信用等级公告

联合〔2020〕2066 号

联合资信评估有限公司通过对信达投资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，确定维持信达投资有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“20 信达投资 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

二〇二〇年七月八日

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

信达投资有限公司 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
信达投资有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 信达投资 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 信达投资 MTN001	20.00 亿元	20.00 亿元	2025/04/30

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；“20 信达投资 MTN001”附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，回售日为 2023 年 4 月 30 日

评级时间：2020 年 7 月 8 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	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
公司作为中国信达的全资子公司，依托系统内资源优势，在业务拓展、资金融通方面获得有力支撑				+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

信达投资有限公司（以下简称“信达投资”或“公司”）主要从事房地产开发和投资管理等业务。公司作为中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“中国信达”）的全资子公司，在业务上协同效应良好，金融地产构成差异化竞争优势。跟踪期内，公司收入规模有所增长；房地产在建项目资金支出压力较小；投资管理业务多元化且规模较为稳定。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2019年签约销售金额有所下降，部分项目位于三四线城市面临一定去化压力，投资业务集中度高，公司债务负担较重等因素可能对公司信用水平造成的不利影响。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对“20 信达投资 MTN001”的保障能力极强；但若考虑其他存续债券，则存在一定集中偿付压力。

未来，随着公司投资管理业务的持续发展以及房地产项目开发及销售的推进，公司经营状况将保持良好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“20 信达投资 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **股东支持力度大。**公司作为中国信达的全资子公司，依托系统内资源优势，在业务拓展、资金融通方面获得有力支持。
2. **公司投资业务规模大且投资收益对利润贡献大。**公司投资管理业务产品多元化，与股东业务协同发展。截至 2019 年底，公司投资规模为 547.89 亿元。2019 年，公司投资业务合计实现收益 43.59 亿元。
3. **融资渠道畅通。**截至 2020 年 3 月底，公司已获银行授信额度为 633.88 亿元，其中未使用额度为 249.72 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司拥有两家上市公司，具有直接融资渠道。

分析师：牛文婧　李 晨
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

关注

1. **销售规模下降且存在一定去化压力。**2019 年，受公司三线及以下城市项目销售占比提升影响，公司房地产签约销售单价和签约销售金额有所下降。公司地产部分项目分布在三四线城市，该部分项目可能面临一定去化压力。
2. **公司存在一定补库存需求。**公司尚余可售项目规模较小，且土地储备规模一般，未来存在一定库存补充需求。
3. **公司投资业务集中度较高。**公司的投资业务主要以债权投资为主，且行业和客户集中度较高，不利于分散风险。
4. **债务负担较重且存在一定短期偿付压力。**截至 2020 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 79.02%、72.51%和 60.90%，债务负担较重。同时，公司短期债务规模较大，存在一定短期偿付压力。

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）	278.03	303.26	309.54	320.10
资产总额（亿元）	1303.42	1666.58	1640.06	1610.69
所有者权益（亿元）	209.98	328.07	329.21	337.90
短期债务（亿元）	279.16	367.52	345.77	364.78
长期债务（亿元）	520.19	505.57	529.32	526.35
全部债务（亿元）	799.35	873.09	875.09	891.13
营业收入（亿元）	183.98	228.92	237.13	75.43
利润总额（亿元）	42.24	66.61	60.75	13.20
EBITDA（亿元）	71.07	101.56	98.87	--
经营性净现金流（亿元）	152.25	24.05	165.59	4.05
营业利润率（%）	33.14	35.96	36.09	27.35
净资产收益率（%）	13.86	14.82	13.58	--
资产负债率（%）	83.89	80.31	79.93	79.02
全部债务资本化比率（%）	79.20	72.69	72.66	72.51
流动比率（%）	149.80	137.11	137.22	136.91
经营现金流动负债比（%）	28.34	3.03	21.48	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.25	8.60	8.85	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.77	1.60	1.49	--

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）	443.09	486.59	530.38	532.01
所有者权益（亿元）	93.74	92.32	97.18	97.52
全部债务（亿元）	340.39	370.32	416.38	418.43
营业收入（亿元）	8.16	9.48	11.15	2.70
利润总额（亿元）	10.62	12.94	5.08	0.45
资产负债率（%）	78.84	81.03	81.68	81.67
全部债务资本化比率（%）	78.41	80.04	81.08	81.10
流动比率（%）	126.99	106.68	151.74	159.36
经营现金流动负债比（%）	-30.79	-10.12	2.43	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计；将长期应付款中的有息负债调整至长期债务核算；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
20 信达投资 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/04/10	牛文婧、李晨	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（V3.0.201907）	阅读全文

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信达投资有限公司（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。

信达投资有限公司 2020 年跟踪评级报告

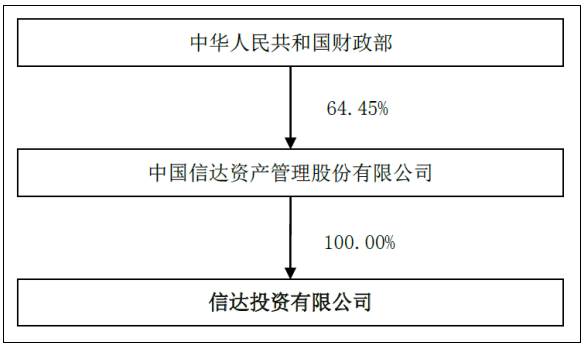
一、跟踪评级原因

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”）关于信达投资有限公司（以下简称“公司”或“信达投资”）及相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

信达投资成立于 2000 年 8 月 1 日，初始注册资本为 30000.00 万元。其中，中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“中国信达”）持股 95.00%，海南建信投资管理股份有限公司持股 1.67%，上海立人投资管理股份有限公司持股 1.67%，深圳市建信投资发展有限公司持股 1.00%，北京建信实业股份有限公司持股 0.67%。历经多次股权转让及增资等，截至 2020 年 3 月底，公司的注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，为中国信达的全资子公司；中华人民共和国财政部持有中国信达 64.45%的股份，为公司实际控制人。

图1　截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营业务主要由房地产开发和对外投资业务两大板块构成。截至2019年底，公司本部设有董事会办公室（政研部）、办公室（信息部、党委办）、战略投资部、资金市场部、计划财务部、风险合规部等13个部门（附件1-1）。截至2019年底，公司拥有21家二级子公司，包括信达地产股份有限公司（证券简称：信达地产，证券代码：600657.SH）和上海同达创业投资股份有限公司（证券简称：同达创业，证券代码：600647.SH）两家A股上市公司，公司持有上述两家上市公司的股权不存在质押情况。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1640.06 亿元，所有者权益合计 329.21 亿元（含少数股东权益 118.07 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 237.13 亿元，利润总额 60.75 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1610.69 亿元，所有者权益合计 337.90 亿元（含少数股东权益 122.06 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 75.43 亿元，利润总额 13.20 亿元。

公司注册地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼；法定代表人：张巨山。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2020 年 4 月 30 日发行了 20.00 亿元的“20 信达投资 MTN001”，期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。“20 信达投资 MTN001”采用按年付息，到期一次性偿还本金的偿还方式；募集资金用于偿还金融机构有息债务，截至本报告出具日募集资金尚未使用完毕。

跟踪期内，“20信达投资MTN001”尚未到首个付息日。

四、宏观政策和经济环境分析

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同比增长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 1　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. 宏观经济环境

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、行业分析

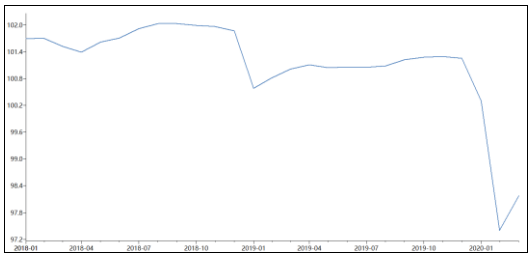
1. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图 2　2018 年－2020 年 4 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分

点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

2. 土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20%的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00%的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1－3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%
利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%

其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%
其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合 计	**156052.62**	**100.00%**	**165962.89**	**100.00%**	**178608.59**	**100.00%**

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。

表 3 2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。

表 4 2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持

		个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年3月底，公司注册资本和实收资本均为20.00亿元，中国信达持股100%，中华人民共和国财政部为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司主营房地产开发和对外投资两大业务。房地产项目城市布局较广，在建规模较大；投资管理业务多元化且规模较大。

