中，流动资产占 16.16%，非流动资产占 83.84%，资产构成较 2019 年底变化不大。同期，货币资金 16.87 亿元，较 2019 年底增长 16.17%。其他资产变动不大。

3. 负债及所有者权益

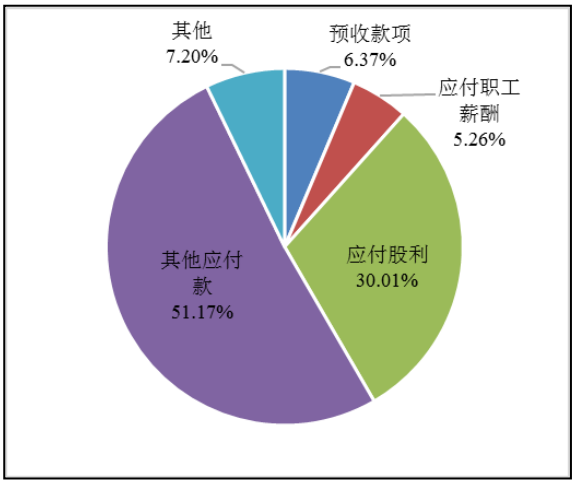
跟踪期内，受益于未分配利润的增长，公司所有者权益小幅增长，权益结构变化不大。公司负债规模有所下降，整体债务负担轻，偿债压力小。

截至 2019 底，公司所有者权益合计 83.50 亿元，较上年底增长 8.93%，主要来自未分配利润的增长。其中，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益占比分别为 12.04%、22.65%、46.16%和 17.43%。截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 85.65 亿元，较 2019 年底增长 2.58%，主要系未分配利润增长所致。所有者权益结构较 2019 年底变化不大。

截至 2019 年底，公司负债总额 60.29 亿元，（较上年底下降 4.59%），其中流动负债占 47.56%，非流动负债占 52.44%（同比上升 10.06 个百分点）。

流动负债方面，截至 2019 年底，公司流动负债为 28.67 亿元，较上年底下降 21.25%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债下降所致。公司流动负债主要由应付股利和其他应付款构成。公司应付股利主要为应付嘉里兴业和世贸投资股利，2019 年底为 8.61 亿元，较上年底下降 30.11%。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，2019 年底为 14.67 亿元，较上年底增长 6.29%。公司一年内到期的非流动负债为 0.00 亿元，主要系“14 国贸 01”（5.00 亿元）到期兑付所致。

图 4　截至 2019 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

非流动负债方面，截至 2019 年底，公司非流动负债为 31.62 亿元，较上年底增长 18.06%，主要系应付债券增长所致。公司非流动负债由长期借款和应付债券构成。公司长期借款 21.60 亿元，较上年底变化不大。公司子公司国贸股份 2019 年发行 5.00 亿元公司债券“19 国贸 01”，截至 2019 年底，公司应付债券 10.02 亿元。

表 6　截至 2019 年底公司存续债券（单位：亿元）

债券简称	发行日期	到期日期	下一行权日	债券余额
18 中国国贸 MTN001	2018/08/20	2023/08/22	2021/08/22	5.00
19 国贸 01	2019/09/24	2024/09/26	2022/09/26	5.00

资料来源：公司财务报告

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务 32.62 亿元（较上年底变化不大），其中短期债务 1.00 亿元（占 3.07%），长期债务 31.62 亿元（占 96.93%）。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 41.93%、28.09%和 27.47%，分别较上年底下降 3.26 个、下降 1.87 个和上升 1.57 个百分点。与同行业企业相比，公司负债水平适宜，债务负担较轻。

