# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1329 号

汕头花园集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**汕头花园集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**汕头花园集团有限公司公开发行的“15 花园 01”和“15 花园 02”信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 六 月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

# 汕头花园集团有限公司
# 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

| 债券简称 | 债券规模 | 债券期限 | 上次评级结果 | 跟踪评级结果 | 上次评级时间 |
|---|---|---|---|---|---|
| 15 花园 01 | 20 亿元 | 5 年（3+2） | AA | AA | 2017 年 6 月 23 日 |
| 15 花园 02 | 10 亿元 | 5 年（3+2） | AA | AA | 2017 年 6 月 23 日 |

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

主要财务数据

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 431.12 | 569.98 |
| 所有者权益（亿元） | 108.59 | 121.34 |
| 长期债务（亿元） | 162.98 | 118.44 |
| 全部债务（亿元） | 185.82 | 261.73 |
| 营业收入（亿元） | 68.82 | 38.93 |
| 净利润（亿元） | 17.08 | 10.77 |
| EBITDA（亿元） | 24.99 | 17.53 |
| 经营性净现金流（亿元） | -37.18 | -39.15 |
| 营业利润率（%） | 29.74 | 28.86 |
| 净资产收益率（%） | 17.14 | 9.37 |
| 资产负债率（%） | 74.81 | 78.71 |
| 全部债务资本化比率（%） | 63.12 | 68.32 |
| 流动比率（倍） | 1.79 | 1.13 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.13 | 0.07 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 2.27 | 1.10 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.83 | 0.58 |

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3、应付短期债券已计入公司短期债务。

## 评级观点

2017 年，汕头花园集团有限公司（以下简称“公司”或“汕头花园”）签约销售面积和金额保持增长，公司保持了较大规模的开工量，土地储备较为充足，自持物业经营情况良好。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到 2017 年公司结转收入和利润规模大幅下降，营业利润对公允价值变动收益较为依赖；公司土地储备中位于海口等重点调控城市以及三、四线城市的项目占比较高，未来去化面临一定不确定性；公司在建及拟建项目面临较大的资金支出压力，经营性现金流持续净流出，债务负担较重且短期偿债压力较大等因素可能对公司信用状况产生的不利影响。

未来，随着公司地产项目持续销售以及在建项目陆续竣工，公司收入规模和盈利能力有望提升。

综上，联合评级维持公司主体长期信用级别为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“15 花园 01”和“15 花园 02”的债项信用等级为 AA。

## 优势

1．2017年，公司房地产项目销售情况良好，签约销售面积和金额保持增长。

2．公司土地储备较为充足；公司近两年保持了较大规模的开工量，在建项目面积较大，能够保证公司未来销售的需要。

3．公司的自持物业以大型商业综合体为主，主要位于一线城市，运营较成熟的物业出租率较高，未来有望继续为公司贡献较为稳定的现金流入。

## 关注

1．2017年，公司结转收入和利润规模大幅下降，整体盈利能力大幅下滑；营业利润对

公允价值变动收益依赖度高。

2．公司土地储备中，位于海口等重点调控城市以及三、四线城市的项目占比较高，未来去化面临一定不确定性。

3．公司在建及拟建项目规模较大，存在一定的资金支出压力；公司经营活动现金流持续净流出，投资活动现金流出规模大，对筹资活动依赖度较高。

4．公司资产受限程度高；债务负担较重，且短期债务规模较大，2018~2019 年公司债务集中偿还压力大；公司对外担保余额较大，面临一定或有负债风险。

**分析师**

张兆新

电 话：010-85172818

邮 箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

**传真**：010-85171273

**地址**：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

# 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

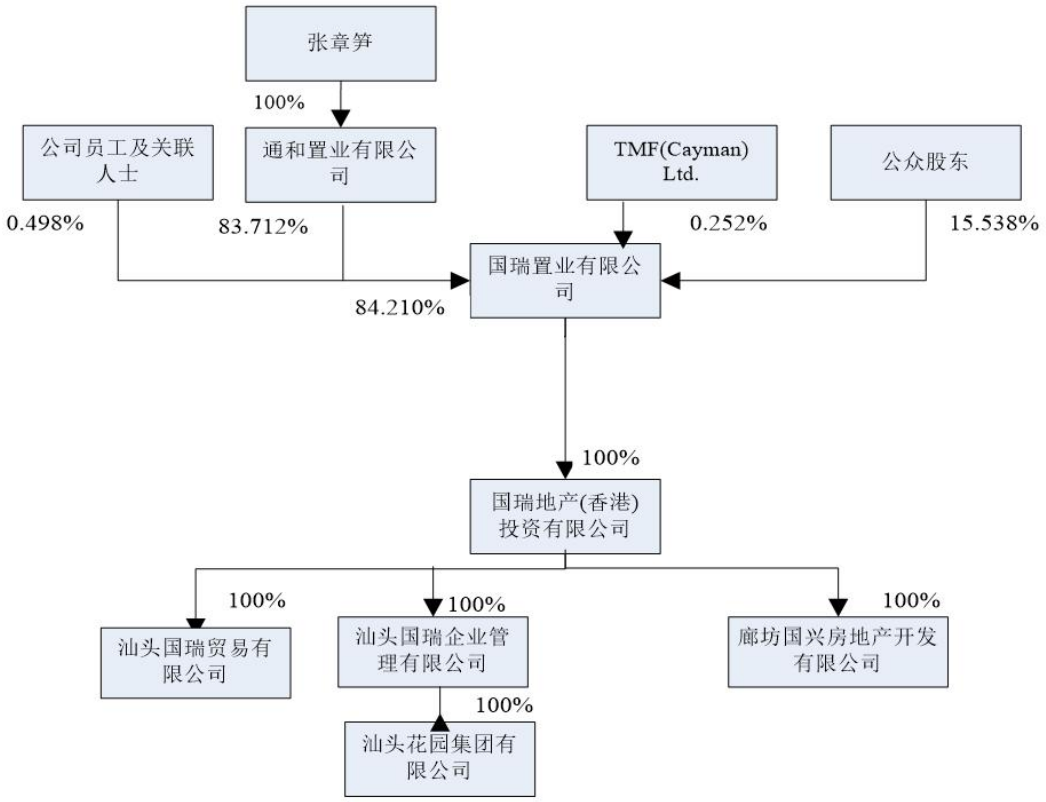
联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

汕头花园集团有限公司（以下简称“汕头花园”或“公司”）原名汕头市三金企业总公司，系1994年4月1日在汕头市工商行政管理局注册成立的私营企业，注册及实收资本为人民币800.00万元，由两个自然人股东张章笋（持股75.00%）和张英悦（持股25.00%）出资设立。根据1998年7月15日汕头市三金企业总公司股东会决议，股东决定将汕头市三金企业总公司名称变更为汕头市三金有限公司。根据1999年5月10日汕头市三金有限公司股东会决议，股东决定将汕头市三金有限公司名称变更为汕头市花园有限公司。1999年6月10日，汕头市花园有限公司、汕头市花园酒店管理有限公司、汕头市金园区大和有限公司、汕头市龙湖花木市场有限公司、澄海迎宾馆有限公司签署了《组成企业集团协议书》，同意将汕头市花园有限公司改建为“汕头花园（集团）有限公司”，以汕头市花园有限公司为核心企业改建企业集团，开展经营活动；公司在进行“汕头花园（集团）有限公司” 名称核准的过程中，最终核准的名称为现名。