房地产开发业务方面，公司以商业物业经营管理、物业服务、房地产专业服务为支持，坚持房地产主业与资本运营协调发展和良性互动的发展模式，同时以经济效益为核心，完善产品体系与城市布局，努力扩大公司的市场影响力。公司开发产品以住宅为主，重点关注首次置业与改善型需求，同时适度开发写字楼和综合体。公司进入了二十多个城市，包括上海、广州、深圳、杭州、宁波、嘉兴、台州、绍兴、合肥、芜湖、马鞍山、青岛、重庆、太原、海口、琼海、乌鲁木齐、沈阳等，形成了一二三线城市的均衡布局。截至 2020 年 3 月底，持有待开发的土地面积合计 121.35 万平方米，规划计容建筑面积合计 269.02 万平方米，期末在建面积为 411.82 万平方米。公司在住宅领域形成了蓝系列、郡系列、逸邨系列、天下系列四大产品线，在办公领域形成了国际系列产品线。作为中国信达的房地产开发业务运作平台，公司依托信达系统资源，发挥信达地产在房地产开发方面的专业能力，坚持房地产开发与资本运作双轮驱动，强化协同联动，打造专业化、差异化、特色化发展模式。

对外投资业务方面，公司以中国信达不良资产经营为依托、以资产管理为战略方向、以房地产金融、企业兼并重组等为业务重点，主要通过股权投资、夹层投资以及另类资产管理等模式进行对外投资。截至 2020 年 3 月底，公司投资业务规模合计 538.34 亿元，包括股权、债权、基金、定向增发及股票投资等，房地产行业投资占比较大，同时涉及新能源、电信、电力、环保、文化传媒、消费品等行业。

3. 股东支持

公司作为中国信达的全资子公司，在系统资源和业务协同方面可得到有力的支持。

控股股东中国信达隶属于财政部，是从事商业银行不良资产处置的四大资产管理公司之一，其以不良资产经营为核心，协同多元化的业务平台，进行投资及资产管理、提供金融服务。截至 2019 年底，中国信达总资产为 15132.30 亿元，所有者权益合计 1884.10 亿元；2019 年，中国信达实现营业收入 632.26 亿元，利润总额 185.22 亿元。

中国信达不良债权主要来自房地产行业，为信达地产提供了潜在的土地储备资源。公司作为中国信达的全资子公司，可以依托股东系统资源，实现不良资产处置管理、房地产开发及金融资本运作互相促进的良好协同，构筑了公司差异化发展的竞争优势。具体来看，公司或其子公司通过设立并购基金或直接引入并购基金参与中国信达及各分公司的项目并购重整。信达地产作为中国信达旗下唯一的地产上市平台，具有专业

的房地产开发运作能力，通过参与并购获取土地资源，根据项目情况进行重整，达到一定条件后进行整体出售或自行开发，或服务大股东的不良资产处置业务，输出房地产开发管理能力。同时，协同方式获取的土地地价款支付灵活，能够显著降低信达地产的土地款支出压力，实现“轻+重”的资产扩张模式。此外，在投资业务方面，中国信达可以为公司非房业务的投资提供资金拆借，保障了公司的稳健发展。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理人员有所变动，但对经营未产生重大影响；管理方式及管理制度未发生重大变化，主要管理制度仍然连续。

2020 年 3 月公司发布公告，赵立民先生不再担任公司董事、总经理职务，由牟柏强先生担任公司董事、总经理。2020 年 4 月 29 日，公司新任齐睦丹、李志刚、郑奕为董事，孙婕为监事。

牟柏强先生，1972 年 9 月生，研究生学历，中共党员。牟柏强先生曾先后任化学工业部机关党委主任科员；中国东方资产管理股份有限公司股权及投行业务部经理、投行业务部助理总经理，大连办事处党委委员、助理总经理，天津办事处党委书记、总经理；北京中民资产管理有限公司董事、总经理等职务；2020 年 2 月起任公司党委副书记、董事、总经理。

跟踪期内，公司管理方式及管理制度未发生重大变化，主要管理制度仍然连续。

八、公司经营

1. 经营现状

2019年，公司营业收入同比小幅增长，房地产销售和利息收入仍为公司收入的主要来源，同时，基金管理收入、租赁收入和酒店经营收入对公司营业收入和利润水平形成补充；综合毛利率随结转地产项目毛利率下降而有所下降。

公司营业收入主要由房地产销售、利息收入、基金管理收入、酒店经营收入、租赁收入、物业管理收入等构成，其中房地产销售是公司收入的主要来源。2019年，公司实现营业收入237.13亿元，同比增长3.58%，主要系房地产销售收入增长所致；利润总额60.75亿元，同比下降8.80%，主要系公允价值变动收益下降所致。

分板块来看，2019年，公司房地产销售收入为181.55亿元，同比增长4.11%，主要系房地产销售结转增加所致；公司房地产销售收入占营业收入的比重为76.56%。2019年，公司利息收入29.14亿元，同比下降7.43%，主要系2019年公司通过财产权信托计划等结构化主体投放的债权规模较上年增加，该部分债权投资产生的利息体现在投资收益科目所致；公司基金管理收入、租赁收入和酒店经营收入变化不大，对营业收入形成一定补充；物业管理收入、商品销售收入、投资性物业销售收入、手续费收入及其他规模较小，对营业收入影响较小。

从毛利率看，2019年，公司综合毛利率为41.48%，较2018年下降3.89个百分点，主要受房地产结转项目毛利率下降影响所致；其中，公司房地产销售业务毛利率为28.61%，较上年下降4.47个百分点；酒店经营和租赁业务的毛利率水平较高且变化不大；物业管理业务受该板块人员、日常维护等固定费用较高，物业管理收入相对低于物业管理成本影响，毛利率水平持续为负；利息收入的成本主要在财务费用中进行核算，基金管理收入的成本主要在管理费用中进行核算。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 75.43 亿元，同比大幅增长 241.39%，主要系信达地产销售结转同比增加所致；利润总额 13.20 亿元，同比增长 33.13%，增幅小于营业收入增幅，主要系公允价值变动收益同比下降所致。

表 5　公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项　目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售收入	174.38	76.18	33.08	181.55	76.56	28.61

利息收入	31.48	13.75	--	29.14	12.29	--
基金管理收入	5.92	2.59	--	5.18	2.18	--
租赁收入	4.77	2.09	74.20	4.83	2.04	70.81
酒店经营收入	4.72	2.06	56.44	4.39	1.85	52.54
物业管理收入	2.65	1.16	-10.56	2.86	1.21	-24.23
商品销售收入	0.08	0.03	28.83	0.14	0.06	4.39
投资性物业销售收入	0.32	0.14	51.94	0.06	0.03	--
手续费收入	0.06	0.03	100.00	0.03	0.01	100.00
其他	4.54	1.98	57.25	8.94	3.77	78.64
合计	**228.92**	**100.00**	**45.37**	**237.13**	**100.00**	**41.48**

注：2019 年公司对营业收入细分进行调整并追溯 2018 年数据；2017 年度数据未追溯，故不进行列示
资料来源：公司财务报告

2．房地产业务

信达地产是信达投资及中国信达房地产业务运营主体，拥有房地产一级开发资质。公司以开发高性价比的住宅产品为主，重点关注首次置业和首次改善性需求，同时以写字楼为主发展优质持有性物业。经营模式以自主开发为主，合作开发为辅，并加大发展项目代建等轻资产业务。

土地储备

2019年，受公司采取谨慎拿地策略并加大代建模式获取力度影响，获取土地规模较小；公司土地储备规模一般，主要位于三线及以下城市，除合肥及湛江地块获取成本较高外，其他项目获取成本较为合理。

公司主要通过股权并购、合作开发、招拍挂、操盘代建等方式取得土地。其中，代建规模增加，约占2019年获取土地计容建筑面积的48.39%。2019年，公司采取谨慎的拿地策略，获得土地4块（不含代建项目），分别位于武汉、合肥、嘉兴、淮南地区，新增土地占地面积25.16万平方米，新增规划计容建筑面积58.67万平方米，支付土地款49.58亿元；2019年，公司新取得代建项目分布于北京、杭州、苏州等一二线城市，新增代建项目计容建筑面积约55万平方米。2020年1－3月，受新冠肺炎疫情影响，公司仅获得土地1块，项目位于铜陵，新增土地占地面积11.22万平方米，规划计容建筑面积20.20万平方米，支付土地款6.37亿元。

截至2020年3月底，公司持有待开发的土地面积合计121.35万平方米，规划计容建筑面积合计269.02万平方米，土储规模较小。其中，位于一线城市的占比8.07%、二线城市占比20.48%、三线城市占比71.45%，公司土地储备主要位于三线及以下城市。从土地获取成本来看，除了合肥及湛江地区获取成本较高，其他项目土地成本较为合理。

