

信用等级公告

联合[2017]1216 号

广西荣和有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对广西荣和有限责任公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

广西荣和有限责任公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

广西荣和有限责任公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年七月二十一日



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>

广西荣和有限责任公司

公开发行 2018 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 15 亿元（含）；分为 2 个品种，品种一发行规模为不超过 7 亿元（含），品种二发行规模为不超过 8 亿元（含），且引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制

债券期限：品种一为 5 年，附第 3 年末调整票面利率选择权和投资者回售权；品种二为 4 年，附第 2 年末调整票面利率选择权和投资者回售权

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2017 年 7 月 21 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	135.38	169.21	202.29	214.23
所有者权益（亿元）	44.83	63.90	75.12	77.46
长期债务（亿元）	30.67	36.85	32.94	31.56
全部债务（亿元）	35.52	53.33	40.85	40.06
营业收入（亿元）	20.58	51.32	44.23	8.91
净利润（亿元）	5.19	14.49	10.87	2.20
EBITDA（亿元）	8.14	20.05	14.69	--
经营性净现金流（亿元）	10.00	-5.16	33.06	12.48
营业利润率（%）	45.78	41.06	39.12	41.63
净资产收益率（%）	12.30	26.64	15.64	2.88
资产负债率（%）	66.88	62.24	62.87	63.84
全部债务资本化比率（%）	44.21	45.49	35.23	34.09
流动比率（倍）	2.05	2.13	1.90	1.70
EBITDA 全部债务比（倍）	0.23	0.38	0.36	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.43	5.90	5.86	--
EBITDA/本期债券余额（倍）	0.54	1.34	0.59	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、2017 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广西荣和有限责任公司（以下简称“广西荣和”或“公司”）的评级反映了其作为南宁市知名的房地产开发企业，在开发经验、合作方及客户积累、产品质量等方面存在一定优势；公司区域内品牌影响力较大，南宁市房地产市场短期内发展较为健康，为公司进一步发展提供了较好的外部环境。同时，联合评级也关注到现阶段房地产市场波动、公司业务区域相对集中、在建项目资金需求量较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

经过长期发展，公司已形成了以房地产开发为主，物业出租等为辅的经营体系，随着公司在售项目实现销售以及物业租金持续流入，公司收入规模和盈利水平有望维持稳定。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为南宁市知名的房地产开发企业，在品牌影响力、产品品质等方面居于区域内领先地位。

2. 公司土地储备时间较早，成本较低，房地产开发项目盈利水平较高。

3. 公司在售及在建物业规模较大，预收款规模占比较高，对未来收入的实现形成有利支撑。

关注

1. 房地产市场受宏观经济及调控政策影响较大，可能会对公司盈利水平带来一定不利影响。

2. 公司房地产业务区域分布相对集中，土地储备主要集中在南宁、桂林、柳州等城市，

需持续关注区域房地产市场变化风险。

3. 公司在建及拟建项目规模较大, 存在一定资本支出压力, 未来仍存在融资需求。

4. 公司拟通过城中村改造方式取得土地储备, 该模式工作周期长, 不可控因素较多, 存在较大不确定性。

分析师

杨世龙

电话: 010-85172818

邮箱: yangsl@unitedratings.com.cn

杨 婷

电话: 010-85172818

邮箱: yangt@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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。

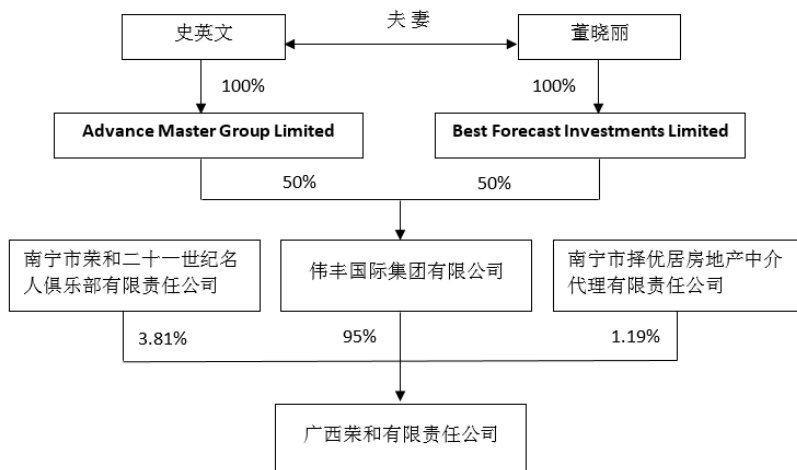
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

广西荣和有限责任公司（以下简称“公司”或“广西荣和”）成立于2003年8月，其前身为广西荣和股份有限公司，系广西荣和企业集团有限责任公司（持股比例84.76%）、南宁市火星石广告策划有限责任公司（持股比例3.81%）、南宁市阔野工贸有限责任公司（持股比例3.81%）、南宁市择优居房地产中介代理有限公司（持股比例3.81%）和南宁市荣和新城二十一世纪名人俱乐部有限责任公司（持股比例3.81%）共同出资组建而成，初始注册资本为12,380万元，公司董事长和法定代表人为董晓丽。2004年1月，经过股东大会决议，广西荣和股份有限公司变更为公司现名。历经多次股权转让及变更，截至2017年3月底，公司注册资本为12,380万元，公司股东为伟丰国际集团有限公司（持股比例95.00%）、南宁市荣和新城二十一世纪名人俱乐部有限责任公司（持股比例3.81%）和南宁市择优居房地产中介代理有限公司（持股比例1.19%），公司实际控制人为史英文和董晓丽。

图1 截至2017年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：普通住宅开发经营（按资质证等级、有效期开展经营活动）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2017年3月底，公司纳入合并范围子公司共计34家，经营区域包括南宁、桂林、柳州等地；公司下设营销管理中心、财务管理中心、工程管理中心、审计部、总裁办、总务部、人力资源管理部、经营部、开发部、技术管理部、招标合约部、成本管理部、项目管理部、安全保卫部共计14个职能部门，员工总数3,046人。

截至2016年底，公司合并资产总额202.29亿元，负债合计127.18亿元，所有者权益75.12亿元，其中归属于母公司的所有者权益72.01亿元。2016年，公司实现营业收入44.23亿元，净利润10.87亿元，其中归属于母公司所有者的净利润10.78亿元；经营活动现金流量净额为33.06亿元，现金及现金等价物净增加额13.99亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额214.23亿元，负债合计136.77亿元，所有者权益77.46亿元，其中归属于母公司的所有者权益74.21亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入8.91亿元，净利润2.20亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.18亿元；经营活动现金流量净额为12.48亿元，现金及现金等价物净增加额-0.10亿元。

公司注册地址：南宁市青秀区民族大道 155 号荣和山水美地一组团办公楼；法定代表人：史英文。

二、本期公司债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“广西荣和有限责任公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”，本期债券发行规模为不超过 15 亿元（含 15 亿元），分为 2 个品种，品种一发行规模为不超过 7 亿元（含 7 亿元）；品种二发行规模为不超过 8 亿元（含 8 亿元）；引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和主承销商根据网下申购情况，在发行规模内（含超额配售部分），决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。发行期限方面，品种一为 5 年期债券，附第 3 个计息年度末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。品种二为 4 年期债券，附第 2 个计息年度末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值 100 元，平价发行。本期债券为固定利率债券，按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务。

三、行业分析

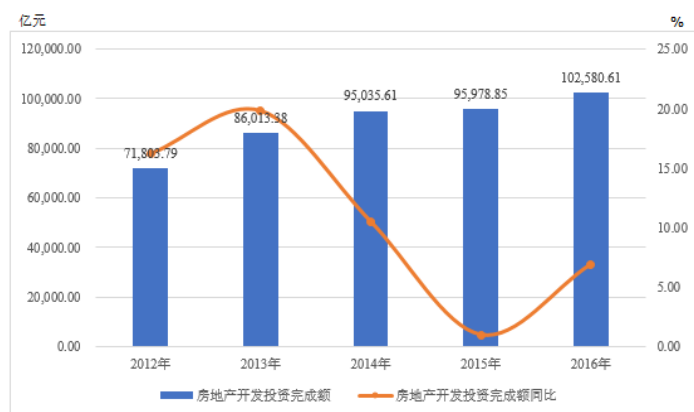
公司为房地产开发企业，其收入几乎全部来源于房地产业务。公司业务受房地产整体运行情况、行业政策影响明显，与区域经济规划、经济发展实力紧密相关。

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2014 年，我国房地产行业增速有所减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步实现的影响，2014 年全年房地产开发投资 95,035.61 亿元，名义同比增长 10.49%，增速同比大幅下滑 9.30 个百分点。受限购政策持续影响以及对房地产行业悲观预期，2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，增速继续同比下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 10,2581.00 亿元，较上年增长 6.88%。其中，住宅投资 68,704.00 亿元，较上年增长 6.36%，全国办公楼开发投资额为 6,533.00 亿元，较上年增长 5.20%；商业营业用房开发投资额为 15,838.00 亿元，同比增长 8.43%。

图 2 2012~2016 年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；但 2016 年，房地产投资增速有所回升。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2014 年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至 10%。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为 1,234 元/平方米，同比上涨 6%。

2015 年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于上年，但楼面均价上涨幅度较大。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 2%到 9,180 元/平方米和 27%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 18%和 10%到 1,560 元/平方米和 17%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 1%和 2%到 751 元/平方米和 8%。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18%到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34%到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18%到 887 元/平方米和 26%。总体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

表 1 2014~2016 年全国 300 个城市土地交易情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
推出面积（万平方米）	135,659	113,235	103,212
同比（%）	-24	-18	-9
成交面积（万平方米）	104,032	85,671	85,885
同比（%）	-28	-21	-3
出让金（亿元）	23,412	21,793	29,047
同比（%）	-25	-10	31
楼面均价（元/平方米）	1,234	1,384	1,904
同比（%）	5	14	40
土地平均溢价率	10	16	43
同比（%）	下降 6 个百分点	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，在宏观调控和去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑；但房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，从而使得楼面均价仍然保持在较高水平。

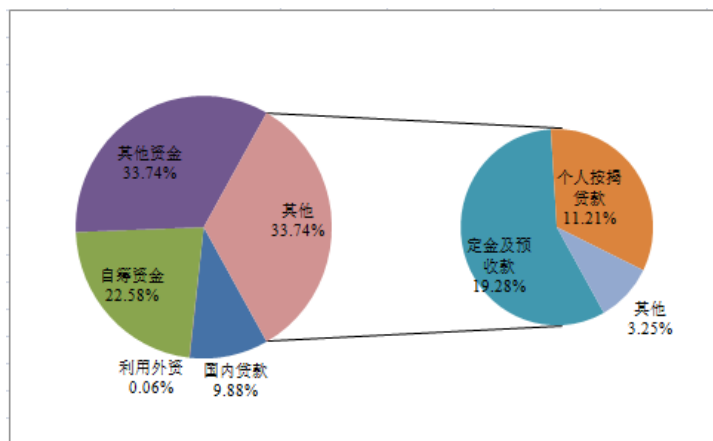
（2）开发资金来源状况

2009 年以来，房地产行业资金来源呈快速增长态势，2009~2013 年平均增速 22.26%，进入 2014 年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014 年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，较上年下降 0.1%，增速比 2013 年回落 26.6 个百分点，结束了自 2000 年以来的正向增长。

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，较上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，较上年下降 4.8%；利用外资 296.53 亿元，较上年下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，较上年下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，较上年增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，较上年增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，较上年增长 21.9%。

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，较上年增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，较上年增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，较上年下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，较上年增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，较上年增长 31.93%；在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，较上年 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，较上年增长 46.5%。

