



# 鲁能集团-长城证券-三亚山海天 JW 万豪 酒店及傲途格精选酒店资产支持专项计划 资产支持证券 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 1685 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2024 年 6 月 26 日

<b>评级对象</b>	鲁能集团-长城证券-三亚山海天 JW 万豪酒店及傲途格精选酒店资产支持专项计划资产支持证券	
<b>本次跟踪信用等级</b>	PR 山海优 AAA <sub>sf</sub>	
<b>跟踪评级原因</b>	根据国际惯例和主管部门的要求,中诚信国际将在专项计划存续期内对资产支持证券进行跟踪评级,对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
<b>交易要素</b>	基础资产	原始权益人出售予专项计划并转让完毕的全部信托受益权
	原始权益人/信托委托人/差额支付义务人/流动性支持义务人/经营成本流动性支持义务人	鲁能集团有限公司
	借款人/抵押人/经营收入出质人/经营成本支持义务人/优先收购权人/资产服务机构	海南三亚湾新城开发有限公司
	计划管理人	长城证券股份有限公司
	托管人	中国民生银行股份有限公司
	监管银行	中国农业银行股份有限公司三亚分行

项目负责人: 史嘉安 jashi@ccxi.com.cn

项目组成员: 刘冰清 bqliu@ccxi.com.cn

评级总监:

电话:(021)60330988

传真:(021)60330991

## 资产支持证券概况

资产支持证券	发行金额 (万元)	期末余额 (万元)	预期收益率	上次评级结果	跟踪评级结果	预期到期日
PR 山海优	300,000.00	281,250.00	4.00%	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>	2032/4/19
山海 01 次	3,000.00	3,000.00	--	NR	NR	2032/4/19
合计	303,000.00	284,250.00	--	--	--	--

### 关键日期

设立日	2020 年 6 月 4 日
证券跟踪计算日	2024 年 4 月 30 日

### 参与机构

原始权益人/信托委托人/流动性支持义务人/经营成本流动性支持义务人/差额支付义务人	鲁能集团有限公司 (以下简称“鲁能集团”)
借款人/抵押人/经营收入出质人/经营成本支持义务人/优先收购权人/资产服务机构	海南三亚湾新城开发有限公司 (以下简称“三亚湾新城公司”)
信托受托人	中国金谷国际信托有限责任公司 (以下简称“金谷信托”)
计划管理人	长城证券股份有限公司 (以下简称“长城证券”)
监管银行	中国农业银行股份有限公司三亚分行 (以下简称“农业银行三亚分行”)
信托保管人	招商银行股份有限公司济南分行 (以下简称“招商银行济南分行”)
托管人	中国民生银行股份有限公司 (以下简称“民生银行”)
登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司上海分公司

### 物业资产概况

名称	三亚山海天 JW 万豪酒店	三亚山海天傲途格酒店
位置	海南省三亚市吉阳区海韵路	
建筑面积	65,523.00 平方米	44,986.62 平方米
评估价值	255,564.34 万元	162,986.52 万元
评估价值时点	2024 年 1 月 1 日	
评估机构	深圳市国房土地房地产资产评估咨询有限公司 (以下简称“国房评估”)	

注: 1. NR 表示未予评级;

2. 优先级证券每 3 年设置开放期, 可提前结束, 下一个售回行权日为 2026 年 4 月 19 日;

3. 因四舍五入原因, 本报告部分统计分布总和与最终合计值存在一定尾数误差;

## 评级模型

评级方法和模型	中诚信国际商业物业抵押贷款结构化产品评级方法与模型 C550900_2020_01
模型结果	PR 山海优 AAA <sub>sf</sub>

## 本次跟踪情况

证券简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期	存续期
PR 山海优	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>	2023/6/29 至本报告出具日	2020/6/4~2032/4/19 (3+3+3+2.88)

## 评级观点

中诚信国际基于跟踪期内获得的信息，维持“鲁能集团-长城证券-三亚山海天 JW 万豪酒店及傲途格精选酒店资产支持专项计划”项下资产支持证券“PR 山海优”的信用等级为 **AAA<sub>sf</sub>**。

中诚信国际给予上述资产支持证券的评级，主要基于本交易如下方面的考虑：

**归集转付及兑付：**专项计划按约归集并转付现金流、兑付正常；

**物业资产运营及估值：**跟踪期的归集期内，目标项目归集运营收入合计 25,891.11 万元，与同期预测值一致；截至最新评估价值时点，目标项目评估价值较首次评估值和上次评估值分别下降 3.81% 和 1.51%；

**增信方信用质量：**差额支付义务人/流动性支持义务人鲁能集团信用质量稳定；

**重要参与方：**重要参与方履约能力稳定。

### 正面

- **专项计划兑付正常。**跟踪期内，本专项计划共完成了四次兑付，兑付金额合计 17,799.00 万元，其中分配 PR 山海优收益 11,499.00 万元、PR 山海优本金 6,300.00 万元，均系正常兑付。
- **增信方运营情况稳定。**鲁能集团是中国绿发投资集团有限公司（以下简称“中国绿发”）旗下从事新能源和地产业务的主要平台，可得到中国绿发的有力支持；鲁能集团新能源业务可较好的分散其经营风险，同时其融资渠道畅通，鲁能集团提供的增信仍可为优先级资产支持证券的兑付及退出提供充足信用支持。
- **重要参与方履约能力稳定。**跟踪期内，计划管理人长城证券、监管银行农业银行三亚分行、信托保管人招商银行济南分行和托管民生银行等参与方经营状况良好，仍能为本专项计划的顺利执行提供较好的保障。

