信用评级公告

联合〔2022〕4792 号

联合资信评估股份有限公司通过对广西荣和有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广西荣和有限责任公司主体长期信用等级为 AA，维持“18 荣和 01”和“19 荣和 01”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

广西荣和有限责任公司
2022 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
广西荣和有限责任公司	AA	稳定	AA	稳定
18 荣和 01	AA	稳定	AA	稳定
19 荣和 01	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 荣和 01	8.50 亿元	8.50 亿元	2023/03/28
19 荣和 01	6.50 亿元	6.50 亿元	2024/03/27

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

评级时间：2022 年 6 月 27 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	V3.1.202205
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

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	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	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	4
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，广西荣和有限责任公司（以下简称“公司”）在广西可售资源充足，尤其在 2021 年公司签约销售金额保持在南宁市前列，在广西区域内仍具备一定竞争优势；公司债务规模虽有增长，但整体债务负担仍属较轻。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产行业销售下行，公司项目集中于广西，区域市场景气度弱，经营业绩或将有所下滑，项目存在较大去化压力，公司 2021 年销售规模和毛利率水平明显下滑、2023 年到期债务集中偿付压力较大，公司权益投资规模较大，若股价持续下跌公司存在投资风险和资产受限程度高等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

公司可售资源较充足，随着公司项目开发建设推进、在售项目实现销售，公司经营状况有望保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“18 荣和 01”和“19 荣和 01”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司在广西区域具有一定竞争优势，目前可售土储规模较大。**公司专注于广西区域的房地产开发，重点布局南宁市，开发经验较丰富，具有一定区域竞争力和品牌影响力。公司剩余可售面积较大，为公司未来开发和销售提供一定保障。

2. **债务负担仍属较轻，债务结构较合理。**截至 2021 年底，公司债务规模虽有所上升但整体债务负担仍属较轻，债务结构以长期债务为主。

关注

1. **房地产市场运行存在不确定性，公司业务所在区域市场景气度弱，项目去化压力较大，经营业绩或将进一步下滑。**2021 年下半年以来房地产市场迅速转冷，行业整体销售下滑，房地产调控政策边际松动但未有大的改善。此外，民营房企融资环境整体收紧。公司土地储备集中于广西，考虑区域市场容量和区域市场景气度等情况，公司存在较大的去化压力。

分析师：罗星驰　宋莹莹
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

2. **2021 年，公司签约销售规模和综合毛利率水平同比明显下滑，未来盈利空间或将持续承压。**2021 年，公司签约销售金额同比下降 16.75%，利润规模和主要盈利指标均下滑，部分项目区位布局和市场环境偏弱，去化速度较慢，盈利水平或将持续承压。

3. **公司资产受限程度高，2023 年到期债务集中偿付压力较大。**截至 2021 年底，公司受限资产占总资产的 54.02%，资产受限程度高；公司 2023 年债务集中到期规模较大，届时存在较大集中偿债压力。

4. **权益投资规模较大，存在投资风险。**公司股权投资规模较大，受股价下跌影响 2021 年权益资产缩水较大，若股价继续波动公司存在一定投资风险。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿元）	40.03	30.04	23.46
资产总额（亿元）	302.99	362.97	357.58
所有者权益（亿元）	122.92	129.56	132.95
短期债务（亿元）	18.63	28.53	21.25
长期债务（亿元）	70.62	60.45	78.14
全部债务（亿元）	89.25	88.98	99.39
营业总收入（亿元）	77.58	42.06	71.41
利润总额（亿元）	27.64	15.00	13.81
EBITDA（亿元）	27.89	15.35	14.70
经营性净现金流（亿元）	7.80	5.48	-9.43
营业利润率（%）	38.41	41.44	21.81
净资产收益率（%）	17.03	9.62	6.37
资产负债率（%）	59.43	64.31	62.82
全部债务资本化比率（%）	42.07	40.72	42.78
流动比率（%）	236.87	175.98	201.60
经营现金流动负债比（%）	7.26	3.24	-6.42
现金短期债务比（倍）	2.15	1.05	1.10
EBITDA 利息倍数（倍）	5.07	1.67	4.82
全部债务/EBITDA（倍）	3.20	5.80	6.76
公司本部（母公司）			
项　目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	50.70	54.42	52.24
所有者权益（亿元）	15.88	16.66	16.02
全部债务（亿元）	15.00	15.00	15.87
营业收入（亿元）	0.49	1.81	0.08
利润总额（亿元）	-0.21	1.26	-0.10
资产负债率（%）	68.68	69.39	69.33
全部债务资本化比率（%）	48.57	47.39	49.77
流动比率（%）	194.40	187.03	190.85
经营现金流动负债比（%）	-22.78	5.12	5.02

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. 公司合并口径长期应付款和其他非流动负债中计息部分调入长期债务，母公司债务未经调整

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 荣和 01 19 荣和 01	AA	AA	稳定	2021/06/28	罗星驰 宋莹莹	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）	阅读全文
19 荣和 01	AA	AA	稳定	2019/01/22	冯　磊 罗星驰	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
18 荣和 01	AA	AA	稳定	2017/07/21	杨世龙 杨　婷	原联合信用评级房地产企业主体信用评级方法（2017 年）	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受广西荣和有限责任公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：罗长弛　宋芸芸

联合资信评估股份有限公司

广西荣和有限责任公司
2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于广西荣和有限责任公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、公司基本情况

公司成立于 2003 年 8 月，其前身为广西荣和股份有限公司，初始注册资本为 1.24 亿元。截至 2021 年底，公司注册资本为 1.24 亿元，公司控股股东伟丰国际集团有限公司（以下简称“伟丰国际”）持股比例 95.00%，实际控制人为史英文和董晓丽夫妇。公司股权结构图详见附件 1-1。