表 6　截至 2020 年 3 月底公司土地储备情况（单位：万元、万平方米、元/平米、%）

区域	项目名称	土地出让金	拟建项目类型	取得时间	持有待开发土地面积	规划计容建筑面积	楼面均价	权益占比
上海	宝山区罗泾镇区 09-06 地块	14487	商办	2014 年 3 月	1.35	1.89	7652	100
宁波	集士港 4#地块二期剩余土地	410	住宅	政府尚未完成拆迁，最终取得时间和土地出让金以重新摘牌后为准	0.69	1.64	250	100
马鞍山	秀山·信达城四期（A 地块）剩余	3059	商住	2013 年 12 月	1.11	2.94	1061	100
马鞍山	公园郡（金海岸名邸）剩余	84989	商住	2018 年 11 月	18.37	24.65	3448	80
合肥	信达天御剩余地块	84297	商住	2014 年 6 月	3.69	20.49	4080	100
合肥	翡翠天际（合肥 S1706 地块）剩余	158321	商住	2017 年 11 月	6.17	13.26	12119	50
乌鲁木齐	雅山新天地 C 区二期剩余土地	181	商住	2007 年 2 月	1.19	5.26	34	100

乌鲁木齐	2015-wxg-011 号地块	1778	商住	2015 年 11 月	1.97	1.18	1501	100
海口	信达海天下五期	2473	住宅	2003 年 3 月	8.30	5.90	391	100
天津	天津六马路项目	68000	住宅	2017 年 4 月	1.31	6.20	10978	80
阜新	信达泉天下剩余土地	3371	住宅	2011 年 11 月	20.26	18.77	180	70
湛江	嘉骏广场地块	206275	商业	2014 年 8 月	2.24	13.42	16813	100
湛江	麻章地块		住宅	2014 年 8 月	2.66	10.11		100
湛江	龙王围地块		住宅	2014 年 8 月	12.14	48.54		100
湛江	大运家园地块		住宅	2014 年 8 月	2.88	10.07		100
广州	炭步镇住宅地块（信达珺悦蓝庭剩余）		住宅	2014 年 8 月	2.95	9.18		100
广州	东平路地块		商住	2014 年 8 月	7.27	10.64		100
合肥	北郡小区（XZQTD156 号地块）剩余	16819	商住	2018 年 7 月	1.97	7.61	3218	82
淮南	听松苑地块	9521	商住	2018 年 7 月	4.53	11.02	936	100
铜陵	铜陵 43 号地块	63689	住宅	2020 年 1 月	11.22	20.20	3153	100
芜湖	东方龙城 9#、15#、16#地块	21429	商住	2018 年 7 月	9.08	26.04	1426	60
合计		**739099**	--	--	**121.35**	**269.02**	--	--

注：统计口径为公司纳入合并报表范围项目的口径
资料来源：公司提供

项目开发

跟踪期内，公司新开工面积有所下降，但在建项目较多，体量较大，在建项目主要位于二三线城市；公司在建项目资金支出压力较小。

2019年，公司新开工面积同比下降38.57%，主要系2019年公司采取谨慎拿地的策略，拿地规模下降导致开工规模下降所致；竣工面积为191.48万平方米，同比有所下降，主要系项目施工进度影响所致；期末在建面积394.20万平方米，规模较大。

表7　公司房地产开发情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积	75.04	195.57	120.14
竣工面积	141.12	216.25	191.48
期末在建面积	268.01	465.54	394.20

注：统计口径为公司纳入合并报表范围项目的口径；由于2018年新增长淮信达地产有限公司，因此不满足当期期末在建面积=上期期末在建面积+当期新开工面积-当期竣工面积。
资料来源：公司提供

在建项目方面，截至2020年3月底，公司共有42个在建房地产项目，以住宅为主，主要分布在合肥、马鞍山、芜湖、嘉兴、淮南和上海等地，总建筑面积合计411.82万平方米。从项目的开发资金情况来看，截至2020年3月底，公司在建项目计划总投资额441.11亿元，已完成投资349.71亿元，尚需投资91.40亿元，同时考虑公司采取加大轻资产模式运作项目，公司未来资金支出压力较小。

表8　截至2020年3月底公司在建地产项目基本情况（单位：平方米、万元、%）

在建项目名称	地区	经营业态	项目用地面积	总建筑面积	总投资额	项目进度	已投金额	尚需投资额
顾村 A 单元 10-05 地块	上海	商业	5002.00	12176.00	900000.00	88.00	795387.00	104613.00
顾村 A 单元 10-03 地块	上海	住宅	101367.00	264000.00				
信达君望里（2018 嘉秀洲-019 号地块）	嘉兴	商住	41911.00	120587.00	109836.00	64.00	70210.00	39626.00
信达·天御一期 S1-15 号地块	合肥	商业	21543.00	105806.00	103618.00	39.00	40037.00	63581.00
信达·天御一期 S1-16 号地块	合肥	住宅	29269.00	97338.00	83192.00	55.00	46104.00	37088.00
信达·天御一期 S1-18 号地块	合肥	住宅	15955.00	78545.00	77010.00	85.00	65768.00	11242.00
信达·公园里二期剩余	合肥	住宅	959.00	43380.00	289632.00	87.00	252748.00	36884.00
信达·公园里三期	合肥	住宅	58465.00	192192.00				

信达·公园里四期	合肥	住宅	46092.00	94841.00				
银信广场（Q-10-2 地块）	合肥	办公	9618.00	63032.00	29097.00	62.00	18134.00	10963.00
翡翠天际 B、C、D 地块	合肥	住宅、商办	92424.00	294357.00	382112.00	91.00	346108.00	36005.00
信达庐阳府	合肥	住宅、商业	66863.00	203093.00	224155.00	91.00	205056.00	19099.00
秀山信达城三期（C 地块）剩余	马鞍山	住宅	21775.00	81856.00	29378.00	70.00	56610.00	24826.00
秀山信达城四期（A 地块）部分	马鞍山	住宅	30254.00	104779.00	52058.00			
公园郡（金海岸名邸）部分	马鞍山	住宅	91248.00	233920.00	146003.00	49.00	72060.00	73943.00
海上传奇四期（剩余）	芜湖	住宅	10043.00	61813.00	29230.00	86.00	25142.00	4088.00
翡丽世家一期、二期	芜湖	住宅、商业	104819.00	236805.00	176801.00	87.00	153954.00	22847.00
信达金地·蓝庭（HD-3035）	青岛	商住	53485.00	199677.00	171957.00	65.00	112520.00	59437.00
逸品南山（2015-wxg-012 号地块）	乌鲁木齐	住宅	57184.00	34311.00	33394.00	70.00	23381.00	10013.00
信达·银海御湖二期（琼海度假村项目）	琼海	商住	26200.00	79809.00	49595.00	87.00	43116.00	6479.00
信达泉天下一期	阜新	住宅	178293.00	119500.00	65000.00	85.00	54940.00	10060.00
信达滨江蓝庭二期	重庆	商住	21906.00	44957.00	46494.00	62.00	29041.00	17453.00
信达珺悦蓝庭（一期）	广州	住宅	32259.00	100860.00	115046.00	32.00	36690.00	78356.00
信达珺悦公馆（一期）	广州	商业	16203.00	51579.00				
珑桂蓝庭（容桂 204 号地）	佛山	商住	7373.00	24584.00	26796.00	64.00	17180.00	9616.00
信达泰禾·金尊府	深圳	住宅	36912.00	236119.00	540000.00	92.00	497083.00	42917.00
溪岸观邸	合肥	住宅	36616.00	77944.00	69543.00	92.00	63654.00	5889.00
东方龙城 14#地块	芜湖	商住	24215.00	108074.00	44484.00	32.00	14445.00	30039.00
舜耕华府二期、三期（HGTP19015）	淮南	商住	26025.00	44952.00	23820.00	48.00	11492.00	12329.00
舜耕樾府北地块	淮南	住宅、商业	35963.00	60596.00	26455.00	52.00	35516.00	32140.00
舜耕樾府南地块	淮南	住宅、商业	42586.00	96468.00	41202.00			
龙泉广场	淮南	住宅、商业	11589.00	58132.00	17487.00	60.00	10504.00	6983.00
铜陵东方蓝海二期	铜陵	住宅、商业	86543.00	223834.00	76414.00	52.00	39862.00	36552.00
东方禾苑	嘉兴	商住	64322.00	197006.00	188619.00	87.00	164776.00	23843.00
杭州东莱府	杭州	住宅	19236.00	71241.00	242655.00	81.00	195539.00	47116.00
合计			**1524517.00**	**4118163.00**	**4411083.00**	**--**	**3497057.00**	**914027.00**

注：统计口径为公司纳入合并报表范围项目的口径
资料来源：公司提供

项目销售

受三线及以下城市销售占比提升影响，公司房地产签约销售单价和签约销售金额有所下降；公司房地产项目整体去化水平较高，但尚余可售项目规模较小存在一定补库存需求。考虑到公司地产部分项目分布在三四线城市，若未来房地产市场景气度持续下滑，公司面临一定去化压力。

从销售模式来看，公司在销售时采用自主策划与委托代理相结合的销售模式，由公司制定销售推广计划，并选择多家实力较强的专业房地产销售公司进行销售。公司产品主要为住宅、商业及写字楼，个人购房者和机构为主力客户群。