### 关注

- **抵押物价值略有下跌。**作为抵押物的目标物业跟踪评估价值为 41.86 亿元（价值时点 2024 年 1 月 1 日），较首次评估值（价值时点 2020 年 1 月 1 日）和上次评估价值（价值时点 2023 年 1 月 1 日）分别减少 3.81% 和 1.51%。若抵押物未来处置时价值继续下跌，则可能影响本专项计划优先级资产支持证券本息的偿付，中诚信国际将对未来目标物业估值水平的变化保持持续关注。
- **鲁能集团现房占比高、销售压力大，且新能源板块业务投资规模较大。**鲁能集团房地产业务中现房产品占比偏高，产品中亦存在较大比例非住宅类产品业态，均带来了较大销售压力；此外，鲁能集团新能源业务板块投资规模较大推动财务杠杆水平迅速攀升，亦对其新能源业务的运营能力提出更高挑战。
- **中国宏观经济及商业地产景气度的影响。**未来中国宏观经济及商业地产存在阶段性下行的可能性，目标项目的市场价值或将出现一定波动，可能会影响资产支持证券的本息兑付，中诚信国际将对目标项目的市场价值保持持续关注。

## 概况数据

鲁能集团（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	1,686.28	1,193.04	1,448.36	1,458.04
所有者权益合计（亿元）	491.11	399.45	439.34	442.33
负债合计（亿元）	1,195.16	793.59	1,009.02	1,015.72
总债务（亿元）	529.48	561.78	781.12	804.14
营业总收入（亿元）	296.25	176.35	200.95	26.84
净利润（亿元）	7.89	-5.55	11.70	1.30
EBITDA（亿元）	38.01	28.91	53.39	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-19.46	-40.84	74.43	-5.10
营业毛利率(%)	33.40	32.77	33.21	36.57
净负债率(%)	75.93	120.41	151.16	158.48
EBIT 利润率(%)	6.10	5.72	16.94	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.16	1.23	2.35	--

注：1. 中诚信国际根据鲁能集团提供的其经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；

2. 本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

## ■ 专项计划运行情况

计划管理人长城证券于 2020 年 6 月 4 日设立本专项计划，专项计划通过受让相关信托受益权而对借款人三亚湾新城公司享有本金金额为 30.30 亿元的标的债权<sup>1</sup>，同时三亚湾新城公司分别以其持有的目标物业和享有的目标物业的经营收入为标的债权的偿还提供抵押担保和质押担保；鲁能集团对三亚湾新城公司出现运营资金不足等情况提供资金支持，对标的物业运营收入不足以偿还标的债权本息的部分承担资金补足义务。此外，三亚湾新城公司对优先级资产支持证券享有优先收购权利；若优先收购权人不行使优先收购权或未选择标的债权一次性提前到期，则鲁能集团应当提供流动性支持金用于买入拟退出资产支持证券的余额部分。

表 1：资产支持证券概况（亿元、年）

证券简称	证券代码	发行金额	预期收益率	还本付息安排	预期期限
山海 01 优	168490.SH	30.00	4.00%	按季付息并按计划还本	12
山海 01 次	168491.SH	0.30	--	--	12
<b>合计</b>		<b>30.30</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：长城证券提供，中诚信国际整理

本专项计划预期存续期限为 12 年。优先级资产支持证券每三年设有票面利率调整和开放退出程序，本专项计划亦或提前终止。

分配方面，根据计划管理人披露的相关定期收益分配公告及托管账户的银行流水等其他资料，跟踪期内专项计划按约定完成 4 次分配，均系正常兑付。截至证券跟踪计算日，PR 山海优的本金余额为 281,250.00 万元，山海 01 次的本金余额仍为 3,000.00 万元。

表 2：跟踪期内资产支持证券兑付情况（万元）

证券简称	2023/7/19		2023/10/19		2024/1/19		2024/4/19	
	收益分配	本金兑付	收益分配	本金兑付	收益分配	本金兑付	收益分配	本金兑付
PR 山海优	2,868.00	390.00	2,895.00	810.00	2,895.00	1,500.00	2,841.00	3,600.00
山海 01 次	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>合计</b>	<b>2,868.00</b>	<b>390.00</b>	<b>2,895.00</b>	<b>810.00</b>	<b>2,895.00</b>	<b>1,500.00</b>	<b>2,841.00</b>	<b>3,600.00</b>

资料来源：长城证券提供，中诚信国际整理

现金流划转方面，根据相关账户的银行流水单，跟踪期内本专项计划共进行了 4 次运营收入归集、4 次标的债权本息偿付和 4 次信托利益分配，均符合相关约定。截至 2023 年 4 月 30 日，监管账户、信托财产专户和托管账户余额分别为 0.24 万元、3.87 万元和 74.40 万元。

表 3：跟踪期内专项计划现金流情况（万元）

监管收入划款日	监管账户归集金额	监管账户划款日	偿还标的债权本息 <sup>2</sup>	信托分配日	分配信托利益
2023/6/29	4,882.15	2023/6/30	3,445.23	2023/7/7	3,302.68
2023/9/21	5,453.14	2023/9/22	3,858.62	2023/9/28	3,725.46
2024/1/2	6,309.90	2024/1/2	4,557.51	2024/1/9	4,417.35
2024/3/28	9,245.92	2024/3/29	6,625.19	2024/4/9	6,490.63