2021 年，公司经营范围较上年无变化。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 357.58 亿元，所有者权益 132.95 亿元（含少数股东权益 1.37 亿元）；2021 年，公司营业总收入 71.41 亿元，利润总额 13.81 亿元。

公司注册地址：南宁市青秀区佛子岭路 11 号荣和 E 中心 A 座 22 楼；法定代表人：李斌。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　截至 2022 年 5 月底公司存续债券概况

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18 荣和 01	8.50 亿元	8.50 亿元	2018/03/28	5（3+2）年
19 荣和 01	6.50 亿元	6.50 亿元	2019/03/27	5（3+2）年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速1（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08%和 5.31%，均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，

[1]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年我国社会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021 年全国固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021 年，我国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

表 2　2017－2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年两年平均
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速（%）	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速（%）	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速（%）	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50%左右的调控目标。2021 我国全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

五、房地产行业概况

1. 房地产行业概况

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017－2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，

2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021 年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021 年 7—12 月，全国商品房单月销售面积同比增速连续 6 个月为负；但得益于上半年销售增长，2021 年全年全国商品房销售面积 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，增速较 2020 年下降 0.7 个百分点；住宅销售面积 15.65 亿平方米，同比增长 1.1%。

2. 土地市场与信贷环境

2021 年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021 年土地购置面积 2.16 亿平方米，同比下降 15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021 年土拍市场出现了新景象：2021 年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近 50%的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021 年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长 23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021 年 7—12 月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9 月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此 2021 年下半年房地产开发到位资金同比下降 10.51%。2021 年全年房地产开发到位资金合计 20.11 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年下滑 3.4 个百分点。

表 3　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	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	**178608.59**	**100.00**	**193114.90**	**100.00**	**201132.00**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021 年初严查经营贷，2021 年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021 年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但 2022 年 3 月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021 年初，房地产市场延续上年底热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021 年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022 年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。2021 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表 4 2021 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021 年 2 月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且 2021 年发布住宅用地公告不能超过 3 次；二是集中组织出让活动
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021 年 7 月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021 年 9 月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021 年 12 月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022 年 2－3 月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022 年 3 月郑州发布房地产新政 19 条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022 年 3 月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022 年 3 月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021 年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021 下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表 5　2021 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021 年 3 月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021 年 6 月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021 年 7 月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021 年 9 月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021 年 10 月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021 年 12 月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。截至 2021 年底，公司注册资本为 1.24 亿元，伟丰国际持股比例 95.00%，为公司控股股东；实际控制人为史英文和董晓丽。

2. 公司规模及竞争力

公司在广西区域内具有一定规模优势和品牌影响力。

公司成立于 2003 年，以南宁为基地深耕广西壮族自治区，拥有国家房地产开发企业一级资质、国家物业管理企业一级资质，具有较丰富的房地产开发经验。公司在克而瑞公布的“2021 年南宁市房地产企业销售金额 TOP20”的全口径金额和权益金额排行榜中分别排名第 8 位和第 4 位；公司在中指研究院公布的“2021 中国房地产企业销售榜 TOP200”的全口径金额和权益口径金额排行榜中分别位列 190 名和 177 名。公司作为南宁市知名的房地产开发企业，具有一定品牌影响力。

截至 2022 年 3 月底，公司尚未开发土地储备权益口径计容面积 130.24 万平方米，在售项目剩余可售面积 643.63 万平方米，项目集中于广西，公司在区域内具有一定规模优势。

3. 公司信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2022 年 6 月 20 日，公司无未结清业务；已结清贷款中无不良类信贷记录，但存在一笔关注类贷款，主要系银行为增加收益期限，要求公司 2007 年一笔贷款办理展期所致。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2022 年 5 月 30 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

公司法人治理结构和主要管理制度未发生重大变动。

整体看，2021 年，公司法人治理结构及主要管理制度变化不大，公司治理与管理较为稳定。

八、经营分析

1. 经营概况

公司经营业务仍以房地产开发销售为主，2021 年，公司营业收入增幅较大，综合毛利率明显下滑。

公司为区域型房企，业务布局于广西区域，并重点布局南宁市。公司拿地渠道以招拍挂为主，旧改拿地为辅，项目大多采取独立开发模式。公司项目业态主要为住宅，产品定位和销售客群以中高端改善型为主。公司有部分拿地时间较早且持续分期开发的大型项目，该类分期开发项目和旧改项目是公司重要的利润来源。

2021 年，房地产板块仍为公司最重要的收入与来源，公司收入规模和毛利率受房地产板块情况影响很大。2021 年，公司主营业务收入同比增长 72.25%，主营业务毛利率较上年减少 19.27 个百分点。

从收入构成看，2021 年，公司房地产业收入同比增长 74.74%，主要系公司当年竣工面积有所增加，大道华府、邕江华府、半山华府、五象学府、柳州公园里和柳州公里墅项目于当年首次交付，公司结转收入增加所致。

从毛利率来看，房地产业毛利率同比下滑 21.04 个百分点，主要系公司当年结转收入占比较大的大道华府、邕江华府、半山华府和五象学府项目因政府限定最高销售价、限地价、竞产权移交原因毛利率较低所致。整体看，公司主营业务毛利率水平尚可。

表 6　2019－2021 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业	74.92	97.27	41.44	38.14	95.18	44.04	66.65	96.56	23.00
物业管理	1.09	1.42	-5.43	1.27	3.18	17.13	1.48	2.15	18.62
住宿和餐饮	0.86	1.12	66.76	0.43	1.08	55.63	0.59	0.85	66.10
工程收入	--	--	--	0.11	0.27	-139.87	0.00	0.00	0.00
贸易收入	0.01	0.01	29.10	0.01	0.03	18.84	0.01	0.02	24.92
其他	0.13	0.18	8.11	0.10	0.26	-4.05	0.30	0.43	56.36
合计	**77.02**	**100.00**	**40.99**	**40.07**	**100.00**	**42.68**	**69.02**	**100.00**	**23.41**