表 7　截至 2019 年底公司与同行企业债务指标情况（单位：%）

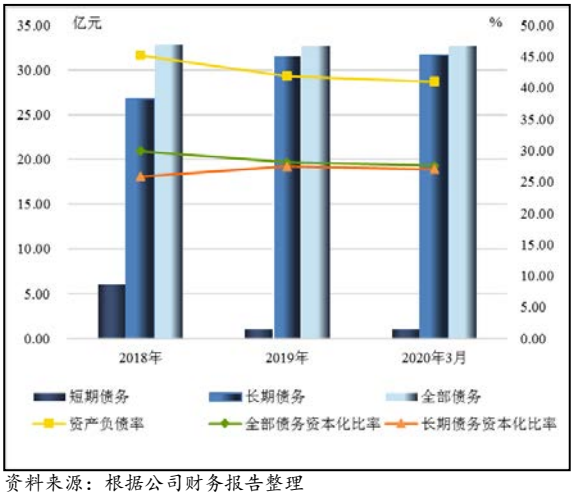
公司名称	资产负债率	全部债务资本化比率	长期债务资本化比率
国贸有限	41.93	28.09	27.47
星河实业（深圳）有限公司	55.07	45.75	40.75
北京兆泰集团股份有限公司	54.53	46.37	43.20

资料来源：根据Wind数据整理

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 59.58 亿元（较 2019 年底小幅下降 1.18%），其中流动负债占 46.85%，非流动负债占 53.15%。公司负债构成较 2019 年底变化不大。有息债务方面，截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 32.67 亿元，较 2019 年底变化不大；有息债务结构较 2019 年底无变化。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41.02%、27.61%和26.99%，较2019年底变化不大。截至2020年3月底，公司长期借款21.60亿元，主要集中在2022年到期，到期金额为14.60亿元；2024年及以后到期金额为6.00亿元。

图5　公司负债情况



资料来源：根据公司财务报告整理

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持稳定增长，整体盈利能力强。

2019年，公司营业收入43.25亿元，同比增长12.22%。伴随着收入的增长，公司营业成本同比增长7.69%至20.36亿元。

期间费用方面，2019年，公司期间费用合计4.59亿元，同比增长4.16%，主要系管理费用增长所致。同期，公司期间费用率为10.62%，同比下降0.82个百分点，公司费用控制能力尚可。

表8　2019年公司与同行企业盈利指标情况

（单位：%）

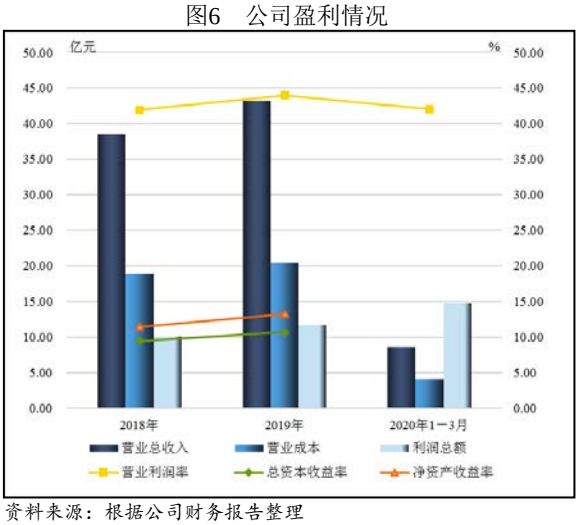
债券简称	营业利润率	净资产收益率	总资本收益率
国贸有限	43.99	13.25	10.74
星河实业（深圳）有限公司	69.67	4.69	4.71
北京兆泰集团股份有限公司	66.37	4.76	3.04

资料来源：根据Wind数据整理

从盈利指标来看，2019年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为43.99%、10.74%和13.25%，分别同比上升2.02个、1.27个和1.80个百分点。与同行业企业对比，公司主营业务盈利水平低于对比企业，整体盈利能力强。

2020年1－3月，公司实现营业收入8.63亿元，营业成本为4.08亿元，分别同比下降17.22%和17.65%，主要系受新冠肺炎疫情影响，酒店收入下降所致；营业利润率为42.03%，较2019年下降1.96个百分点。

图6　公司盈利情况



资料来源：根据公司财务报告整理

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动净现金流保持增长，且能够满足投资需求。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。