<sup>1</sup> 标的债权按季付息并按计划还本，标的债权利率系根据专项计划本息及税费情况倒算。

<sup>2</sup> 按照交易文件的约定，三亚湾新城公司在每一个监管账户归集日（T-14 日）前（含当日）将等额于目标酒店收款账户在所对应的监管账户归集期间收到的全部目标物业经营收入的款项通过其名下银行账户均支付至监管账户，以保证监管账户截至监管账户划付日 00:00 的资金余额不低于必备金额。其中必备金额为当期债权计息期间对应的债权本息支付日应付的标的债权本息金额。

合计	25,891.11	--	18,486.55	--	17,936.12
----	-----------	----	-----------	----	-----------

资料来源：相关账户银行流水等，中诚信国际整理

## 物业资产运营及估值情况

本专项计划的目标物业为三亚山海天 JW 万豪酒店和三亚山海天傲途格酒店。

三亚山海天 JW 万豪酒店位于三亚市吉阳区海韵路。跟踪期内，三亚山海天 JW 万豪酒店客房数量未有变化，仍为 445 间；随着外部不利环境影响的消除，2023 年酒店入住率回升至 66.80%；同期平均房价为 950.87 元/间/晚，低于 2022 年水平但已好于 2021 年。2024 年一季度，三亚山海天 JW 万豪酒店入住率为 81.30%，平均房价为 1,145.84 元/间/晚。

表 4：三亚山海天 JW 万豪酒店运营情况

指标	2021	2022	2023	2024.1~3
房间数（间）	445	445	445	445
入住率（%）	67.69	38.70	66.80	81.30
平均房价（元/间/晚）	916.15	1,064.23	950.87	1,145.84

资料来源：三亚湾新城公司提供，中诚信国际整理

三亚山海天傲途格酒店位于三亚市吉阳区海韵路。跟踪期内，三亚山海天傲途格酒店客房数量未有变化，仍为 216 间；2023 年入住率回升至 76.60%；同期平均房价为 1,138.93 元/间/晚，已基本恢复到 2021 年水平。2024 年一季度，三亚山海天傲途格酒店入住率提升至 87.70%，平均房价增至 1,349.13 元/间/晚。

表 5：三亚山海天傲途格酒店运营情况

指标	2021	2022	2023	2024.1~3
房间数（间）	216	216	216	216
入住率（%）	73.10	49.50	76.60	87.70
平均房价（元/间/晚）	1,159.79	1,250.00	1,138.93	1,349.13

资料来源：三亚湾新城公司提供，中诚信国际整理

经营收入方面，根据计划管理人和资产服务机构提供的相关资料，跟踪期内，目标物业归集的经营收入与预期一致。中诚信国际将持续关注标的物业后续经营情况。

表 6：跟踪期的归集期内目标项目的运营情况（万元）

期间	预测运营收入	披露的运营收入	偏差率
2023 年二季度	4,882.15	4,882.15	0.00%
2023 年三季度	5,453.14	5,453.14	0.00%
2023 年四季度	6,309.90	6,309.90	0.00%
2024 年一季度	9,245.92	9,245.92	0.00%
合计	25,891.11	25,891.11	--

资料来源：商管分公司、酒店分公司提供，《现金流预测报告》，中诚信国际整理

此外，根据国房评估于 2024 年 5 月 20 日出具的《鲁能集团-长城证券-三亚山海天 JW 万豪酒店及傲途格精选酒店资产支持专项计划 2024 年跟踪评估报告》，目标物业于评估基准日 2024 年 1 月 1 日的市场价值为 41.86 亿元，较国房评估评定的初始评估价值（价值时点 2018 年 6 月 27 日）和上次跟踪评估值（价值时点 2023 年 1 月 1 日）分别下降 3.81%和 1.51%。中诚信国际将持续关

注物业资产的估值变化。

## ■ 现金流模型及压力测试

本交易中，中诚信国际采用**现金流覆盖法及物业折价法**来评估受评证券的信用质量。

### 存续期

基于本专项计划的分配方案和 2023 年目标物业经营收入表现，在正常景况下，假定目标物业经营收入与国房评估所提供的现金流预测相符；在压力景况中，我们主要考虑目标物业经营收入不及预期对优先级资产支持证券的本息兑付产生的不利影响。

基于现金流模型和上述参数假设，当目标物业经营净收入较预测值下降 27.00%的情况下，第 47 个兑付日之前（含当个兑付日），目标物业经营收入对 PR 山海优本息和所有税费之和的覆盖倍数仍可达到 1.00 倍及以上，各兑付日具体覆盖倍数见本报告附二。

表 7：第 47 个兑付日之前（含当个兑付日）现金流覆盖倍数 (X)

测试情景	目标物业运营收入对 PR 山海优本息及相关税费之和的覆盖倍数
正常景况	1.37~1.43
压力景况	1.00~1.04

资料来源：中诚信国际整理

在第 48 个兑付日，正常景况下，目标物业经营收入对 PR 山海优本息及相关税费的覆盖倍数为 0.07 倍，无法足额覆盖专项计划现金流出。

### 开放期

我们主要考虑本专项计划在下一个开放期（即 2026 年 3 月）以资产处置方式退出的情形下，目标物业公允价值下降而使得本专项计划现金流入减少，从而可能会对优先级资产支持证券兑付所产生的不利影响。