房地产销售方面，受 2018 年合并长淮信达地产有限公司影响，公司三线及以下城市项目占比上升。受三线及以下城市市场因素影响，公司销售面积同比下降 9.82%，销售价格受三线及以下城市销售占比提高影响有所下降，同比下降 13.67%至 17934 元/平方米。受签约均价及签约销售面积均下降影响，签约金额有所下降，为 241.09 亿元。2020 年 1－3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司签约销售金额规模较小，为 21.44 亿元，签约销售面积 12.91 万平方米，签约销售均价受推盘三线城市项目占比提高影响持续下降。2019 年，公司结转收入及结转面积均有所增长，分别同比增长 5.80%和 4.11%。2019 年，公司销售回款率较高，主要系包括以前年度回款所致。

表 9　公司房地产销售情况

（单位：万平方米、元/平方米、亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
签约销售面积	113.75	149.07	134.43	12.91
签约销售均价	19755	20774	17934	16607
签约销售金额	224.71	309.68	241.09	21.44
销售回款率	--	92.34	100.00	139.56
结转面积	120.17	137.74	145.73	21.36
结转收入	143.56	174.38	181.55	66.25

注：签约销售面积、签约销售金额统计口径为项目权益口径，结转收入及结转面积为合并范围口径

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司在建在售的地产项目共31个，可供出售面积合计314.06万平方米，已预售面积127.44万平方米，剩余可售面积133.56万平方米，规模较小，仅足够公司一年左右销售需求，考虑到公司土储规模一般，公司存在一定补库存需求。考虑到公司地产部分项目分布在三四线城市，若未来房地产市场景气度再次下滑，公司可能面临去化压力。截至2019年底，公司竣工项目总可售面积587.20万平方米，累计已预售面积532.67万平方米，整体去化率90.71%，竣工项目去化率较高。

3．投资业务

公司的投资业务主要以债权投资为主，投资行业主要为房地产，行业和客户集中度较高。跟踪期内，公司投资规模较为稳定，但投资收益有所下降。

公司投资业务主要包括债权投资业务、股权投资业务以及资本市场业务三大板块。跟踪期内，公司投资规模较为稳定，截至2020年3月底为538.34亿元，其中债权投资占67.26%，规模较大。

表 10　近年来公司投资规模情况（单位：亿元、%）

项目	截至 2017 年底		截至 2018 年底		截至 2019 年底		截至 2020 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债权投资规模	345.78	69.84	403.11	73.99	374.37	68.33	362.11	67.26
股权投资规模	80.54	16.27	78.34	14.38	99.96	18.25	103.36	19.20
定向增发及股票投资规模	68.75	13.89	63.36	11.63	73.56	13.43	72.87	13.54
合计	**495.07**	**100.00**	**544.81**	**100.00**	**547.89**	**100.00**	**538.34**	**100.00**

资料来源：公司提供

债权投资业务方面，公司主要通过公司本部相关投资部门以及控股子公司深圳市建信投资发展有限公司（以下简称“深圳建信”）、海南建信投资管理股份有限公司（以下简称“海南建信”）、河南省金博大投资有限公司（以下简称“金博大”）等运营，以财产型信托或成立结构化主体等方式开展债权投资业务。目前，债权投资业务期限主要集中在2~3年。2019年，公司实现债权投资收益40.29亿元，同比增长8.86%，主要系利息收入增加所致；在投资业务收益中的占比上升19.80个百分点至92.43%。

股权投资方面，公司主要依托中国信达集团内不良资产项目资源，通过设立并购基金或直接引入并购基金参与中国信达及其分公司项目并购重组，股权投资期限主要为3~6年不等。2019年公司实现股权投资收益3.83亿元，同比下降73.33%，主要系处置长期股权投资收益减少所致；在投资收益中的占比下降19.39个百分点至8.80%。

资本市场业务方面，公司通过专业化的定增、VC/PE平台基金、夹层投资等方式，拓展上市公司定向增发和股票投资业务、拓宽公司资本市场业务。公司通过提升专业化投资能力，围绕上市公司并购重组业务，业务中心逐渐转向高端智能制造、新能源、环保、大健康产业，形成差异化行业投资优势。公司定向增发及股票投资业务一般锁定期为1年，锁定期满后将根据市场情况择机退出。2019年，公司实现定向增发及股票投资收益合计为-0.54亿元，主要系定向增发股票亏损所致。

表 11　近年来公司投资业务收益情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债权投资收益	**29.18**	**76.14**	**37.01**	**72.63**	**40.29**	**92.43**	**8.29**	**97.87**
其中：利息收入	19.93	52.02	26.92	52.84	30.30	69.50	6.80	80.31
基金投资收益	4.79	12.50	9.46	18.57	5.10	11.71	1.09	12.93
信托投资收益	4.46	11.63	0.62	1.22	4.89	11.23	0.39	4.63
股权投资收益	**4.50**	**11.74**	**14.36**	**28.19**	**3.83**	**8.80**	**0.00**	**0.00**
其中：处置长期股权投资收益	3.79	9.89	13.95	27.37	3.17	7.27	0.00	**0.00**
股权投资分红	0.71	1.85	0.42	0.82	0.67	1.53	0.00	**0.00**
定向增发及股票投资收益	**4.65**	**12.12**	**-0.42**	**-0.82**	**-0.54**	**-1.23**	**0.18**	**2.13**
其中：定向增发收益	0.00	0.01	-0.45	-0.89	-0.42	-0.97	0.16	**1.90**
股票交易收益	4.64	12.11	0.03	0.07	-0.12	-0.26	0.02	**0.23**
合计	**38.32**	**100.00**	**50.95**	**100.00**	**43.59**	**100.00**	**8.47**	**100.00**

注：与营业收入中利息收入金额不一致主要系计量标准不同所致
资料来源：公司提供

公司稳步推进投资结构的多元化发展，积极推进信息技术、水务行业、环保产业等行业投资布局，但目前投资行业仍以房地产业为主。截至2020年3月底，公司房地产业项目投资金额为367.73亿元，在总投资额中的占比为68.31%。由于坚持大客户战略，信达投资客户集中度始终处于较高水平，不利于分散风险。截至2020年3月底，公司投资业务前十大客户投资规模为320.04亿元，在投资规模总额中的占比为59.45%。

风险控制方面，公司投资项目一般包括前期调查、立项、尽职调查及方案制定、审核、审批等流程，公司制定了《项目投资管理规程》，对项目各个节点进行规定和管控；同时，公司制定了《风险管理规程》，明确定义识别了各类风险以及相关职能部门的职责和权限，并对风险管理的初始信息收集范围、风险报告路径、风险应对工具和风险控制措施等内容进行了规定。

细化到具体项目，公司通常采取“小股大债”的“股+债”投资模式。在项目一般抵质押、保证等措施的基础上，公司作为股东共同管理项目，对项目实行封闭运作，对重大事项参与表决。公司通过升级客户标准、提高项目质量、优化交易结构、严格项目监管等措施，切实提高投资质量。项目具体风控措施如下：

（1）土地/在建工程抵押：项目公司或合作方以土地、在建工程等为信达投资债权做抵押。（2）股权/股票质押：合作方将项目公司股权、持有的上市公司股票等为信达投资债权做质押。（3）连带责任保证：合作方为信达投资债权提供连带责任保证。（4）合作方债权劣后：合作方债权劣后于信达投资。（5）章证、账户共管：信达投资与合作方共管项目公司章证、账户。（6）股东会、董事会权利：信达投资在股东会、董事会具有投票权，关键事项具有一票否决权。（7）股权回购选择权：不利事项发生时，如项目节点进展不及预期时，信达投资可要求合作方回购自身股权以退出。（8）设立信托结构：通过设立信托控制合作方的股权、债权等，实现风险隔离，在项目违约时实现对项目的接盘。

总体看，公司风险控制措施较为完善。

4．经营效率

与同行业相比，公司经营效率尚可。

2019年，公司存货周转次数和总资产周转次数分别为0.23次和0.14次，较2018年变化不大；销售债权周转次数上升至34.82次。

表 12　2019 年同行业企业经营效率对比情况

（单位：万平方米、次、亿元）

项目	信达投资	北京城建投资发展股份有限公司	金融街控股股份有限公司
新开工面积	120.14	300.42	278.00

签约销售面积	134.43	85.68	118.00
签约销售金额	241.09	202.53	319.00
总资产周转次数	0.14	0.14	0.17
存货周转次数	0.23	0.16	0.20
销售债权周转次数	34.82	149.21	69.23

资料来源：联合资信整理

5．未来发展

公司未来发展仍以房地产和投资业务为主，规划清晰，较为切实可行。

公司未来将紧密围绕“调结构、谋发展、求持续”的经营战略，以“发展、协同、创新”为主线。

在房地产业务板块，作为中国信达的房地产开发业务运作平台，公司将借助信达系统的资源优势和品牌支持，创新业务模式和盈利模式，逐步形成差异化的竞争优势。公司未来战略定位为：持续发挥中国信达背景资源和协同合力，打造专业化、差异化、特色化发展模式，建立地产开发、协同并购、专业服务三大体系成熟互补的业务发展格局，成为具有广阔发展空间的综合开发投资服务商。