经营活动方面，2019年，公司经营活动现金流入45.22亿元（同比增长7.65%），其中销售商品、提供劳务收到的现金44.27亿元；同期，公司经营活动现金流出26.74亿元，同比增长6.19%。2019年，公司经营活动产生的现金流量净额为18.48亿元，同比增长9.83%。公司现金收入比为102.35%，同比下降3.67个百分点，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，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，2019年，公司理财规模减少，

致使投资活动现金流入同比下降 44.55%至13.97 亿元，投资活动现金流出同比下降 48.75%至 18.54 亿元。公司投资活动产生的现金流量净额为-4.57 亿元。

2019 年，公司筹资活动前现金流量净额 13.91 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。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 6.05 亿元，同比下降 6.83%，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 30.00%）。公司筹资活动现金流出为 15.76 亿元，同比下降 16.85%，主要系偿还债务支付的现金同比减少所致。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-9.71 亿元。

2020 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 3.69 亿元、-0.91 亿元和-0.26 亿元；现金收入比为 97.84%，较 2019 年下降 4.51 个百分点。

表 9　公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
经营活动现金流入量	42.01	45.22	8.71
现金收入比	106.02	102.35	97.84
经营活动产生的现金流量净额	16.83	18.48	3.69
投资活动产生的现金流量净额	-10.98	-4.57	-0.91
筹资活动前现金流净额	5.85	13.91	2.78
筹资活动产生的现金流量净额	-12.46	-9.71	-0.26

资料来源：根据公司财务报告整理

6. 偿债能力

跟踪期内，公司资产流动性增强，偿债能力指标进一步改善，综合考虑公司经营的稳定性及经营性净现金流的持续性，整体偿债能力极强。公司融资渠道通畅。

从短期偿债能力指标看，2019 年，公司流动比率和速动比率分别为 72.30%和 70.95%，分别同比上升 30.07 个和 29.72 个百分点。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 84.08%和 82.69%，较 2019 年底分别上升 11.78 个和 11.75 个百分点，公司资产流动性增强。2019 年，公司经营现金流动负债比为 64.46%，同比上升 18.24 个百分点。现金类资产对短期债务的覆盖倍数由 2018 年的 1.71 倍上升至 2019 年的 14.52 倍。

从长期偿债能力看，2019 年，公司 EBITDA 为 22.48 亿元，同比增长 17.51%。同期，公司 EBITDA 利息倍数由 2018 年的 11.54 倍上升至 14.76 倍；全部债务/EBITDA 由 2018 年的 1.71 倍下降至 2019 年的 1.45 倍。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信额度总额为 41.60 亿元，尚未使用的授信额度为 19.00 元，公司间接融资渠道畅通。

7. 公司本部财务分析

2019 年，公司本部营业收入保持增长，收入实现质量较好，货币资金较充裕，经营活动现金流能够满足投资需求，公司本部有息债务负担较轻。

公司本部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 2019 年底，公司本部资产合计 45.53 亿元（较上年底下降 6.61%），其中流动资产占 7.79%，非流动资产占 92.21%。同期，公司本部流动资产 3.55 亿元，较上年底下降 39.22%，主要系本期支付应付股东股利致使货币资金大幅下降所致；流动资产主要由货币资金（占 67.59%）和应收账款（占 25.61%）构成。非流动资产 41.99 亿元（较上年底下降 2.81%），主要由长期股权投资（占 50.01%）、投资性房地产（占 34.25%）和固定资产（占 9.58%）构成。截至 2020 年 3 月底，公司本部资产合计 45.41 亿元（较 2019 年底变化不大），其中流动资产合计 3.70 亿元，较 2019 年底增长 4.29%；非流动资产合计 41.71 亿元，较 2019 年底变化不大；流动资产和非流动资产构成较 2019 年底变化不大。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益合计

27.53 亿元（较上年底增长 0.98%，主要系未分配利润增长），其中实收资本 10.06 亿元、资本公积 14.78 亿元、盈余公积为 1.43 亿元、未分配利润 1.27 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司本部所有者权益合计 27.63 亿元，权益规模和结构较 2019 年底变化不大。