正常景况下，中诚信国际假设目标物业的公允价值系评估价值时点 2024 年 1 月 1 日的估值，即 41.86 亿元；压力景况下，考虑到标的物业位于海南省，基于 2014~2023 年海南省商业用房平均销售价格的历史数据<sup>3</sup>，其最大跌幅为 7.13%，我们以此跌幅为基准，依次乘以不同压力倍数，假设压力景况 1 和压力景况 2 下的压力倍数分别为 2.00 倍和 3.00 倍，对应的目标资产公允价值较估值跌幅分别为 14.26% (7.13%\*2.00) 和 21.39% (7.13%\*3.00)。

基于现金流模型和上述参数假设，正常景况下和不同压力景况下，下一个开放期发生回售时目标物业处置净收入（即目标资产公允价值扣除增值税及附加、印花税、土地增值税等税费的净额）对优先级资产支持证券本金的覆盖倍数如下表所示。

表 8：目标物业公允价值下跌情景下的现金流覆盖倍数 (X)

指标	正常景况	压力景况 1	压力景况 2
目标物业处置价值净收入对 PR 山海优本金的覆盖倍数	1.27	1.14	1.06

资料来源：中诚信国际整理

<sup>3</sup> 数据来源：choice 数据平台。

通过上述现金流分析，同时考虑鲁能集团提供的差额支付承诺，本专项计划优先级资产支持证券仍可以获得一定的信用支持。

## ■ 重要相关方信用质量分析

### 借款人/抵押人/经营收入出质人/资产服务机构/优先收购权人—三亚湾新城公司

跟踪期内，三亚湾新城公司（以下或简称为“公司”）注册资本及股权结构均未发生变化，截至 2024 年 3 月末，公司注册资本仍为 12.30 亿元，由海南绿发投资有限公司全资控股，实际控制人系国务院国资委。

目前公司业务主要包括绿色地产和绿色产业板块。2023 年公司实现营业收入 14.28 亿元，同比下降 8.05%，其中绿色地产营业收入达到 11.80 亿元，总营业收入的 82.63%。

表 9：三亚湾新城公司营业收入结构（亿元、%）

业务板块	2021		2022		2023	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
绿色地产	15.98	87.37	13.95	89.77	11.80	82.63
绿色产业	2.23	12.19	1.50	9.72	2.47	17.30
其他业务	0.08	0.44	0.08	0.51	0.01	0.07
合计	18.29	100.00	15.53	100.00	14.28	100.00

资料来源：三亚湾新城公司提供，中诚信国际整理

房地产开发方面，公司所开发投资项目均位于海南省，其中主要集中于三亚市。公司根据房地产市场环境变化及其自身情况安排工程建设计划，放缓了开发节奏，2023 年竣工面积 7.20 万平米，期末在建项目面积 7.68 万平米。在建项目方面，截至 2024 年 3 月末，公司仅有 1 个在建项目，总规划建筑面积 9.03 万平方米，业态为商业；在建项目计划总投资金额为 10.79 亿元，已投入资金 5.44 亿元，尚需投资 5.35 亿元，后续仍存在一定资金需求。

酒店运营业务方面，公司持有三亚山海天 JW 万豪酒店及三亚山海天傲途格酒店，均由中国豪华酒店有限公司负责运营，具体运营情况参见前文章节。

盈利方面<sup>4</sup>，2023 年公司实现营业收入 14.28 亿元，同比下降 8.08%；当年营业毛利率为 63.41%，较上年提升 7.62 个百分点；期间费用仍以管理费用为主，2023 年期间费用合计 4.10 亿元，期间费用率同比增加 6.25 个百分点至 28.74%。2023 年，公司取得净利润 1.74 亿元，同比下降 11.57%。

随着各地产项目逐步完成销售结转及开发节奏放缓影响，公司资产负债规模均有所下降，2023 年末资产总额为 78.23 亿元，同比下降 11.56%，负债总额为 43.99 亿元，同比下降 20.34%；同期末资产负债率为 56.23%，较上年末下降 6.20 个百分点。

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2023 年末流动资产占总资产的 59.60%，主要包括存货 25.63 亿元、一年内到期的非流动资产 9.31 亿元和其他流动资产 6.63 亿元，其中随着开发项目结转的推进，存货同比下降 10.76%；同期末非流动资产主要由固定资产 18.74 亿元和无形资产

<sup>4</sup> 下列财务分析基于三亚湾新城公司提供的立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年审计报告，其中 2022 年数据采用 2023 年审计报告期初数。

6.39 亿元构成，其中无形资产主要系土地使用权。

从负债结构来看，2023 年末公司非流动负债为 28.25 亿元，占负债总额的比例为 64.23%，均为长期借款，同比下降 3.18%；同期末流动负债主要包括合同负债 2.45 亿元、应付账款 3.46 亿元和短期借款 5.00 亿元。

债务及偿债能力方面，2023 年末公司总债务合计 33.39 亿元，同比上升 13.32%，长期债务占比为 84.60%，债务期限结构合理。2023 年公司经营活动净现金流为 7.63 亿元，呈净流入状态；EBITDA 为 4.29 亿元；当期经营活动净现金流/短期债务为 1.48 倍，EBITDA 利息保障倍数为 3.26 倍，总债务/EBITDA 为 7.78 倍，整体偿债压力可控。