注：1. 尾差系数据四舍五入所致；2. 2020 年公司工程业务毛利率为负数，主要由于当期公司收到南宁长堽路 BT 项目结算尾款（回购期利息），同时结算项目整体应结成本余额所致，长堽路 BT 项目于 2014 年开工、2015 年竣工，项目整体盈利

资料来源：公司提供

2. 房地产开发业务

（1）土地储备情况

2021 年，公司拿地力度有所减弱。截至 2022 年 3 月底，公司剩余可售土储规模较大，土储楼面地价较合理，为公司未来开发和销售提供一定保障；但项目集中于广西，存在一定区域集中度风险和较大去化压力。

表 7　公司新增土地储备情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
权益计容面积（万平方米）	62.29	97.79	93.29
权益土地成本（亿元）	25.32	43.83	25.28
楼面均价（元/平方米）	4064.60	4481.34	2709.83
项目数量（个）	8	6	3

资料来源：公司提供

2021 年，公司拿地力度有所减弱，通过招拍挂方式获取 3 块土地，分别位于南宁市、柳州市和玉林市；新增土储权益计容面积同比下降 4.60%，新增土地性质均为商住，整体土地获取成本较低，其中荣和五一华府为南宁市城市更新项目，公司权益土地支出金额同比下降 42.32%。

表 8　2021 年公司新增土地储备项目情况

（单位：万平方米、亿元、元/平方米、%）

项目	计容面积	土地金额	楼面地价	权益比例
荣和五一华府	34.99	10.12	2892.25	100
柳州天筑二期	33.93	8.80	2593.58	90
玉林新地块	24.37	6.36	2609.77	100
合计	**93.29**	**25.28**	--	--

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司尚未开发土地储备权益口径计容面积 130.24 万平方米，公司剩余可售土储规模较大、项目整体楼面地价较合理，为公司未来销售和开发提供一定保障；但公司土储集中于广西，存在一定区域集中度风险和去化压力。此外，公司北京大兴区的百年安达项目长期未开发，主要系项目土地用途变更等前期工作尚未协调一致，达到规划条件即可进行开发所致。

此外，公司已取得广西南宁市的鸡村一二七八队和五一西路二期项目，及广西柳州市柳州天筑三期以及柳州牛车坪城中村超 1000 亩旧改项目熟化人资格，详见附件 1-4。

表 9　截至 2022 年 3 月底公司尚未开发土地储备情况（单位：亿元、万平方米、元/平方米）

项目名称	所在城市	土地性质	土地金额	楼面地价	计容面积	权益比例
北京大兴区项目	北京大兴区	商住	2.10	447.00	47.00	70%
邕江宾馆	广西南宁市	商住	0.77	384.00	20.00	100%
玉林新地块	广西玉林市	商住	6.61	2380.00	27.76	100%
柳州天筑二期	广西柳州市	商住	9.08	2674.00	35.48	90%
合计			**18.56**	--	**130.24**	--

注：数据为权益口径
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）开发建设情况

2021 年，公司开发建设力度大，公司对大型项目分期滚动开发，2022 年资本支出压力尚可。

2021 年，公司开发建设力度大，新开工面积同比上升 19.46%，竣工面积同比增长 144.73%。

表 10　公司房地产开发建设情况（单位：万平方米）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
新开工面积	53.74	57.70	68.93
竣工面积	40.87	32.57	79.71
期末在建面积	254.30	279.43	268.65

注：数据统计口径为权益口径
资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司在建项目共 27 个，公司期末在建项目尚需投资 174.67 亿元，公司采取分期开发模式，2022 年内计划投资 26.44 亿元，公司资本支出压力尚可。

表 11　截至 2021 年底公司在建项目城市分布情况
（单位：个、万平方米、亿元）

城市	项目数量	规划总建筑面积	预计总投资	已投资	2022 年内计划投资
南宁市	17	538.34	376.51	249.87	16.38
柳州市	5	208.73	155.62	129.53	6.11
桂林市	2	66.33	34.07	26.82	0.80
贵港市	1	37.85	9.89	5.15	1.50
玉林市	1	20.15	6.35	0.26	0.80
北海市	1	30.66	4.17	0.31	0.85
合计	**27**	**902.06**	**586.61**	**411.94**	**26.44**

注：数据统计口径为全口径
资料来源：公司提供

（3）项目销售情况

公司目前可售规模充足，2021 年公司签约销售规模明显下滑，但考虑项目所在区域市场景气度偏弱和市场容量有限等，公司存在较大的去化压力。

受房地产市场环境下行影响，2021 年，公司签约销售面积同比下降 13.66%，签约销售均价亦小幅下滑，签约销售金额同比下降 16.75%。

表 12　公司项目签约销售情况
（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项　目	2019 年	2020 年	2021 年
签约销售面积	56.66	77.70	67.09
签约销售金额	73.57	81.50	67.85
签约销售均价	12984.00	10480.00	10112.67

注：数据统计口径为合并报表口径
资料来源：公司提供

公司整体去化水平较好，但位于桂林的“桃花源著”去化较慢主要系该项目定位偏改善型，疫情对区域市场和居民收入情况冲击较大，高

品质住宅受影响大所致；位于北海的“银滩蓝湾”去化较慢主要系该项目属于旅居盘，客群主要为外地客，受疫情影响游客规模减少，同时公司定价相对较高所致；“公园里”“悦澜山”等南宁项目尚未完全去化主要系产品体量较大，公司拟分期开发销售所致，此外，位于南宁的“悦澜山”“公园大道”“荣和公园”等项目剩余可售货值较大，尚未完全去化主要系上述项目为中高端改善型业态因素所致。公司在售项目明细详见附件 1-5。