图3 2016年房地产行业资金来源构成



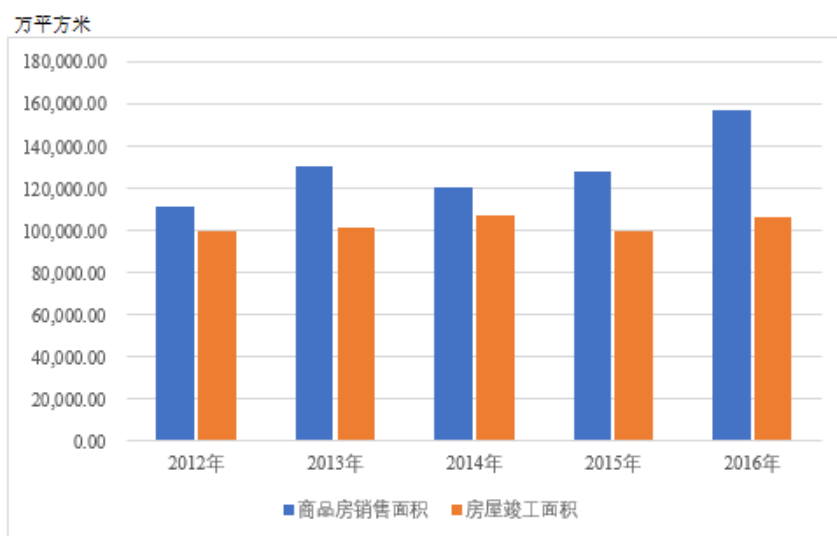
资料来源：国家统计局

总体看，2014年，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但2015年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016年10月房地产调控后，融资环境再次趋紧。

（3）市场供需情况

2014年，地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策不断趋紧情况下，住宅市场低迷，市场观望情绪强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降。全年商品房销售面积120,649万平方米，较上年下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，较上年下降6.3%，其中住宅销售额较上年下降7.8%。从供给方面看，2014年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落，整体上供不应求的状态出现明显好转。全年房屋竣工面积107,459万平方米，较上年增长5.9%。其中，住宅竣工面积80,868万平方米，较上年增长2.7%；商业营业用房竣工12,084万平方米，较上年增长11.3%。

图4 2012~2016年全国商品房供求情况（单位：万平方米）

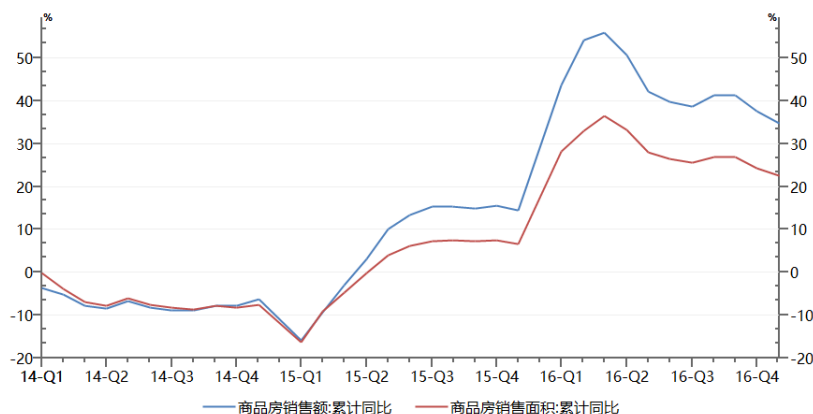


资料来源：Wind 资讯

2015年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015年，全国

商品房销售面积 128,495 万平方米，较上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，较上年下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，较上年下降 8.8%。

图 5 2014~2016 年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind资讯

进入 2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，较上年增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，较上年增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，较上年增长 4.6%。

总体看，在当前经济增速下行和高库存压力下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。在多重政策支持下，市场需求大幅释放，楼市总体呈回暖趋势，但政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市仍坚持去库存战略，从供需两端改善市场环境。

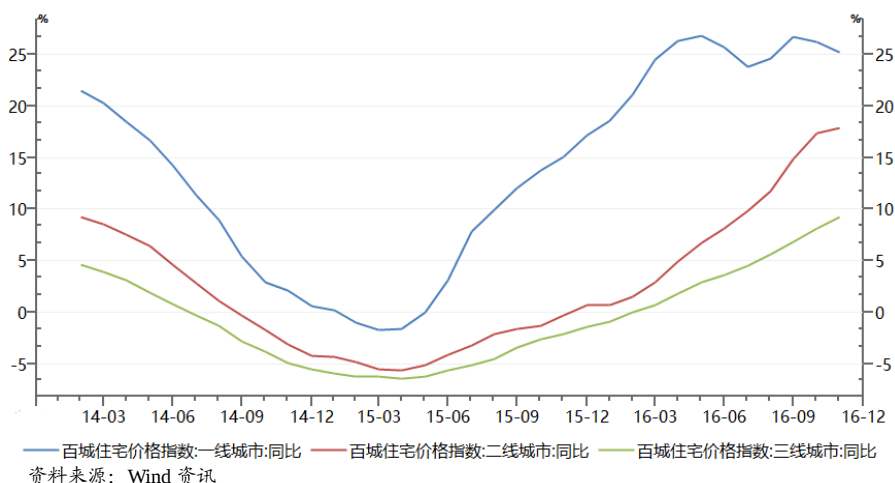
（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2014 年，由于各地限购的影响持续深化，市场整体下行趋势明显，房价下跌趋势从个别城市扩展到全国，房价下跌从一手房扩展到二手房。全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，跌幅扩大 0.33 个百分点。

2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

进入 2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。2014~2016 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况如下图所示。

图 6 2014~2016 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，自 2014 年 5 月起持续下跌，而后随着多重宽松政策陆续出台和实施，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；同时，不同城市房地产市场价格持续分化。

3. 行业竞争

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入 2014 年，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 17.19%和 23.15%，分别较上年提高了 3.47 和 4.27 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.51%和 13.74%，分别较上年提高了 1.89 和 2.28 个百分点，前 10 名和前 20 名金额与面积集中度上升幅度均高于前几年。2015 年房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大，其中一季度房企的销售情况并不乐观，从二季度开始逐步好转，三季度后一线和重点二线城市表现火爆、热销项目频现，为房企全年业绩作出了较大贡献。2016 年，房地产行业集中度进一步提升，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 12.19%和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。

表 2 2014~2016 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81
前 20 大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33
前 10 大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；

由于地价的上涨，一、二线优质地块角逐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，千亿房企阵营 12 家，2,000 亿房企增至 6 家，3,000 亿房企 3 家，2016 年恒大以 3,810 亿元的销售总额超越万科成为行业第一。

表 3 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	恒大集团	6	中国海外发展有限公司
2	万科企业股份有限公司	7	大连万达商业地产股份有限公司
3	碧桂园控股有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	华夏幸福基业股份有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司 广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

2014年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年 9 月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014 年 10 月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 7 月	国家税务总局总局发布《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》
2015 年 8 月	国土资源部发布《关于做好不动产登记信息管理基础平台 ze 作工作的通知》，明确各地要按照 2015 年下半年信息平台上线试运行。《房地产税法》正式列入人大常委会立法规划
2015 年 8 月	中央六部委联合公布《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%

2015年9月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2015年10月	公积金异地贷款业务全面推行
2016年2月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016年2月	国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》
2016年6月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016年“十一假期”	2016年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计21个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016年11月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017年4月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期

资料来源：联合评级搜集整理

2015年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于3月、8月和9月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展。

进入2016年，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。2016年6月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

为了应对房价快速上涨防止房地产市场泡沫化，2016年“十一假期”，全国一线及重点二线合计21个城市（包括：北京、广州、深圳、上海一线城市以及南京、苏州、武汉、天津、东莞等二线城市）陆续推出房地产调控政策，从限购、限贷和限价三个方面进行调控。一线城市中广州提高了首套房最低首付比率至30%，同时提高已有一套住房且相应购房款未结清购买二套房首付比率不低于70%，北京与上海对新房销售价格实施限制。重点二线城市均对购房进行了限制，同时部分城市上调了购房首付比率。11月中旬，武汉、杭州、深圳、南京等地的楼市已推起第二轮调控的波澜，这一轮的调控，整体上都是在国庆调控政策的基础上，从公积金、社保和个税缴存年限、贷款比例等方面，进行了加码。11月28日，上海、天津限购政策再升级，而上海楼市政策加码“认房又认贷”，力度更是比北京、深圳更严厉。

2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。

2017年4月6日，住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在36个月以上的，应停止供地；36~18个月的，要减少供地；12~6个月的，要增

加供地；6个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。通过严格的量化标准调控住宅用地，并要求建立购地资金审查制度，房地产开发企业必须使用合规的自有资金购地，不符合要求的取消土地竞买资格。坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。进入2016年，政策环境的宽松使部分城市房地产市场快持续升温，且有上涨过快趋势，“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧。

5. 行业关注

（1）行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2016年底，按Wind资讯整体法¹计算的房地产板块资产负债率为76.96%，较2015年底提高了0.55个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，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，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

（2）房地产调控政策再度趋严

2016年10月至2017年4月，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、限价和限贷三个方面对房地产行业进行调控。不排除后续存在政策继续出台的可能性，房地产行业可能再度面临进入行业紧缩期的可能。

（3）市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观，去库存仍然是目前三、四线房地产市场调控的核心任务之一。

（4）中小房企面临被整合风险

高库存状态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，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 未来发展

（1）调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院在批转对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

（2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地

¹ Wind行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

（3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015 年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

（4）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

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，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。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，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，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、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家以房地产开发与销售为主业的房地产公司。经过 20 多年的发展，公司项目开发区域已涵盖南宁、桂林、柳州等广西重要城市。公司开发的项目聚焦于刚需和改善型住宅开发和销售，在南宁地区已形成区域性房地产品牌，具有一定的知名度。

公司先后开发了荣和大地、荣和山水绿城、荣和千千树、荣和悦澜山等项目，曾具有房地产开发二级资质，但公司近两年房地产开发量不足，目前公司房地产开发资质为暂定；公司一级子公司广西荣和企业集团有限责任公司（以下简称“荣和集团”）拥有房地产开发一级资质。截至 2017 年 3 月底，公司在开发和在售项目 12 个，总开发建筑面积 487.19 万平方米，其中，已竣工面积 115.49 万平方米。整体看，公司房地产开发经验较丰富，子公司荣和集团资质较好。

从全国房地产开发企业排名来看，2014~2017 年，子公司荣和集团均获得“中国房地产开发企业 100 强”奖项，2017 年荣和集团排名为第 87 名，较上年前进 3 名。从南宁市内的影响力来看，2016 年，子公司荣和集团房地产销售金额为南宁市第一，创历史新高。

表 5 2016 年南宁房地产市场商品房企业销售 10 强（单位：亿元）

排名	企业	销售金额
1	荣和集团	75.31
2	恒大地产集团广西公司	70.16
3	大连万达商业地产股份有限公司南宁万达公司	54.43
4	南宁市万科房地产有限公司	50.07

5	广西嘉和置业集团有限公司	50.01
6	南宁绿地颖恺投资有限公司	40.05
7	南宁市龙光房地产开发有限公司	34.66
8	广西保利置业集团	27.66
9	华润置地（南宁）有限公司	26.72
10	南宁中海宏洋房地产有限公司	22.51

资料来源：新浪乐居

总体看，公司房地产开发经验较丰富；子公司荣和集团近几年承担主要的项目开发任务，具有一定的品牌知名度和影响力。

2. 人员素质

截至 2017 年 3 月底，公司现有董事 3 名、监事 1 名，高级管理人员 2 名，其中设执行总裁 1 名，副总裁 1 名。公司管理人员均有丰富的行业经营和管理经验，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

公司董事长兼总裁史英文先生，1965 年生，研究生学历；历任海南省宏大集团总裁助理、海南省荣和实业公司董事长。现任公司董事长兼总裁，兼任广西壮族自治区人大代表、主席团成员、中华全国工商联执委、广西商会会长、中国光彩事业促进会常务理事、广西光彩事业促进会会长、中国青年企业家协会常务理事、广西青年企业家协会副会长。