截至 2019 年底，公司本部负债合计 18.00 亿元，较上年底下降 16.25%，主要系应付股利下降所致。流动负债 13.01 亿元，较上年底下降 21.19%，主要系应付股利下降所致。流动负债主要由短期借款（占 7.69%）、应付股利（占 66.15%）和其他应付款（占 14.84%）构成；公司本部应付股利为应付股东世贸投资和嘉里兴业股利，世贸投资和嘉里兴业已出具财务支持函，承诺仅在国贸有限有足够支付能力时，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，2019 年底应付股利 8.61 亿元，较上年底减少 3.71 亿元。非流动负债 4.99 亿元（较上年底变化不大），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 2020 年 3 月底，公司本部负债合计 17.78 亿元，较 2019 年底下降 1.22%；流动负债 12.79 亿元，较 2019 年底下降 1.71%，主要系应付股利减少所致；非流动负债较 2019 年底无变化。

截至 2019 年底，公司本部资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 39.53%、17.87%和 15.34%，分别较上年底下降 4.55 个、0.13 个和 0.11 个百分点。截至 2020 年 3 月底，上述指标分别为 39.15%、17.82%和 15.30%，较 2019 年底小幅下降。

2019 年，公司本部实现营业收入和营业成本分别为 8.51 亿元和 4.29 亿元，分别同比增长 14.45%和 8.84%；投资收益为 2.61 亿元，同比下降 1.21%；利润总额为 4.31 亿元。2020 年一季度，公司本部实现营业收入和利润总额分别为 1.44 亿元和 0.13 亿元，分别较 2019 年一季度下降 27.27%和 67.52%。2019 年及 2020 年一季度，公司本部营业利润率分别为 41.84%和 34.46%。

2019 年，公司本部经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额为 3.11 亿元、2.06 亿元和-7.58 亿元。2019 年，筹资活动前现金流净额 5.17 亿元，公司本部经营活动现金流能够满足投资活动需要。2020 年一季度，公司本部经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额为 0.11 亿元、-0.11 亿元和-0.01 亿元。2019 年及 2020 年一季度，公司本部销售商品、提供劳务收到的现金分别为 8.90 亿元和 1.23 亿元；现金收入比分别为 104.48%和 85.20%。

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（统一社会信用代码：91110000625906195N），截至2020年6月8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较强。

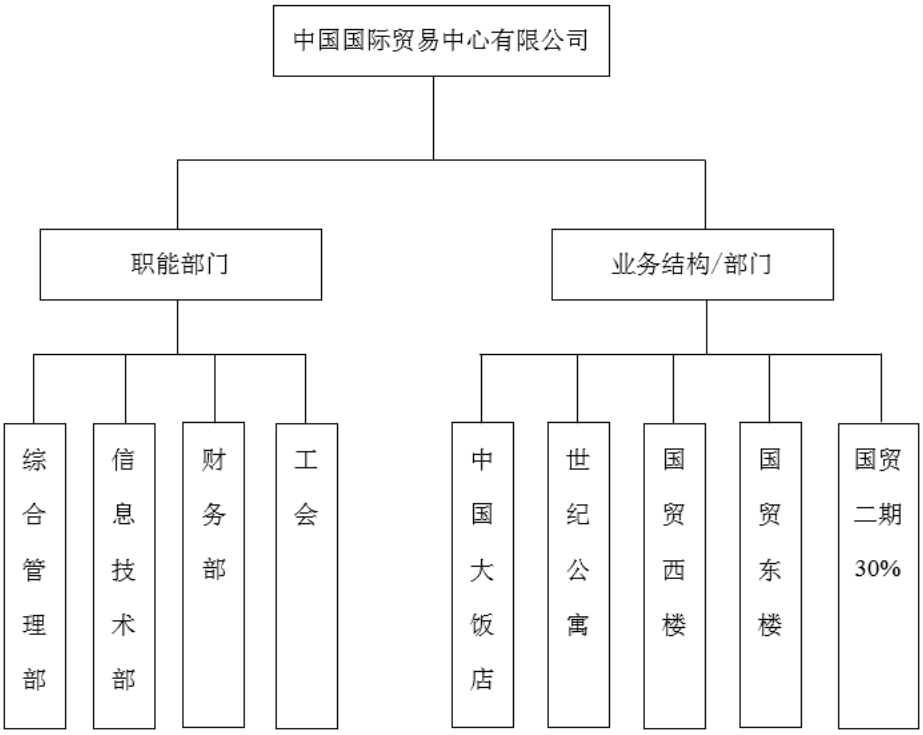
本次跟踪评级债券为“18中国国贸MTN001”，债券余额为5.00亿元，2019年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为跟踪评级债券余额的9.04倍和3.70倍；公司EBITDA为跟踪评级债券余额的4.50倍。