截至 2021 年底，公司在售项目剩余可售面积 643.63 万平方米，其中已获预售证剩余可售面积 159.34 万平方米，整体看公司可售规模充足，但考虑项目所在区域房地产市场景气度偏弱和市场容量有限等，公司项目存在较大的去化压力。

表 13　截至 2021 年底公司在售项目情况

（单位：万平方米）

城市	规划总建筑面积	已获预售证面积	已售建筑面积
南宁市	1142.76	912.32	776.58
柳州市	310.52	193.92	187.63
桂林市	126.56	57.56	54.95
贵港市	37.85	9.89	5.15
北海市	30.66	4.17	0.31
玉林市	20.15	6.35	0.26
合计	**1668.50**	**1184.21**	**1024.87**

注：1.数据统计口径为全口径；2.在售项目包括在建在售项目和已竣工在售项目

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司未来发展战略思路较清晰。

公司将顺应房地产行业背景，以市场需求为核心，努力打造销售上百亿级房企。战略定位方面，公司立足广西南宁，适时储备优质土地，提高产品溢价和利润回报，并继续打造荣和品牌，追求品质卓越的产品。公司将以市场需求为导向，进行区域深耕，以利润为导向，不以规模和快周转为导向；以住宅开发为基础，进行业态布局和价值延伸，探索综合开发模式；以创新发展为指引，完善运营体系，并向成为西南部领先的综合房地产开发运营商的目标迈进。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 357.58 亿元，所有者权益 132.95 亿元（含少数股东权益 1.37 亿元）；2021 年，公司营业收入 71.41 亿元，利润总额 13.81 亿元。

2. 资产质量

截至2021年底，公司资产规模变动不大，资产中存货规模较大，整体去化良好；其他应收款对资金产生一定占用；公司权益投资规模较大，受股价下跌影响公司投资损失较大且仍有投资风险；公司资产受限程度高，资产整体流动性一般。

截至2021年底，公司合并资产总额较上年底变化不大，资产以流动资产为主。

表 14　2019－2021 年末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	34.77	11.48	28.89	7.96	23.46	6.56
其他应收款	28.66	9.46	34.64	9.54	19.63	5.49
存货	180.18	59.47	216.88	59.75	235.62	65.89
流动资产	**254.37**	**83.95**	**297.17**	**81.87**	**296.15**	**82.82**
可供出售金融资产	15.46	5.10	50.81	14.00	0.00	0.00
其他权益工具投资	0.00	0.00	0.00	0.00	47.30	13.23

非流动资产	48.62	16.05	65.80	18.13	61.42	17.18
资产总额	302.99	100.00	362.97	100.00	357.58	100.00

注：占比为占总资产的比例
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

（1）流动资产

截至2021年底，流动资产较上年底变化不大，主要构成如上表所示。

截至2021年底，公司货币资金较上年底下降18.77%，主要系公司当年项目开发建设支出增加所致。货币资金中有1.15万元受限资金，货币资金受限比例极低。

截至2021年底，公司其他应收款较上年底下降43.33%，公司其他应收款内容主要包括公司本年度收回中铁物流园项目土地熟化资金6.02亿元、收回五一路项目土地熟化资金2.38亿元和收回特华投资控股有限公司债权转让款5.1亿元。截至2021年底，公司对其他应收款累计计提坏账准备1.81亿元。公司其他应收款期末余额前五大客户金额合计占比68.50%，集中度较高。其中，公司对广西柳州市元信投资有限公司形成的其他应收款占51.34%，系公司支付柳州中铁物流园项目的土地熟化款，后期公司将陆续收回。

截至2021年底，公司存货较上年底增长8.64%。存货中开发产品占比14.85%，公司未对存货计提跌价准备，土地成本整体偏低，存在一定利润空间。截至2021年底，公司存货受限比例为69.51%，受限程度很高。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产较上年底下降6.66%，公司非流动资产主要由其他权益工具投资构成。

截至2021年底，公司其他权益工具投资47.30亿元，主要系审计机构根据公司持有意向等情况对可供出售金融资产重分类所致。公司权益投资规模较大，受股价下跌影响，公司本年度其他权益工具投资因公允价值下跌减计其他综合收益规模（6.03亿元）较大，若股价继续下跌公司存在投资风险，此外，公司持有的中民投的股权存在继续下跌可能。其他权益工具投资受限比例为51.18%，受限程度高。

表 15　截至 2021 年底公司其他权益工具主要构成情况（单位：亿元、%）

被投资单位	账面余额	持股比例	期末余额占比
辽宁成大股份有限公司（以下简称“辽宁成大”）	30.81	10.32	65.14
中国民生投资股份有限公司（简称“中民投”）	11.50	2.00	24.31
广西北部湾银行股份有限公司	4.95	3.56	10.47
合计	47.26	--	99.92

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司所有权受到限制的资产合计占期末总资产 54.02%，公司资产受限程度高。

表 16　截至 2021 年底公司资产权利受限情况

项　目	受限金额（亿元）	占自身比例	受限原因
货币资金	0.0001	0.0005%	保证金
存货（土地）	163.79	69.51%	借款抵押
投资性房地产	5.12	71.69%	借款抵押
固定资产	0.03	0.73%	借款抵押
其他权益工具投资	24.21	51.18%	借款质押
合计	193.15	--	--

注：受限货币资金账面价值为 11523.64 元
资料来源：公司审计报告

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2021 年底，公司所有者权益规模变动不大，权益稳定性较弱。公司其他权益工具投资股价下跌导致其他综合收益下降规模较大