公司执行总裁李斌先生，1964 年生，本科学历；历任西安交通大学建筑系讲师、广东省惠州市大亚湾建委总工办、广东省珠海市珠光设计工程公司，并曾担任中建三局装饰设计工程公司设计部经理、深圳富春东方集团公司开发总监、广东珠江投资发展有限公司集团设计总监、广州云星房地产执行总裁。现任公司执行总裁。

截至 2017 年 3 月底，公司员工总数 3,046 人；从文化素质看，大学本科及以上学历占 86.93%，大学专科及以下学历占 13.07%；从岗位构成看，管理人员占 14.35%，财务人员占 4.99%，销售人员占 8.63%，研发人员占 1.44%，其余人员占 70.58%。

总体看，公司董事及高管具有丰富的行业经验和管理经验；公司员工情况构成较合理，能够满足公司目前经营发展的需要。

3. 区域环境分析

公司在建以及在售项目主要集中在南宁市，南宁市未来房地产市场走势对公司经营有着较大影响。

南宁市是一个以壮族为主的多民族现代化城市，是广西壮族自治区首府、广西第一大城市，同时也是广西政治、经济、文化、交通中心。南宁处于中国华南、西南和东南亚经济圈的结合部，位于广西中部偏南，是环北部湾沿岸重要中心城市，是中国面向东盟国家的区域性国际性城市。南宁自然环境优美，有“绿城”美誉，并于 2016 年 1 月被住房和城乡建设部评为首批“国家生态园林城市”。根据最新公开数据，截至 2015 年底，全市户籍人口 740.23 万人，常住人口 698.61 万人。

2016 年，南宁市实现地区生产总值 3,703.39 亿元，按可比价计算，较上年增长 7.0%，其中，第一产业增加值 400.67 亿元，较上年增长 3.9%；第二产业增加值 1,427.16 亿元，较上年增长 5.8%；第三产业增加值 1,875.57 亿元，较上年增长 8.5%，产业结构为 10.82：38.54：50.64，以第三产业为主。

土地出让方面，2016 年南宁市共有 61 宗地块出让，总成交金额为 262.82 亿元，较上年 214.72

亿元的成交总额增长 22.40%；土地出让平均楼面价为 3,310.00 元/平方米，较上年平均楼面价 2,896.75 元/平方米增长 14.27%；土地出让溢价率为 86%。

成交方面，2016 年南宁楼市成交量表现较好，商品房成交 13.61 万套，较上年增长 27.09%；成交面积 1,260.53 万平方米，较上年增长 24.71%。价格方面，2016 年南宁房价走势整体上扬，2016 年上半年，受一系列去库存政策影响，南宁楼市房价呈现稳步缓涨的态势，2016 年下半年，南宁土拍市场引爆，地价催涨房价，再加上地铁开通各种城建利好因素刺激，房价涨势较为明显。截至 2016 年底，南宁房价均价 8,021 元/平方米。

除此之外，南宁市为打造区域性国际化城市和广西首善之区，于 2013 年下发了《南宁市人民政府关于加快推进城中村改造的实施意见》（南府发[2013]3 号）和《南宁市人民政府关于印发南宁市集体土地征收与补偿安置办法的通知》（南府发[2013]10 号），文件指出城中村改造需以规划引导、市场动作、稳步推进为主；并坚持以市场化手段来推进城中村改造，为进一步创新城中村改造融资方式、拓宽融资途径，其中应积极吸引社会资金参与并以合作方式进行旧城改造。上述文件的下发一定程度的利好了当地房地产企业，为其参与城中村改造做好了政策铺垫。

总体看，目前南宁市作为广西壮族自治区的首府，经济发展良好，较广西地区内其他城市优势明显，人口吸附力较强，近两年成交量大幅上扬，南宁房地产市场较为活跃，2016 年在土地出让和商品房销售方面均有较大幅度的增长。南宁房地产市场良好的运行环境为公司发展提供了良好的外部环境。

五、公司管理

1. 治理结构

公司根据《中华人民共和国合资经营企业法》和其他有关法律法规的规定，由南宁市择优居房地产中介代理有限公司、南宁市荣和新城二十一世纪名人有限责任公司与伟丰国际集团有限公司三方共同出资建立了合资经营公司。公司建立了董事会、监事会的法人治理结构。公司设董事会，董事会由三名董事组成，三名董事由各方各选派一名担任，其中董事长由南宁市择优居房地产中介代理有限公司指定，副董事长由伟丰国际集团有限公司指定。公司不设监事会，设监事一名。监事任期为三年，由股东委派，期满后获连选可连任。监事行使检查公司财务，对董事、高级管理人员进行监督，对违反法律、行政法规及公司章程或者股东决议的董事、高级管理人员提出罢免建议等职权。

公司设总经理一名，副总经理若干人，正副总经理由董事会聘请。总理由南宁市择优居房地产中介代理有限公司推荐，副总经理由南宁市荣和新城二十一世纪名人有限责任公司推荐。公司经理主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议并接受董事会和监事的监督。

总体看，公司法人治理结构较完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在施工管理、财务管理、资金管理等方面建立了相应的内部控制制度。公司设有营销管理中心、财务管理中心、工程管理中心、审计部、总裁办、总务部、人力资源管理部、经营部、开发部、技术管理部、招标合约部、成本管理部、项目管理部、安全保卫部共计 14 个职能部门。

项目与工程管理方面，公司对工程施工单位采用招投标的方式，保证每个施工单位都是具有相

应资质并经国家建设主管部门认可注册的单位。在签订施工合同时，公司与施工单位约定详细的质量保证条款，并约定质量不符合要求时采取的措施。工程建设过程中，公司工程师会同监理单位对项目施工期间的质量、安全进行不定期抽查。每年公司会从施工质量、施工进度和安全措施等方面对施工单位进行评定并进行管理。

财务管理方面，公司根据国家相关会计制度，结合公司实际情况，制定了公司财务管理制度。该制度适用于公司总部，全资子公司、控股子公司参照执行，从公司内部财务管理的基础工作、流动性资产的管理、费用管理、营业收入、利润及利润分配的管理、资产减值准备计提与财务核销、会计档案管理及会计工作交接管理等几个方面对公司财务进行规范。

资金管理方面，公司以规范和强化资金计划管理和融资管理为目标，制定了资金管理制度。编制了公司年度、月度的资金计划，而且根据公司政策及需求，指导安排各项目贷款银行及楼盘按揭银行，并对合作银行进行系统化管理；公司同时统筹监控售房款收取工作，核对应收及已收房款明细表，确保资金及时入账。

子公司管理方面，根据自身经营管理需要，公司建立了三级管控制度，其中公司总部对所有重大经营决策进行审核批准，各地区公司（城市公司）为公司经营和管理的基层单位，负责区域内项目公司的日常管理和部分考核评价；各项目公司则对公司实际运营负责，确保各项目的顺利开发。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，财务制度严谨规范，对子公司和分支机构管理严格，整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司的主营业务为房地产开发与销售，并持有一定量的物业和酒店资源。2014~2016 年，公司营业收入规模波动增加，分别为 20.58 亿元、51.32 亿元和 44.23 亿元，复合增长率为 46.59%，主要系房地产开发业务收入波动增长所致；分别实现净利润 5.19 亿元、14.49 亿元和 10.87 亿元，年均复合增长率为 44.69%。2014~2016 年，公司主营业务收入分别为 20.25 亿元、51.00 亿元和 43.77 亿元，占营业收入的比重公司均在 99%左右，公司主营业务突出。

从公司主营业务收入的构成来看，2014~2016 年，房产销售收入分别为 18.90 亿元、49.34 亿元和 40.30 亿元，占主营业务比重分别为 93.31%、96.76%和 92.09%，是主营业务收入的主要来源。近三年，房产销售收入波动增长，复合增长率为 46.04%，主要系受公司项目开发周期的影响，公司房地产结转面积波动增长所致。

公司餐饮收入、物业管理收入、工程收入、贸易收入及其他占主营业务收入的比例较小。公司餐饮收入来自子公司南宁市邕江宾馆有限责任公司，包括邕江宾馆和康福特酒店两家酒店；2014~2016 年，随着公司酒店运营能力不断提升，公司酒店收入有所增长，分别为 0.72 亿元、0.77 亿元和 0.77 亿元。公司物业管理业务收入来自自持物业租金收入和物业管理费，近三年公司物业管理业务收入持续增长，年均复合增长率为 23.08%，2016 年为 0.83 亿元，主要系公司自持物业平均租金持续增长，2015 年受公司加大物业出租优惠力度影响，物业出租率增长，2016 年自持物业面积大幅增长所致，工程及贸易收入占比较小，对公司盈利能力影响不大。

表 6 2014~2016 年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

行业名称	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	18.90	93.31	55.59	49.34	96.76	48.27	40.30	92.09	45.99
物业管理	0.55	2.71	0.14	0.63	1.24	0.93	0.83	1.90	6.33
餐饮收入	0.72	3.56	63.57	0.77	1.50	66.72	0.77	1.75	60.54
工程收入	0.02	0.12	3.76	0.17	0.33	20.03	1.75	3.99	32.31
贸易收入	0.03	0.15	25.82	0.02	0.04	34.43	0.02	0.04	22.15
其他	0.03	0.14	87.77	0.07	0.12	88.07	0.10	0.23	86.32
合计	20.25	100.00	54.43	51.00	100.00	47.91	43.77	100.00	45.03

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2014~2016 年，公司综合毛利率持续下降，分别为 54.43%、47.91%和 45.03%，主要系房产销售毛利率持续下降所致。2014~2016 年，房产销售毛利率分别为 55.59%、48.27%和 45.99%，房产销售毛利率持续下降但仍处于较高水平，主要系公司荣和大地项目土地获取时间在 2002 年，山水绿城项目土地获取时间在 2000 年，土地均以协议方式转让，获取时间较早且成本较低，而其所处的区域发展迅速，地价增速较快，公司土地成本优势明显；毛利率持续下降主要系前期毛利率较高的荣和大地项目结转以及 2016 年公司加大销售力度，销售均价有所降低所致。公司酒店餐饮、物业管理等业务因收入规模较小，其毛利率对公司综合毛利率影响不大。公司酒店餐饮业务毛利相对较高，近三年都在 60%以上；物业管理业务毛利率较低，近三年持续上升但仍较低，主要系物业出租平均租金上升所致。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.91 亿元，净利润 2.20 亿元。

从公司的营业收入区域分布看来，公司作为南宁本土的品牌房地产企业，将继续推行以绿城南宁为中心，开拓柳州、桂林、玉林等地，并立足广西，面向全国的发展战略。2014 年，公司营业收入全部来源于南宁市；2015 年，公司开售柳州市区的项目，营业收入部分来源于柳州，仍以南宁为主；2016 年，随着柳州千千树项目与天誉项目销售的持续进行，柳州地区整体销售占比情况有所上升。近三年，公司整体营业收入区域分布情况如下表所示。

表 7 2014~2016 年公司营业收入区域分布占比情况（单位：%）

地区	2014 年	2015 年	2016 年
南宁市	100.00	89.03	73.24
柳州市	--	10.96	23.64
桂林市	--	--	3.09
北京市	--	0.01	0.03
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

注：北京市的收入为租金收入，主要系公司收购百年安达建材有限公司，获得百年安达办公楼并出租所致

总体看，公司主营业务突出，以房地产开发销售为主。房地产项目集中于广西，且以南宁为主，在南宁拥有较好的品牌知名度。受交房数量影响，近三年公司营业收入有较大波动；得益于较低的土地成本，公司近三年房产开发业务毛利率处于较高水平，公司整体经营状况良好。