公司区域城市布局战略是：重点关注经济强市与人口导入城市，以长三角、珠三角、环渤海、长江中游和成渝五大城市群的核心城市为主，持续深耕部分已进入的二线城市及区域中心城市，根据公司集团管控能力持续优化城市布局。公司产品定位是：以开发高性价比的住宅产品为主，重点关注刚性需求和改善型需求，同时适度开展写字楼和商办物业改造业务，探索尝试社区商业、养老地产、长租公寓、特色小镇等新业态。

在投资业务板块，公司作为中国信达投资和资产管理的重要平台，坚持以中国信达不良资产经营主业为依托，以服务实体经济发展为方向，不断强化央企品牌信誉优势，强化集团协同优势，强化综合金融服务优势，强化房地产金融专业优势，强化投行专业优势，持续提升差异化、特色化、专业化经营水平，塑造公司核心竞争力。

九、财务分析

1．财务质量及财务状况

公司提供的2019年度合并财务报表经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司2020年一季报未经审计。

合并范围方面，2019年新增1家子公司，减少3家子公司。公司合并范围变动不大，同时考虑到公司主营业务未发生变化，财务可比性较强。

截至2019年底，公司合并资产总额1640.06亿元，所有者权益合计329.21亿元（含少数股东权益118.07亿元）；2019年，公司实现营业收入237.13亿元，利润总额60.75亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额1610.69亿元，所有者权益合计337.90亿元（含少数股东权益122.06亿元）；2020年1－3月，公司实现营业收入75.43亿元，利润总额13.20亿元。

2．资产质量

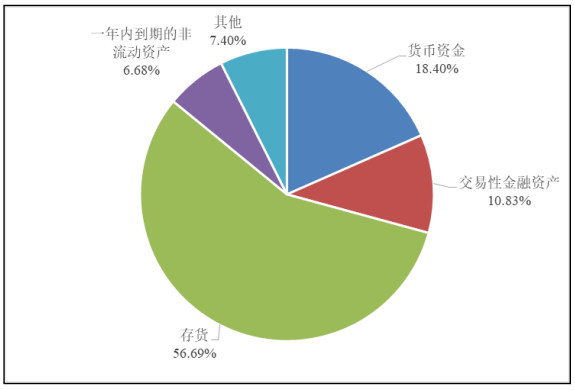
跟踪期内，公司资产规模小幅下降，资产结构仍以流动资产为主。公司流动资产中货币资金较充裕，存货规模较大，存在一定的去化压力和跌价风险；非流动资产以债权投资和其他非金融流动资产为主。公司受限资产占比较低，整体资产质量尚可。

截至2019年底，公司资产总额1640.06亿元，较上年底下降1.59%。其中，流动资产占64.51%，非流动资产占35.49%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

流动资产

截至2019年底，公司流动资产1057.97亿元，较上年底下降2.90%。公司流动资产主要由货币资金（占18.40%）、交易性金融资产（占10.83%）、存货（占56.69%）和一年内到期的非流动资产（占6.68%）构成。

图3　截至2019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2019年底，公司货币资金194.69亿元，较上年底下降16.40%，主要系公司对外投资和偿还债务规模较大所致。公司货币资金以银行存款（占97.71%）为主；货币资金中有2.92亿元受限资金，受限比例为1.50%，为提供按揭担保的保证金、受监管的预收售房款和金融机构借款存入的保证金等。

截至2019年底，公司交易性金融资产账面价值为114.62亿元，较上年底增长63.40%，主要系公司基金规模大幅增加所致。公司交易性金融资产主要由基金（占56.62%）、理财产品（占17.22%）、股票（占9.52%）等构成。

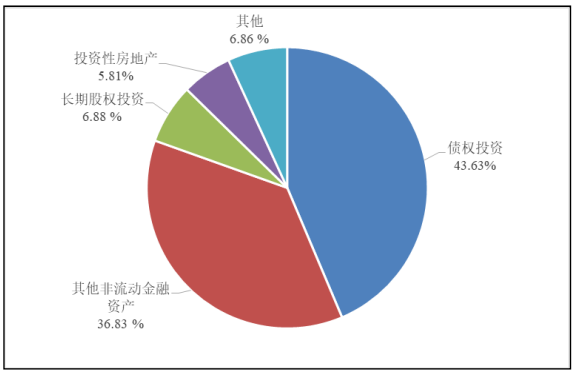
截至2019年底，公司存货账面价值599.71亿元，较上年底下降4.32%。公司存货主要由开发成本（占78.63%）和开发产品（占22.71%）构成，累计计提跌价准备8.20亿元，计提比例为1.37%，考虑到公司部分项目位于三线及以下城市，存在一定去化压力和跌价风险。

截至2019年底，公司一年内到期的非流动资产70.64亿元，较上年底增长4.43%，由贷款及垫款（占61.47%）、信托计划（占36.37%）和资管计划（占2.16%）构成。公司对一年内到期的非流动资产计提减值准备1.05亿元，计提比例为1.49%。

非流动资产

截至2019年底，公司非流动资产582.09亿元，较上年底增长0.93%。公司非流动资产主要由债权投资（占43.63%）、其他非流动金融资产（占36.83%）、长期股权投资（占6.88%）和投资性房地产（占5.81%）构成。

图4　截至2019年底公司非流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司债权投资账面价值 253.94 亿元，较上年底增长 3.53%，由贷款及垫款（占 60.79%）、信托计划（占 39.05%）和债权资产包（占 0.16%）构成。公司对债权投资计提减值准备 7.65 亿元，计提比例为 3.01%。

截至 2019 年底，公司其他非流动金融资产 214.38 亿元，较上年底下降 8.37%，主要由基金（占 43.17%）、股权（占 28.73%）和信托计划（占 19.05%）构成。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 40.02 亿元，较上年底增长 15.55%，主要系公司加大对外投资所致。公司长期股权投资采用权益法核算，2019 年，按权益法确认投资收益 6.82 亿元，处置长期股权投资收益 6.98 亿元。

截至 2019 年底，公司投资性房地产账面价值 33.79 亿元，较上年底下降 3.03%。公司投资性房地产主要为信达地产自持经营性物业地产与房地产开发项目配套底商，按成本法计量。

截至2019年底，公司所有权或使用权受限资产合计202.56亿元，占公司资产总额的12.35%，受限比例较低。截至2019年底，公司股权无受限情况。

表 13　截至 2019 年底公司受限资产情况

（单位：亿元、%）

项目	受限规模	占比
存货	160.65	9.80

长期股权投资	21.59	1.32
投资性房地产	13.87	0.85
货币资金	2.92	0.18
固定资产	3.47	0.21
其他	0.07	0.00
合计	**202.56**	**12.35**

资料来源：公司财务报告

截至2020年3月底，公司合并资产总额1610.69亿元，较上年底下降1.79%。其中，公司流动资产1007.34亿元，较上年底下降4.79%；非流动资产603.35亿元，较上年底增长3.65%。资产结构方面，流动资产占62.54%，非流动资产占37.46%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模变化不大；公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，权益结构稳定性弱。

截至2019年底，公司所有者权益合计329.21亿元，较上年底增长0.35%。其中，归属于母公司所有者权益占比为64.13%，少数股东权益占比为35.87%。归属于母公司所有者权益211.14亿元，其中实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占9.47%、21.77%、-0.01%、4.97%和63.80%。公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比较高，所有者权益稳定性弱。2019年4月，公司收购了中国信达持有的全部信达地产796570892股股权（占信达地产总股本的27.93%），收购后，公司及其一致行动人持有信达地产55.45%的股份。受此影响，截至2019年底，公司资本公积较上年底增长108.89%至45.96亿元，少数股东权益较上年底下降30.71%至118.07亿元。

截至2020年3月底，公司所有者权益合计337.90亿元，较上年底增长2.64%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为63.88%，少数股东权益占比为36.12%。归属于母公司所有者权益215.85亿元，其中实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占9.27%、21.29%、-0.01%、4.86%和64.59%，权益构成较上年底变化不大。