截至2021年底，公司所有者权益132.95亿元，较上年底变化不大。其中，其他综合收益由2020年底14.36亿元下降至9.76亿元，主要系公司计入其他权益工具中持有辽宁成大股票2021年期末收盘价2021年期末（持股1.57亿股，收盘价19.52元/股）较2020年期末（持股1.46亿股，收盘价24.32元/股）有所下跌所致。截至2021年

底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占98.97%，少数股东权益占1.03%。在所有者权益中未分配利润占88.86%，公司权益实际结构稳定性较弱。

（2）负债

截至2021年底，公司负债规模变动不大，债务规模增长较快，公司债务结构以长期债务为主，整体债务负担仍属较轻，但公司2023年债务集中偿付压力较大。

截至2021年底，公司负债总额较上年底下降3.77%，负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

表17　2019－2021年末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019年末		2020年末		2021年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	8.27	4.59	28.11	12.04	23.89	10.64
一年内到期的非流动负债	17.71	9.83	27.13	11.62	16.90	7.53
合同负债	0.00	0.00	94.87	40.64	82.67	36.80
流动负债	**107.39**	**59.63**	**168.87**	**72.34**	**146.90**	**65.40**
长期借款	55.62	30.89	45.45	19.47	60.14	26.77
应付债券	15.00	8.33	15.00	6.43	15.00	6.68
非流动负债	**72.69**	**40.37**	**64.55**	**27.66**	**77.73**	**34.60**
负债总额	**180.07**	**100.00**	**233.42**	**100.00**	**224.63**	**100.00**

注：1.2019年和2020年末预收账款分别为38.26亿元和54.21亿元；2.占比为占总负债的比例
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年底，公司流动负债较上年底下降13.01%，流动负债主要构成如上表所示。

截至2021年底，公司应付账款较上年底下降15.02%，主要系公司应付工程款减少所致。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底下降37.69%，主要系债务到期偿付所致。

截至2021年底，公司合同负债较上年底下降12.86%，主要系当期公司签约销售规模减少、结转规模大幅增加所致。

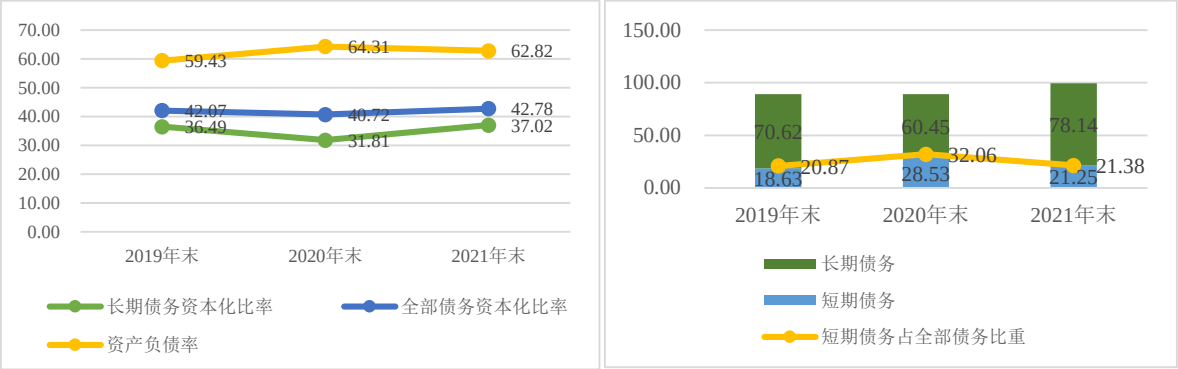
截至2021年底，公司非流动负债较上年底增长20.41%，非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

截至2021年底，公司长期借款较上年底增长32.32%。从期限分布看，2023年到期的占57.15%、2024年到期的占29.87%、2025年以上到期的占12.99%。公司2023年债务集中到期偿付压力较大。

截至2021年底，公司应付债券较上年底无变化。其中，“18荣和01”余额为8.50亿元，于2023年3月到期，“19荣和01”余额为6.50亿元，于2024年3月到期。

有息债务方面，本报告将长期应付款中计息部分调入长期债务，截至2021年底，公司全部债务99.39亿元，较上年底增长11.70%，公司债务结构以长期债务（占78.62%）为主，从债务指标来看，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62.82%、42.78%和37.02%，公司债务负担较轻。

图 1　公司债务及其相关指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4. 盈利能力

2021 年，公司收入有所增长，但受房地产盈利空间收窄影响，利润有所下滑；投资收益对当期利润形成较大补充但不具有可持续性，公司盈利能力有所下滑。

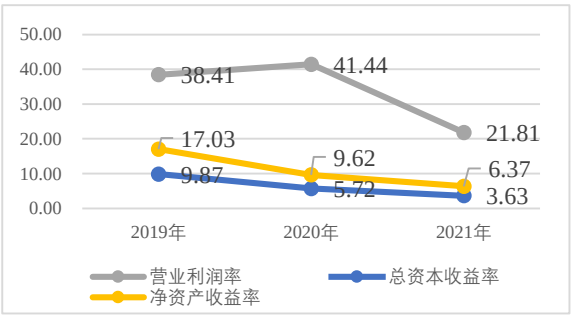
2021 年，公司主营业务收入和毛利率等情况详见经营部分分析。2021 年，公司营业成本同比增长 130.91%至 54.11 亿元，主要系结转项目成本增加所致。

2021 年，公司费用总额同比增长 67.96%至 4.24 亿元，主要系财务费用和销售费用增加所致，2021 年公司期间费用主要由销售费用（占 63.15%）和管理费用（占 28.35%）构成，其中公司销售费用同比增长 18.10%，但同期公司签约销售额同比下滑 16.75%，主要系销售代理费和人员工资增加所致，公司管理费用同比变动不大。