2. 土地储备

从公司拿地策略看，由于公司多年来深耕广西地区，并在当地产生了较好的品牌效益，未来公司仍将围绕广西进行房地产项目土地储备，并以南宁地区为主，柳州、桂林为辅，但并不排除进入广西其余城市。公司会对拟进入城市人口问题、城市人口、当地房价以及当地经济发展等情况进行综合分析及判断，并决定是否进入该城市。从公司土地储备的具体执行情况来看，由公司土地扩展部对将要拍卖的土地进行信息获取，并与公司计划部、成本部、财务部和销售部等部门进行地块可行性研究，最后需由公司拿地决策会表决通过后再可获取相关土地。

从公司土地获取方式来看，1993年至2003年，公司大多以协议转让方式来获取土地；自2004年之后，公司获取土地形式有较大变化，土地储备大多通过“招、拍、挂”方式获得，并根据实际情况不排除收购、与其他公司合作开发等多种方式拿地，以减轻公司的资金压力，提升盈利水平。

截至2017年3月底，公司土地储备情况如表8所示。从土地储备的目标区域来看，公司目前房地产项目的开发区域主要定位于广西境内，其中公司在南宁地区的土地储备占比较高；在柳州、桂林地区也持有一定规模的土地储备，但两地房地产市场环境景气度较低，可能面临一定的市场风险。

获取土地方面，截至2017年3月底，公司共计获得土地17块，合计规划面积为376.54万平方米。近三年，公司共计获得土地三块，其中两块位于南宁，一块位于柳州，合计规划面积102.99万平方米。

土地成本方面，因公司于2000年至2002年在南宁市采用协议出让方式获取5宗土地，故土地成本极低，每块楼面地价均低于1,000元/平方米，成本优势极其明显，其规划建面合计42.69万平方米，占公司总规划建面13.24%；公司于2012年至2017年3月在南宁市新增6宗土地，楼面价位于2,000~3,500元/平方米之间，与周边土地价格对比看，公司近几年在南宁新增的6宗土地仍具有成本优势；同时，公司于2013年首次进入桂林市场，并于当年以招、拍、挂方式获取2宗土地，楼面地价均在1,500元/平方米左右；公司于2012年8月在柳州新获取的3宗土地，楼面价接近4,000元/平方米，土地成本较高。2015年公司在柳州获取1宗土地，楼面价2,041元/平方米，2016年在南宁获取2宗土地，楼面价楼面价2,200元/平方米左右，土地成本不高。

表8 截至2017年3月底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

序号	项目名称	项目所在地	土地取得时间	物业类型	获取方式	占地面积	规划建面	楼面地价	享有权益
1	荣和大地一组团五期	南宁	2002.12.31	商住	出让	1.91	7.00	100	99.09
2	荣和大地四组团	南宁	2002.12.31	住宅	出让	2.81	4.60	223	99.09
3	荣和大地三组团	南宁	2002.12.31	商住	出让	4.82	16.88	104	99.09
4	荣和大地52亩置换地	南宁	2013.1.30	商住	出让	3.52	12.31	104	99.09
5	邕江悦府	南宁	2012.1.11	住宅	招、拍、挂	2.81	5.69	2,141	99.82
6	山水绿城A组团	南宁	2000年	商住	出让	0.40	1.90	893	89.18
7	南宁千千树	南宁	2013.10.29	商住	出让	4.83	26.70	3,038	99.69
8	公园大道	南宁	2010.12.20	商住	招、拍、挂	8.06	42.58	3,488	99.09
9	荣和悦澜山	南宁	2015.6.30	商住	招、拍、挂	12.48	69.20	2,070	99.09
10	柳州天誉甲AB北	柳州	2012.8.20	商住	招、拍、挂	1.81	6.00	3,822	99.53
11	柳州天誉甲AB南	柳州	2012.8.20	商住	招、拍、挂	3.00	9.70	3,922	99.53
12	柳州天誉乙地块	柳州	2012.8.20	商住	招、拍、挂	5.59	18.18	3,908	99.53
13	桂林林溪府P70（投）	桂林	2013.6.23	商住	招、拍、挂	19.02	29.98	1,500	99.09

14	桂林林溪府 P71	桂林	2013.6.23	商住	招、拍、挂	12.97	22.83	1,530	99.09
15	柳州千千树	柳州	2015.12.30	商住	招、拍、挂	10.81	49.00	2,041	99.51
16	荣和公园里	南宁	2016.07.07	商住	招、拍、挂	7.97	26.58	2,249	99.55
17	沙井项目	南宁	2016.07.03	商住	招、拍、挂	8.03	27.41	2,234	99.55
按权益合计						110.84	376.54	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备规模较大，能够支撑公司未来一段时间的发展；但公司土地储备主要集中在南宁等城市，需持续关注该区域房地产市场波动对公司经营带来的影响。

3. 工程招标和原材料采购

在项目建设开发过程中，主要涉及主体建安工程、项目可行性研究、勘察设计、造价、监理、园林绿化、智能化等工程的招标以及门窗、电梯、空调、配电等设备以及精装修材料的采购等。公司招标采购部负责公司总包工程招标、大型设备招标、精装修材料招标等，招标均采用公开招投标方式进行。

(1) 工程招标

公司工程施工的合作方主要为中建一局、中建二局、中建三局、中建海峡、广西区五建；设计单位主要有中国建筑科学研究院、深圳清华苑建筑设计有限公司、深圳华森建筑设计院等；园林建设的合作单位主要有深圳高山水园林设计有限公司、珠海园海绿化工程有限公司等。

结算方面，公司工程款支付一般采用按月按进度付款，在各个节点（如底板、地下室、正负零、封顶）完成时一般支付该部分工程款的 85%左右，验收完成后一般支付 95%左右，余下 5%为工程质量保证金。

施工质量方面，公司与建筑施工单位、监理单位三方共同对供货商进行考察，监督施工单位通过招投标方式确定。公司工程管理部对各项目进行定期和不定期检查，同时，公司也聘请第三方监督机构对项目进行抽查，检查项目施工过程是否有遗漏、是否严格执行施工方案，并对施工过程中出现的问题及时提出修改意见。

(2) 材料采购

公司材料供应分为甲供和乙供两类。公司甲供材料主要为特殊材料及特种设备。甲供材料采购方面，公司统一编制集中采购。公司建立了严格的供应商管理体系包括了供应商筛选、审查等环节。公司与战略采购供应商签订战略合作协议。每年公司对供应商进行考评，并向供应商进行反馈，对不合格的供应商予以淘汰。公司材料款结算方式在合同中约定，根据不同品种按照具体合同约定执行。在乙供材料方面，公司与总包方签订原材料采购框架协议，一方面，对部分原材料及设备规定相关品牌、规格、型号、厂家、价格等；另一方面，对部分原材料（如：钢材、混凝土等）按市场价格进行浮动计价调整。为保证总包方原材料采购质量，公司相关部门会定期、不定期进入项目现场，对相关原材料进行抽查，并检测相关设备运行情况。

公司严格控制原材料采购货源并在材料进场前进行逐批验收，以确保工程质量。公司会根据材料供应期间的价格变动情况于结算期末调整建造合同造价金额。

大型设备方面（如电梯、空调等），公司一般预付当批次货款的 25%，并要求供应商提供预付款保函，供应商发货前预付该批次货款的 65%，安装调试完成后支付该批次货款的 90%，验收合格后支付 100%，并要求供应商提供该批次货款金额 5%的保函作为质量保证金，质保期一般为 2 年。精装修材料方面（如洁具、厨电等），公司一般预付 10%的货款，货到现场后支付 70%~80%，验收合

格后支付 90%左右，余下 5%~10%左右做质量保证金。

采购的材料主要为电梯、中央空调、入户门、洁具、瓷砖、电线电缆等，供应商为通力电梯有限公司、西子奥的斯电梯有限公司、广西燕之风建材有限公司、广西恒源空调工程有限公司、宝胜科技创新股份有限公司，以上均为长期战略合作单位，采购额占比在 80%左右。

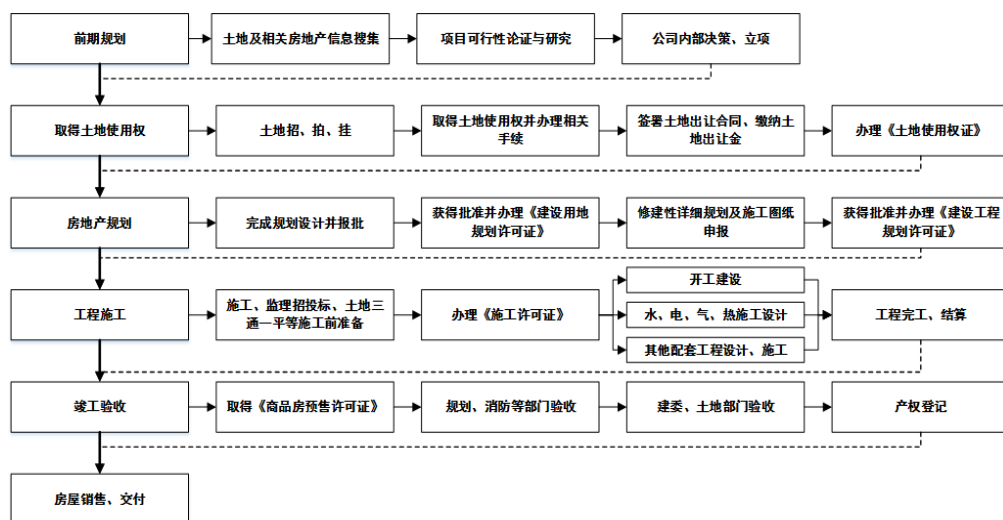
总体看，公司招标施工单位主要为中国建筑工程总公司下属企业，公司与其建立了长期合作伙伴关系；公司材料采购大部分由公司安排采购，在乙供材料方面，公司对其原材料采购内容等在合同中进行约束，并对其采购原材料进行定期检查，以保证房地产项目施工质量。

4. 房地产开发建设

(1) 项目建设开发

公司从事房地产开发业务的主要模式为：前期规划、研究立项、独立开发、办理《土地规划许可证》和《施工许可证》，并通过招投标由专业建筑工程公司进行开发建设，与建设方签订建造合同。少部分项目采用合作开发模式，即通过收购项目公司股权方式进行项目开发。公司房地产开发的主要资金来源为开发贷款和预收款。

图 7 公司典型的房地产开发流程



资料来源：公司提供

从项目的开工计划来看，公司房地产开工计划是按照年初制定的销售计划来安排，以配合销售目标的实现。当可售房源的规模较大时，公司会考虑资金成本等因素，对少数项目采取施工暂时放缓的措施，以利公司资源的合理使用。根据公司提供的已开发完成项目统计，公司从获得土地到实现预售平均时间约为 9~12 个月；开发项目从开始建设到竣工的平均时间约为 24 个月左右。

公司土地开发的项目主要为普通住宅，近年来，客户群体定位为刚需及改善人群。2014~2016 年，公司新开工面积呈波动下降趋势，分别为 64.02 万平方米、69.68 万平方米和 61.29 万平方米；2016 年，公司新开工面积较 2015 年有所下降，主要系 2016 年公司响应国家去库存号召，增加了去库存力度，新开工项目较少所致。2014~2016 年，公司竣工面积也波动下降，分别为 31.14 万平方米、66.77 万平方米和 25.04 万平方米；2015 年，公司竣工面积较上年大幅增长 114.42%，主要系公司 2013 年开发的公园悦府、邕江悦府、山水绿城 A 组团以及 2014 年开发的公园墅在 2015 年部分竣工所致；2016 年，公司竣工面积较上年减少 62.50%，主要系 2015 年新开工项目悦澜山、公园大道和柳州千

千树，2016 年尚未达到竣工条件所致。截至 2017 年 3 月底，公司在建面积为 220.99 万平方米。

表9 2014~2017年3月公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
当期新开工面积	64.02	69.68	61.29	21.74
期末在建面积	161.42	164.33	200.32	220.99
当期竣工面积	31.14	66.77	25.04	1.07