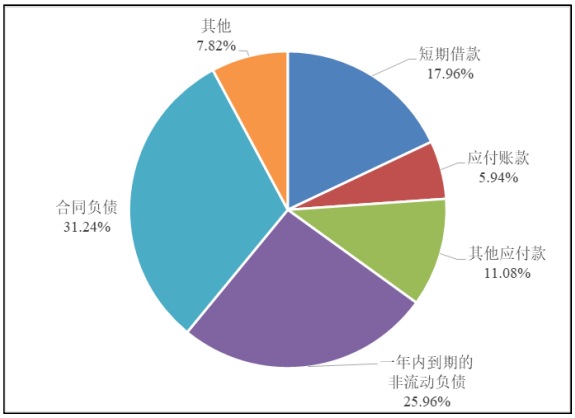
负债

跟踪期内，公司债务规模变化不大，债务负担仍较重；公司短期债务规模较大，存在一定短期偿付压力。

截至2019年底，公司负债总额1310.84亿元，较上年底下降2.07%。其中，流动负债占58.82%，非流动负债占41.18%。公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至2019年底，公司流动负债771.02亿元，较上年底下降3.00%。公司流动负债主要由短期借款（占17.96%）、应付账款（占5.94%）、其他应付款（占11.08%）、一年内到期的非流动负债（占25.96%）和合同负债（占31.24%）构成。

图5 截至2019年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至2019年底，公司短期借款138.44亿元，较上年底下降23.19%，主要系公司调整债务结构，减少短期借款规模所致。公司短期借款主要是信用借款和保证借款，借款年利率为3.70%~5.96%。

截至2019年底，公司应付账款45.77亿元，较上年底增长7.56%，主要系新增应付安徽信融房地产营销顾问有限公司及上海信达汇融股权投资基金管理有限公司款项所致。

截至2019年底，公司其他应付款85.46亿元，较上年底下降0.31%，构成主要为应付外部单位往来款。

截至2019年底，公司合同负债账面价值240.86亿元，较上年底下降3.81%，主要由预收售楼款（占95.47%）和一级土地开发款构成。公司预收款项规模较大，待工程完工达到交房条件后可结转为营业收入，对未来收入形成较强支撑。

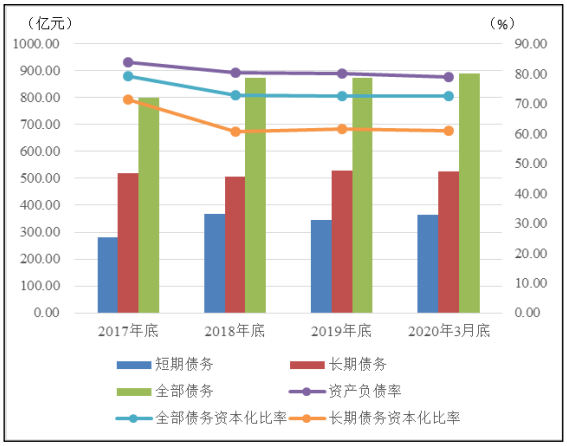
截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债200.16亿元，较上年底增长10.91%，主要系一年内到期的长期应付款增加所致。

非流动负债方面，截至2019年底，公司非流动负债539.82亿元，较上年底下降0.70%。公司非流动负债主要由长期借款（占41.08%）和应付债券（占54.86%）构成。

截至2019年底，公司长期借款221.76亿元，较上年底增长1.92%。公司长期借款主要由保证借款、信用借款、抵押借款和质押借款构成，借款年利率为2.25%~8.20%。

截至2019年底，公司应付债券296.15亿元，较上年底增长24.57%，主要系新增资产支持证券以及债权融资计划所致。

图6　公司有息债务情况



资料来源：根据公司财务报告整理

有息债务方面，截至2019年底，公司全部债务875.09亿元，较上年底增长0.23%。其中，短期债务占39.51%，长期债务占60.49%。截至2019年底，公司短期债务345.77亿元，较上年底下降5.92%，主要系短期借款下降所致。长期债务529.32亿元，较上年底增长4.70%，主要系应付债券增长所致。截至2019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79.93%、72.66%和61.65%，较上年底分别下降0.39个百分点、下降0.02个百分点和提高1.01个百分点。公司债务负担仍较重。

截至2020年3月底，公司负债总额1272.79亿元，较上年底下降2.90%。其中，流动负债占57.81%，非流动负债占42.19%，负债结构较上年底变化不大。截至2020年3月底，公司全部债务891.13亿元，较上年底增长1.83%。其中，短期债务364.78亿元，较上年底增长5.50%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致；长期债务526.35亿元，较上年底下降0.56%。截至2020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79.02%、72.51%和60.90%，较上年底分别下降0.91个百分点、下降0.16个百分点和下降0.75个百分点。

期限结构方面，根据公司统计口径，截至2020年3月底，公司1年内到期的有息债务占36.42%，1~2年到期的占27.80%，2~3年到期的占15.18%，3~5年到期的占19.33%，5年以上的占1.27%，存在一定的短期偿债压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，利润规模受公允价值变动收益减少而有所下降，同时投资收益对公司利润贡献大。

2019年，公司营业收入为237.13亿元，同比增长3.58%；营业成本为138.77亿元，同比增长10.95%，主要系本期结转项目成本较高所致；税金及附加为12.77亿元，同比下降40.67%；公司营业利润率为36.09%，同比提高0.13个百分点。

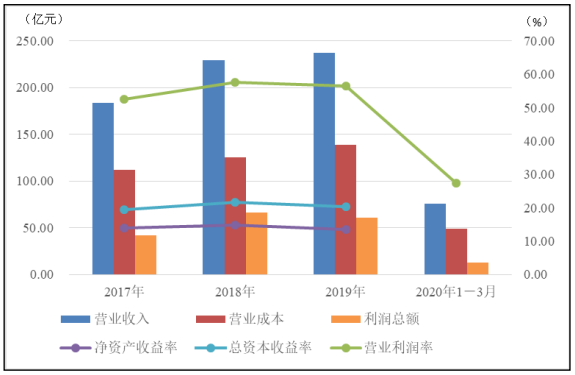
期间费用方面，2019年，公司期间费用总额为53.22亿元，同比增长4.58%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为8.10%、28.48%、0.06%和63.37%，

以财务费用和管理费用为主。其中，销售费用为4.31亿元，同比增长5.39%；管理费用为15.15亿元，同比增长0.26%；财务费用为33.72亿元，同比增长6.44%，主要系费用化利息增加所致。2019年，公司费用收入比为22.44%，同比提高0.21个百分点，公司期间费用控制能力尚可。

2019年，公司实现投资收益28.68亿元，同比增长20.82%，主要系按权益法确认的长期股权投资收益和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产收益增加所致；投资收益占营业利润比重为47.49%，对营业利润影响较大。2019年，公司公允价值变动收益3.62亿元，同比大幅下降50.56%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产减少所致；公允价值变动收益占营业利润比重为6.00%，对营业利润影响一般。

2019年，公司营业利润和利润总额分别为60.39亿元和60.75亿元，同比分别下降4.30%和8.80%，主要系公允价值变动收益大幅减少所致。从盈利指标看，2019年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为6.69%和13.58%，同比分别下降0.09个百分点和下降1.24个百分点。

图7　公司盈利能力情况



资料来源：根据公司财务报告整理

2020年1－3月，公司实现营业收入75.43亿元，同比大幅增长241.39%，主要系信达地产销售结转同比增加所致；利润总额13.20亿元，同比增长33.13%，增幅小于营业收入增幅，主要系公允价值变动收益同比下降所致；公司营业利润率为27.35%。

5．现金流分析

2019年，受拿地支出减少影响，公司经营活动产生的现金流量净额大幅增长；公司对外投资规模增加，投资活动净现金流净额由正转负；筹资活动产生的现金净流出规模大幅增加。

表14　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
经营活动现金流入量	353.35	491.43	396.47	50.96
经营活动现金流出量	201.10	467.38	230.88	46.91
经营活动现金净流量	152.25	24.05	165.59	4.05
现金收入比	104.25	103.34	83.06	34.51
投资活动现金净流量	-175.53	55.93	-94.14	-11.21
筹资活动现金净流量	107.89	-44.82	-108.32	8.72

资料来源：根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入396.47亿元，同比下降19.32%，主要系销售回款减少所致；经营活动现金流出230.88亿元，同比下降50.60%，主要系拿地支出减少所致；经营活动现金净流入165.59亿元，同比增长588.39%。2019年，公司现金收入比为83.06%，同比有所下降，主要系房地产业务现金流和结转收入不匹配所致。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入712.67亿元，同比增长22.13%，主要系公司收回投资规模增加所致；投资活动现金流出806.81亿元，同比增长52.91%，主要系新增投资增加所致。2019年，公司投资活动现金净流出94.14亿元，由上年净流入转为净流出。

2019年，公司筹资活动前现金流量净额为71.45亿元，经营活动所得现金可以满足投资活动所需现金，对外筹资压力较小。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入373.12亿元，同比增长0.40%；筹资活动现金流出481.44亿元，同比增长15.61%，主要系偿还债务增加所致。2019年，公司筹资活动现金净流出108.32亿元。