2021年，公司实现投资收益3.46亿元，同比大幅增长268.49%，主要系处置金融资产取得的投资收益规模较大以及投资分红所致，占当期利润总额的25.06%。投资收益对公司当期利润形成较大补充，但不具备可持续性。

从盈利指标看，2021年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.88%和6.37%，同比分别下降2.09个百分点和3.25个百分点，盈利指标均有所下滑。

图 2　公司盈利指标变化情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5. 现金流

2021年，公司经营活动现金流转为净流出，投资性活动和筹资活动现金流净额转为净流入。

表 18　公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
销售商品、提供劳务收到的现金	73.46	71.58	60.82
经营活动现金流入小计	78.72	96.01	103.18
购买商品、接受劳务支付的现金	48.32	49.84	72.75
经营活动现金流出小计	70.92	90.53	112.60
经营活动现金流量净额	**7.80**	**5.48**	**-9.43**
投资活动现金流入小计	21.93	34.33	64.58
投资活动现金流出小计	24.75	37.53	62.61
投资活动现金流量净额	**-2.81**	**-3.20**	**1.97**
筹资活动前现金流量净额	**4.98**	**2.28**	**-7.45**
筹资活动现金流入小计	32.85	27.85	56.25
筹资活动现金流出小计	27.03	36.02	54.22
筹资活动现金流量净额	**5.81**	**-8.16**	**2.03**

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入同比增长7.47%，主要系公司收回旧改项目土地熟化款所致；经营活动现金流出同比增长24.38%，主要系公司开发建设支出增加所致。此外，公司资金定期集中归集，故支付和收到其他与经营活动现金流量规模较大。2021年，公司经营活动现金流同比由净流入转为净流出。

公司投资活动主要为公司证券账户股票交易和国债逆回购交易。2021年，公司投资活动现金流入同比增长88.11%，投资活动现金流出同比增长66.82%。2021年，公司投资活动现金流同比由净流出转为净流入。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为-7.45亿元。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入同比增长101.95%，主要系获取借款增加所致；筹资活动现金流出同比增长50.53%，主要系偿还债务支出增加所致。2021年，公司筹资活动现金流同比由净流出转为净流入。

6. 偿债指标

2021年，公司短期偿债指标表现尚可，长期偿债指标表现好，间接融资渠道有待拓宽，考虑公司土地储备充裕，公司整体偿债能力很强。

表19 公司偿债指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债指标	流动比率（%）	236.87	175.98	201.60
	速动比率（%）	69.08	47.55	41.20
	经营现金/流动负债（%）	7.26	3.24	-6.42
	经营现金/短期债务（倍）	0.42	0.19	-0.44
	现金短期债务比（倍）	2.15	1.05	1.10
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	27.89	15.35	14.70
	全部债务/EBITDA（倍）	3.20	5.80	6.76
	经营现金/全部债务（倍）	0.09	0.06	-0.09
	EBITDA/利息支出（倍）	5.07	1.67	4.82
	经营现金/利息支出（倍）	1.42	0.60	-3.09

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

短期偿债指标方面，截至2021年底，公司流动比率较上年底有所提升，速动比率较上年底有所下滑，流动资产对流动负债的保障程度较高；公司现金短期债务比为1.10倍，现金类资产对短期债务的保障程度尚可，整体看，公司短期偿债指标表现尚可。

长期偿债指标方面，2021年，公司EBITDA同比下降4.20%。从构成看，公司EBITDA主要由利润总额（占93.94%）构成。2021年，公司EBITDA对利息的覆盖程度高，EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债指标表现好。

截至2021年底，公司对外担保金额0.81亿元，为公司合作开发项目按比例提供担保所致。

截至2021年底，公司无重大未决诉讼情况。

银行授信方面，截至2021年底，公司共计获得银行授信额度98.30亿元，剩余可使用额度25.84亿元，间接融资渠道有待拓宽。

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司主要职能为控股平台，经营性活动较少，收入和现金流规模小。母公司债务负担一般，但短期偿债压力较大。

截至2021年底，母公司资产总额52.24亿元，较上年底下降4.01%，资产构成以流动资产（占76.37%）为主。其中，流动资产主要由其他应收款（合计）（占97.95%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占86.04%）和投资性房地产（占13.76%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为0.07亿元，规模较小，母公司资金归集程度不高，无法覆盖其短期债务规模（0.87亿元），母公司短期偿债压力较大。

截至2021年底，母公司负债总额36.21亿元，较上年底下降4.11%。其中，流动负债占57.72%，非流动负债占42.28%。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占95.41%）构成；非流动负债主要由应付债券（占97.98%）构成。母公司2021年底资产负债率为69.33%。

截至2021年底，母公司全部债务15.87亿元，较上年底增长5.83%。期限结构以长期债务（占

94.50%）为主。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率49.77%，母公司债务负担一般。

截至2021年底，母公司所有者权益为16.02亿元，较上年底下降3.80%。在母公司所有者权益中，实收资本占7.73%、未分配利润占74.33%、盈余公积占5.28%。母公司权益稳定性偏弱。

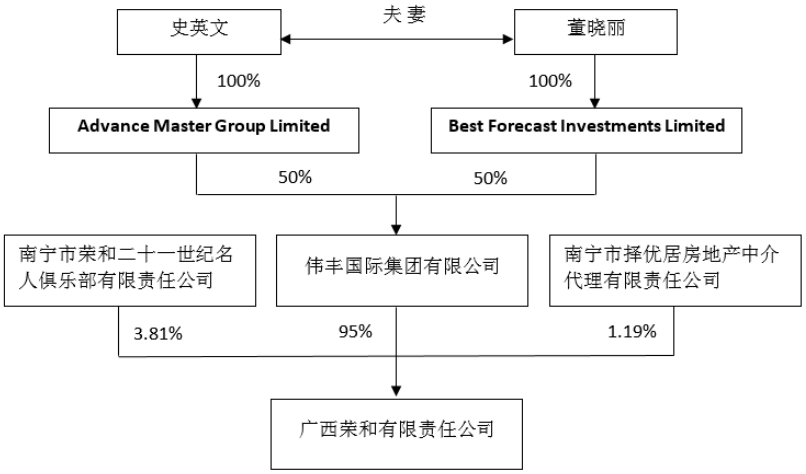
2021年，母公司营业收入为0.08亿元，利润总额为-0.10亿元。母公司作为控股平台，盈利规模很小。