经多次变更经营范围、注册地址、股东和法定代表人，截至2017年底，公司注册资本为4,800.00万元，控股股东为汕头国瑞企业管理有限公司，持股比例为100.00%，实际控制人为张章笋。

图1　截至2017年底公司股权结构图




资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围和组织架构未发生重大变化；截至2017年底，公司在职员工合计925人。

截至2017年底，公司合并资产总计569.98亿元，负债合计448.64亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）121.34亿元，其中归属于母公司所有者权益95.18亿元。2017年，公司实现营业收入38.93亿元，净利润（含少数股东损益）10.77亿元，其中归属于母公司所有者的净利润7.87亿元；

经营活动现金流量净额-39.15亿元，现金及现金等价物净增加额4.70亿元。

公司注册地址：汕头市衡山路71号；法人代表：张章笋。

## 二、本次债券发行情况及募集资金用途

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2015]2360 号”批复核准，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过 30 亿元（含 30 亿元）的公司债券。本次债券名称为“汕头花园集团有限公司 2015 年公司债券”（以下简称“本次债券”），面向合格投资者公开发行，不向公司股东优先配售；本次债券发行规模为人民币 30 亿元，采取分期发行的方式。第一期发行规模为 20 亿元，于 2015 年 11 月 11 日发行完毕，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；存续期前 3 年为固定利率 7.25%，采用单利按年计息，不计复利，第一期债券证券简称为“15 花园 01”，证券代码为“136028.SH”。第二期发行规模为 10 亿元，已于 2015 年 12 月 21 日发行完毕，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；存续期前 3 年为固定利率 7.47%，采用单利按年计息，不计复利，第二期债券证券简称为“15 花园 02”，证券代码为“136114.SH”。

截至 2017 年底，募集资金已使用完毕，募集资金的使用与募集说明书的相关承诺、使用计划及其他约定一致。

公司于 2017 年 11 月 10 日支付了“15 花园 01”自 2016 年 11 月 10 日至 2017 年 11 月 9 日期间的利息；于 2017 年 12 月 21 日支付了“15 花园 02”自 2016 年 12 月 21 日至 2017 年 12 月 20 日期间的利息。

“15 花园 01”和“15 花园 02”于 2018 年进入回售期，回售行权日分别为 2018 年 11 月 10 日和 2018 年 12 月 21 日。

## 三、行业分析

1．行业概况

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 7.2%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 11.6%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.5%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.0%。

**土地供给**

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

**开发资金来源**

2017年，全年房地产开发企业到位资金156,053亿元，同比增长8.20%，增速较上年下降7.00个百分点。其中，国内贷款25,242亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872亿元，同比增长3.50%；其他资金79,770亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,694亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906亿元，同比下降2.00%，银行信贷收缩使得按揭贷款增速有所下降。同时资管新规的出台将使得非标业务尤其是信托通道业务面临收缩压力，在地产调控持续的背景下，房地产融资手段和融资成本的控制越发重要。

**商品房市场供需**

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%。其中，住宅销售面积同比增长5.30%，办公楼销售面积同比增长24.30%，商业营业用房销售面积同比增长18.70%；住宅销售额同比增长11.30%，办公楼销售额同比增长17.50%，商业营业用房销售额同比增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，处于相对历史低位状态，其中住宅待售面积同比减少25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

2017年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%，二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到12%左右水平。

**行业竞争**

2017年，房地产市场集中度继续提高，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为24.10%和32.50%，分别较上年提高5.29和7.17个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为15.38%和20.03%，分别较上年提高3.19和4.09个百分点。据克而瑞统计，2017年千亿房企阵营增加到17家，销售额Top10的门槛提升到1,500亿元，再次呈现强者恒强局面。

**行业政策**

在国内经济发展稳中向好和防范系统性金融风险的背景下，房地产行业从2016年10月开始密集出台调控政策，并在2017年持续加码，市场政策环境已经开始从注重去库存转向稳定房地产市场的方向发展。2017年，房地产行业政策坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的基调，整体延续分类调控、因城施策的思路：一方面高库存的三四线城市落实各种措施去库存；另一方面，一线城市和热点二、三线城市继续出台或升级以“限购、限贷、限价、限售”为核心的调控政策；此外，金融去杠杆持续推进，严格限贷同时，热点城市严查“消费贷”资金流向，严防资金违规流入房地产市场；同时，开始对房地产企业的非标融资和海外融资进行限制。

在加快建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策导向下，2017年下半年开始，政府积极推进租赁市场的建设发展，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的基本住房制度。

总体看，2017年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升；政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制。

2．行业关注

**行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大**

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

**房地产调控政策趋于长期化**

2016年10月以来，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控。

**中小房企面临被整合风险**

高库存及房地产行业去杠杆的大环境下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力。

3．行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产行业在供给侧改革与因城施策的背景下，2017年商品房销售金额和销售面积实现新的突破，但是不同区域城市分化进一步凸显；预计2018年热点城市供需下行局面仍将持续，三、四线城市平稳增长。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，行业兼并重组成为趋势；同时，具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

## 四、管理分析

2017 年，公司董事、监事和高级管理人员及相关管理制度未发生变动。

总体看，2017 年，公司高管团队稳定，相关管理制度延续以往模式，管理运作水平良好。

## 五、经营分析

1．经营概况

公司主营住宅开发和销售，属于房地产开发企业。2017 年，公司实现营业收入 38.93 亿元，同比减少 43.44%，主要系房地产开发收入减少所致；实现净利润 10.77 亿元，同比减少 36.95%，主要系收入规模减少所致；实现归属于母公司所有者的净利润 7.87 亿元。

从营业收入构成情况来看，房地产开发为公司主营业务收入的主要来源。此外，公司主营业务还包括土地一级开发、房产出租和物业管理。2017 年，公司实现房地产开发收入 34.83 亿元，同比减少 44.85%，主要系结转面积减少所致；房地产开发收入占公司营业收入的 89.47%。2017 年，公司房产出租收入 3.11 亿元，同比增长 3.32%，保持平稳；受营业收入下降影响，房产出租收入占比提升至 7.98%。土地一级开发收入和物业管理收入规模较小，对公司收入影响较小。

从毛利率变动来看，2017 年，公司综合毛利率为 40.26%，同比提高 1.04 个百分点，主要系毛利率较高的房产出租收入占比提升所致。2017 年，公司房产出租毛利率为 78.38%，同比下降 6.88 个百分点，主要系哈德门东塔项目 2017 年 11 月才开始确认收入及沈阳国瑞城 2017 年刚开业、