截至 2023 年末，公司获得银行授信 33.0 亿元，其中尚未使用 1.88 亿元。

截至 2023 年末，公司亦无对外担保。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2023~2024 年 3 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

**总体来看，三亚湾新城公司收入和盈利水平受项目建设及收入结转进度的影响较大，但目前经营获现能力尚可，偿债压力可控，仍具备较好履行资产运营和管理的相关能力。**

## 原始权益人/差额支付义务人/流动性支持义务人——鲁能集团

跟踪期内，中国绿发向鲁能集团（本节或简称为“公司”）注入 13 亿元增资款，公司股权结构则无变化；截至 2024 年 3 月末，公司实收资本为 200.00 亿元，中国绿发持有公司 100.00% 的股权，为公司的控股股东，国务院国资委为公司实际控制人。

## 业务风险

跟踪期内，公司仍为中国绿发旗下重要的房地产开发平台，2023 年受市场环境持续低迷及未新增土地储备影响，公司销售规模延续下滑趋势，但降幅已有缩窄且低于行业平均水平。销售区域方面，跟踪期内公司销售业绩主要来源于京津、三亚、川渝等地区，2023 年上述城市销售占比达 80%，集中度较高。土地储备方面，跟踪期内公司未获取土地，截至 2024 年 3 月末，公司全口径土地储备面积为 579.91 万平方米，因公司合作开发项目较少，土储权益占比较高。但公司土地储备中产品业态复杂，商业、商住、车位等非住宅业态占比偏高，其中公司重庆地区的商业、车位等产品去化周期较长，占比偏高；公司位于海口（含澄迈）的项目获取时间较早，仍存在大规模未动工土地。中诚信国际认为，公司土地储备产品业态复杂，且无新增项目提供销售支撑，短期内或难以形成一定规模的现金流贡献，但公司土地获取成本较低，尽管该部分项目剩余面积占比较高，但实际形成的资金沉淀规模占比有限，资金压力可控。

融资渠道方面，公司有息债务以银行贷款和债券为主，同时公司其他融资中含股东及关联方提供的内部借款、CMBS 及保债计划等其他融资渠道，整体债务结构较为合理，其中 2023 年受新能源板块大幅增加项目贷款影响，公司银行贷款渠道比重有所提升。2023 年公司综合融资成本进一步

降低至 3.14%，公司融资成本维持较低水平并得以持续优化，极具融资成本优势。

表 10：近年来公司房地产业务情况（万平方米、亿元、个、亿元、万元/平方米）

	2021	2022	2023	2024.1-3
新开工面积（并表口径）	367.95	38.45	3.94	0.00
竣工面积（并表口径）	167.18	109.05	101.76	6.93
签约销售面积	147.09	75.73	65.33	14.78
签约销售金额	257.27	126.66	120.25	20.68
新拓展项目	4	2	0	0
新增项目储备购置支出	57.84	21.12	0.00	0.00
新增项目楼面均价	0.60	1.09	--	--
合计	0.60	1.09	--	--

资料来源：公司年报及公司提供，中诚信国际整理

**跟踪期内公司开发销售规模延续下降趋势，土地储备中商办类资产及所属城市流速较慢的项目占比偏高，亦无新项目提供销售支撑，开发业务短期内能提供的现金流支撑或较为有限；但公司融资渠道仍保持畅通，成本不断优化，为公司业务发展提供有力支持。**

跟踪期内，天津中绿电投资股份有限公司（以下简称“中绿电投资”）仍为公司新能源发电业务的运营主体，业务范围以风力和光伏发电为主，已投资开发的风电项目主要位于青海、内蒙古、新疆、甘肃、河北、陕西等省份，区域布局多元，一定程度上可减轻单一区域来风变化对整体机组运营效率的影响。受益于装机规模及发电量增长，中绿电投资 2023 年收入及净利润分别为 36.91 亿元及 10.19 亿元，均延续增长态势。2023 年 7 月中绿电投资一次性获取新疆 1,300 万千瓦大基地项目并于当年全部开工，截至 2023 年末，中绿电投资在建项目计划新增装机容量为 1,532 万千瓦，将有较大比例于 2024 年完工，2024 年末中绿电投资装机规模预计将超 2,000 万千瓦，接近其 2023 年末装机规模的 4 倍。但中诚信国际关注到，截至 2024 年 3 月末，中绿电投资在建、拟建项目总投资规模为 783.33 亿元，项目投入的自有资金与借款的比重基本为 2: 8，其中 2024 年计划投资规模 383.42 亿元，资金需求量极大，但中绿电投资于 2024 年 4 月已完成定向增发，募集总额 18 亿元，同时中绿电投资未使用公司债批复仍有一定尚未使用额度，目前在建、拟建项目已审批项目贷款额度为 1,110.85 亿元，均可为其提供一定资金补充；此外，因中绿电投资的装机规模迅速扩张，对其现有的运营能力亦提出了新的挑战。

表 11：近年来中绿电投资电力业务经营情况

	2021	2022	2023
控股装机规模（万千瓦）	402.65	429.65	561.65
其中：风电	318.70	333.70	383.70
光伏	73.95	85.95	167.95
发电量（亿千瓦时）	75.50	81.71	90.66
上网电量（亿千瓦时）	73.07	78.81	87.96
其中：风电	63.10	66.82	75.18
光伏	9.38	11.25	11.70
平均利用小时数（小时）	2,296	2,141	2,139
其中：风电	2,419	2,281	2,322
光伏	1,625	1,259	1,393