资料来源：公司提供

从在建项目来看，截至 2017 年 3 月底，公司在建项目除柳州天誉、柳州千千树和桂林林溪府之外，其余全部集中在南宁市；公司在建项目计划总建筑面积 487.19 万平方米，总可售面积 436.76 万平方米。截至 2017 年 3 月底，已竣工面积为 115.49 万平方米。

表 10 截至 2017 年 3 月底公司在建地产项目基本情况（单位：万平方米）

序号	项目名称	总建筑面积	可售面积	开工时间	工程进度	已竣工面积
1	大地三组团二三期	13.43	13.06	2014.05.25	在建	--
2	大地一组团三四期	20.94	17.57	2012.06.01	在建	20.94
3	公园大道	42.56	38.96	2015.11.30	在建	--
4	山水绿城 B2 组团	30.04	28.70	2011.03.01	在建	30.04
5	山水绿城 A 组团	36.27	33.11	2013.07.01	在建	34.03
6	悦澜山	77.30	68.88	2015.08.21	在建	--
7	南宁千千树	48.79	39.09	2014.10.30	在建	12.12
8	柳州天誉	54.21	49.35	2013.04	在建	14.23
9	柳州千千树	48.84	43.63	2015.12.11	在建	--
10	桂林林溪府	56.68	55.40	2014.09	在建	--
11	公园里(41 地块)	28.95	24.43	2016.09	在建	--
12	沙井(40 地块)	29.18	24.58	2017.01	在建	--
合计		487.19	436.76	--	--	115.49

资料来源：公司提供

注：总建筑面积包括规划建面和地下室等

截至 2017 年 3 月底，公司在建项目投资情况如下表所示。公司在建工程预计总投资 321.32 亿元，已完成投资 164.86 亿元，未来尚需投资 156.46 亿元。公司在建项目尚需投资规模较大，面临一定的资金压力。

表 11 截至 2017 年 3 月底公司在建项目投资情况（单位：亿元）

序号	项目	计划总投资额	已完成投资额	尚需投资额
1	荣和大地三组团二三期	10.71	1.87	8.84
2	荣和大地一组团三四期	15.61	14.97	0.64
3	南宁公园大道	37.00	19.88	17.12
4	山水绿城 B2 组团	10.00	9.60	0.40
5	山水绿城 A 组团	17.71	12.65	5.06
6	南宁悦澜山	45.13	22.75	22.38
7	南宁千千树	28.64	17.73	10.91
8	柳州天誉	55.71	28.11	27.60

9	柳州千千树	36.62	13.86	22.76
10	桂林林溪府	37.81	14.23	23.58
11	荣和公园里（41 地块）	13.19	4.57	8.62
12	沙井（40 地块）	13.19	4.64	8.55
合计		321.32	164.86	156.46

资料来源：公司提供

（2）项目成本构成

从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本、前期工程费用（设计费、报批报建费用、三通一平）、建安工程费用（建筑费）和基础设施费用，其中土地成本和建安工程费用占比较高，近三年两者之和占公司住宅类房地产总成本 70%以上。2014~2016 年，土地成本占比波动增加，主要系后期取得土地成本增加所致。2014~2016 年，建安工程费用占比波动增加；2015 年建安工程费用占比为 59.87%，较上年上升 17.08 个百分点，主要系公司 2015 年开发的公园悦府项目为精装住宅，公园墅项目为别墅，单方造价较普通住宅项目高所致。2017 年 1~3 月，公司房地产项目成本合计为 4.50 亿元，占上年全年成本的比例为 11.91%，占比较小。建安费用的支付通常根据项目工程进度而定，竣工验收前对施工方按月进度支付已完工程造价的 85%，竣工验收合格后付至最终结算总价款的 95%，其余 5%作为项目质保金，一般质保期限为 2 年。

表 12 2014~2017 年 3 月公司房地产成本构成情况（单位：亿元、%）

项目		2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~3 月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
开发建设成本	土地成本	2.35	28.01	5.17	20.20	14.04	37.17	--	--
	前期工程	0.29	3.46	1.12	4.38	1.30	3.44	0.22	4.89
	建安工程	3.59	42.79	15.32	59.87	18.73	49.59	3.45	76.67
	基础设施	1.66	19.79	1.70	6.64	1.04	2.75	0.29	6.44
	配套设施	0.02	0.24	0.45	1.76	0.32	0.85	0.02	0.44
	开发间接费	0.17	2.03	0.42	1.64	0.52	1.38	0.02	0.44
经营期利息		0.31	3.69	1.41	5.51	1.82	4.82	0.50	11.11
成本合计		8.39	100.00	25.59	100.00	37.77	100.00	4.50	100.00

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目较多，面积较大，尚需投资规模较大，未来仍有一定的资金需求；成本结构中，土地与建安成本占比较大，但由于土地获取时间较早，总体成本较低。公司在建项目主要集中在广西境内，存在一定的地域集中风险。

5. 房产销售情况

公司所建项目全部为住宅物业（含少部分配套商铺），且注重开发项目品质，所在楼盘生活配套较为齐全，大部分涵盖会客厅、室外游泳池、健身设施、花园景观等，较齐全的社区配套和较好的社区环境为公司房产销售奠定了一定基础。

公司住宅产品类型多样，包括多层、高层住宅、大平层及别墅等，主要目标客户广泛，包含改善型客户、刚需客户以及高档住宅需求用户。公司以对客户的需求调研成果、区域市场未来 2~3 年的竞争形势与供货结构研究结果作为项目整体销售规划和设计的重要参考资料；公司对所开发的项目采用期房预售与现房销售相结合的销售方式。当公司开发项目达到政府规定的预售条件时，公司

及时办理《商品房预售许可证》，公司目前以商品房交付给客户的时点为收入确定条件。

从销售方式来看，公司房地产开发的销售模式采取以自建销售团队和委托第三方房地产代理公司销售相结合的方式。公司从事房地产经营多年，对项目所在地区房地产行业市场和客户需求、客户购买力等较为了解。一方面，对于改善型高端住宅，公司采用自有销售团队方式销售，公司销售团队从获取土地前的项目定位、规划设计、潜在购买群体定位等各方面参与项目规划，增强项目规划设计与现实的契合度。因此，可有效实施销售计划；另一方面，对于刚需项目或每月销售目标较高项目，为了扩大有效客户群，公司一般会与其他销售专业机构联合销售。在结算方面，公司通常向第三方房地产经纪公司支付占销售收入一定比例的佣金来作为其销售费用。

销售计划方面，为了能够实现房屋的快速销售，以及资金的及时回笼，公司会根据各地区实际情况和之前年度销售情况制定年度销售计划，并分解至季度和月度，落实到各个项目公司，由项目公司营销部门负责执行销售计划，公司营销管理部负责计划的制定、销售监督、业绩考核和人员激励，并定期与销售团队召开销售会议，协调销售进度，解决遇到的问题。公司高效严密的计划和考核体系保证了房款回笼的速度。

销售价格方面，公司房地产项目的定价模式为：针对房地产市场竞争环境，采用竞争导向定价模式，以竞争者的价格为基础，根据竞争双方的力量、综合价值判断等情况，制定较竞争者价格为低、高或相同的价格。由于公司深耕广西多年，有较好品牌效益，加之其楼盘绿化较好，物业服务质量较高，在一些改善型楼盘方面，公司楼盘销售价格通常比周围楼盘高出 10% 左右。

近三年，公司签约销售面积波动增长，签约销售金额持续增长。受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，2015 年签约销售面积和签约销售金额分别为 40.71 万平方米和 44.26 亿元，分别较上年下降 0.54% 和增长 5.66%，变化不大；2016 年公司签约销售面积和签约销售金额分别为 82.65 万平方米和 82.65 亿元，分别较上年增长 103.02% 和 86.74%。近三年，公司签约销售均价波动减少，分别为 10,235 元/平方米、10,872 元/平方米和 10,000 元/平方米，2015 年签约销售均价较上年增长 6.22%，主要系 2015 年全国楼市价格保持平稳回升态势所致；2016 年签约销售均价较上年下降 8.02%，主要系 2016 年公司加大去库存力度所致。

项目结转方面，受公司项目开发周期的影响，公司房地产结转面积波动增长。2015 年公司结转面积为 55.41 万平方米，结转收入 49.34 亿元，分别较上年增长了 157.24% 和 161.06%，主要系公司 2013 年开发的公园悦府、邕江悦府、山水绿城 A 组团以及 2014 年开发的公园墅均在 2015 年竣工所致。2016 年公司结转面积为 37.18 万平方米，结转收入 40.30 亿元，分别较上年减少 32.90% 和 18.32%，主要系 2016 年竣工项目较少所致。

表 13 2014~2017 年 3 月公司销售概况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
签约销售面积	40.93	40.71	82.65	18.53
签约销售金额	41.89	44.26	82.65	18.53
签约销售均价	10,235	10,872	10,000	10,000
结转收入面积	21.54	55.41	37.18	7.84
结转收入	18.90	49.34	40.30	8.35

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司在售项目如下表所示；公司在售项目规模较大，其中，住宅可售面积 309.15 万平方米，已销售面积 186.31 万平方米，公司整体销售进度尚可。公司在售项目中在售面积较大的为悦澜山、公园大道、桂林林溪府和柳州天誉。

悦澜山项目位于南宁市长虹路，紧邻南宁市药业植物园与南宁市高铁站，生态环境与项目位置较好，项目定位为刚需住房；于 2015 年 10 月开盘销售，销售均价为 8,000 元/平米；公司现以自销为主，截至 2017 年 3 月底，该项目已售 29.47 万平方米，去化率为 52.02%，去化情况较好。

公园大道项目位于南宁青秀凤凰岭路，项目定位为改善型住房；于 2015 年 12 月开盘销售，销售均价为 13,464 元/平米；该项目销售以自销为主，截至 2017 年 3 月底，该项目已售 11.46 万平方米，去化率为 35.75%，去化情况一般，主要系项目定价较高所致。

桂林林溪府项目位于桂林市秀峰区，项目以改善性住房为主，分期开售；销售均价为 7,100 元/平米，项目于 2015 年 11 月底开售；截至 2017 年 3 月底，项目已售 13.17 万平方米，去化率达 32.47%，去化情况一般。

柳州天誉项目位于柳州市柳北区，项目以改善性精装住房为主，分期开售，销售均价为 15,000 元/平米（该项目售价较高主要系学区以及区位优势较为明显所致），项目于 2013 年 5 月开售。截至 2017 年 3 月底，该项目已售 24.69 万平方米，整体去化率达 61.33%，整体去化情况较好。

表14 截至2017年3月底公司在售项目情况（单位：万平方米、%）

项目名称	计容可售面积	在售面积	剩余可售面积	已销售面积	销售进度
千千树	30.15	1.83	0.57	27.75	92.04
悦澜山	56.65	20.95	6.23	29.47	52.02
公园悦府（精装）	20.90	1.43	--	19.47	93.15
公园墅（别墅）	6.34	2.53	--	3.81	60.09
公园尊府（大平层）	9.07	4.07	--	5.00	55.13
公园大道	32.06	20.60	--	11.46	35.75
柳州千千树	37.23	9.70	9.16	18.37	49.34
邕江悦府	7.86	1.75	--	6.11	77.74
山水绿城A组团	28.07	1.06	--	27.01	96.22
柳州天誉	40.26	7.29	8.28	24.69	61.33
桂林林溪府	40.56	9.50	17.89	13.17	32.47
项目住宅小计	309.15	80.71	42.13	186.31	60.26

资料来源：公司提供

注：销售进度=截至 2017 年 3 月底已销售面积/计容可售面积；剩余可售面积为已开发但未取得销售许可证面积。

总体看，公司销售模式成熟，近三年签约销售金额持续增长；2016 年，公司加大去库存力度，销售面积大幅增长；但是公司部分项目体量较大，未来仍存在一定的去化压力。

6. 投资性房地产及房屋租赁

截至 2016 年底，公司投资性房地产主要由荣和山水美地、荣和大地、中央公园以及荣和山水绿城的商业楼、商铺和商业中心等组成。公司近三年投资性房地产明细如下表所示，截至 2015 年底，公司投资性房地产公允价值 12.19 亿元，较上年底大幅增长 288.21%，主要系公司新增荣和山水美地一组团办公楼和商业综合楼、中央公园商业中心、荣和大地商业中心、MOCO 商铺、山水绿城 B1 组团商业中心等物业以及过去持有的房地产增值所致。截至 2016 年底，投资性房地产公允价值 12.23 亿元，较上年底变化不大。