公司存续债券包括本部发行的“18中国国贸MTN001”（发行额度为5亿元）和子公司国贸股份发行的“19国贸01”（发行额度为5亿元），存续债券余额为10.00亿元。公司存续债券情况详见表6。2019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4.52倍和1.85倍；公司EBITDA为存续债券余额的2.25倍。

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 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2　截至 2020 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 2-1　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.00	10.23	14.52	16.87
资产总额(亿元)	148.83	139.85	143.80	145.24
所有者权益合计(亿元)	72.20	76.66	83.50	85.65
短期债务(亿元)	6.59	6.00	1.00	1.00
长期债务(亿元)	27.40	26.78	31.62	31.67
全部债务(亿元)	33.99	32.78	32.62	32.67
营业收入(亿元)	34.46	38.54	43.25	8.63
利润总额(亿元)	10.12	11.74	14.81	2.88
EBITDA(亿元)	16.84	19.13	22.48	--
经营性净现金流(亿元)	14.38	16.83	18.48	3.69
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.68	9.87	9.39	--
存货周转次数(次)	52.50	54.26	54.19	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.27	0.30	--
现金收入比(%)	103.26	106.02	102.35	97.84
营业利润率(%)	41.72	41.98	43.99	42.03
总资本收益率(%)	8.57	9.47	10.74	--
净资产收益率(%)	10.49	11.45	13.25	--
长期债务资本化比率(%)	27.51	25.89	27.47	26.99
全部债务资本化比率(%)	32.01	29.96	28.09	27.61
资产负债率(%)	51.49	45.19	41.93	41.02
流动比率(%)	44.46	42.23	72.30	84.08
速动比率(%)	43.78	41.23	70.95	82.69
经营现金流动负债比(%)	29.21	46.22	64.46	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.21	11.54	14.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.02	1.71	1.45	--

注：1. 2020 年 1—3 月财务数据未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.58	4.81	2.40	2.40
资产总额(亿元)	52.20	48.76	45.53	45.41
所有者权益(亿元)	27.41	27.27	27.53	27.63
短期债务(亿元)	2.60	1.00	1.00	1.00
长期债务(亿元)	0.00	4.98	4.99	4.99
全部债务(亿元)	2.60	5.98	5.99	5.99
营业收入(亿元)	7.30	7.44	8.51	1.44
利润总额(亿元)	3.98	3.89	4.31	0.13
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	2.32	2.38	3.11	0.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.97	9.55	9.79	--
存货周转次数(次)	46.89	52.35	66.48	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.15	0.18	--
现金收入比(%)	107.26	105.86	104.48	85.29
营业利润率(%)	39.09	39.23	41.84	34.46
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	13.09	13.04	14.04	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	15.45	15.34	15.30
全部债务资本化比率(%)	8.66	17.99	17.87	17.82
资产负债率(%)	47.49	44.07	39.53	39.15
流动比率(%)	34.42	35.34	27.25	28.92
速动比率(%)	34.10	34.91	26.80	28.47
经营现金流动负债比(%)	9.38	14.43	23.90	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：1. 2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

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-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+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

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