2021年，母公司经营活动现金流净额为1.05亿元，无投资活动现金流，筹资活动现金流净额-1.14亿元。

十、结论

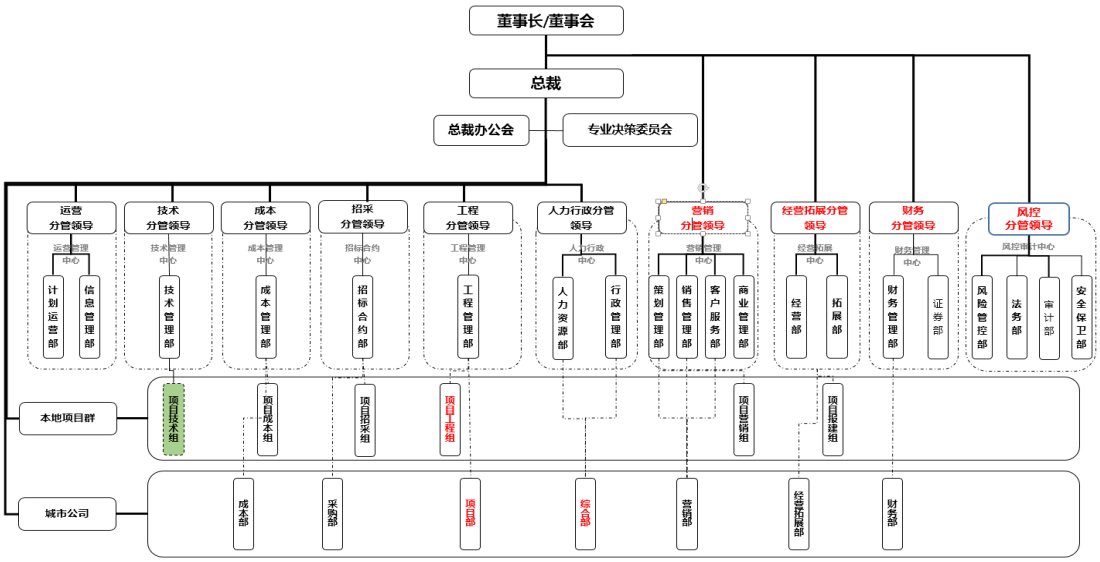
基于对公司经营风险和财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“18荣和01”和“19荣和01”信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本（亿元）	持股比例（%）	表决权比例（%）	取得方式
1	广西荣和建设开发有限公司	房地产开发	1.00	100	100	投资
2	广西荣和企业集团有限责任公司	房地产开发	1.10	100	100	投资
3	南宁市荣和辰景房地产有限公司	房地产开发	0.19	100	100	投资

资料来源：公司提供

附件 1-4 截至 2022 年 3 月底公司熟化人资格项目情况

项目名称	所在城市	土地性质	计容面积（万平方米）	权益比例
鸡村一二七八队	广西南宁市	商住	24.96	100%
五一西路二期	广西南宁市	商住	86.13	100%
柳州天筑三期	广西柳州市	商住	65.09	90%
柳州牛车坪	广西柳州市	商住	150	90%

资料来源：公司提供

附件 1-5 截至 2021 年底公司在售项目销售情况（单位：万平方米）

项目名称	所在城市	土地性质	权益比例	竣工可售面积	已获预售证可售面积	已售建筑面积
在建项目						
南宁公园大道	广西南宁市	招拍挂	100%	39.34	39.36	32.29
南宁悦澜山	广西南宁市	招拍挂	100%	54.29	69.50	55.83
南宁千千树	广西南宁市	招拍挂	100%	46.25	37.97	33.76
荣和公园里东（41 地块）	广西南宁市	招拍挂	100%	19.93	26.21	19.10
荣和公园里西（40 地块）	广西南宁市	招拍挂	100%	20.09	13.15	9.29
荣和公园里南	广西南宁市	招拍挂	100%	10.54	12.51	4.51
邕江华府	广西南宁市	招拍挂	100%	7.83	7.83	7.50
半山华府	广西南宁市	招拍挂	100%	20.57	36.06	35.24
五象学府（南区）	广西南宁市	招拍挂	100%	11.57	13.58	12.55
五象学府（北区）	广西南宁市	招拍挂	100%	21.80	21.80	13.16
公园大道华府	广西南宁市	招拍挂	100%	7.34	9.34	7.69
荣和东站城市广场	广西南宁市	招拍挂	100%	0	6.11	--
南宁五象院子	广西南宁市	招拍挂	100%	0.00	10.90	7.87
南宁五象和院	广西南宁市	招拍挂	100%	4.55	4.55	4.32