2020年1－3月，公司实现经营活动现金净流入4.05亿元，同比下降350.95%，主要系项目开发建设投入增加所致；投资活动现金净流出

11.21亿元，筹资活动现金净流入8.72亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债能力指标一般，但考虑到公司预收房款规模较大、融资渠道畅通以及股东支持力度大，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标来看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为137.22%和59.43%，均较上年底小幅增长；截至2020年3月底，上述指标分别为136.91%和60.16%。2019—2020年3月底，公司现金短期债务比分别为0.90倍和0.88倍，现金类资产对短期债务覆盖程度一般。2019年，受益于经营活动净流入增加影响，公司经营现金流动负债比率大幅上升至21.48%。考虑到公司流动负债中存在较大规模预收房款无需实际偿还，短期偿债能力强于指标值。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为98.87亿元，同比下降2.64%。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的1.60倍下降至1.49倍，EBITDA对利息的覆盖程度一般；公司全部债务/EBITDA由上年的8.60倍提高至8.85倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至2020年3月底，公司已获银行授信额度633.88亿元，已使用384.16亿元，尚有249.72亿元额度未使用，公司间接融资渠道畅通。同时，公司拥有两家上市公司，具有直接融资渠道。

截至2019年底，公司对外担保总额为55.03亿元，对外担保比率为16.72%，主要是对合肥宇信龙置业有限公司、广州启创置业有限公司、新疆昌源水务准东供水有限公司及杭州信达奥体置业有限公司等提供的融资担保，上述担保均为信达地产对非控股子公司按股权比例对等提供担保，或有负债风险较小。

截至2019年底，公司涉诉金额共计14.39亿元，规模较大，存在一定或有负债风险。重大诉讼情况如表15：

表15　截至2019年底公司作为被告的重大诉讼情况（单位：亿元）

原告名称	被告姓名	主要案由	涉诉金额	诉讼进展
北京庄胜房地产开发有限公司	公司、中国信达资产管理股份有限公司北京市分公司、北京信达置业有限公司	股权转让合同纠纷	10.00	2019年8月12日，北京市第三中级人民法院〔2019〕京03执978执行裁定书判定公司应支付庄胜地产的约10亿元在庄胜地产应返还公司的27亿元中抵消。2019年12月6日，最高人民法院作出〔2017〕最高法民申1648号民事裁定书，裁定再审，再审期间，中止原判决的执行。
大商股份郑州商业投资有限公司	河南省金博大投资有限公司	5.41亩土地转让纠纷	3.09	2018年7月27日河南省高院出具一审判决。8月10日，河南金博大向最高人民法院提起上诉。现最高人民法院第四巡回法庭已承办该案。
大商股份有限公司	河南省金博大投资有限公司、公司	商场租赁纠纷	1.30	2019年5月10日河南金博大收到河南省高院一审判决，驳回大商股份全部诉讼请求。 2019年10月28日，最高人民法院下发终审判决：驳回上诉，维持原判。
合计	--	--	**14.39**	--

资料来源：公司提供

与同行业相比，公司资产和权益规模尚可，债务负担较重。受益于投资收益的贡献，公司盈利能力强。考虑到公司在建项目未来资本支出压力较小以及逐步实现销售，公司经营性负债存在进一步下降空间，收入及现金流入规模存在进一步提升空间，公司整体偿债能力有望增强。

表16　2019年同业对比数据情况

项目	信达投资	北京城建投资发展股份有限公司	金融街控股股份有限公司
资产总额（亿元）	1640.06	1225.19	1619.90

所有者权益（亿元）	329.21	279.76	389.81
全部债务（亿元）	875.09	576.16	846.87
资产负债率（%）	79.93	77.17	75.94
全部债务资本化比率(%)	72.66	67.31	68.48
营业收入（亿元）	237.13	164.32	261.84
利润总额（亿元）	60.75	27.23	57.17
营业利润率（%）	36.09	16.20	31.28
EBITDA 利息倍数（倍）	1.49	1.19	1.67
全部债务/EBITDA（倍）	8.85	16.23	10.68

资料来源：联合资信整理

7．企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91110000710926844O）显示，截至 2020 年 4 月 16 日，公司无未结清或已结清的不良或关注类信贷信息。公司过往债务履约情况良好。

8．抗风险能力

基于对行业运行情况、公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

9．母公司财务分析

母公司主要从事投资业务。2019 年，母公司资产和债务规模保持增长，债务负担重。母公司利润主要来自于投资收益，现金流状况一般。

截至 2019 年底，母公司资产总额 530.38 亿元，较上年底增长 9.00%。其中，流动资产 251.68 亿元(占比 47.45%)，非流动资产 278.69 亿元(占比 52.55%)。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 10.23%）、其他应收款（占 65.89%）、一年内到期的非流动资产（占 12.16%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 40.35%）、其他非流动金融资产（占 38.95%）和债权投资（占 14.21%）构成。截至 2019 年底，母公司货币资金为 25.73 亿元。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 97.18 亿元，较上年底增长 5.26%。其中，实收资本为 20.00 亿元（占 20.58%）、资本公积合计 11.82 亿元（占 12.16%）、未分配利润合计 54.87 亿元（占 56.47%）、盈余公积合计 10.49 亿元（占 10.79%），权益构成稳定性较弱。

截至 2019 年底，母公司负债总额 433.20 亿元，较上年底增长 9.87%。其中，流动负债 165.86 亿元(占比 38.29%)，非流动负债 267.33 亿元（占比 61.71%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 71.70%）、其他应付款（占 7.72%）和一年内到期的非流动负债（占 18.61%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 43.79%）和应付债券（占 55.93%）构成。截至 2019 年底，母公司全部债务为 416.38 亿元，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 81.68%、81.08%和 73.29%，母公司债务负担重。

2019 年，母公司实现营业收入 11.15 亿元，投资收益 13.80 亿元，利润总额 5.08 亿元。母公司利润主要来自投资收益。

2019 年，母公司经营活动现金流由净流出转为净流入，为 4.04 亿元；投资活动现金净流出 16.32 亿元。母公司筹资活动现金净流入 23.47 亿元。

截至 2019 年底，母公司流动比率和速动比率均为 151.74%，母公司流动资产对流动负债的保障能力强。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额为 532.01 亿元，所有者权益合计 97.52 亿元；2020 年 1－3 月，母公司实现营业收入 2.70 亿元，利润总额 0.45 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流和 EBITDA 对“20 信达投资 MTN001”的保障能力极强；但若考虑其他存续债券，则存在一定集中偿付压力。

截至2020年5月底，公司存续期内由联合资信评级的债券为“20信达投资MTN001”，余额为20.00亿元。若考虑公司及子公司存续的其他债券，则公司2021年面临到期的债券规模较

大，为134.59亿元（见表17）。

2019年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA分别为396.47亿元、165.59亿元和98.87亿元，对“20信达投资MTN001”的保障倍数分别为19.82倍、8.28倍和4.94倍，保障能力极强；对2021年到期债券规模的保障倍数分别为2.95倍、1.23倍和0.73倍，存在一定集中偿付压力。