注：装机规模包含风电、光伏和光热储能装机容量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司装机规模不断扩大，新能源业务对公司业绩贡献度持续增长，已成为公司重要主业；随着项目建设步入投资高峰，资金需求高涨，公司后续运营能力亦有待关注。**

跟踪期内，受市场回暖、旅游经济复苏等因素影响，2023 年公司商业旅游及物业板块营业收入分别同比增长 28.30% 和 9.75% 至 12.75 亿元和 9.70 亿元。其中商业物业运营方面，截至 2023 年末公司共持有 3 个商业物业，主要涉及购物中心、百货业态，可租赁面积合计为 8.95 万平方米，其中济南泉城路贵和购物中心<sup>5</sup>位于核心商业地段，可出租面积 5.71 万平方米，其坚持高中档定位，入驻品牌较为优质，是对公司收入贡献最高的自持物业；酒店业务方面，截至 2023 年末公司共持有运营 9 家酒店，基本为五星级酒店、整体规格较高且主要分布于旅游城市，2023 年除三亚山海天雅诗阁服务公寓外，其余 8 家酒店的经营收入及入住率均实现不同程度增长，整体经营状况实现较好改善。

**公司商业物业及酒店运营业务为公司业绩提供了一定补充，2023 年以来该业务板块经营业绩随旅游、消费经济的复苏而实现明显回暖。**

## 财务风险

### 盈利能力

跟踪期内，受房开业务板块结转规模上升、新能源业务上网电量增长、商业旅游板块行业经济复苏等因素影响，公司营业收入规模同比增长 13.95%，其中房开业务占营业收入的比重为 67.94%，仍为收入主要构成。2023 年公司业务经营成效整体有所改善，且受前期存货减值计提较为充分及公司土地成本较低等因素影响，公司当期综合毛利率水平为 33.21%，处于行业前列水平；跟踪期内公司各项期间费用均得以较好控制，期间费用率水平实现压降，经营性业务利润亦有显著增长；2023 年公司资产减值规模减少，EBIT 利润率处于行业内较优水平，综合盈利表现较优。

### 资产质量

跟踪期内受新能源业务板块增加大规模投资影响，公司资产负债规模整体呈大幅增长态势。资产方面，公司存货主要涉及房开板块投入，随着新增项目的减少，公司存货规模延续下滑趋势，但存货中开发产品占比仍处于高位，存货变现能力需保持持续关注；公司固定资产及在建工程主要为持有的酒店资产及新能源板块投入，跟踪期内伴随着新能源板块中新疆项目的陆续投产，公司在建工程规模呈现大幅增长态势，2024 年部分工程将会陆续实现竣工并将转入固定资产科目。负债方面，受 2023 年项目集中结转、其余项目流速放缓、无新增项目等因素影响，公司预收账款规模大幅缩减，截至 2024 年 3 月末其余额为 2023 年房地产收入的 0.44 倍，保障程度较弱；新能源项目大规模投产产生极大资金需求，跟踪期内公司有息债务随之大幅增长。所有者权益方面，近年来公司利润不断得以实现积累，同时部分新能源项目公司采取合作开发模式，并由公司并表，跟踪期内公司少数股东权益规模亦因此实现增长；同时，2023 年中国绿发对公司注入 13 亿元现金增资，相应款项计入资本公积，整体上公司所有者权益规模实现较大比例提升，但因债务增速较快，公司财务杠杆水平仍有待改善。

<sup>5</sup> 该购物中心 2023 年起收入确认方法由总额法变更为净额法，并对前期财务报表进行追溯调整。

## 现金流及偿债情况

跟踪期内公司房开业务销售规模下跌幅度缩窄，同时其余业务板块经营成效均实现较好改善，公司经营回款规模整体因而实现增长，同期公司经营支出规模较小，经营活动现金流随之转为大额净流入态势；同期公司新能源业务中新疆项目的快速开工投入较大规模资金，投资活动现金流呈现大额净流出态势；为匹配大额投资支出的资金需求，2023 年公司加大借款力度，筹资活动现金流随之呈现大额净流入态势。偿债能力方面，受债务的增长影响，公司经营回款对有息债务的保障程度有所减弱，在手资金量的减少亦使其对短期债务的覆盖能力出现下滑，但公司盈利能力得以改善，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度有所提升。此外，截至 2023 年末公司获得银行授信余额 1,998.52 亿元，尚未使用额度 1,492.78 亿元，备用流动性充足。

表 12：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.1~3
期间费用率	15.56	22.42	18.36	30.71
经营性业务利润	30.55	9.81	18.82	1.17
投资收益	9.32	2.83	2.69	0.62
资产减值损失	24.48	22.41	1.47	0.00
利润总额	15.33	-3.95	20.02	1.56
EBIT 利润率(%)	6.10	5.72	16.94	--
货币资金	163.96	91.48	126.42	103.15
存货	539.65	480.86	421.82	420.40
开发产品/存货(%)	41.79	39.81	53.95	--
存货周转率（次/年）	0.37	0.23	0.30	0.16*
固定资产	242.06	236.53	240.66	236.81
在建工程	43.68	52.53	250.46	283.14
投资性房地产	22.42	27.84	36.24	35.83
总资产	1,686.28	1,193.04	1,448.36	1,458.04
预收款项（含合同负债）	116.61	90.81	60.12	66.03
总债务	529.48	561.78	781.12	804.14
短期债务/总债务	7.58	11.99	30.55	28.41
实收资本	374.61	374.61	374.61	374.61
资本公积	-57.75	-131.44	-124.80	-124.80
未分配利润	78.13	76.53	85.12	85.61
少数股东权益	70.97	54.40	78.87	81.29
所有者权益	491.11	399.45	439.34	442.33
净负债率(%)	75.93	120.41	151.16	158.48
经营活动净现金流	-19.46	-40.84	74.43	-5.10
销售商品、提供劳务收到的现金	303.69	175.03	188.51	35.01
投资活动净现金流	1.49	-38.94	-253.46	-31.53
筹资活动净现金流	67.76	-1.96	215.28	16.75
非受限货币资金/短期债务	3.90	1.20	0.49	0.45
EBITDA 利息保障倍数	2.16	1.23	2.35	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.74	3.21	4.14	5.74*