表 15 近三年公司投资性房地产明细情况（单位：平方米、亿元）

项目	建筑面积	2014 年	2015 年	2016 年
		公允价值	公允价值	公允价值
荣和山水美地	荣和山水美地一组团办公楼	6,322.96	--	0.87
	荣和山水美地一组团商业综合楼	10,450.89	--	1.57
	荣和山水美地 2 组团综合楼	2,278.77	0.17	0.22
	荣和山水美地一组团饮食中心	2,378.04	0.34	0.38
	荣和山水美地一组团商业中心	4,604.17	0.54	0.61
	荣和山水美地一组团商铺	2,106.00	0.34	0.36
	荣和山水美地六组团 1 号商铺	53.36	0.01	0.01
	荣和山水美地四组团商铺	5,486.16	0.85	1.12
中央公园	中央公园商铺	3,019.08	0.89	0.86
	中央公园商业中心	1,069.58	--	0.32
荣和大地商业中心		12,415.67	--	1.92
MOCO 商铺		6,320.51	--	1.65
兴宁区明秀东路荣和山水绿城 B1 组团商业中心/ 商铺		6,438.61	--	2.29
合计		62,943.80	3.14	12.19

资料来源：公司提供

公司近三年自持物业收入情况如下表所示。公司自持物业主要为各小区的商业配套，公司租赁业务收入主要来自于自持物业的对外出租。2014~2016 年，公司租赁收入持续增长，年复合增长率为 21.50%；但由于租赁收入较少，在公司营业收入中的比重偏小。

2014~2016 年，公司自持物业面积波动增长；截至 2015 年底，公司可出租面积为 4.13 万平方米，较上年底减少 7.61%，主要系 2015 年公司商铺销售量增加所致；截至 2016 年底，公司可出租面积为 13.72 万平方米，较上年底增长 229.78%，主要系山水绿城 A 组团、山水绿城 B2 组团及柳州天誉一期交付，可出租物业大幅增长所致。2014~2016 年，公司自持物业出租率波动下降；截至 2016 年底，出租率为 52.37%，较上年下降 22.63 个百分点，主要系 2016 年公司物业出租政策有所调整，且新增可出租面积大幅增加所致；2015 年，出租率为 75.00%，较上年上升 3.00 个百分点，主要系 2015 年公司给予物业出租一定的优惠条件所致。2014~2016 年，自持物业平均租金为持续增长；2016 年，平均租金为 5.16 元/天/平米，较上年增长 58.77%，主要系已出租物业的租赁合同约定租金每年按一定比例上涨，且新增物业平均租金提高所致。

表 16 2014~2016 年公司自持物业收入及租金情况（单位：万平方米、%、元/天/平米、亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
可出租面积	4.47	4.13	13.72
出租率	72.00	75.00	52.37
平均租金水平	3.02	3.25	5.16
租金收取率	100.00	98.00	93.48
租赁收入	0.21	0.25	0.31

资料来源：公司提供

总体看，公司自持物业收入占公司营业收入比重较小；公司自持物业出租率近三年波动下降，出租情况一般，随着未来交付小区的入住率上升，出租率预计有望得到改善。

7. 酒店运营

公司拥有酒店共两家，为邕江宾馆和康福特酒店。

公司子公司南宁市邕江宾馆有限责任公司负责邕江宾馆的运营。邕江宾馆坐落于南宁市繁华商业区中间地带，是南宁市唯一一家拥有江景客房的酒店；总面积 3.90 万平方米，拥有各类客房 350 间，同时包含餐饮、会展和娱乐等多种配套设施。近三年邕江宾馆平均房价为 350 元/天左右，入住率波动上升，2016 年入住率为 72.50%；2017 年 1~3 月，邕江宾馆运营稳定，平均房价 365.68 元/天，入住率为 70.76%。

子公司南宁市邕江宾馆有限责任公司 2016 年 1 月出资设立桂林康福特酒店管理有限公司，由其负责康福特酒店的日常运营。康福特酒店位于桂林市秀峰区琴潭道，处于行政办公商业区，地理位置较好；酒店性质为公寓式酒店，共有客房 138 间，同时包含游泳池、健身房等多种配套设施。康福特酒店于 2016 年 7 月 1 日正式开始运营，2016 年入住率为 68.00%，平均房价为 147.00 元/天；2017 年 1~3 月，康福特酒店平均房价为 172.00 元/天；入住率为 48.00%。

表 17 2014~2017 年 3 月公司酒店运营情况（单位：%、元/天）

酒店名称	年份	入住率	平均房价
邕江宾馆	2014 年	65.97	342.58
	2015 年	73.08	345.01
	2016 年	72.50	353.00
	2017 年 1~3 月	70.76	365.68
康福特酒店	2016 年	68.00	147.00
	2017 年 1~3 月	48.00	172.00

资料来源：公司提供

邕江宾馆位于南宁核心地区，酒店周边配套设施优势明显，依托中山路夜市，邕江宾馆附近人流量较大；康福特酒店位于桂林市行政办公商业区，距离桂林火车站、正阳步行街、象鼻山仅 10 分钟车程，紧邻芦笛岩、刘三姐景观园、西山公园等景区，地理优势较为明显。因南宁市和桂林市均为旅游重点城市，公司酒店业务受旅游淡旺季和商业活动影响较大。

2014~2016 年，公司分别实现酒店业务收入持续增加，分别为 0.72 亿元、0.72 亿元和 0.77 亿元。

总体看，邕江宾馆和康福特酒店地理优势明显，配套设施较好，同时运营情况也受旅游淡旺季和商业活动影响较大。

8. 经营效率

公司属于房地产行业，存货规模较大，导致存货周转率较低。受楼盘交付周期的影响，2016 年，公司存货周转率、总资产周转率分别为 0.20 次和 0.24 次，较上年的 0.26 次和 0.34 次均有所下降。

总体看，公司经营效率一般。

9. 经营关注

公司所处行业易受宏观政策影响

公司主营业务收入主要来自于住宅地产开发和销售，受宏观经济影响较大。公司主营业务与国民经济的景气度关联性较强。现阶段国内经济形势面临较多不确定因素。如果未来国内经济增势放缓或宏观经济出现周期性波动，将直接影响居民可支配收入，进而影响居民购房的消费信心；如果公司未能对其有合理的预期并相应调整经营行为，则可能对公司的整体业绩和盈利能力产生不利影

响。

公司土地储备相对集中、桂林柳州等地房产去化情况需特别关注

公司房地产业务在地域分布上相对集中。同时，公司土地储备主要集中在广西境内，其中大部分位于南宁地区，虽然南宁目前其经济发展较好，房地产市场情况稳定，风险较小，但仍须密切关注后续政策等因素对其房地产市场的影响。同时对于桂林、柳州房产库存去化情况也需密切关注。

公司未来资金需求较大

公司在建及拟建项目未来三年需要投入较大规模的资金，对公司资金流形成一定压力，需要关注由此带来的经营和财务风险。

10. 未来发展

未来，基于对我国宏观经济走向、房地产行业未来发展等外部环境的分析与展望，公司结合目前自身实际情况，制定了一些新的发展规划。

目标规划方面，公司正努力成为销售上百亿级房企，战略定位方面，公司立足广西，不进入经济发展较差城市，同时适时储备土地，并继续打造荣和品牌，追求品质卓越的产品。

公司在未来获取土地方面会有所变化，根据南宁市政府下发的《南宁市人民政府关于加快推进城中村改造的实施意见》（南府发[2013]3 号）和《南宁市人民政府关于印发南宁市集体土地征收与补偿安置办法的通知》（南府发[2013]10 号），公司未来拟积极参与南宁旧城改造项目，目前已与政府签订合作协议的共有 3 个项目，占地面积 2,606 亩。主要包括江南五一西路改造、明秀东路鸡村改造以及北湖皂角项目改造，改造完成后会荣和将以投资人身份参与该地块土地的后续竞拍并以此作为土地储备进行房产开发。公司未来城中村改造情况如下表如示。如若成功参与并获得以下地块开发权利，公司将新增 655.10 万平方米建筑面积作为公司储备。项目预计将于 2017 年 10 月至 2019 年 3 月密集开工，预计资金投入总量 295 亿元，并预计于 2023 年底至 2024 年完工。

表 18 公司未来拟进行城中村改造基本情况（单位：亩、万平方米、亿元）

项目名称	项目性质（棚户区改造等）	占地面积	总建筑面积	截至 2017 年 3 月底政府回购面积	截至 2017 年 3 月底政府回购金额	预计总投资	截至 2017 年 3 月底已完成投资额	开工时间	预计完工时间
鸡村一三七八队改造项目	城中村改造	800	213.00	0	0	102.00	0.07	2018 年 4 月	2024 年 12 月
鸡村三九队改造项目	城中村改造	640	170.00	0	0	79.00	0	2018 年 4 月	2024 年 12 月
江南五一一路项目	城中村改造	683	159.40	0	0	67.00	0.87	2017 年 10 月	2023 年 12 月
北湖皂角村项目	城中村改造	483	112.70	0	0	47.00	0	2018 年 3 月	2024 年 12 月
总计	--	2,606	655.10	--	--	295.00	0.94	--	--

资料来源：公司提供

注：开工时间为土地交付后进场施工时间；截至 2017 年 3 月底已完成投资额为公司支付的土地熟化资金。

目前公司准备以投资人身份，并预计以投入资金和技术方式积极参与城中村改造，以帮助企业获取优先取得该地块机会。目前三个城中村项目位于城市的核心地段，人气足商业氛围浓，成功布局这些地块将更好帮助荣和提升抗市场风险能力。但未来因城中村改造而所需资金情况需要持续关

注，并且城中村改造项目可能受到政府城中村政策、规划调整，以及拆迁进度等因素的影响，存在复杂性和不可控性。

总体看，公司未来发展战略较为清晰，能够有效的支持公司可持续发展。公司未来营业收入将有所提高，盈利空间较大，发展前景较好。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年度合并财务报表，已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见，公司提供的 2017 年一季度财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部 2006 年颁布的《企业会计准则》以及后续修订的会计准则及相关规定编制。

合并范围方面，2015 年公司新纳入合并范围的子公司 2 家；2016 年新纳入子公司 3 家，移出 1 家。公司新纳入及移出子公司规模不大，合并范围变化较小，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 202.29 亿元，负债合计 127.18 亿元，所有者权益 75.12 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 72.01 亿元。2016 年，公司实现营业收入 44.23 亿元，净利润 10.87 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 10.78 亿元；经营活动现金流量净额为 33.06 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.99 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 214.23 亿元，负债合计 136.77 亿元，所有者权益 77.46 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 74.21 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.91 亿元，净利润 2.20 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.18 亿元；经营活动现金流量净额为 12.48 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.10 亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长率为 22.24%。截至 2016 年底，公司资产规模为 202.29 亿元，较上年底增长 19.55%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占 85.80%，非流动资产占 14.20%，资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业特征。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长率为 19.71%。截至 2016 年底，公司流动资产 173.58 亿元，较上年底增长 24.34%，主要系货币资金和存货大幅增加所致。截至 2016 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 22.16%）和存货（占 71.66%）构成。

2014~2016 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长率为 50.55%。截至 2016 年底，公司货币资金 38.47 亿元，较上年底增长 99.49%，主要系公司 2016 年预收款项大幅增加所致。截至 2016 年底，公司货币资金主要由银行存款（占 85.68%）和其他货币资金构成（占 13.75%），公司货币资金中受限金额为 5.20 亿元，占公司货币资金总量较小，受限比例较低。