表17　截至2020年5月底公司存续债券情况

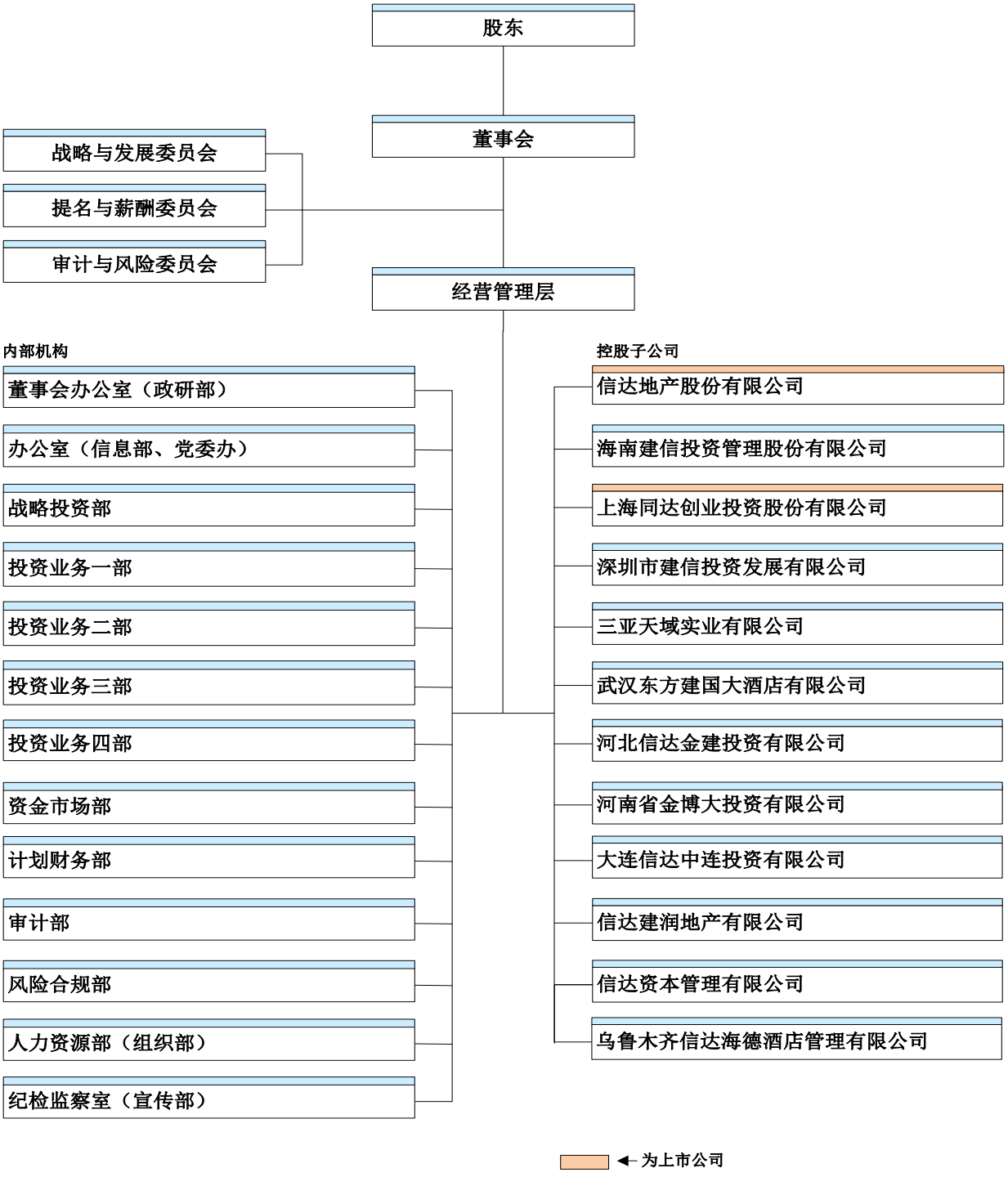
发债主体	证券名称	起息日期	到期日期	下一个行权日	余额（亿元）
信达投资	20信达投资MTN001	2020/04/30	2025/04/30	2023/04/30	20.00
	19投资02	2019/08/23	2024/08/23	--	6.00
	19投资01	2019/08/23	2024/08/23	2022/08/23	4.00
	19信投03	2019/08/13	2024/08/13	2022/08/13	23.75
	19信投01	2019/05/14	2024/05/14	2022/05/14	30.00
	18信达投资MTN001	2018/12/18	2021/12/18	--	20.00
	16信投02	2016/08/30	2021/08/30	--	16.25
	16投资01	2016/01/21	2024/01/21	2021/01/21	20.00
	15投资01	2015/12/22	2023/12/22	2020/12/22	30.00
	北京金融产权交易所债权融资计划	2018/11/19	2020/11/19	--	9.00
信达地产	20信达地产MTN001	2020/05/21	2023/05/21	--	16.00
	19信地03	2019/07/26	2022/07/26	2021/07/26	7.00
	19信地02	2019/05/21	2022/05/21	2021/05/21	27.00
	19信地01	2019/01/22	2022/01/22	2021/01/22	15.00
	19信达地产ABN001	2019/01/21	2028/01/22	--	8.80
	18信达地产PPN002	2018/12/25	2021/12/25	2020/12/25	10.00
	18信达地产PPN001	2018/12/14	2021/12/14	2020/12/14	10.00
	16信地02	2016/03/15	2021/03/15	--	4.54
	16信地01	2016/03/01	2021/03/01	--	24.80
	15信达地产MTN003	2015/12/15	2020/12/15	--	1.00
	15信达地产MTN002	2015/08/26	2020/08/26	--	14.00
	15信达地产MTN001	2015/06/05	2020/06/05	--	15.00
三亚天域实业有限公司	上交所ABS发行	2019/09/24	2037/09/24	2022/09/24	20.00

资料来源：公司提供

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，并维持“20信达投资MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司组织结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司主要子公司情况

序号	子公司全称	注册地	业务性质	实收资本（万元）	持股比例（%）
1	信达地产股份有限公司	北京市	房地产开发	285187.86	55.45
2	河北信达金建投资有限公司	廊坊市	酒店管理	7600.00	100.00
3	三亚天域实业有限公司	三亚市	酒店/物业管理	6000.00	51.00
4	海南建信投资管理股份有限公司	海口市	投资/房地产开发	41250.00	100.00
5	深圳市建信投资发展有限公司	深圳市	投资/房地产开发	40000.00	100.00
6	上海同达创业投资股份有限公司	上海市	投资/房地产开发/贸易	13914.36	40.68
7	信达建润地产有限公司	北京市	投资/房地产开发	20000.00	30.00
8	河南省金博大投资有限公司	郑州市	投资/房地产开发	40000.00	100.00
9	信达资本管理有限公司	天津市	投资管理	20000.00	60.00
10	武汉东方建国大酒店有限公司	武汉市	酒店管理	28200.00	90.25
11	大连信达中连投资有限公司	大连市	项目投资	5111.00	55.00
12	海南首泰融信股权投资基金合伙企业（有限合伙）	海口市	项目投资	80000.00	98.75
13	海南首泰金信股权投资基金合伙企业（有限合伙）	海口市	项目投资	22744.44	98.37
14	乌鲁木齐信达海德酒店管理有限公司	乌鲁木齐市	企业管理/酒店管理/房屋租赁	100.00	100.00
15	宁波祥云双信投资合伙企业（有限合伙）	宁波市	投资管理	28276.17	99.76
16	招商财富-招信并购基金专项资产管理计划	--	项目投资	--	100.00
17	宁波梅山保税港区信达信恒投资合伙企业（有限合伙）	宁波市	实业投资/投资管理/投资咨询	280700.00	99.33
18	上海和柳投资管理中心（有限合伙）	上海市	实业投资/投资管理/投资咨询	51244.00	92.58
19	西藏信睿保达企业管理合伙企业（有限合伙）	拉萨市	企业管理	36407.63	99.46
20	深圳信时投资合伙企业（有限合伙）	深圳市	实业投资/投资管理/投资咨询	10000.00	100.00
21	芜湖景瑞投资管理合伙企业（有限合伙）	芜湖市	实业投资/投资管理/投资咨询	20000.00	99.50

资料来源：公司财务报告

附件 2　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）	278.03	303.26	309.54	320.10
资产总额（亿元）	1303.42	1666.58	1640.06	1610.69
所有者权益合计（亿元）	209.98	328.07	329.21	337.90
短期债务（亿元）	279.16	367.52	345.77	364.78
长期债务（亿元）	520.19	505.57	529.32	526.35
全部债务（亿元）	799.35	873.09	875.09	891.13
营业收入（亿元）	183.98	228.92	237.13	75.43
利润总额（亿元）	42.24	66.61	60.75	13.20
EBITDA（亿元）	71.07	101.56	98.87	--
经营性净现金流（亿元）	152.25	24.05	165.59	4.05
财务指标				
销售债权周转次数（次）	10.55	20.59	34.82	--
存货周转次数（次）	0.27	0.25	0.23	--
总资产周转次数（次）	0.15	0.15	0.14	--
现金收入比（%）	104.25	103.34	83.06	34.51
营业利润率（%）	33.14	35.96	36.09	27.35
总资本收益率（%）	5.57	6.78	6.69	--
净资产收益率（%）	13.86	14.82	13.58	--
长期债务资本化比率（%）	71.24	60.65	61.65	60.90
全部债务资本化比率（%）	79.20	72.69	72.66	72.51
资产负债率（%）	83.89	80.31	79.93	79.02
流动比率（%）	149.80	137.11	137.22	136.91
速动比率（%）	78.21	58.26	59.43	60.16
经营现金流动负债比（%）	28.34	3.03	21.48	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.77	1.60	1.49	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.25	8.60	8.85	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计；将长期应付款中的有息负债调整至长期债务核算

附件 3　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）	69.02	18.59	48.90	61.96
资产总额（亿元）	443.09	486.59	530.38	532.01
所有者权益合计（亿元）	93.74	92.32	97.18	97.52
短期债务（亿元）	165.44	164.48	149.78	148.78
长期债务（亿元）	174.95	205.84	266.60	269.65
全部债务（亿元）	340.39	370.32	416.38	418.43
营业收入（亿元）	8.16	9.48	11.15	2.70
利润总额（亿元）	10.62	12.94	5.08	0.45
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-53.55	-18.96	4.04	5.82
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.74	2.22	42.89	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	91.71	93.01	91.38	96.68
总资本收益率（%）	1.87	2.22	0.95	--
净资产收益率（%）	8.66	11.13	5.00	--
长期债务资本化比率（%）	65.11	69.04	73.29	73.44
全部债务资本化比率（%）	78.41	80.04	81.08	81.10
资产负债率（%）	78.84	81.03	81.68	81.67
流动比率（%）	126.99	106.68	151.74	159.36
速动比率（%）	126.99	106.68	151.74	159.36
经营现金流动负债比（%）	-30.79	-10.12	2.43	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息；“*”表示分母为零，该数据不可得

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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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