出租率偏低所致。2017 年，公司房地产开发业务毛利率水平变动不大。土地一级开发业务和物业管理业务收入占比较低，对公司毛利率影响很小。

表 1　2016~2017 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2016 年 | | | 2017 年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 房地产开发 | 63.15 | 91.76 | 38.28 | 34.83 | 89.47 | 37.51 |
| 土地一级开发 | 1.38 | 2.01 | 2.51 | 0.75 | 1.94 | 1.90 |
| 房产出租 | 3.01 | 4.37 | 85.26 | 3.11 | 7.98 | 78.38 |
| 物业管理 | 1.28 | 1.86 | 16.79 | 0.24 | 0.62 | 65.23 |
| **合计** | **68.82** | **100.00** | **39.22** | **38.93** | **100.00** | **40.26** |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，受公司房地产开发交付结转项目减少影响，公司收入规模大幅减少；受毛利率较高的房产出租收入占比提升影响，公司综合毛利率有所提升。

2．土地储备

从拿地情况看，2017 年，公司拿地面积有所减少，但受拿地成本提高影响，购地支出有所增长。2017 年，公司获取土地面积 27.50 万平方米，其中在北京获取合作项目 2 个，独立购置项目 1 个，购地成本有所提高，楼面均价为 9,139.14 元/平方米。

表 2　2016~2017 年公司拿地情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

| 年份 | 土地购置面积 | 对应建筑面积 | 购地支出 | 楼面均价 |
|---|---|---|---|---|
| 2016 | 132.79 | 146.72 | 61.33 | 4,180.15 |
| 2017 | 27.50 | 102.34 | 93.53 | 9,139.14 |

资料来源：公司提供
注：表中面积数据系权益面积。

截至 2017 年底，公司土地储备中尚未开发建筑面积 406.96 万平方米，能够满足公司未来几年的开发需求。从区域分布来看，尚未开发的建筑面积中，启东（占比 22.85%）、沈阳（占比 19.58%）和海口（占比 18.89%）占比较高，考虑到海口的调控政策趋严，以及公司在启东、沈阳等三四线城市项目占比较大，公司未来可能面临一定的去化压力。从拿地成本来看，除北京外，公司土地储备的楼面均价处于较低水平。

表 3　截至 2017 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

| 项目名称 | 区域 | 土地获取方式 | 土地性质 | 占地面积 | 规划建筑面积 | 楼面地价 | 尚未开发的土地面积 | 尚未开发的建筑面积 | 享有权益 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 国瑞熙墅西 | 北京 | 招标 | 住宅 | 7.33 | 25.82 | 8,062.69 | 0.52 | 1.84 | 80 |
| 丰台西铁营 | 北京 | 挂牌 | 住宅 | 5.89 | 29.45 | 27,523.65 | 6.57 | 29.45 | 16 |
| 海淀翠湖 | 北京 | 挂牌 | 住宅 | 9.57 | 27.33 | 21,889.87 | 8.23 | 27.33 | 28 |
| 海南云龙 | 海口 | 股权收购 | 多用途 | 108.42 | 76.88 | 1,318.86 | 108.42 | 76.88 | 80 |
| 万宁国瑞城 | 万宁 | 挂牌 | 住宅 | 24.43 | 36.29 | 354.20 | 14.36 | 20.10 | 80 |
| 永清国瑞城 | 廊坊 | 挂牌 | 住宅 | 91.96 | 84.91 | 627.83 | 34.53 | 37.52 | 80 |
| 郑州国瑞城 | 郑州 | 挂牌 | 多用途 | 48.42 | 83.45 | 405.35 | 1.13 | 3.08 | 80 |

| | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 沈阳国瑞城 | 沈阳 | 股权收购 | 多用途 | 62.76 | 163.88 | 1,100.58 | 24.17 | 79.68 | 80 |
| 佛山西樵 | 佛山 | 挂牌 | 住宅 | 6.40 | 24.86 | 6,933.90 | 6.40 | 24.86 | 80 |
| 深圳南山 | 深圳 | 股权收购 | 商业 | 2.02 | 17.50 | 3,428.57 | 2.02 | 13.22 | 90 |
| 崇明岛 | 启东 | 收购 | 住宅 | 121.15 | 103.18 | 1,841.06 | 111.70 | 93.00 | 72 |
| **合计** | -- | -- | -- | **488.34** | **673.56** | -- | **318.03** | **406.96** | -- |

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备规模较大，能够满足未来几年的项目开发需要，土地储备充足；但公司位于海口等重点调控城市，以及三、四线城市的土地储备占比较高，未来可能面临一定去化压力；除北京外，公司土地储备的楼面均价处于较低水平。

3．项目建设开发情况

从房地产开发建设情况来看，2016~2017 年，公司当期新开工面积分别为 116.00 万平方米和 147.11 万平方米，近两年保持了较大规模的开工量。2016~2017 年，公司当期竣工面积分别为 90.10 万平方米和 53.25 万平方米，2017 年受建设进度不同的影响，竣工面积有所下降。截至 2017 年底，公司在建面积 269.86 万平方米，在建面积增长较快。

表4　2016~2017年公司房地产项目开发建设情况（单位：万平方米、个）

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|
| 当期新开工面积 | 116.00 | 147.11 |
| 当期新开工项目数量 | 8 | 9 |
| 当期竣工面积 | 90.10 | 53.25 |
| 当期竣工项目数量 | 5 | 5 |
| 期末在建面积 | 176.00 | 269.86 |
| 期末在建项目数量 | 13 | 14 |

资料来源：公司提供

从在建项目投资情况来看，截至 2017 年底，公司在建和拟建地产项目计划总投资额超过 661.40 亿元，已投资 276.28 亿元，完成比例为 41.77%，尚需投资超过 385.12 亿元，公司未来对开发资金的需求规模较大，存在一定的资金支出压力，具体情况见下表。