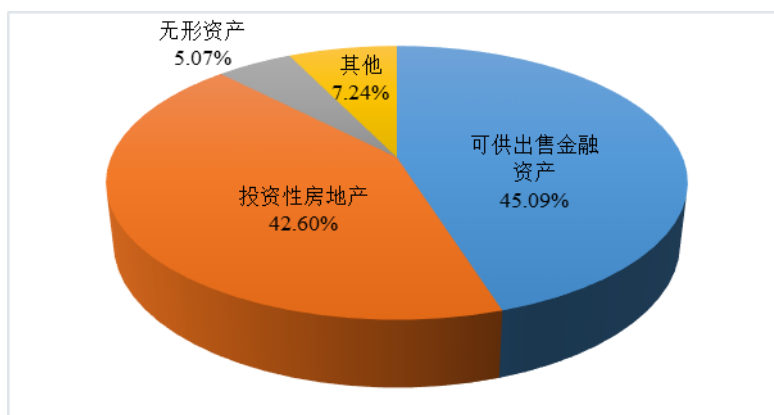
2014~2016 年，随着公司在建项目持续推进，公司存货持续增长，年均复合增长率为 17.01%。截至 2016 年底，公司存货账面价值为 124.39 亿元，较上年底增长 11.26%，主要系在建项目持续投入所致；公司存货主要由开发成本（占 92.11%）和开发产品（占 7.42%）构成。公司存货的开发成本主要为在建及拟建各类住宅以及配套项目，开发产品主要为已建成的待售项目。截至 2016 年底，由于公司存货中的各项指标均等于或低于可变现净值，未对其计提存货跌价准备。截至 2016 年底，公司受限存货账面价值为 65.37 亿元（占存货余额的 52.53%），存货受限比例较高。公司存货规模较大，土

地储备和在售物业全部集中于南宁、桂林、柳州等城市。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长率为 41.90%。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 28.72 亿元，较上年底下降 3.02%，变化不大。截至 2016 年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 45.09%）、投资性房地产（占 42.60%）和无形资产（占 5.07%）构成。

图 8 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司可供出售金融资产主要由公司对中国民生投资股份有限公司和广西北部湾银行股份有限公司等公司的投资构成。2014~2016 年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长率为 33.73%，主要系公司加大对外投资力度所致。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 13.95 亿元，较上年底增长 92.65%，主要系公司 2015 年分别对中国民生投资股份有限公司、中民嘉业投资有限公司和广西北部湾银行股份有限公司追加了 5.00 亿元、1.00 亿元和 0.71 亿元投资所致；截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 12.95 亿元，较上年底减少 7.17%，主要系公司缩减对中民嘉业投资有限公司投资所致。

表 19 截至 2016 年底公司可供出售金融资产明细（单位：万元、%）

被投资单位	账面余额	在被投资单位持股比例
广西北部湾银行股份有限公司	29,207.60	4.19
南宁青鸟荣和教育投资有限责任公司	260.00	50.00
中国民生投资股份有限公司	100,000.00	2.00
广西桂冠电力股份有限公司	14.53	0.00
合计	129,482.13	--

资料来源：公司审计报告

注：南宁青鸟荣和教育投资有限责任公司由北京北大教育投资有限公司和广西荣和企业集团有限责任公司各出资 260.00 万元，分别持有 50.00% 股权，由北京北大教育投资有限公司负责经营管理，故公司采用成本法核算。

公司投资性房地产主要为荣和山水美地、荣和大地、中央公园以及荣和山水绿城的商业楼、商铺和商业中心等，主要用于出租以收取租金。2014~2016 年，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长率为 97.42%。截至 2015 年底，公司投资性房地产账面价值 12.19 亿元，较上年底增长 288.51%，主要系公司因原开发产品以及固定资产使用性质变更，2015 年新增 5 处投资性房地产所致；截至 2016 年底，公司投资性房地产账面价值为 12.23 亿元，较上年底变化不大。公司投资性房地产按公允价值计量。公司主要投资性房地产均位于南宁市，若南宁市房地产市场受政策影响或宏观调控影响发

生波动，公司投资性房地产公允价值可能发生变动。截至 2016 年底，公司投资性房地产受限金额为 0.43 亿元，占公司投资性房地产账面价值的 3.50%，受限比例较小。

2014~2016 年，公司无形资产变化不大；截至 2016 年底，公司无形资产 1.46 亿元，主要为土地使用权（占 99.66%）。

截至 2017 年 3 月底，公司资产合计 214.23 亿元，较年初增长 5.87%；其中流动资产 174.04 亿元（占 81.24%），较上年底变化不大；非流动资产 40.19 亿元（占 18.76%），较上年底增长 39.96%，主要系长期股权投资大幅增长所致。截至 2017 年 3 月底，公司长期股权投资 10.15 亿元，较年初的 0.15 亿元大幅增长，主要系公司入股特华投资控股有限公司（主要业务为金融投资），出资 29.70 亿元，持有股份 13.31%，首期出资 10.00 亿元所致。总体看，公司资产结构变化不大。

总体看，近年来公司资产规模增有所增长，流动性资产中存货占比较大，且受限比例较高，资产流动性一般。

3. 负债及所有者权益

2014~2016 年，随着公司经营规模的扩大以及投资需求的增加，公司负债规模不断增长，年均复合增长率为 18.51%。截至 2016 年底，公司负债总额 127.18 亿元，较上年底增长 20.76%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占 71.91%，非流动负债占 28.09%，公司负债仍以流动负债为主。

流动负债

2014~2016 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长率为 24.51%。截至 2016 年底，公司流动负债合计 91.45 亿元，较上年底增长 39.67%，主要系预收款项大幅增长所致。截至 2016 年底，公司流动负债由预收款项（占 82.82%）和一年内到期的非流动负债（占 8.66%）构成。

公司预收款项主要为预收购房款（占 99.83%）。2014~2016 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长率为 25.73%。截至 2015 年底，公司预收款项 39.97 亿元，较上年底下降 16.57%，主要系公司控制开发节奏，预售项目有所减少所致。截至 2016 年底，公司预收款项 75.74 亿元，较上年底增长 89.49%，主要系公司提高开发节奏，达到预售标准的项目较多所致。从账龄上看，公司预售中项目较多，不同项目竣工时间有所差异，截至 2016 年底，公司账龄超过 1 年的重要预收款项为 0.34 亿元，占公司预收款项总额 0.45%，占比较小。2014~2016 年，公司预收购房款明细如下表所示。公司预收款项规模较大，但预收款项大部分将在结算条件满足时结转为营业收入，对未来结转收入提供一定的保障。

表 20 2014~2016 年底公司预收购房款明细（单位：万元）

项目名称	2014年底	2015年底	2016年底
山水绿城	187,776.99	12,460.43	189.52
荣和大地	129,873.04	75,229.88	590.55
公园大道	--	1,606.81	93,397.40
MOCO社区	23.21	8.42	5.82
柳州千千树	--	--	96,529.06
邕江悦府	5,866.94	403.92	37.32
荣和千千树	28,817.01	123,554.15	155,364.76
荣和悦澜山	--	22,440.34	193,478.32
荣和天誉	123,939.40	154,848.68	155,016.77
荣和林溪府	--	7,756.75	61,471.65
合计	476,296.59	398,309.38	756,081.18

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司无一年内到期的非流动负债；截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 16.48 亿元，主要系长期借款到期结转所致。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债总额 7.92 亿元。

非流动负债

2014~2016 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长率为 6.40%。截至 2016 年底，公司非流动负债合计 35.72 亿元，较上年底下降 9.89%。截至 2016 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比 92.19%）和递延所得税负债（占比 7.23%）构成。

2014~2016 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长率为 3.62%。截至 2016 年底，公司长期借款总额 32.94 亿元，较上年底下降 10.62%，主要系公司长期借款部分到期偿还所致。

2014~2016 年，公司递延所得税负债波动增长，年均复合增长率为 95.79%。截至 2015 年底，公司递延所得税负债 2.59 亿元，较上年底大幅增长 284.24%，主要系以公允价值计量的资产期末价值增加引起应纳税暂时性差异增加所致。截至 2016 年底，公司递延所得税负债总额 2.58 亿元，较上年底变化不大。

2014~2016 年，公司全部债务总额波动增长，年均复合增长率为 7.24%。截至 2016 年底，公司全部债务为 40.85 亿元，较上年底大幅下降 23.40%，主要系公司长期借款到期偿还及对外投资规模减少所致；其中，短期债务 7.92 亿元（占 19.38%），长期债务 32.94 亿元（占 80.62%），债务结构仍以长期债务为主。

2014~2016 年，公司资产负债率分别为 66.88%、62.24%和 62.99%，负债水平波动下降，主要系负债规模增速低于资产增速所致；公司资产负债率处于行业较低水平。2014~2016 年，公司的全部债务资本化比率分别为 44.21%、45.49%和 35.29%；长期债务资本化比率分别为 40.62%、36.58%和 30.54%，公司债务负担在 2016 年有显著减少，与其他房地产企业相比，公司债务负担不重。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 137.03 亿元，较上年底增长 7.51%；其中流动负债占 74.92%，非流动负债占 25.08%，公司负债结构较上年底变化不大。截至 2017 年 3 月底，公司长期借款 31.56 亿元，全部集中在 2018~2019 年到期，其中 2018 年到期的为 14.71 亿元，2019 年到期 16.85 亿元，公司存在一定的集中兑付压力。

截至 2017 年 3 月底，公司全部债务为 40.06 亿元，较上年底变化不大；其中短期债务 8.50 亿元，长期债务 31.56 亿元，债务结构较上年变化不大。

总体看，公司负债以流动负债为主，资产负债率水平处于行业较低水平；公司长期借款集中在 2018~2019 年到期，存在一定的集中兑付压力。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长率为 29.26%，主要系公司未分配利润持续增长所致。截至 2016 年底，公司所有者权益 75.12 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 72.01 亿元，少数股东权益 3.11 亿元。归属母公司所有者权益中，股本占 1.72%，盈余公积占 2.50%，其他综合收益占 10.46%，未分配利润占 85.08%。公司其他综合收益全部为投资性房地产评估增值，截至 2016 年底，公司其他综合收益 7.53 亿元。公司未分配利润占比较高，所有者权益结构的稳定性较弱。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 77.20 亿元，较上年底增长 3.07%；所有者权益结构较上年变化不大。

总体看，公司所有者权益持续增长，所有者权益结构的稳定性较弱。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入波动增长，分别为 20.58 亿元、51.32 亿元和 44.23 亿元，年均复合增长率为 46.59%，2015 年公司营业收入大幅增长，主要系公司开发项目荣和大地与山水绿城于 2015 年大量集中交付而带动结转收入大幅增加所致；利润总额分别为 7.73 亿元、19.46 亿元和 14.18 亿元；实现净利润分别为 5.19 亿元、14.49 亿元和 10.87 亿元。

从期间费用来看，2014~2016 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长率为 7.86%，主要系管理费用和财务费用波动增长所致。2016 年，公司费用总额主要由销售费用（占 61.77%）、管理费用（占 31.91%）和财务费用（占 6.32%）构成。近三年，随着公司经营规模扩大，公司销售费用持续增长，分别为 1.33 亿元、1.51 亿元和 1.58 亿元；管理费用波动增长，分别为 0.76 亿元、0.94 亿元和 0.82 亿元。近三年公司费用收入比持续下降，分别为 10.71%、5.82%和 5.80%，公司费用控制能力有所提高。

近三年，公司资产减值损失分别为近三年，公司公允价值变动收益全部来自于投资性房地产，分别为-0.01 亿元、0.61 亿元和-0.67 亿元，主要系投资性房地产评估价值波动影响所致；公司投资收益分别为 0.62 亿元、0.71 亿元和 0.17 亿元，占利润总额比重分别为 8.09%、3.63%和 1.16%，占比较小。总体看，公司公允价值变动收益和投资收益对利润总额贡献较小。

从各项盈利指标来看，近三年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均波动增加，2016 年这三项指标分别为 9.66%、7.84%和 15.64%，较上年分别下降 5.44 个百分点、5.22 个百分点和 11.00 个百分点。公司整体盈利能力仍较好。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.91 亿元，净利润 2.20 亿元。

总体看，近三年公司营业收入规模波动增长，期间费用控制能力较强，但整体盈利能力较好。

5. 现金流

从经营活动情况来看，近三年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动增长，分别为 46.32 亿元、43.42 亿元和 79.08 亿元；公司收到其他与经营活动有关的现金波动减少，主要为往来款，近三年分别为 3.21 亿元、3.69 亿元和 2.30 亿元。随着公司房地产开发项目的推进，公司购买商品、接受劳务支付的现金波动增长，近三年分别为 27.60 亿元、43.33 亿元和 34.38 亿元；公司支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款，近三年分别为 2.66 亿元、1.33 亿元和 3.74 亿元。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额波动增长，分别为 10.00 亿元、-5.16 亿元和 33.06 亿元。由于房地产企业确认收入与收到现金存在时间差异，故公司现金收入比变动较大，近三年分别为 225.04%、84.60%和 178.82%，收入实现质量较好。

从投资活动情况来看，近三年公司投资活动现金流入波动增长，分别为 0.83 亿元、0.71 亿元和 2.20 亿元；2016 年，公司投资活动现金流入大幅增长，主要系收回对中民嘉业投资有限公司投资 1.00 亿元所致。近三年，公司投资活动现金流出波动减少，分别为 5.09 亿元、7.06 亿元和 1.01 亿元；2016 年公司投资活动现金流出较上年减少 85.71%，主要系公司 2015 年对外投资规模较大所致。2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-4.25 亿元、-6.35 亿元和 1.19 亿元。

从筹资活动情况来看，近三年公司筹资活动现金流入波动增长，分别为11.00亿元、32.15亿元和 22.60亿元；筹资活动现金流入主要为公司取得的借款。筹资活动现金流出持续增长，分别为15.45 亿元、18.32亿元和42.86亿元；筹资活动现金流出主要为公司偿还到期借款。近三年公司筹资活动现金流量净额分别为-4.45亿元、13.82亿元和-20.26亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金净流入 12.48 亿元，投资活动现金净流出 11.51 亿元，公司

筹资活动净流出 1.08 亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流波动较大，投资活动所需现金流较多；随着公司未来在建及拟建项目的持续投入，公司将存在一定的筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年公司流动比率分别为 2.05 倍、2.13 倍和 1.90 倍，速动比率分别为 0.51 倍、0.42 倍和 0.54 倍。2014~2016 年，公司现金短期债务比分别为 3.50 倍、1.17 倍和 4.86 倍，现金对短期债务覆盖程度较好。整体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，近三年公司资产负债率分别为 66.88%、62.24% 和 62.87%。2014~2016 年，公司 EBITDA 波动增长，分别为 8.14 亿元、20.05 亿元和 14.69 亿元；2016 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占 96.53%）和计入财务费用的利息支出（占 2.63%）构成。2014~2016 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.23 倍、0.38 倍和 0.36 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可；公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.43 倍、5.90 倍和 5.86 倍，EBITDA 对全部债务利息的覆盖程度较好。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 年 3 月底，公司除对子公司担保以及为第三方商品房承购人向银行提供按揭贷款担保外，无其他对外担保事项，公司或有负债风险不大。

截至 2017 年 3 月底，公司涉及 100 万元以上的未决诉讼共 5 起，合计金额约 724 万元，主要为个人购房业主购房后未按时还款所致，但由于上述案件中的购房业主均已提供房产抵押担保，且上述金额规模不大，整体风险相对较低。

截至 2017 年 3 月 20 日，根据中国人民银行企业基本信用信息报告显示（机构信用代码：G1045010300137560S），公司无未结清不良信贷，已结清贷款中存在一笔关注类贷款，主要系 2007 年一笔贷款办理展期所致。公司过往履约状况良好。

截至 2017 年 3 月底，公司获得银行授信额度合计 71.54 亿元，其中已使用授信额度 45.53 亿元，尚未使用授信额度 26.01 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

总体看，考虑到公司在南宁市的知名度以及未来在建项目收入结转，公司整体偿债能力较强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年 3 月底，公司全部债务总额为 40.06 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 15.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度对公司影响较大。

以 2017 年 3 月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 15.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 66.21%、41.55% 和 37.54%，公司债务负担有所增加。

2. 本期公司偿债能力分析

以 2016 年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 81.39 亿元，对本期债券发行额度（15.00 亿元）的保护倍数为 5.43 倍，公司经营活动现金流对本期债券的保障程度较好；经营活动现金流量净额为 33.06 亿元，对本期债券发行额度（15.00 亿元）的保护倍数为 2.20 倍，对本期债券保障能较好；公司 2016 年 EBITDA 为 14.69 亿元，对本期债券发行额度（15.00 亿元）的保护倍

数为 0.98 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较好。

综合以上分析，考虑到公司作为区域房地产行业的主要企业，具备一定的房地产开发经验，区域品牌影响力较大，具备较强的区域综合竞争力；公司土地储备充足，在售物业及在建物业面积较大，对公司未来盈利能力形成一定保障。联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

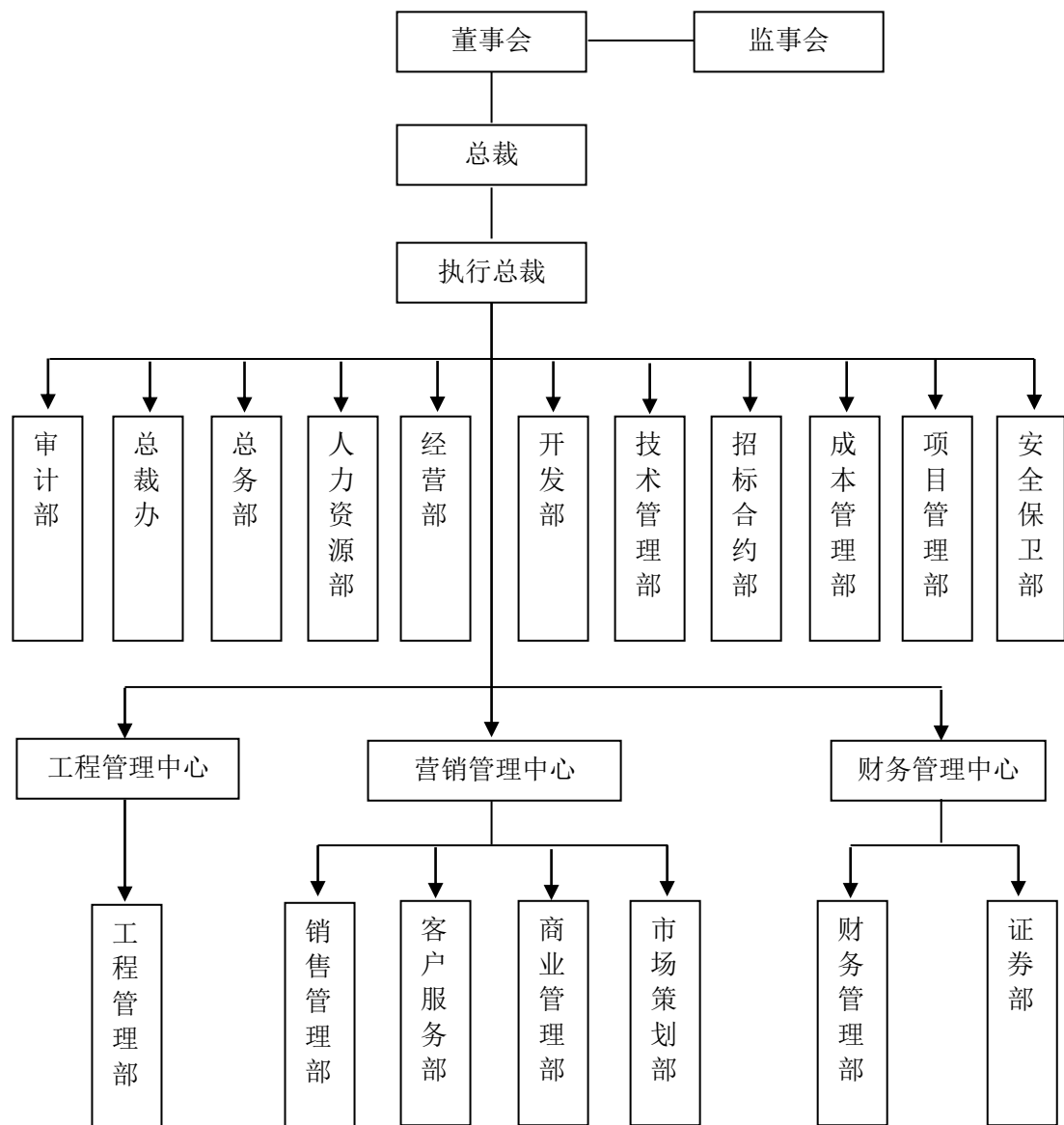
九、综合评价

公司作为南宁市知名的房地产开发企业，在开发经验、合作方及客户积累、产品质量等方面存在一定优势；公司区域内品牌影响力较大，南宁市房地产市场短期内发展较为健康，为公司进一步发展提供了较好的外部环境。同时，联合评级也关注到现阶段房地产市场波动、公司业务区域相对集中、在建项目资金需求量较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

经过长期发展，公司已形成了以房地产开发为主，物业出租等为辅的经营体系，随着公司在售项目实现销售以及物业租金持续流入，公司收入规模和盈利水平有望维持稳定。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 广西荣和有限责任公司 组织结构图



附件 2 广西荣和有限责任公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	135.38	169.21	202.29	214.23
所有者权益（亿元）	44.83	63.90	75.12	77.46
短期债务（亿元）	4.85	16.48	7.92	8.50
长期债务（亿元）	30.67	36.85	32.94	31.56
全部债务（亿元）	35.52	53.33	40.85	40.06
营业收入（亿元）	20.58	51.32	44.23	8.91
净利润（亿元）	5.19	14.49	10.87	2.20
EBITDA（亿元）	8.14	20.05	14.69	--
经营性净现金流（亿元）	10.00	-5.16	33.06	12.48
应收账款周转次数（次）	314.15	1,031.61	3.65	--
存货周转次数（次）	0.11	0.26	0.20	--
总资产周转次数（次）	0.17	0.34	0.24	--
现金收入比率（%）	225.04	84.60	178.82	235.53
总资本收益率（%）	6.95	15.10	9.66	--
总资产报酬率（%）	6.60	13.06	7.84	--
净资产收益率（%）	12.30	26.64	15.64	--
营业利润率（%）	45.78	41.06	39.12	41.63
费用收入比（%）	10.71	5.82	5.80	5.74
资产负债率（%）	66.88	62.24	62.87	63.84
全部债务资本化比率（%）	44.21	45.49	35.23	34.09
长期债务资本化比率（%）	40.62	36.58	30.48	28.95
EBITDA 利息倍数（倍）	2.43	5.90	5.86	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.23	0.38	0.36	--
流动比率（倍）	2.05	2.13	1.90	1.70
速动比率（倍）	0.51	0.42	0.54	0.48
现金短期债务比（倍）	3.50	1.17	4.86	4.51
经营现金流动负债比率（%）	16.95	-7.86	36.15	12.19
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.54	1.34	0.98	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、2017 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化。

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% (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)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
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 / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券到期偿还额

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。

联合信用评级有限公司关于 广西荣和有限责任公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年广西荣和有限责任公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广西荣和有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。广西荣和有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注广西荣和有限责任公司的相关状况，如发现广西荣和有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如广西荣和有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至广西荣和有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送广西荣和有限责任公司、监管部门等。