注：带“\*”指标已经年化处理

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

*跟踪期内公司房开业务结转规模增加，其他各业务板块经营效率亦有提升，盈利表现较优；公司新能源业务大规模投资，债务规模及财务杠杆水平迅速攀升，偿债指标随之出现弱化，需关注未来持续大规模的新能源投资带来的债务规模及财务杠杆水平进一步攀升的影响。*

## 或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计为 165.15 亿元，占当期末总资产的 11.40%，其中受限货币资金、应收账款、存货、固定资产分别 9.39 亿元、36.24 亿元、91.63 亿元和 27.72 亿元。

或有负债方面，截至 2023 年末，公司及下属子公司无对外担保情况。截至审计报告批准出具日，公司亦无重大诉讼及仲裁事项。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021~2024 年 3 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

中国绿发是由中国诚通、国家电网、中国国新参股投资的国有中央企业，具备较强的资本实力，国务院国资委为其实际控制人并对其进行直接监管。中国绿发以战略性新兴产业投资、新型城镇化、绿色能源、乡村振兴、现代服务业为发展方向，致力于建设世界一流绿色产业集团。公司作为中国绿发旗下从事地产及新能源业务的主要平台，战略地位较为重要，2023 年中国绿发对公司增资 13 亿元，未来公司亦将持续获得股东的支持。

*公司控股股东中国绿发为国资委直管企业，具有较强的资本实力；公司为股东旗下从事新能源业务的唯一平台，在资金方面得到股东的大力支持。*

## 重要参与方履约情况分析

跟踪期内，本专项计划未发生相关参与方变更的情况，管理人长城证券、信托受托人金谷信托、托管民生银行、监管银行农业银行三亚分行及信托保管人招商银行济南分行履约情况良好，仍可为本专项计划的顺利实施提供保障。

## 结论

基于跟踪期内获得的目标项目的运营情况和估值信息，同时考虑交易结构的设置以及鲁能集团提供的增信安排，参照中诚信国际结构化产品信用评级方法，根据我们的测算结果，“PR 山海优”的信用状况未发生足以影响信用等级的变化。

综上，中诚信国际维持“鲁能集团-长城证券-三亚山海天 JW 万豪酒店及傲途格精选酒店资产支持专项计划”项下“PR 山海优”的信用等级为 **AAA<sub>sf</sub>**。

## 附一：剩余优先级资产支持证券还本计划

兑付日	PR 山海优还本金额（万元）	兑付日	PR 山海优还本金额（万元）
2024 年 7 月 19 日	600.00	2028 年 7 月 19 日	1,800.00
2024 年 10 月 19 日	1,110.00	2028 年 10 月 19 日	2,310.00
2025 年 1 月 19 日	1,710.00	2029 年 1 月 19 日	3,090.00
2025 年 4 月 19 日	3,990.00	2029 年 4 月 19 日	5,790.00
2025 年 7 月 19 日	900.00	2029 年 7 月 19 日	2,100.00
2025 年 10 月 19 日	1,290.00	2029 年 10 月 19 日	2,610.00
2026 年 1 月 19 日	2,010.00	2030 年 1 月 19 日	3,510.00
2026 年 4 月 19 日	4,410.00	2030 年 4 月 19 日	6,210.00
2026 年 7 月 19 日	1,110.00	2030 年 7 月 19 日	2,400.00
2026 年 10 月 19 日	1,590.00	2030 年 10 月 19 日	3,000.00
2027 年 1 月 19 日	2,400.00	2031 年 1 月 19 日	3,900.00
2027 年 4 月 19 日	4,890.00	2031 年 4 月 19 日	6,690.00
2027 年 7 月 19 日	1,410.00	2031 年 7 月 19 日	2,700.00
2027 年 10 月 19 日	2,010.00	2031 年 10 月 19 日	3,300.00
2028 年 1 月 19 日	2,700.00	2032 年 1 月 19 日	4,290.00
2028 年 4 月 19 日	5,400.00	2032 年 4 月 19 日	190,020.00