表5　截至2017年底在建及拟建项目投资情况（单位：万平方米、亿元）

| 项目名称 | 区位 | 开工时间 | 预计完工时间 | 总建筑面积 | 计划总投资额 | 已完成投资额 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **在建项目** | | | | | | |
| 国瑞熙墅东 | 北京 | 2017Q2 | 2019Q4 | 31.52 | 41.44 | 29.82 |
| 国瑞熙墅西 | 北京 | 2017Q1 | 2018Q4 | 23.98 | 32.51 | 24.78 |
| 大兴瀛海 | 北京 | 2018Q1 | 2018Q4 | 20.70 | 48.51 | 37.10 |
| 永清国瑞城 | 廊坊 | 2017Q3 | 2018Q2 | 7.09 | 5.48 | 2.35 |
| 沈阳国瑞城 | 沈阳 | 2017Q2 | 2020Q4 | 9.45 | 8.21 | 5.55 |
| 国华新都 | 佛山 | 2017Q3 | 2019Q2 | 10.02 | 13.28 | 2.78 |
| 国瑞升平商业中心 | 佛山 | 2016Q4 | 2018Q4 | 35.30 | 34.54 | 13.72 |
| 国瑞.西安金融中心 | 西安 | 2016Q1 | 2019Q1 | 29.00 | 23.88 | 10.68 |
| 国瑞园二期 | 汕头 | 2016Q3 | 2018Q3 | 7.80 | 3.41 | 3.30 |
| 四季园 | 汕头 | 2016Q3 | 2018Q1 | 20.50 | 9.58 | 7.09 |
| 国瑞医院 | 汕头 | 2017Q4 | 2019Q4 | 36.02 | 25.21 | 3.57 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 深圳南山 | 深圳 | 2017Q2 | 2020Q2 | 4.28 | -- | -- |
| 苏州国瑞熙墅 | 苏州 | 2017Q1 | 2019Q2 | 24.03 | 51.90 | 42.24 |
| 崇明岛 | 启东 | 2017Q3 | 2019Q4 | 10.19 | 20.00 | 6.33 |
| **拟建项目** | | | | | | |
| 国瑞熙墅西 | 北京 | 2018Q2 | 2019Q4 | 1.84 | 0.42 | - |
| 丰台西铁营 | 北京 | 2018Q2 | 2019Q4 | 29.45 | 23.30 | 16.65 |
| 海淀翠湖 | 北京 | 2018Q2 | 2019Q4 | 27.33 | 27.51 | 20.33 |
| 海南云龙 | 海口 | 2018Q4 | 2020Q4 | 76.88 | 60.32 | 3.50 |
| 万宁国瑞城 | 万宁 | 2018Q4 | 2020Q4 | 20.10 | 8.62 | 1.02 |
| 永清国瑞城 | 廊坊 | 2018Q4 | 2020Q4 | 37.52 | 18.60 | 1.71 |
| 郑州国瑞城 | 郑州 | 2018Q1 | 2018Q4 | 3.08 | 1.94 | 0.45 |
| 沈阳国瑞城 | 沈阳 | 2018Q2 | 2020Q4 | 79.68 | 38.98 | 4.51 |
| 佛山西樵 | 佛山 | 2018Q1 | 2019Q4 | 24.86 | 35.00 | 15.09 |
| 深圳南山 | 深圳 | 2018Q2 | 2020Q2 | 13.22 | 35.54 | 7.50 |
| 崇明岛 | 启东 | 2018Q1 | 2019Q4 | 93.00 | 93.22 | 16.22 |
| **合计** | **--** | **--** | **--** | **676.81** | **661.40** | **276.28** |

资料来源：公司提供

总体看，公司近两年保持了较大规模的开工量，在建项目面积较大，能够保证公司未来销售的需要，但对开发资金的需求规模较大，存在一定资金支出压力。

4．房产销售情况

从签约销售情况来看，2017 年，公司房地产销售面积保持增长，实现签约销售面积 79.52 万平方米，同比增长 11.19%；从签约销售均价来看，受市场价格上升及销售项目区域分布变动影响，公司销售均价继续上升，2017 年公司签约销售均价为 1.64 万元/平方米，同比提高 51.85%；2017 年，公司实现签约销售金额 130.00 亿元，同比增长 69.05%。从结转情况来看，2017 年，受交付结转项目分布影响，公司结转收入面积为 29.73 万平方米，同比下降 57.57%；结转收入 34.83 亿元，同比减少 44.85%。

表6　2016~2017年公司房地产销售数据

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|
| 达预售项目（个） | 6 | 6 |
| 签约销售面积（万平方米） | 71.52 | 79.52 |
| 签约销售金额（亿元） | 76.90 | 130.00 |
| 签约销售均价（万元/平方米） | 1.08 | 1.64 |
| 结转收入面积（万平方米） | 70.07 | 29.73 |
| 结转收入（亿元） | 63.15 | 34.83 |

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司在售项目 22 个，在售项目剩余可售面积 129.39 万平方米；根据公司过往销售情况，公司剩余可售面积可满足未来 2 年左右销售需求。

表7　截至2017年底公司在售项目销售及库存情况（单位：万平方米）

| 项目名称 | 位置 | 总可售建筑面积 | 开盘时间 | 2016 年销售面积 | 2017 年销售面积 | 截至 2017 年底剩余可售面积 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 北京国瑞城 | 北京东城区 | 65.60 | 2005 年 5 月 | 0.65 | 0.13 | 1.57 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 富贵园 | 北京东城区 | 42.48 | 2002 年 4 月 | -- | 0.17 | 0.35 |
| 北京国瑞熙墅东 | 北京昌平区 | 22.76 | 2017 年 1 月 | 7.81 | 0.92 | 14.03 |
| 北京国瑞熙墅西 | 北京昌平区 | 17.98 | 2016 年 12 月 | 6.22 | 5.58 | 6.18 |
| 瀛海项目 | 北京大兴区 | 16.06 | 2017 年 12 月 | -- | 9.77 | 6.29 |
| 海南国瑞海阔天空 | 海口市龙昆南路东侧 | 61.78 | 2010 年 9 月至 2013 年 8 月 | 10.34 | 5.02 | 9.12 |
| 江畔花园 | 海口市新埠岛 | 2.20 | 2015 年 10 月 | 0.44 | 1.01 | 0.75 |
| 海甸岛国瑞花园 | 海口市海甸岛 | 5.70 | 2010 年 6 月 | -- | -- | 0.09 |
| 海口西海岸国瑞 | 海口市滨海西路南侧 | 2.21 | 2015 年 8 月 | 0.45 | 1.20 | 0.56 |
| 万宁国瑞城 | 万宁市万城镇望海大道 | 15.1 | 2013 年 1 月 /2014 年 6 月 | 5.42 | 1.05 | 0.43 |
| 永清国瑞城 | 永清县韩村镇廊霸路 | 45.31 | 2013 年 11 月 /2015 年 5 月 | 14.82 | -- | 7.81 |
| 郑州国瑞城 | 新郑市龙湖镇 | 68.25 | 2011 年 9 月至 2014 年 12 月 | 9.87 | 1.68 | 1.94 |
| 沈阳国瑞城 | 沈阳市大东区东建街东 | 67.16 | 2008 年 4 月至 2014 年 5 月 | 8.06 | 11.07 | 10.83 |
| 佛山国华新都 | 佛山南海大沥太平大道 | 26.65 | 2014 年 11 月至 2017 年 8 月 | 7.44 | 5.75 | 5.53 |
| 佛山国瑞升平商业中心 | 佛山市禅城区 | 9.23 | 2016 年 12 月 | -- | 0.13 | 9.06 |
| 汕头国瑞园 | 汕头市金砂路 | 3.38 | 2006 年 12 月 | -- | -- | 0.23 |
| 汕头四季园 | 汕头市龙湖区 | 15.22 | 2017 年 1 月 | -- | 3.55 | 9.71 |
| 汕头国瑞园二期 | 汕头市金砂路 | 6.75 | 2017 年 1 月 | -- | 5.36 | 1.29 |
| 苏州国瑞熙墅 | 吴中区木渎镇 | 18.27 | 2017 年 3 月 | -- | 2.00 | 16.27 |
| 国瑞瀛台 | 启东市 | 10.19 | 2017 年 12 月 | -- | 3.99 | 6.20 |
| 国瑞.西安金融中心 | 西安 | 21.14 | 2017 年 5 月 | -- | -- | 21.14 |
| 汕头雅仕园 | 汕头 | 4.73 | 2010 年 11 月 | -- | -- | 0.01 |
| **合计** | **--** | **548.14** | **--** | **71.52** | **58.38** | **129.39** |

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司房地产销售面积和销售均价均持续增长；根据公司过往销售情况，公司剩余可售面积可满足未来 2 年左右销售需求。

5．自持物业

公司的自持物业定位于提供一站式生活及消费体验的综合体项目，业态包括零售商铺、购物商场、写字楼和专业市场在内的商业物业，项目均位于城市的核心商圈。公司最大的自持物业为北京国瑞购物中心，隶属崇文门商圈，为北京二环路内规模较大的购物广场。

截至 2017 年底，公司完工自持物业总可租面积为 44.23 万平方米，位于北京、深圳、汕头和沈阳等地，其中位于北京的自持物业总可租面积占比较高。公司运营较成熟的自持物业整体出租率处于较高水平，2017 年，公司沈阳国瑞城和北京哈德门项目开业，由于尚处在项目培育期，出租率较低。整体看，公司出租物业中一线城市占比较大，物业贬值风险较小，出租率较高。

表8 截至2017年底公司自持物业基本情况（单位：平方米、亿元）

| 项目 | 位置 | 总可租面积 | 业态 | 入账成本 | 截至 2017 年底公允价值 |
|---|---|---|---|---|---|
| 北京国瑞城 | 北京 | 46,366 | 购物中心 | 7.38 | 44.84 |
| | | 8,520 | 写字楼 | 0.70 | 4.04 |
| | | 26,324 | 停车场 | 0.46 | 2.24 |
| | | 29,546 | 零售商铺 | 1.38 | 9.33 |
| | | 7,219 | 四合院 | 0.97 | 7.29 |
| 京禧阁 | 北京 | 3,431 | 停车场 | 0.23 | 0.36 |
| 北京富贵园 | 北京 | 26,146 | 购物中心 | 1.30 | 9.14 |
| | | 3,170 | 零售商铺 | 0.12 | 0.98 |
| 汕头国瑞城 | 汕头 | 62,398 | 专业市场 | 1.16 | 5.43 |
| 沈阳国瑞城 | 沈阳 | 50,841 | 零售商铺 | 2.85 | 5.03 |
| | | 58,972 | 零售商铺 | 2.54 | 3.76 |
| 北京哈德门 | 北京 | 108,450 | 商业、写字楼、停车场 | 47.31 | 63.42 |
| 佛山国瑞升平商业中心 | 佛山 | -- | 零售商铺 | 11.44 | 14.10 |
| 深圳·南山 | 深圳 | -- | 写字楼 | 7.99 | 9.51 |
| 北五楼 | 北京 | 10,916 | 零售商铺 | 0.36 | 3.61 |
| **合计** | **--** | **442,299** | **--** | **86.19** | **183.08** |

资料来源：公司提供

表9 2016~2017年公司主要自持物业经营情况（单位：%、万元、元/平方米/天）

| 项目名称 | 2016 年 | | | 2017 年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 出租率 | 收入 | 单位租金 | 出租率 | 收入 | 单位租金 |
| 北京国瑞城 | 83.13 | 23,854.34 | 6.46 | 84.96 | 24,278.36 | 6.63 |
| 北京富贵园 | 77.79 | 4,031.51 | 4.81 | 84.63 | 3,958.51 | 4.37 |
| 汕头国瑞城 | 89.68 | 2,210.78 | 1.08 | 95.79 | 2,382.74 | 1.09 |
| 沈阳国瑞城 | -- | -- | -- | 36.35 | 17.55 | 0.01 |
| 北京哈德门 | -- | -- | -- | 56.46 | 431.11 | 8.72 |
| **合计** | **--** | **30,096.63** | **--** | **--** | **31,068.27** | **--** |

资料来源：公司提供

整体看，公司的自持物业以大型商业综合体为主，主要位于一、二线城市，运营较成熟的自持物业整体出租率较高，未来有望继续为公司贡献较为稳定的现金流入。

6. 经营关注

**经济周期和行业政策变动风险**

房地产行业受经济周期和行业政策影响较大，同时房地产项目开发周期较长，涉及政府审批环节较多，存在一定的行业波动性和政策管理风险。

**可售项目未来可能面临一定去化压力**

公司土地储备中启东、海口、沈阳和廊坊占比较高，考虑到海口的调控政策趋严，以及公司在启东、沈阳等三四线城市项目占比较大，公司未来可能面临一定的去化压力，需关注公司未来去化情况。

**未来资本支出较大风险**

截至 2017 年底，公司在建地产项目计划总投资额超过 497.45 亿元，已投资 253.61 亿元，尚

需投资超过 243.84 亿元。公司未来对开发资金的需求规模较大，较依赖外部融资。

7. 未来发展

公司未来发展主要围绕外部发展和内部优化两个方面展开。

从外部发展方面来看，未来，公司将继续关注大北京、珠三角和长三角地区，进一步扩大竞争优势并平衡发展进入一二线区域中心城市，获得更多优质土地储备，以保持持续稳定发展。低成本的土地储备使公司在面对市场环境变化时拥有更大的价格调整空间，并可以采用更为灵活的销售策略，对公司未来几年维持稳定的经营利润起到良好的支撑作用。公司将持续关注产品质量和品牌建设，严格挑选国内外知名设计公司和施工承包商，对关键建筑材料、设备由公司总部直接集中采购，致力于向消费者提供高品质的物业产品。同时公司将进一步提升运营效率，控制成本，保证稳健、持续的发展。

从内部优化来看，公司未来将持续优化供出售物业与投资性物业配置，进一步提升知名度，具体包括：通过选择性地长期持有优质商业物业获得稳定租金收入；战略性地增加投资性物业所占总收入的比例；定期开展业主满意度调研，并根据客户反馈意见提高产品和服务质量，提升品牌知名度；利用强势的品牌推广及与大型机构客户之间的良好关系，增加住宅物业的批发销售及整栋写字楼的销售。同时，公司将持续提升运营效率，吸引、保留并激励人才，具体包括：开发标准化的产品线以缩短建设周期，并继续通过实时监督确保项目进度，同时通过与第三方地产中介的合作进一步提高营销能力；将战略性的增加专业人才所占比例，并改善总部与区域部门的轮岗制度，培养复合型中层管理人才；将提供系统和综合的培训计划，并以有竞争力的薪酬组合吸引及保留人才，如提高员工绩效奖金并引入新股权激励机制。

总体看，公司未来发展规划明确，公司将稳健经营现有房地产开发业务，随着公司在建住宅项目实现销售，公司整体盈利能力有望增强。

## 六、财务分析

1．财务概况

公司 2017 年度合并财务报表已经德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并出具了标准无保留审计意见。2017 年公司合并范围新增 12 家子公司，其中 11 家为新设子公司，1 家为收购子公司；公司主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司合并资产总计569.98亿元，负债合计448.64亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）121.34亿元，其中归属于母公司所有者权益95.18亿元。2017年，公司实现营业收入38.93亿元，净利润（含少数股东损益）10.77亿元，其中归属于母公司所有者的净利润7.87亿元；经营活动现金流量净额-39.15亿元，现金及现金等价物净增加额4.70亿元。

2．资产质量

截至2017年底，公司资产总额569.98亿元，较年初增长32.21%，主要系流动资产规模增长所致；其中，流动资产占比60.48%，非流动资产占比39.52%，流动资产占比较年初有所提升。

截至2017年底，公司流动资产合计344.70亿元，较年初增长38.99%，主要系存货和其他应收款增长所致；流动资产主要由货币资金（占比5.95%）、其他应收款（占比10.53%）和存货（占比77.92%）构成。

截至2017年底，公司货币资金20.52亿元，较年初增长85.23%，主要系新增借款规模增长所致；

货币资金主要由银行存款（占比69.45%）和其他货币资金（占比30.44%）构成，其他货币资金主要为按揭贷款担保保证金、部分预售监管资金和借款保证金等，公司不能随意支取，公司受限资金占比较高。

截至2017年底，公司其他应收款36.28亿元，较年初增长475.12%，主要系公司增加了联营公司的合作项目、应收关联公司款项增长所致；其中，账龄在1年以内的其他应收款占比95.34%，账龄在1年以上的其他应收款占比4.66%，整体账龄较短，公司未对其他应收款计提坏账准备；其他应收款中，应收关联公司款项33.29亿元（占比95.34%），主要系国瑞置业有限公司内部资金统一管理使用所致，公司与关联方之间资金往来数额较大。

截至2017年底，公司存货账面价值268.60亿元，较年初增长21.83%，主要系房地产开发成本增长所致；存货主要由开发产品（占比10.92%）和开发成本（占比84.65%）构成，未计提跌价准备，公司存货中有部分位于海口等重点调控城市以及三、四线城市，需关注未来存货去化情况。

截至2017年底，公司非流动资产合计225.28亿元，较年初增长23.03%，主要系投资性房地产和其他非流动资产增长所致；非流动资产主要由投资性房地产（占比81.27%）和其他非流动资产（占比10.52%）构成。

截至2017年底，公司投资性房地产账面价值183.08亿元，较年初增长9.80%，主要系公允价值变动和在建状态的自持物业持续建设所致；投资性房地产主要集中于北京，入账成本86.19亿元，累计增值率112.41%，增值幅度较大，投资性房地产公允价值变动受国家宏观经济形势、房地产政策等影响较大，存在一定的估值波动风险。

截至2017年底，公司其他非流动资产23.69亿元，较年初增长200.10%，主要系预缴的土地销项税在该科目核算所致。

截至2017年底，公司受限资产合计328.86亿元，占总资产比重为57.69%；其中，货币资金6.25亿元，存货145.88亿元，投资性房地产167.70亿元，无形资产2.87亿元，固定资产6.17亿元。公司资产受限程度高。

总体看，2017年，公司资产规模增长较快，资产结构仍以流动资产为主，流动资产中存货占比较大，但部分存货位于海口等重点调控城市以及三、四线城市，存在去化风险，公司货币资金规模一般且受限程度较高；非流动资产中投资性房地产占比较高、增值幅度较大，存在一定的估值波动风险；公司受限资产比重高，资产质量一般。

3．负债及所有者权益

**负债**

截至2017年底，公司负债合计448.64亿元，较年初增长39.10%，主要系流动负债规模增长所致；其中，流动负债占比68.19%，非流动负债占比31.81%，流动负债占比较年初大幅上升。

截至2017年底，公司流动负债305.94亿元，较年初增长121.00%，主要系一年内到期的非流动负债、应付短期债券、其他应付款和预收款项增长所致；流动负债主要由应付账款（占比11.70%）、预收款项（占比10.76%）、应交税费（占比6.48%）、其他应付款（占比23.75%）、一年内到期的非流动负债（占比36.07%）和应付短期债券（占比9.78%）构成。

截至2017年底，公司应付账款35.78亿元，较年初减少2.42%，变动不大。

截至2017年底，公司预收款项32.92亿元，较年初增长186.09%，主要系北京国瑞熙墅等项目预售房款增加所致。

截至2017年底，公司应交税费19.81亿元，较年初增长3.76%，变动不大。

截至2017年底，公司其他应付款72.66亿元，较年初增长53.66%，主要系与关联方往来款增长所致；其中，应付关联方往来款66.25亿元（占比91.17%），主要系国瑞置业集团内部资金统一管理使用所致，公司与关联方之间资金往来数额较大。

截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债110.36亿元，较年初增长383.12%，主要系预计一年内到期的借款转入所致。

“15花园01”和“15花园02”可于2018年由债券持有人选择回售，于2017年底已重分类为流动负债。截至2017年底，公司应付短期债券29.93亿元。

截至2017年底，公司非流动负债142.70亿元，较年初减少22.49%，主要系应付债券与长期借款减少所致；非流动负债主要由长期借款（占比76.02%）、应付债券（占比6.99%）和递延所得税负债（占比17.00%）构成。

截至2017年底，公司长期借款108.47亿元，较年初减少11.94%，主要系预计一年内到期的借款转入至一年内到期的非流动负债所致；从长期借款剩余期限结构看，剩余期限在1~2年的48.83亿元（占比45.02%），剩余期限在2~3年的20.86亿元（占比19.24%），剩余期限在3~4年的4.17亿元（占比3.84%），剩余期限在4~5年的4.72亿元（占比4.35%），剩余期限在5年以上的29.89亿元（占比27.55%），公司2019年面临较大的长期借款集中偿付压力。

截至 2017 年底，公司应付债券 9.97 亿元，较年初减少 74.95%，主要系“15 花园 01”和“15 花园 02”重分类至流动负债所致。截至 2017 年底，公司存续公司债券如下表所示，公司于 2018 年和 2019 年分别有余额为 30 亿元和 10 亿元的应付债券进入回售期，若债券持有人选择回售，届时公司将面临资金压力。

表 10　截至 2017 年底公司应付债券情况（单位：亿元、%）

| 债券代码 | 债券简称 | 债券余额 | 起息期日 | 期限 | 发行利率 |
|---|---|---|---|---|---|
| 135862.SH | 16花园02 | 10.00 | 2016/9/29 | 5年（3+2） | 5.30 |
| 136114.SH | 15花园02 | 10.00 | 2015/12/21 | 5年（3+2） | 7.47 |
| 136028.SH | 15花园01 | 20.00 | 2015/11/10 | 5年（3+2） | 7.25 |

资料来源：Wind资讯、联合评级整理
注：截至2017年底，“15花园01”和“15花园02”已重分类至流动负债

截至2017年底，公司递延所得税负债24.25亿元，较年初增长14.88%，主要系公司投资性房地产公允价值增加，应纳税暂时性差异相应增长所致。

截至2017年底，公司全部债务261.73亿元，较年初增长40.85%；其中，短期债务143.29亿元（占比54.75%），长期债务118.44亿元（占比45.25%）。截至2017年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为78.71%和68.32%，较年初分别提高3.90个百分点和5.21个百分点；长期债务资本化比率为49.40%，较年初下降10.62个百分点。公司债务负担较重，短期债务偿还压力很大。

总体看，2017年，公司负债规模有所增长，流动负债增长较快；债务负担有所增长并处于较重水平，短期债务占比较高且长期债务偿还时间较集中，2018~2019年，公司债务偿还压力很大。

**所有者权益**

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 121.34 亿元，较年初增长 11.74%，主要系未分配利润增长所致；其中归属于母公司所有者权益 95.18 亿元，占比 78.44%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 0.50%、资本公积占比 2.17%、未分配利润占比 79.49%、盈余公积占比 10.06%、其他综合收益占比 7.78%。公司所有者权益构成较年初变化不大，未分配利润占比仍高，权益稳定性一般。

总体看，2017 年，公司所有者权益规模有所增长；所有者权益中未分配利润占比高，所有者权益稳定性一般。

4．盈利能力

2017年，公司实现营业收入38.93亿元，同比减少43.44%，主要系房地产结转收入减少所致；净利润10.77亿元，同比减少36.95%；归属于母公司所有者的净利润7.87亿元。

从期间费用上看，2017年，公司期间费用总额5.19亿元，同比减少10.12%，主要系销售费用减少所致；其中，销售费用占比31.51%，管理费用占比47.10%，财务费用占比21.39%。2017年，公司销售费用1.64亿元，同比减少22.99%，主要系公司调整营销政策逐步由自销代替销售代理所致；管理费用2.45亿元，同比减少0.77%，变动不大；财务费用1.11亿元，同比减少6.51%，主要系利息收入增长所致。

从利润构成上看，2017年，公司公允价值变动收益9.56亿元，同比增长9.10%，系投资性房地产增值所致。2017年，公司公允价值变动收益占营业利润的61.56%，占比较上年提高了24.20个百分点，公司营业利润对公允价值变动损益依赖度高。

盈利指标方面，2017年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为3.73%、3.43%和9.37%，同比分别下降了3.17、2.96和7.78个百分点，主要系利润规模下降所致。

总体看，2017年，公司收入和利润规模大幅下降，盈利能力大幅下滑，但期间费用规模有所缩减；营业利润对公允价值变动收益依赖度高。

5．现金流

从经营活动看，2017年，公司经营活动现金流入81.48亿元，同比增长6.06%；其中，销售商品、提供劳务收到的现金61.49亿元，收到其他与经营活动有关的现金19.98亿元，收到其他与经营活动有关的现金主要为从预售资金监管户转出资金。2017年，公司经营活动现金流出120.63亿元，同比增长5.81%；其中，购买商品、接受劳务支付的现金79.88亿元，支付其他经营活动有关的现金27.57亿元，支付其他经营活动有关的现金主要为向预售资金监管户存入预售监管资金。2017年，公司经营活动产生的现金流量净额-39.15亿元，净流出规模同比扩大5.31%。

从投资活动看，2017年，公司投资活动现金流入14.25亿元，同比增长210.15%，其中向关联方收回的现金13.53亿元；投资活动现金流出60.78亿元，同比增长128.46%，其中向关联方支付的现金42.06亿元，主要系公司拓展新项目支付的相关款项。2017年，公司投资活动产生的现金流量净额-46.52亿元，净流出规模同比扩大111.40%。

从筹资活动看，2017年，公司筹资活动现金流入175.29亿元，同比增长34.63%，主要系融资增加所致；筹资活动现金流出84.91亿元，同比增长5.31%，主要系偿还关联方借款支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金增长所致。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额90.38亿元，净流入规模同比扩大82.32%。

总体看，公司经营活动现金流持续净流出；受新增合作项目影响，投资活动现金流净流出规模大幅扩大；未来随着增加的土储投入开发，以及合作开发项目资金的持续投入，公司对筹资活动依赖度将进一步提高。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2017 年，公司流动比率分别为 1.79 倍和 1.13 倍，2017 年底下降较多主要系一年内到期的非流动负债增长所致；速动比率分别为 0.20 倍和 0.25 倍，2017 年底

有所回升主要系公司增加了联营公司的合作项目、应收关联公司款项增长以及货币资金等增多所致；现金短期债务比分别为 0.48 倍和 0.14 倍，2017 年底下降主要系短期债务增长较快所致；经营现金流动负债比率持续为负。综合以上，公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 17.53 亿元，同比减少 29.87%，主要系利润总额减少所致；其中，折旧和摊销占比 2.13%，计入财务费用的利息支出占比 10.68%，利润总额占比 87.19%，EBITDA 以利润总额为主。2016~2017 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.13 倍和 0.07 倍，EBITDA 对债务覆盖程度较弱；EBITDA 利息倍数分别为 2.27 倍和 1.10 倍，EBITDA 对利息的保障程度较弱。总体看，公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2017 年底，公司银行综合授信额度 369.30 亿元，已使用额度 270.22 亿元，剩余额度 99.08 亿元，公司间接融资渠道有待拓展。

截至 2017 年底，公司无重大未决诉讼。

截至 2017 年底，公司为房产购买人提供阶段性按揭担保余额 56.02 亿元，占归属于母公司所有者净资产的 58.86%；对关联方提供担保余额 23.44 亿元，占归属于母公司所有者净资产的 24.62%。公司对外担保余额较大，面临一定或有负债风险。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1044050700068410M），截至 2018 年 5 月 22 日，共在 6 家金融机构办理过信贷业务，目前均已结清；已结清信贷信息中，存在 1 笔欠息，最近一次结清日期为 2009 年 4 月 24 日。

总体看，公司偿债能力指标较弱。考虑到公司土地储备规模较大、自持物业区域位置分布较好、土储成本相对较低、在建项目规模较大等因素，公司整体偿债能力很强。

## 七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）20.52亿元，约为“15花园01”和“15花园02”本金合计（30亿元）的0.68倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度一般；净资产121.34亿元，约为“15花园01”和“15花园02”债券本金合计（30亿元）的4.04倍，净资产对债券本金保障程度尚可。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为17.53亿元，约为“15花园01”和“15花园02”债券本金合计（30亿元）的0.58倍，公司EBITDA对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2017年，公司经营活动产生的现金流入81.48亿元，约为“15花园01”和“15花园02”债券本金合计（30亿元）的2.72倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较好。

“15 花园 01”和“15 花园 02”于 2018 年进入回售期，回售行权日分别为 2018 年 11 月 10 日和 2018 年 12 月 21 日，若债券持有人选择回售，届时公司将面临资金压力。联合评级将密切关注“15 花园 01”和“15 花园 02”的回售情况。

综合以上分析，并考虑到公司土地储备与在建项目规模较大、土地储备成本较低、自持物业项目分布区域较佳等因素，公司对“15花园01”和“15花园02”的偿还能力很强。

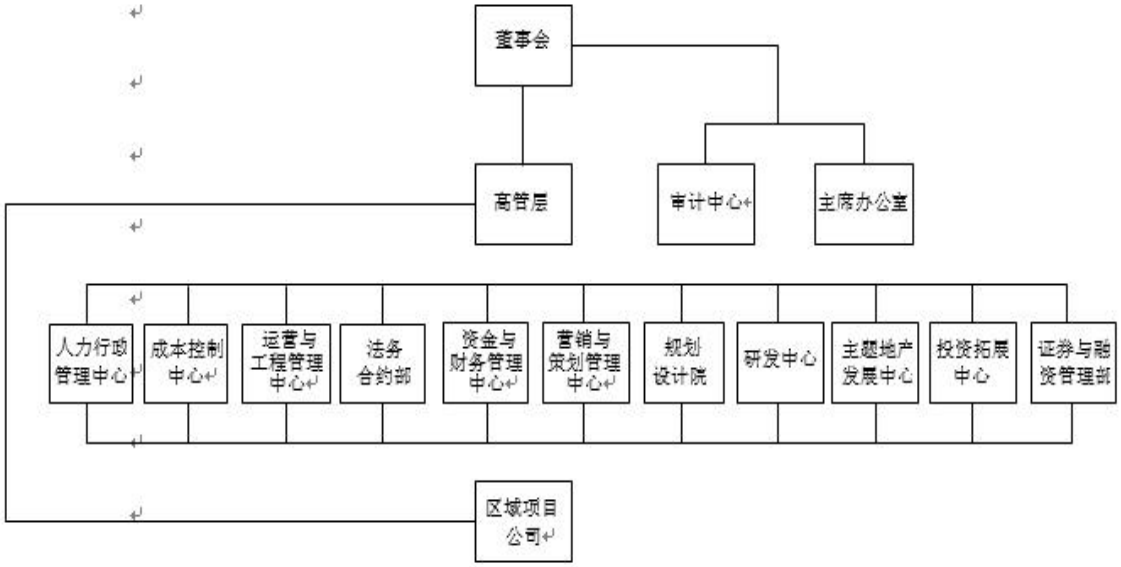
## 八、综合评价

2017 年，公司签约销售面积和金额保持增长，公司保持了较大规模的开工量，土地储备较为充足，自持物业经营情况良好。同时联合评级也关注到 2017 年公司结转收入和利润规模大幅下降，

营业利润对公允价值变动收益较为依赖；公司土地储备中位于海口等重点调控城市以及三、四线城市的项目占比较高，未来去化面临一定不确定性；公司在建及拟建项目面临较大的资金支出压力，经营性现金流持续净流出，债务负担较重且短期偿债压力较大等因素可能对公司信用状况产生的不利影响。未来，随着公司地产项目持续销售以及在建项目陆续竣工，公司收入规模和盈利能力有望提升。

综上，联合评级维持公司主体长期信用级别为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“15花园01”和“15花园02”的债项信用等级为AA。

# 附件 1　汕头花园集团有限公司组织结构图



# 附件 2　汕头花园集团有限公司
# 主要财务指标

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 431.12 | 569.98 |
| 所有者权益（亿元） | 108.59 | 121.34 |
| 短期债务（亿元） | 22.84 | 143.29 |
| 长期债务（亿元） | 162.98 | 118.44 |
| 全部债务（亿元） | 185.82 | 261.73 |
| 营业收入（亿元） | 68.82 | 38.93 |
| 净利润（亿元） | 17.08 | 10.77 |
| EBITDA（亿元） | 24.99 | 17.53 |
| 经营性净现金流（亿元） | -37.18 | -39.15 |
| 流动资产周转次数（次） | 0.32 | 0.13 |
| 存货周转次数（次） | 0.25 | 0.10 |
| 总资产周转次数（次） | 0.18 | 0.08 |
| 现金收入比率（%） | 103.93 | 157.98 |
| 总资本收益率（%） | 6.90 | 3.73 |
| 总资产报酬率（%） | 6.39 | 3.43 |
| 净资产收益率（%） | 17.14 | 9.37 |
| 营业利润率（%） | 29.74 | 28.86 |
| 费用收入比（%） | 8.40 | 13.34 |
| 资产负债率（%） | 74.81 | 78.71 |
| 全部债务资本化比率（%） | 63.12 | 68.32 |
| 长期债务资本化比率（%） | 60.01 | 49.40 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 2.27 | 1.10 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.13 | 0.07 |
| 流动比率（倍） | 1.79 | 1.13 |
| 速动比率（倍） | 0.20 | 0.25 |
| 现金短期债务比（倍） | 0.48 | 0.14 |
| 经营现金流动负债比率（%） | -26.85 | -12.80 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.83 | 0.58 |

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

# 附件 3　有关计算指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---|---|
| 增长指标 | |
| 年均增长率 | （1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100%<br>（2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100% |
| 经营效率指标 | |
| 应收账款周转次数 | 营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] |
| 存货周转次数 | 营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2] |
| 总资产周转次数 | 营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2] |
| 现金收入比率 | 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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100% |
| 总资产报酬率 | （利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100% |
| 净资产收益率 | 净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100% |
| 主营业务毛利率 | （主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100% |
| 营业利润率 | （营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100% |
| 费用收入比 | （管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100% |
| 财务构成指标 | |
| 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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出） |
| EBITDA 全部债务比 | EBITDA/全部债务 |
| 经营现金债务保护倍数 | 经营活动现金流量净额/全部债务 |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额/全部债务 |
| 短期偿债能力指标 | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计 |
| 速动比率 | （流动资产合计-存货）/流动负债合计 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |
| 经营现金流动负债比率 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |
| 经营现金利息偿还能力 | 经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出） |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出） |
| 本期公司债券偿债能力 | |
| EBITDA 偿债倍数 | EBITDA/本期公司债券到期偿还额 |
| 经营活动现金流入量偿债倍数 | 经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额 |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数 | 经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额 |

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

# 附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级