南宁澜山府	广西南宁市	招拍挂	100%	20.58	20.58	11.20
观江府	广西南宁市	招拍挂	100%	4.05	4.05	0.46
南宁伍壹大道	广西南宁市	旧改	100%	18.78	18.78	4.98
柳州天誉	广西柳州市	招拍挂	100%	43.23	43.23	38.78
柳州千千树	广西柳州市	招拍挂	100%	48.84	41.06	36.45
柳州公园里	广西柳州市	招拍挂	100%	20.91	17.60	11.76
柳州公园墅	广西柳州市	招拍挂	100%	7.20	18.77	7.48
柳州天筑（5-8 地块）	广西柳州市	旧改	90%	0.00	7.24	4.06
桂林林溪府	广西桂林市	招拍挂	100%	39.90	31.06	26.79
桂林桃花源著	广西桂林市	招拍挂	100%	8.29	3.86	0.68
北海银滩蓝湾	广西北海市	招拍挂	100%	0.00	4.17	0.31
贵港观园悦府	广西贵港市	招拍挂	49%（非并表）	9.89	9.89	5.15
玉林观园尊府	广西玉林市	招拍挂	100%	6.35	6.35	0.26
竣工项目（存货中开发产品）						
MOCO 社区	广西南宁	商住	100%	16.43	16.43	15.25
美地四组团	广西南宁	商住	100%	21.05	21.05	20.98
美地五组团	广西南宁	商住	100%	10.27	10.27	10.24
美地六组团	广西南宁	商住	100%	14.37	14.37	14.32
中央公园	广西南宁	商住	100%	30.80	30.80	29.96
东盟国际	广西南宁	商住	100%	6.90	6.90	6.69
大地一组团	广西南宁	商住	100%	30.25	30.25	29.51
大地二组团	广西南宁	商住	100%	37.59	37.59	37.48
大地三组团	广西南宁	商住	100%	20.24	20.24	20.14
大地四组团	广西南宁	商住	100%	7.47	7.47	6.96
公园大道	广西南宁	商住	100%	39.36	39.36	32.31
山水绿城 B1 组团	广西南宁	商住	90%	33.91	33.91	33.75
山水绿城 B2 组团	广西南宁	商住	90%	29.19	29.19	29.12
山水绿城 B3 组团	广西南宁	商住	90%	10.38	10.38	9.67
山水绿城 A 组团	广西南宁	商住	90%	34.57	34.57	33.20
邕江悦府	广西南宁	商住	100%	9.72	9.72	8.62
半山华府	广西南宁	商住	100%	36.06	36.06	35.20
荣和千千树	广西南宁	商住	100%	39.93	39.93	34.23
荣和悦澜山	广西南宁	商住	100%	69.85	69.50	55.83
荣和公园里东	广西南宁	商住	100%	26.03	26.03	19.10
荣和公园里西	广西南宁	商住	100%	25.32	13.15	9.29
五象学府南区	广西南宁	商住	100%	13.57	13.57	12.55
公园大道华府	广西南宁	商住	100%	9.30	9.30	7.69
荣和天誉	广西柳州	商住	100%	39.55	37.40	35.92

柳州公园墅	广西柳州	商住	100%	6.40	6.40	5.51
柳州公园里	广西柳州	商住	100%	14.67	12.33	11.16
柳州千千树	广西柳州	商住	100%	41.06	41.06	36.51
荣和林溪府	广西桂林	商住	100%	39.90	39.90	26.79
桃花源著	广西桂林	商住	100%	8.29	8.29	0.68

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	40.03	30.04	23.46
资产总额（亿元）	302.99	362.97	357.58
所有者权益（亿元）	122.92	129.56	132.95
短期债务（亿元）	18.63	28.53	21.25
长期债务（亿元）	70.62	60.45	78.14
全部债务（亿元）	89.25	88.98	99.39
营业收入（亿元）	77.58	42.06	71.41
利润总额（亿元）	27.64	15.00	13.81
EBITDA（亿元）	27.89	15.35	14.70
经营性净现金流（亿元）	7.80	5.48	-9.43
财务指标			
销售债权周转次数（次）	566.97	259.71	694.47
存货周转次数（次）	0.26	0.12	0.24
总资产周转次数（次）	0.27	0.13	0.20
现金收入比（%）	94.69	170.20	85.18
营业利润率（%）	38.41	41.44	21.81
总资本收益率（%）	9.87	5.72	3.88
净资产收益率（%）	17.03	9.62	6.37
长期债务资本化比率（%）	36.49	31.81	37.02
全部债务资本化比率（%）	42.07	40.72	42.78
资产负债率（%）	59.43	64.31	62.82
流动比率（%）	236.87	175.98	201.60
速动比率（%）	69.08	47.55	41.20
经营现金流动负债比（%）	7.26	3.24	-6.42
现金短期债务比（倍）	2.15	1.05	1.10
EBITDA 利息倍数（倍）	5.07	1.16	4.82
全部债务/EBITDA（倍）	3.20	5.80	6.76

注：将长期应付款和长期流动负债中带息部分已调入长期债务及相关指标

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	0.21	0.16	0.07
资产总额（亿元）	50.70	54.42	52.24
所有者权益（亿元）	15.88	16.66	16.02
短期债务（亿元）	0.00	0.00	0.87
长期债务（亿元）	15.00	15.00	15.00
全部债务（亿元）	15.00	15.00	15.87
营业收入（亿元）	0.49	1.81	0.08
利润总额（亿元）	-0.21	1.26	-0.10
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-4.40	1.15	1.05
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1780.34	6643.92	455.68
存货周转次数（次）	0.69	0.45	0.03
总资产周转次数（次）	0.01	0.03	0.00
现金收入比（%）	104.26	105.88	94.16
营业利润率（%）	-16.30	79.25	61.09
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	-0.96	5.66	-0.51
长期债务资本化比率（%）	48.57	47.39	48.35
全部债务资本化比率（%）	48.57	47.39	49.77
资产负债率（%）	68.68	69.39	69.33
流动比率（%）	194.40	187.03	190.85
速动比率（%）	190.58	183.77	187.36
经营现金流动负债比（%）	-22.78	5.12	5.02
现金短期债务比（倍）	*	*	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 母公司债务及相关指标未经调整；2. “/”代表数据未经获取，“*”表示计算后无意义的数据
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件 3　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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
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+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
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+使用权资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持