资料来源：中诚信国际整理

## 附二：现金流分析及压力测试

兑付日	目标酒店运营收入对优先级证券本息及相关税费之和的覆盖倍数 (X)	
	正常景况	压力景况
2024 年 7 月 19 日	1.43	1.04
2024 年 10 月 19 日	1.40	1.02
2025 年 1 月 19 日	1.41	1.03
2025 年 4 月 19 日	1.40	1.02
2025 年 7 月 19 日	1.41	1.03
2025 年 10 月 19 日	1.43	1.04
2026 年 1 月 19 日	1.41	1.03
2026 年 4 月 19 日	1.39	1.02
2026 年 7 月 19 日	1.42	1.04
2026 年 10 月 19 日	1.42	1.04
2027 年 1 月 19 日	1.39	1.01
2027 年 4 月 19 日	1.38	1.01
2027 年 7 月 19 日	1.42	1.03
2027 年 10 月 19 日	1.39	1.01
2028 年 1 月 19 日	1.40	1.02
2028 年 4 月 19 日	1.37	1.00
2028 年 7 月 19 日	1.39	1.01
2028 年 10 月 19 日	1.40	1.02
2029 年 1 月 19 日	1.40	1.02
2029 年 4 月 19 日	1.38	1.01
2029 年 7 月 19 日	1.39	1.01
2029 年 10 月 19 日	1.40	1.02
2030 年 1 月 19 日	1.38	1.01
2030 年 4 月 19 日	1.38	1.01
2030 年 7 月 19 日	1.39	1.01
2030 年 10 月 19 日	1.39	1.01
2031 年 1 月 19 日	1.37	1.00
2031 年 4 月 19 日	1.38	1.01
2031 年 7 月 19 日	1.40	1.02
2031 年 10 月 19 日	1.40	1.02
2032 年 1 月 19 日	1.37	1.00
2032 年 4 月 19 日	0.07	0.05

资料来源：中诚信国际整理

### 附三：鲁能集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	163.96	91.48	126.42	103.15
其他应收款	226.17	69.64	65.54	70.80
存货	539.65	480.86	421.82	420.40
长期投资	8.58	34.73	35.52	36.75
固定资产	242.06	236.53	240.66	236.81
投资性房地产	22.42	27.84	36.24	35.83
在建工程	43.68	52.53	250.46	283.14
无形资产	18.97	22.01	23.83	23.62
资产总计	1,686.28	1,193.04	1,448.36	1,458.04
预收款项	116.61	90.81	60.12	66.03
其他应付款	196.81	19.55	26.66	19.43
短期债务	40.16	67.35	238.61	228.47
长期债务	489.33	494.43	542.51	575.67
总债务	529.48	561.78	781.12	804.14
净债务	372.90	481.00	664.10	700.99
负债合计	1,195.16	793.59	1,009.02	1,015.72
所有者权益合计	491.11	399.45	439.34	442.33
利息支出	17.62	23.53	22.70	4.42
营业总收入	296.25	176.35	200.95	26.84
经营性业务利润	30.55	9.81	18.82	1.17
投资收益	9.32	2.83	2.69	0.62
净利润	7.89	-5.55	11.70	1.30
EBIT	18.08	10.10	34.05	--
EBITDA	38.01	28.91	53.39	--
销售商品、提供劳务收到的现金	303.69	175.03	188.51	35.01
经营活动产生的现金流量净额	-19.46	-40.84	74.43	-5.10
投资活动产生的现金流量净额	1.49	-38.94	-253.46	-31.53
筹资活动产生的现金流量净额	67.76	-1.96	215.28	16.75

  

财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业毛利率(%)	33.40	32.77	33.21	36.57
期间费用率(%)	15.56	22.42	18.36	30.71
EBITDA 利润率	12.83	16.39	26.57	--
EBIT 利润率(%)	6.10	5.72	16.94	--
净资产收益率(%)	1.61	-1.25	2.79	--
存货周转率(X)	0.37	0.23	0.30	0.16*
资产负债率(%)	70.88	66.52	69.67	69.66
总资本化比率(%)	51.88	58.44	64.00	64.51
净负债率(%)	75.93	120.41	151.16	158.48
短期债务/总债务(%)	7.58	11.99	30.55	28.41
非受限货币资金/短期债务(X)	3.90	1.20	0.49	0.45
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.07	-0.11	0.07	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.92	-0.96	0.22	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-1.10	-1.74	3.28	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.74	3.21	4.14	5.74*
总债务/EBITDA(X)	13.93	19.43	14.63	--
EBITDA/短期债务(X)	0.95	0.43	0.22	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.16	1.23	2.35	--

注：带“\*”指标已经年化处理。

## 附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
净债务	总债务-非受限货币资金
资产负债率	负债总额/资产总额
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
净负债率	净债务/经调整的所有者权益
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
净资产收益率	净利润/所有者权益合计平均值
净利润率	净利润/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
流动比率	流动资产/流动负债
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附五：信用等级的符号及定义

结构化产品等级符号	含义
AAA <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极高，且基本不受不利经济环境的影响，产品的预期损失极低。
AA <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性很高，且不易受不利经济环境的影响，产品的预期损失很低。
A <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较高，虽易受不利经济环境的影响，产品的预期损失较低。
BBB <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性一般，易受不利经济环境的影响并可能遭受损失，产品的预期损失一般。
BB <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较低，极易受不利经济环境的影响并可能遭受较大损失，产品的预期损失较高。
B <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性依赖于良好的经济环境，具有较大的不确定性，受不利经济环境影响很大且会遭受很大打击，产品的预期损失很高。
CCC <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极度依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性，产品的预期损失极高。
CC <sub>sf</sub>	基本无法保证结构化产品持有人获得利息的及时支付和本金在法定到期日或以前的足额偿付。
C <sub>sf</sub>	结构化产品持有人无法获得本息偿付，产品本金部分或全部损失。

注：除 AAA<sub>sf</sub> 级，CCC<sub>sf</sub> 级及以下等级外，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。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn