跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1466 号

广西荣和有限责任公司：

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“18 荣和 01” 和“19 荣和 01”进行跟踪评级，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公开发行的“18 荣和 01”和“19 荣和 01”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十日

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
公司债券2019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	债券期限	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18荣和01	5年(3+2)	8.5亿元	AA	AA	2018/6/20
19荣和01	5年(3+2)	6.5亿元	AA	AA	2019/1/22

跟踪评级时间：2019年6月20日
主要财务数据：

项目	2016年	2017年	2018年
资产总额（亿元）	202.29	238.97	267.48
所有者权益（亿元）	75.12	84.84	103.38
长期债务（亿元）	32.94	35.75	59.29
全部债务（亿元）	40.85	46.45	76.49
营业收入（亿元）	44.23	52.09	80.74
净利润（亿元）	10.87	11.10	20.60
EBITDA（亿元）	14.69	16.97	27.07
经营性净现金流（亿元）	33.06	9.59	-25.37
营业利润率（%）	39.12	35.09	39.02
净资产收益率（%）	15.64	13.87	21.89
资产负债率（%）	62.87	64.50	61.35
全部债务资本化比率（%）	35.23	35.38	42.52
流动比率（倍）	1.90	1.58	2.07
EBITDA全部债务比（倍）	0.36	0.37	0.35
EBITDA利息倍数（倍）	5.86	8.30	7.81
EBITDA/待偿债券本金（倍）	0.98	1.13	1.80

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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，广西荣和有限责任公司（以下简称“广西荣和”或“公司”）作为南宁市知名的房地产开发企业，在开发经验和产品质量等方面仍具有一定优势；公司营业收入、净利润和综合毛利率均有所增长；公司土地储备较充足，且成本较为合理，在建规模较大；公司债务负担仍处于较低水平。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到现阶段公司拿地规模有所减少、公司业务区域相对集中以及存在一定债务集中偿付压力等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在售项目实现销售，公司收入规模和盈利水平有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18荣和01”和“19荣和01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司作为南宁市知名的房地产开发企业，在品牌影响力和产品质量等方面仍具有一定优势。

2．公司土地储备较充足，成本较为合理，对房地产开发项目盈利水平形成支撑。

3．2018年，公司在售和在建项目规模较大，预收款规模较大，可对未来收入的实现形成有利支撑。

4．2018年，公司营业收入、净利润和综合毛利率均有所增长；公司整体债务负担仍属较轻水平。

关注

1．公司房地产业务区域分布仍相对集中，土地储备主要集中在南宁、桂林和柳州等城市，需持续关注区域房地产市场变化对公司项目的

影响。

2. 2018年，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。

3. 公司债务负担整体不高，但面临一定债务集中偿付压力；中国民生投资股份有限公司偿债能力差，公司对其股权投资存在一定减值和回收风险。

分析师

罗星驰

电话：010-85172818

邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@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：

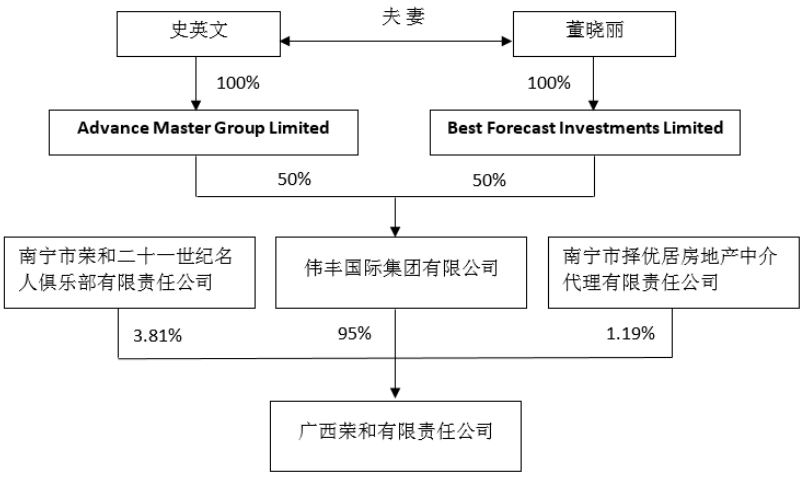
联合信用评级有限公司

一、主体概况

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（以下简称“荣和集团”）（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责任公司（持股比例3.81%）和南宁市荣和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2018年底，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（以下简称“伟丰国际”）（持股比例95.00%）、南宁市荣和二十一世纪名人俱乐部有限责任公司（以下简称“荣和二十一世纪”）（持股比例3.81%）和南宁市择优居房地产中介代理有限责任公司（以下简称“择优居”）（持股比例1.19%），公司控股股东为伟丰国际集团有限公司，实际控制人为史英文和董晓丽。

图1　截至2018年12月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018年，公司经营范围与组织结构无变化。截至2018年底，公司纳入合并范围子公司共计54家，较2017年增加15家，在职员工总数3,190人。

截至2018年底，公司合并资产总额267.48亿元，负债合计164.09亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计103.38亿元，其中归属于母公司的所有者权益102.09亿元。2018年，公司实现营业收入80.74亿元，净利润（含少数股东损益）20.60亿元，其中归属于母公司所有者的净利润20.57亿元；经营活动现金流量净额为-25.37亿元，现金及现金等价物净增加额4.73亿元。

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：史英文。

二、债券概况及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可〔2017〕1671号文核准批复，核准公司向合格投资者公开发行面值总额不超过15亿元的公司债券。

1．“18荣和01”

2018年3月28日，公司发行“广西荣和有限责任公司公开发行2018年公司债券（第一期）（品种一）”，债券简称“18荣和01”，发行规模为8.50亿元，发行利率7.55%，期限为5年，附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售权。2018年4月16日，在上海交易所上市，债券代码为“143535.SH”。截至2018年底，“18荣和01”债券募集资金已使用完毕，债券募集资金扣除发行费用后，全部用于偿还公司债务，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

付息情况：公司已于2019年3月28日支付了“18荣和01”自2018年3月28日至2019年3月27日期间的利息。

2．“19荣和01”

2019年3月27日，公司发行“广西荣和有限责任公司公开发行2019年公司债券（第一期）”，债券简称“19荣和01”，发行规模为6.50亿元，发行利率7.65%，期限为5年，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。2019年4月8日，在上海交易所上市，债券代码为“155260.SH”。截至2018年底，“19荣和01”债券募集资金已使用完毕，债券募集资金扣除发行费用后，全部用于偿还公司债务，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。截至本报告出具日，“19荣和01”尚未达到第一个付息日，债券起息日为2019年3月27日。

表 1　本报告所跟踪债券发行情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券代码	发行规模	债券期限	票面利率	起息日	发行方式
18荣和01	143535.SH	8.50	5（3+2）	7.55	2018/3/28	公开
19荣和01	155260.SH	6.50	5（3+2）	7.65	2019/3/27	公开

资料来源：Wind

三、行业分析

目前公司主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

1．行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。

土地供应方面，2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率2019

年以来连续下降，2019年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

市场供需方面，2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

销售价格方面，2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

竞争格局方面，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

总体看，2018 年房地产开发投资增速维持高位，房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低；2018 年房地产整体融资环境较紧张，但年末以来显著改善；全年商品房销售增速有所放缓，分化加剧，一、二线城市销售增速有企稳回升迹象，三、四线城市呈下滑趋势；行业集中度进一步提升。

2．行业政策

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班

开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

总体看，2018年“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

3．行业关注

（1）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。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，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。

4．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。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

5．区域经济及房地产状况

公司主营业务收入主要来自于广西壮族自治区。广西的经济及房地产市场发展状况对公司的经营具有较大影响。

2018年，广西经济运行总体平稳、稳中提质，产业结构得到优化，质量效益逐步提升，为房地产市场提供了稳定的宏观经济环境。2018年，广西实现全区生产总值20,352.51亿元，比上年增长6.80%。其中，第一产业增加值增长5.60%；第二产业增加值增长4.30%；第三产业增加值增长9.40%。

2018年，广西房地产市场景气度继续提升。2018年，广西商品房销售面积为6,212.90万平方米，同比增长20.10%；其中，住宅销售面积5,589.89万平方米，同比增长19.30%。受益于房地产销售情况回暖、销售面积快速增长，2018年，广西商品房新开工面积6,059.30万平方米，同比增长23.40%；其中，住宅新开工面积4,672.08万平方米，同比增长27.60%。2018年，广西商品房竣工面积2,192.94万平方米，同比增长18.10%；其中，住宅竣工面积1,654.54万平方米，同比增长11.90%。广西房地产开发投资完成额3,004.13亿元，同比增长11.90%。

2018年3月30日，广西壮族自治区住房城乡建设厅出台了《广西壮族自治区房地产开发企业管理办法》（以下简称“管理办法”），管理办法指出，要从严格监管房地产开发企业、完善核定资质等级和监管要求、完善暂定资质企业开发大型项目的规定以及防范资金链断裂和“烂尾”风险来防范房地产行业的风险；从将房地产开发企业跨省（市）备案明确为告知性备案并简化备案内容和鼓励区内外一级资质房地产开发企业在广西投资开发项目来促进房地产的发展；从进一步落实国务院以及住房城乡建设部等国家部委关于房地产市场的规范性文件要求和完善预售监管、项目前期物业管理、违规行为处罚等方面的内容来保持房地产市场的稳定。

总体看，广西经济运行平稳，为房地产市场发展提供了稳定的行业发展环境；房地产销售呈增长态势，销售情况较好。

四、公司管理

2018年，公司董事、监事及高级管理人员未发生变化。公司经营团队及核心技术团队保持稳定；各项治理结构未发生变化，整体运作正常。

五、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。2018年，公司实现营业收入80.74亿元，较上年增长55.01%，主要系房地产项目集中交付所致；实现净利润为20.60亿元，较上年增长85.66%，主要系公司2018年营业收入大幅增长以及所得税费用增速放缓所致。

2018年，公司主营业务收入为80.29亿元，占营业收入的比重为99.43%，公司主营业务突出。从公司主营业务收入的构成来看，2018年，房产销售收入为77.41亿元，同比增长55.26%，主要系公司南宁公园大道、南宁悦澜山和柳州千千树项目集中交付，2018年结转收入大幅增长所致，占主营业务收入的96.41%，是主营业务收入的主要来源。公司餐饮收入、物业管理收入、工程收入、贸易收入及其他收入占主营业务收入的比例较小，对公司收入规模影响不大。

表 2　2016~2018 年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%、个百分点）

行业名称	2016 年			2017 年			2018 年			变化情况	
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	毛利率
房产销售	40.30	92.09	45.99	49.85	96.50	40.00	77.41	96.41	42.65	27.56	2.65
物业管理	0.83	1.90	6.33	0.90	1.74	7.00	0.95	1.18	5.82	0.05	-1.18
餐饮收入	0.77	1.75	60.54	0.76	1.47	59.00	0.80	0.99	52.66	0.04	-6.34
工程收入	1.75	3.99	32.31	0.002	--	100.00	0.95	1.18	33.49	0.95	-66.51
贸易收入	0.02	0.04	22.15	0.02	0.04	22.00	0.02	0.02	23.92	--	1.92

其他	0.10	0.23	86.32	0.13	0.25	43.00	0.17	0.21	40.78	0.04	-2.22
合计	**43.77**	**100.00**	**45.03**	**51.66**	**100.00**	**40.13**	**80.29**	**100.00**	**42.19**	**28.63**	**2.06**

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2018年，公司房产销售毛利率为42.65%，较上年增加2.65个百分点，主要系精装产品交付售价较高所致。2018年公司物业管理的毛利率为5.82%，较上年相比有所减少且仍在较低水平，主要系物业人力成本上涨，物业费单价由政府管控所致。公司餐饮收入、物业管理收入、工程收入、贸易收入及其他收入规模较小，毛利率变动对公司整体毛利率影响不大。综上，2018年公司综合毛利率为42.19%，较上年有所上升。

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，继续推行以南宁为中心，开拓柳州、桂林等地，并立足广西，面向全国的发展战略。2018年，公司的业务范围分布在南宁市、柳州市、桂林市以及北京市，分别实现营业收入46.40亿元、24.92亿元、8.95亿元和0.01亿元，占比分别为57.80%、31.04%、11.15%以及0.01%。公司整体营业收入区域分布情况如下表所示。

表 3　2016~2018 年公司营业收入区域分布占比情况（单位：%）

地区	2016 年	2017 年	2018 年
南宁市	73.24	59.72	57.80
柳州市	23.64	25.08	31.04
桂林市	3.09	15.21	11.15
北京市	0.03	--	0.01
合计	**100.00**	**100.00**	**100.00**

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，获得百安达办公楼并出租所致
资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司主营业务仍以房地产开发销售为主；公司营业收入有所增加，受本期精装交付产品售价较高的影响，综合毛利率有所上升；公司结转项目仍以南宁市为主，其中柳州市项目占比有所增加，区域集中度仍很高。

2．土地储备

公司2018年通过招拍挂方式共取得两块土地，均位于南宁地区，较上年拿地规模有所减少，合计占地面积为15.10万平方米，对应的规划建筑面积为73.85万平方米。土地成本方面，位于南宁的2块土地平均楼面价为3,669.00元/平方米，土地成本较为合理，楼面均价较上年有所下降。

截至2019年3月底，公司土地储备占地面积合计122.53万平方米，对应规划建筑面积408.54万平方米，土地储备充裕，可满足公司未来3~4年的开发需要。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位于广西内，其中公司在南宁地区的土地储备占比较高，按权益合计占地面积为61.07万平方米，规划建筑面积为252.29万平方米；在柳州、桂林、北海地区也持有一定规模的土地储备，其中柳州土地储备占地面积为23.90万平方米，规划建筑面积为83.43万平方米，桂林土地储备占地面积为11.07万平方米，规划建筑面积为22.11万平方米，北海土地储备占地面积为18.52万平方米，规划建筑面积为30.00万平方米。截至2019年3月底，公司获得的土地楼面均价为3,572.53元/平方米，成本较为合理。

表 4　截至 2019 年 3 月底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米）

项目名称	项目所在地	土地取得时间	占地面积	规划建筑面积	楼面地价
公园大道	南宁	2010.12.20	3.18	10.28	3,488.00
小计			**3.18**	**10.28**	**3,488.00**
柳州天誉	柳州	2012.8.20	3.00	7.56	3,822.00
小计			**3.00**	**7.56**	**3,822.00**
桂林林溪府	桂林	2013.6.23	5.90	9.19	1,500.00
南宁千千树	南宁	2013.10.29	2.84	3.95	3,038.00
小计			**8.74**	**13.14**	**2,269.00**
荣和悦澜山	南宁	2015.6.30	8.50	39.60	2,070.00
柳州千千树	柳州	2015.12.30	2.75	8.25	2,041.00
小计			**11.25**	**47.85**	**2,055.50**
公园里（西）	南宁	2016.07.03	8.03	27.63	2,234.00
公园里（东）	南宁	2016.07.07	7.97	20.72	2,249.00
小计			**16.00**	**48.35**	**2,241.50**
桂林桃花源著	桂林	2017.9.28	5.17	12.92	4,614.00
邕江华府	南宁	2017.10.27	1.72	8.07	4,298.00
半山华府	南宁	2017.10.26	8.44	39.07	3,900.00
五象学府（南区）	南宁	2017.11.29	3.86	15.51	4,656.00
五象学府（北区）	南宁	2017.11.29	6.06	24.27	4,667.00
柳州公园里	柳州	2017.12.14	8.69	32.13	3,102.00
柳州公园墅	柳州	2017.12.28	9.46	35.49	3,905.00
公园大道华府	南宁	2017.12.29	3.34	10.06	6,956.00
小计			**46.74**	**177.52**	**4,512.25**
南宁东站项目	南宁	2018.7.18	11.59	59.46	3,488.00
公园里学府	南宁	2018.12.26	3.51	14.39	3,850.00
小计			**15.10**	**73.85**	**3,669.00**
北海银滩蓝湾	北海	2019.1.28	18.52	30.00	4,000.00
小计			**18.52**	**30.00**	**4,000.00**
合计			**122.53**	**408.54**	**3,572.53**

注：上表统计的截至 2018 年底的土地储备为已开发未售的土地，2019 年新获取的土地为未开发的土地
资料来源：公司提供

总体看，公司拿地规模有所减少，2018年新获2块土地，位于南宁区域；但公司土地储备仍较充裕，可满足公司未来3~4年的开发需要，且成本较为合理。此外，公司土地储备主要集中在广西省内的南宁、柳州市，存在一定的地域集中风险。

3．房地产开发建设

公司土地开发的项目主要为普通住宅，客户群体定位为购买普通住宅的消费人群。2018年，公司新开工面积为121.78万平方米，较上年大幅增长，主要系公司2017年拿地项目增加所致；2018年，公司在建面积为241.43万平方米，较上年增长15.28%；2018年，公司竣工面积为89.78万平方米，较上年增长67.50%，主要系南宁公园大道、南宁悦澜山和柳州千千树项目集中交付所致。

表5 2016~2018年公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
当期新开工面积	61.29	62.71	121.78
期末在建面积	200.32	209.43	241.43
当期竣工面积	25.04	53.60	89.78

资料来源：公司提供

从在建项目来看，截至2018年底，公司在建项目中，柳州天誉、柳州千千树、柳州公园里及柳州公园墅集中在柳州；桂林林溪府以及桂林桃花源著集中在桂林；其余项目均集中在南宁市。公司在建项目总建筑面积622.73万平方米，总可售面积513.54万平方米，已竣工面积为121.84万平方米；其中，荣和公园里（41地块）项目将于2019年第四季度进行第一批交付，目前暂时没有竣工面积；2018年后半年开工项目中，如邕江华府、半山华府、五象华府等项目，由于一般是期房销售，现在南宁大多是精装交付，精装交付时间较长，竣工交付时间需2~3年，目前暂时没有竣工面积。公司在建项目总投资440.68亿元，已完成投资292.99亿元，尚需完成投资147.69亿元。公司在建项目尚需投资额为近两年平均签约销售额（65.90亿元）的2.24倍，在建项目未来准备长期滚动开发，融资需求较大，有一定的资本支出压力。

表 6 截至 2018 年底公司在建地产项目基本情况（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	所在城市	开工时间	总建筑面积	可售面积	已竣工面积	总投资	已投资
1	南宁公园大道	南宁	2015.11.30	42.56	38.96	14.79	37.00	28.46
2	南宁悦澜山	南宁	2015.08.21	77.30	68.88	22.40	45.13	34.30
3	南宁千千树	南宁	2014.10.30	48.79	39.09	30.01	28.64	24.39
4	柳州天誉	柳州	2013.04	54.21	49.35	22.71	55.71	38.00
5	柳州千千树	柳州	2015.12.11	48.84	43.63	10.30	36.62	25.00
6	桂林林溪府	桂林	2014.09	56.68	55.40	21.63	37.81	24.00
7	荣和公园里（41 地块）	南宁	2016.09	28.95	24.43	--	13.19	11.73
8	荣和公园里（40 地块）	南宁	2017.01	29.18	24.58	--	13.19	7.50
9	邕江华府	南宁	2018.6.22	8.00	6.00	--	6.28	5.00
10	半山华府	南宁	2018.7.13	39.00	29.00	--	27.13	22.00
11	五象学府（南区）	南宁	2018.8.29	15.50	11.50	--	11.65	10.50
12	五象学府（北区）	南宁	2018.11.22	24.20	17.40	--	18.00	10.90
13	公园大道华府	南宁	2018.8.31	10.00	7.30	--	11.00	7.88
14	桂林桃花源著	桂林	2018.9.19	13.00	8.60	--	10.00	6.80
15	柳州公园里	柳州	2018.10.30	32.00	21.20	--	20.00	9.03
16	柳州公园墅	柳州	2018.12.3	35.40	23.40	--	20.00	11.00
17	荣和东站城市广场	--	--	59.12	44.82	--	49.33	16.50
合计		--	--	**622.73**	**513.54**	**121.84**	**440.68**	**292.99**

注：总建筑面积包括规划建面和地下室等
资料来源：公司提供

总体看，受公司2017年拿地项目增加的影响，2018年公司新开工面积大幅增长；公司在建项目主要集中在广西省内的南宁、柳州和桂林市，在建项目较多，尚需投资规模较大，未来仍有一定的资本支出压力。

4．房产销售情况

公司在售项目主要集中在南宁、柳州以及桂林三个地区，2018年，公司在南宁的销售额为46.37亿元，占比为70.12%；公司在柳州的销售额为14.37亿元，占比21.73%；公司在桂林的销售额为5.39亿元，占比为8.15%。

2018年，公司签约销售面积为49.35万平方米，较上年减少2.55%，主要系新开工的楼盘尚未达到预售条件，尚未推出所致；签约销售金额为66.13亿元，较上年增长0.70%，变化不大；2018年公司签约销售回款率为85.00%，回款率尚可，较上年差异不大，主要系销售额大体相当所致；2018年签约销售均价为13,426.00元/平方米，同比增长3.53%，主要受南宁及柳州房价上涨影响所致。

项目结转方面，2018年，公司结转面积为72.16万平方米，结转收入为77.41亿元，较上年分别增长48.78%及55.29%，涨幅较大，主要系2018年公司竣工项目面积较多所致。

表 7　2016~2018 年公司销售概况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
签约销售面积	82.65	50.64	49.35
签约销售金额	82.65	65.67	66.13
签约销售均价	10,000.00	12,968.00	13,426.00
结转收入面积	27.34	48.50	72.16
结转收入	40.30	49.85	77.41

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司在售项目规模较大，其中，已取得预售证面积288.73万平方米，已销售面积227.80万平方米。公司在售项目中面积较大的有半山华府、南宁公园里（西）、柳州公园墅和柳州公园里等。后期新增项目因未办理预售证，因此暂未开始销售。

表8　截至2018年底公司在售项目情况（单位：万平方米、%）

序号	项目名称	所在城市	开盘时间	总可售面积	已取得预售证面积	已售面积	去化率
1	千千树	南宁	2014-09-06	39.09	29.29	27.87	95.15
2	悦澜山	南宁	2015-10-01	68.88	49.19	37.71	76.66
3	公园悦府（精装）	南宁	2013-09-28	20.90	20.90	19.99	95.65
4	公园墅（别墅）	南宁	2013-01-26	6.34	6.34	5.69	89.75
5	公园尊府（大平层）	南宁	2013-11-23	10.43	10.43	9.55	97.68
6	公园大道	南宁	2015-12-06	38.96	31.82	24.02	74.92
7	柳州千千树	南宁	2016-03-12	43.63	37.23	31.07	83.45
8	邕江悦府	南宁	2014-04-26	7.86	7.86	7.27	92.49
9	荣和天誉	柳州	2013-05-01	49.35	40.26	33.39	82.94
10	桂林林溪府	桂林	2015-11-21	55.40	30.98	24.42	78.83
11	南宁公园里（东）	南宁	2018-06-03	24.43	24.43	6.82	27.92
12	南宁公园里（西）	南宁	--	24.58	--	--	--
13	邕江华府	南宁	--	6.00	--	--	--
14	半山华府	南宁	--	29.00	--	--	--
15	五象学府（南区）	南宁	--	11.50	--	--	--
16	五象学府（北区）	南宁	--	17.40	--	--	--
17	公园大道华府	南宁	--	7.30	--	--	--
18	桂林桃花源著	桂林	--	8.60	--	--	--

19	柳州公园里	柳州	--	21.20	--	--	--
20	柳州公园墅	柳州	--	23.40	--	--	--
合计			**--**	**514.25**	**288.73**	**227.80**	**78.90**

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司销售面积有所下降，销售金额有所增长，考虑到公司项目体量较大，预计后续项目取得预售证后，未来销售额会有所增加。公司在售项目主要集中在广西境内的南宁、柳州和桂林市，受区域房地产政策影响较大，存在一定的地域集中风险。

5．投资性房地产及房屋租赁

截至2018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。截至2018年底，公司投资性房地产公允价值为9.78亿元，较上年减少1.15亿元，主要系投资性房地产评估价值下降所致。公司投资性房地产采用市场法评估，虽然单位租金有所上涨，但近年来商业受到互联网冲击较大，对商铺的售价影响较大，从而影响投资性房地产评估价值。

表 9　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	2016 年	2017 年	2018 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	0.76	0.72	0.70
	荣和山水美地一组团商业综合楼	10,450.89	1.42	1.29	1.12
	荣和山水美地 2 组团综合楼	2,278.77	0.29	0.26	0.27
	荣和山水美地一组团饮食中心	2,378.04	0.50	0.31	0.28
	荣和山水美地一组团商业中心	4,604.17	0.80	0.73	0.67
	荣和山水美地一组团商铺	2,106.00	0.46	0.47	0.42
	荣和山水美地六组团 1 号商铺	53.36	0.01	0.01	0.01
	荣和山水美地四组团商铺	5,486.16	1.49	1.39	1.33
中央公园	中央公园商铺	3,019.08	0.75	0.74	0.62
	中央公园商业中心	1,069.58	0.28	0.30	0.25
荣和大地商业中心		12,415.67	1.73	1.73	1.57
MOCO 商铺		6,320.51	1.45	1.45	1.03
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	2.30	2.30	1.51
合计		**62,943.80**	**12.23**	**10.93**	**9.78**

资料来源：公司提供

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。2018年，公司租赁实现收入0.49亿元，较上年增长53.13%，主要系租金整体水平的上涨所致；2018年，公司的平均租金水平为5.16元/天/平米，与当地市场价格水平较接近；可出租面积为9.70万平方米，较上年减少22.52%，主要系部分商铺已经出售所致；2018年公司的租金收取率较上年有所下降，主要系公司为降低租客经营压力，放宽信用政策，部分租客申请延迟交租所致。

表 10　2016~2018 年公司自持物业收入及租金情况（单位：万平方米、%、元/天/平方米、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
可出租面积	13.72	12.52	9.70

出租率	52.37	62.31	75.00
平均租金水平	5.16	5.16	5.16
租金收取率	93.48	99.49	98.00
租赁收入	0.31	0.32	0.49

资料来源：公司提供

总体看，自持物业出租率及租金水平的提升，带动租金收入小幅增长，但公司自持物业公允价值持续下降，自持物业面临减值风险。

6．酒店运营

公司拥有酒店共两家，为邕江宾馆和康福特酒店，其中邕江宾馆为公司投资经营管理的五星级综合式酒店，位于南宁市繁华的老城市中心，南面邕江、北面万达商业广场、西面三街两巷，东面著名的“美食一条街”--中山路；康福特酒店为一家按星级标准建筑的公寓式度假酒店，隶属荣和集团房产旗下，位于桂林秀峰区琴潭道，处于行政办公商业区，是桂林两江国际机场通往市区的咽喉要道。

2018年，公司实现酒店业务收入合计0.80亿元，较上年增长5.26%。2018年，邕江宾馆入住率为75.84%，较上年增长1.48个百分点，主要系宾馆内部管理提升，优化环境，政府大力打造邕江，游客增加所致，平均房价为372.37元/天，价格适中。康福特酒店入住率为62.46%，较上年减少14.54个百分点，主要系2018年部分房间因提高档次重新装修所致，平均房价为215.14元/天，价格适中。

表 11　2016~2018 年公司酒店运营情况（单位：%、元/天）

酒店名称	年份	入住率	平均房价
邕江宾馆	2016 年	72.50	353.00
	2017 年	74.36	370.20
	2018 年	75.84	372.37
康福特酒店	2016 年	--	--
	2017 年	77.00	180.00
	2018 年	62.46	215.14

资料来源：公司提供

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。

7．经营关注

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，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房地产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。

未来有一定资本支出压力

公司在建及拟建项目未来准备长期滚动开发，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。

8．未来发展

公司作为广西知名房企，发展战略为：立足于南宁、区内重点开拓、辐射全国。以市场需求为导向，进行区域深耕，快速做大规模；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。

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。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的2018年度合并财务报表，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的意见审计报告。公司经审计的财务报表按照最新的会计准则及相关规定编制。合并范围方面，2018年公司新纳入合并范围子公司15户，纳入合并范围的子公司共54户，公司新纳入子公司规模不大，合并范围变化较小，财务数据可比性较强。

截至2018年底，公司合并资产总额267.48亿元，负债合计164.09亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计103.38亿元，其中归属于母公司的所有者权益102.09亿元。2018年，公司实现营业收入80.74亿元，净利润（含少数股东损益）20.60亿元，其中归属于母公司所有者的净利润20.57亿元；经营活动现金流量净额为-25.37亿元，现金及现金等价物净增加额4.73亿元。

2．资产质量

截至2018年底，公司资产规模为267.48亿元，较年初增长11.93%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占79.33%，非流动资产占20.67%，资产构成仍以流动资产为主。

截至2018年底，公司流动资产212.20亿元，较年初增长15.67%，主要系存货增加所致。截至2018年底，公司流动资产主要由货币资金（占11.30%）、存货（占78.15%）和其他应收款（占8.00%）构成。

截至2018年底，公司货币资金23.97亿元，较年初增加17.66%，主要系公司扩大融资规模所致。截至2018年底，公司货币资金主要由银行存款（占98.64%）和其他货币资金构成（占1.33%）。公司货币资金中受限的为其他货币资金中的1.14万元信用保证金，除此受限的其他货币资金以外，货币资金不存在其他因抵押、质押或冻结等对使用有限制、存放在境外且资金汇回受到限制的款项。总体看，受限的货币资金占公司货币资金总量较小，受限比例较低。

截至2018年底，公司其他应收款16.97亿元，较年初减少32.92%，主要系2018年公司无拍地保证金所致。公司对其他应收款计提坏账准备金额为1.82亿元，计提比例为9.68%，计提比例较高主要系2013年之前已经计提坏账准备1.94亿元，坏账计提转回所致，计提较充分。其他应收款排名前五期末余额合计为13.57亿元，占比为72.18%，其中，对特华投资控股有限公司（以下简称“特华投资”）和新宜达投资集团有限公司的其他应收款账龄为1~2年，对南宁市江南区财政局和南宁市明秀经济发展有限公司的其他应收款账龄为1年以内，对百年安达30%股东的其他应收款账龄为5年以上，集中度比较分散。其他应收款占流动资产比例为7.32%，资金占用风险较小。

截至2018年底，公司存货账面价值为165.84亿元，较年初增长30.37%，主要系公司新增土地及房地产开发项目所致；公司存货主要由已完工开发产品（占14.08%）和在建开发产品（占85.79%）构成。公司存货中的在建开发产品主要为在建及拟建各类住宅以及配套项目，已完工开发产品为已

建成的待售项目。公司项目主要位于南宁、桂林以及柳州等二、三线城市，公司未对存货计提存货跌价准备，但需关注部分区域项目未来去化情况。截至2018年底，公司受限存货账面价值为128.26亿元（占存货余额的77.34%），受限原因为土地借款抵押，存货受限比例较高。

截至2018年底，公司非流动资产合计55.28亿元，较年初减少0.42%，变化不大。截至2018年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占45.15%）、投资性房地产（占17.69%）和其它非流动资产（占30.03%）构成。

截至2018年底，公司可供出售金融资产为24.96亿元，较年初增长2.05%，变化不大；其中公司对中国民生投资股份有限公司（以下简称“中民投”）和对特华投资均为股权类型的投资，均出资10亿元，其中特华投资持有中民投2%的股权。中民投偿债能力差，公司对其股权投资存在一定减值和回收风险。

表 12　截至 2018 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	34,212.60	4.15
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
广西桂冠电力股份公司	14.53	0.00
中民创业者（天津）投资管理合伙企业	100.00	1.00
霍尔果斯市国信保泰创业投资有限公司	15,000.00	1.52
特华投资控股有限公司	100,000.00	11.11
合计	**249,587.13**	--

资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司投资性房地产年末余额为9.78亿元，较年初降低10.53%，主要系公司公允价值下降所致；截至2018年底，公司投资性房地产受限金额为1.55亿元，占公司投资性房地产账面价值的15.85%，受限比例较小。2017和2018年，公司投资性房地产公允价值分别变动-1.13亿元和-2.05亿元，投资性房地产存在一定的价值下降风险。

截至2018年底，公司其它非流动资产为16.60亿元，全部为2017年增加的委托桂林银行股份有限公司（以下简称“桂林银行”）贷款给中国铁路物资柳州物流有限公司（以下简称“中铁柳州”）16.60亿元，贷款成本为零利率，期限为2年；中铁柳州用土地证抵押（约400亩）给桂林银行，荣和集团通过桂林银行委托贷款，以后成立新公司合作开发此土地，荣和控股80%主导开发。

截至2018年底，公司使用权受限的资产合计141.54亿元，占总资产的52.92%，其中受限的货币资金1.14万元，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产1.69亿元，存货128.26亿元，固定资产0.04亿元，投资性房地产1.55亿元，可供出售金融资产10.00亿元，公司资产受限程度较高。

总体看，2018年，公司资产规模继续增长，流动资产中存货占比较大，区域集中度风险较大；对中民投的股权投资存在一定减值风险；投资性房地产存在一定价值波动风险；公司受限资产程度较高，资产流动性一般。

3．负债及所有者权益

截至2018年底，公司负债总额164.09亿元，较年初增长6.47%，主要系非流动负债增长所致；其中流动负债占62.54%，非流动负债占37.46%，公司负债以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债合计127.35亿元，较年初减少11.47%，主要系预收款项减少所致。截至2018年底，公司流动负债主要由预收款项（占70.40%）、应交税费（占6.10）和一年内到期的非流动负债（占15.86%）构成。

截至2018年底，公司预收款项72.24亿元，较年初减少25.34%，主要系公司当年结转规模较大所致。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债为16.28亿元，同比增长52.21%，全部为一年内到期的长期借款。

截至2018年底，公司非流动负债合计61.48亿元，较年初增长60.84%，主要系长期借款增加所致。截至2018年底，公司非流动负债主要由长期借款（占82.62%）和应付债券（占13.83%）构成。

截至2018年底，公司长期借款总额50.79亿元，较年初增长42.06%，主要系公司抵押兼担保借款、抵押借款和质押借款均增加所致。2020年到期的长期借款合计18.38亿元，占比为24.03%；2021年到期的长期借款合计31.00亿元，占比40.53%。公司2020年和2021年集中偿债压力较大。

截至2018年底，公司应付债券8.50亿元，为公司2018年新发行的8.50亿元公司债券。

截至2018年底，公司全部债务为76.49亿元，较年初增长64.69%，主要系公司一年内到期的非流动负债、长期借款增加和发行“18荣和01”债券所致；其中，短期债务17.20亿元（占22.49%），同比增长60.84%；长期债务59.29亿元（占77.51%），同比增长65.84%；债务结构仍以长期债务为主。

截至2018年底，公司的资产负债率为61.35%，较上年减少3.15个百分点；全部债务资本化比率为42.52%，较上年增加7.14个百分点；长期债务资本化比率为36.45%，较上年增加6.80个百分点，债务负担较上年有所增加，但整体处于较低水平。

总体看，公司负债以流动负债为主，债务结构以长期债务为主，债务负担较轻，公司长期借款集中在2021~2022年到期，届时面临较大的集中兑付压力。

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益103.38亿元，较上年增长21.85%，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占98.75%，少数股东权益占1.25%。归属母公司所有者权益102.09亿元，较上年增长22.17%；其中，股本占1.21%，资本公积占0.70%，盈余公积占1.76%，未分配利润占89.28%，其他综合收益占7.11%。公司未分配利润占比高，所有者权益结构的稳定性弱。

总体看，公司所有者权益有所增长，所有者权益结构稳定性弱。

4．盈利能力

2018年，公司实现营业收入80.74亿元，同比增长55.01%，主要系公司房地产销售收入增加所致；利润总额为26.78亿元，同比增长59.84%；实现净利润20.60亿元，同比增长85.66%。

从期间费用来看，2018年，公司费用总额为2.91亿元，同比增长76.13%，主要系管理费用大幅增加所致；其中销售费用占58.27%，管理费用占38.18%，财务费用占3.55%。2018年，公司销售费用同比增长1.17%；管理费用同比增长31.75%，主要系诉讼费增加所致；2017年财务费用为-0.87亿元，主要系公司理财产品利息收入增加所致，2018年财务费用由负转正，主要系公司理财产品利息收入减少以及融资咨询费用增加所致，公司理财产品利息收入延续性较差。2018年，公司费用收入比为3.61%，期间费用控制能力较强。

从利润构成来看，公司公允价值变动收益来自以公允价值计量的交易性金融资产和投资性房地产；投资收益主要来自持有可供出售金融资产。2018年，公司公允价值变动损益为2.07亿元，占营业利润的7.72%；公司公允价值变动收益为负主要系2015年对公司商业评估价格过高，且近几年商业

实体受网络冲击较大，对售价影响较大所致；但公司商业部分仅为小区配套，占比较小，风险可控。2018年，公司投资收益为0.33亿元，占营业利润的1.21%，同比减少80.98%，主要系2017年收到中民投分红1.50亿元，但2018年未分红所致；公允价值变动收益和投资收益在营业利润中占比一般，对利润影响较小。公司利润大部分来自主营业务。

从盈利指标来看，2018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13.37%、10.65%和21.89%，分别较上年增长4.31个百分点、3.01个百分点和8.02个百分点；公司营业利润率为39.02%，同比增加3.93个百分点。公司盈利能力有所上升，属较高水平。

总体看，公司营业收入规模和净利润有较大幅度的增长，公司利润大部分来自主营业务，公允价值变动损益和投资收益对利润影响较小；公司期间费用控制能力较强。公司整体盈利能力较好。

5．现金流

从经营活动情况来看，2018年，公司经营活动流入为62.89亿元，同比减少15.13%，主要系房地产签约销售与回款存在一定时间差所致，2017年经营活动流入较多主要系2016年签约销售额的回款时间在2017年，而2018年公司房地产销售金额与2017年房地产销售金额大体相当，比较之下2018年经营活动流入有所减少；其中销售商品、提供劳务收到的现金58.27亿元；公司经营活动流出为88.25亿元，同比增长36.82%，主要系购买土地支付款项及缴纳土地竞拍保证金增加所致，其中购买商品、接受劳务支付的现金71.42亿元。综上，2018年公司经营活动产生的现金流量净现金流为-25.37亿元，由净流入变为净流出状态。

从投资活动情况来看，2018年，公司投资活动现金流入为21.55亿元，同比减少70.57%，主要系公司收回投资收到的现金大幅减少所致；投资活动现金流出为20.88亿元，同比减少78.50%，主要系公司用于投资支付的现金大幅减少所致。综上，2018年公司投资活动产生的现金流净额为0.66亿元，由净流出变为净流入。

从筹资活动情况来看，2018年，公司筹资活动现金流入为59.87亿元，同比增长240.29%，主要系公司发行债券和取得借款所收到的现金增加所致；筹资活动性流出为30.43亿元，同比增长75.78%，主要系公司2015年贷款规模较大，一般开发贷款期限为3年，2018年到期偿还债务较多所致。综上，2018年，公司筹资活动产生的现金流净额为29.44亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流由净流入变为净流出，投资活动所需现金流净额由净流出变为净流入，筹资活动产生的现金流净额有所增长。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2018年底，公司的流动比率从年初的1.58倍上升为2.07倍，主要系2018年公司在建项目增多所致，速动比率从年初的0.49倍下降为0.45倍，相较于上年变动较小；现金短期债务比从年初的2.27倍下降为1.49倍，但公司现金类资产对短期债务覆盖程度仍属尚可。整体看，公司的短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2018年，公司EBITDA为27.07亿元，同比增长59.54%，其中，折旧占0.25%，摊销占0.11%，计入财务费用的利息支出占0.71%，利润总额占98.93%。公司EBITDA全部债务比由0.37倍下降为0.35倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度较好；公司EBITDA利息倍数由8.30倍下降为7.81倍，EBITDA对全部债务利息的覆盖程度较高。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2019年3月底，公司无对外担保情况。公司以客户所购房屋为客户提供按揭贷款担保余额合计159.90亿元，该笔担保为购房人完成首期房款支付且将所购商品房作为向银行借款的抵押物办妥

抵押登记前，开发商为购房人的银行抵押借款提供的阶段性担保，在购房人办理完毕房屋所有权证并办妥房产抵押登记手续后解除。公司或有负债风险较低。

截至2019年3月底，公司无涉及200万元以上的未决诉讼。

截至2019年4月18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，主要系银行要求展期，增加收益期限所致。公司过往履约状况良好。

截至2019年3月底，公司及控股子公司已获得银行授信额度合计116.96亿元，其中已使用授信额度83.80亿元，尚未使用授信额度33.17亿元，间接融资渠道有待拓宽。

总体看，公司短期与长期偿债能力较强，或有负债风险较低，但间接融资渠道有待拓宽，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。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）25.66亿元和净资产103.38亿元分别为“18荣和01”和“19荣和01”债券本金合计（15.00亿元）的1.71倍和6.89倍，覆盖程度较高。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为27.07亿元，是“18荣和01”和“19荣和01”债券本金合计（15.00亿元）的1.80倍，覆盖程度较高。从现金流情况来看，2018年，公司经营活动产生的现金流入62.89亿元，是“18荣和01”和“19荣和01”债券本金合计（15.00亿元）的4.19倍，覆盖程度较高。

综合以上分析，考虑到公司作为广西区域知名房地产开发企业，区域品牌影响力较大，具备一定的房地产开发经验和较强的区域综合竞争力；公司土地储备充足，在售及在建面积较大，对公司未来盈利能力形成一定保障。联合评级认为，公司对“18荣和01”和“19荣和01”的偿还能力较强。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为南宁市知名的房地产开发企业，在开发经验和产品质量等方面仍具有一定优势；公司营业收入、净利润和综合毛利率均有所增长；公司土地储备较充足，且成本较为合理，在建规模较大；公司债务负担仍处于较低水平。同时，联合评级也关注到现阶段公司拿地规模有所减少、公司业务区域相对集中以及存在一定债务集中偿付压力等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在售项目实现销售，公司收入规模和盈利水平有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18荣和01”和“19荣和01”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　广西荣和有限责任公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	202.29	238.97	267.48
所有者权益（亿元）	75.12	84.84	103.38
短期债务（亿元）	7.92	10.70	17.20
长期债务（亿元）	32.94	35.75	59.29
全部债务（亿元）	40.85	46.45	76.49
营业收入（亿元）	44.23	52.09	80.74
净利润（亿元）	10.87	11.10	20.60
EBITDA（亿元）	14.69	16.97	27.07
经营性净现金流（亿元）	33.06	9.59	-25.37
流动资产周转次数（次）	0.28	0.29	0.41
存货周转次数（次）	0.20	0.25	0.32
总资产周转次数（次）	0.24	0.24	0.32
现金收入比率（%）	178.82	137.34	72.17
总资本收益率（%）	9.66	9.06	13.37
总资产报酬率（%）	7.84	7.64	10.65
净资产收益率（%）	15.64	13.87	21.89
营业利润率（%）	39.12	35.09	39.02
费用收入比（%）	5.80	3.18	3.61
资产负债率（%）	62.87	64.50	61.35
全部债务资本化比率（%）	35.23	35.38	42.52
长期债务资本化比率（%）	30.48	29.65	36.45
EBITDA 利息倍数（倍）	5.86	8.30	7.81
EBITDA 全部债务比（倍）	0.36	0.37	0.35
流动比率（倍）	1.90	1.58	2.07
速动比率（倍）	0.54	0.49	0.45
现金短期债务比（倍）	4.86	2.27	1.49
经营现金流动负债比率（%）	36.15	8.28	-24.72
EBITDA/待偿债券本金（倍）	0.98	1.13	1.80

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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　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 3　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。