

信用等级公告

联合[2019]120 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 2019 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 2019 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：

二零一九年一月十二日



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 2019 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

本期发行规模：不超过 6.5 亿元（含）

债券期限：债券期限为 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

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 1 月 22 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
资产总额（亿元）	169.21	202.29	238.97	272.37
所有者权益（亿元）	63.90	75.12	84.84	90.34
长期债务（亿元）	36.85	32.94	35.75	52.21
全部债务（亿元）	53.33	40.85	46.45	73.68
营业收入（亿元）	51.32	44.23	52.09	37.28
净利润（亿元）	14.49	10.87	11.10	7.81
EBITDA（亿元）	20.05	14.69	16.97	--
经营性净现金流（亿元）	-5.16	33.06	9.59	-34.44
营业利润率（%）	41.06	39.12	35.09	33.95
净资产收益率（%）	12.30	15.64	13.87	--
资产负债率（%）	62.24	62.87	64.50	66.83
全部债务资本化比率（%）	45.49	35.23	35.38	44.92
流动比率（倍）	2.13	1.90	1.58	1.70
EBITDA 全部债务比（倍）	0.38	0.36	0.37	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.90	5.86	8.30	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.08	2.26	2.61	--

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、2018 年 1~9 月财务数据未经审计，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“公司”或“广西荣和”）的评级反映了公司作为南宁市知名的房地产开发企业，在开发经验、合作方和客户积累、产品质量等方面存在一定的优势；公司目前的土地储备规模较大，成本较低，盈利水平较高且公司债务负担较轻。同时，联合评级也关注到现阶段房地产调控政策较严、公司业务区域相对集中、在建项目资金需求较大、资产受限比例较高以及 2018 年 1~9 月公司新开工面积大幅增加，经营活动现金流由净流入转为净流出等因素对公司信用状况带来的不利影响。

经过长期的发展，公司已形成了以房地产开发为主的经营体系，随着公司在建项目取得预售证并实现销售，公司收入规模和盈利水平有望实现增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期债券到期不能偿还的风险较低。

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、合作方和客户积累等方面处于区域领先地位。

2. 公司土地储备较充裕，成本较低，房地产开发项目盈利水平较高。

3. 公司债务负担较轻，短期和长期偿债能力均较强。

关注

1. 房地产行业受宏观政策调控影响大，目前房地产调控政策较严，未来房地产市场运行存在不确定性。

2. 公司主要项目集中在广西壮族自治区，

受当地房地产市场的影响较大，存在一定的区域集中风险。

3. 公司在建项目规模较大，存在一定的资本支出压力；2018 年 1~9 月公司新开工面积大幅增加。

4. 公司其他应收款规模较大，对资金形成一定占用；公司资产受限比例较高；2018 年 1~9 月，公司经营活动现金流由净流入转为净流出，且规模较大。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

罗星驰

电话：010-85172818

邮箱：luoxc@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：

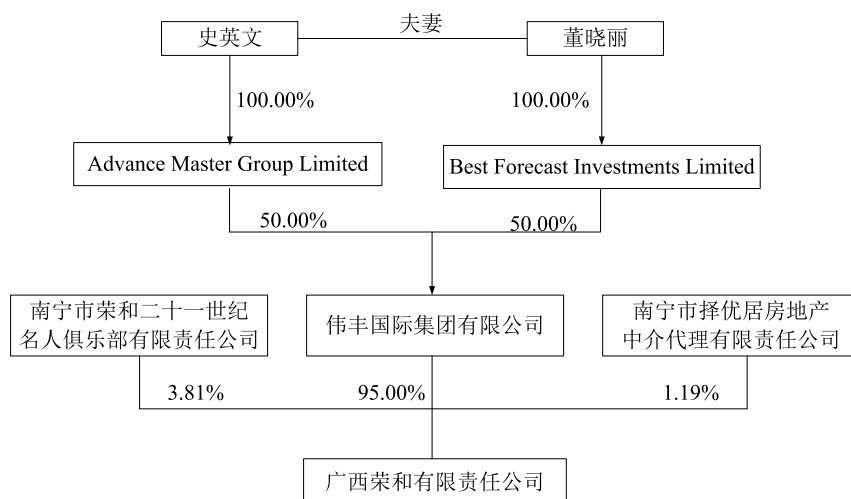

联合信用评级有限公司

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2018年9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（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，实际控制人为史英文和董晓丽。

图1 截至2018年9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、有效开展经营活动）。截至2018年6月底，公司本部下设14个职能部门（见附件1）。截至2018年6月底，纳入公司合并财务报表范围的子公司50家，公司及主要子公司在职员工合计3,063人。

截至2017年底，公司合并资产总额238.97亿元，负债合计154.13亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计84.84亿元，其中归属于母公司的所有者权益83.56亿元。2017年，公司实现营业收入52.09亿元，净利润（含少数股东损益）11.10亿元，其中归属于母公司所有者的净利润11.08亿元；经营活动现金流量净额为9.59亿元，现金及现金等价物净增加额-14.03亿元。

截至2018年9月底，公司合并资产总额272.37亿元，负债合计182.03亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计90.34亿元，其中归属于母公司的所有者权益89.19亿元。2018年1~9月，公司实现营业收入37.28亿元，净利润（含少数股东损益）7.81亿元，其中归属于母公司所有者的净利润7.81亿元；经营活动现金流量净额为-34.44亿元，现金及现金等价物净增加额-11.61亿元。

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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

经中国证监会“证监许可【2017】1671号”文件核准，公司在中国境内公开发行不超过15.00亿元的公司债券（以下简称“本次债券”）。本次债券第一期“18荣和01”（143535.SH）于2018年3月29日发行，发行规模为8.50亿元，票面利率为7.55%。第二期为“广西荣和有限责任公司公开发行2019年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），拟面向合格机构投资者公开发行，不向公司股东优先配售。本期债券为5年期固定利率债券，附第3个计息年度末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券发行规模为不超过人民币6.5亿元（含6.5亿元）。本期债券为固定利率债券，债券票面利率将通过询价方式，由公司与主承销商协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率。本期债券面值100元，按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息，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，拟全部用于偿还公司债务。

三、行业分析

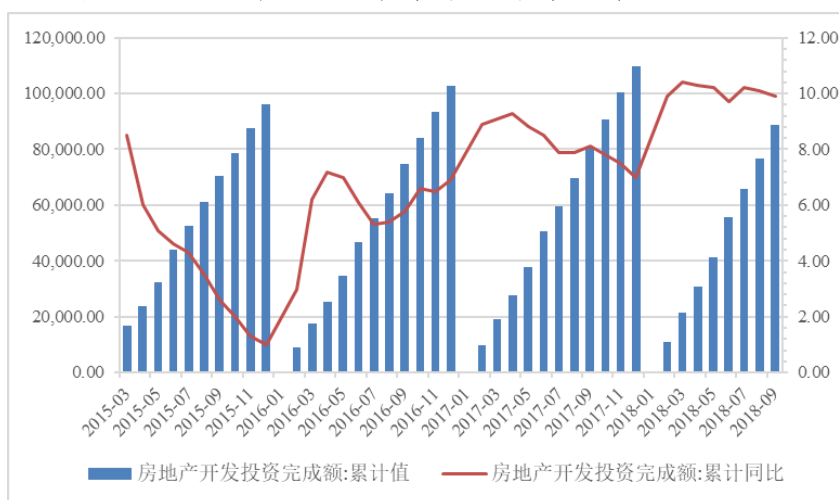
目前公司主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

1. 行业概况

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，2015年，我国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.00%，增速继续同比下滑9.50个百分点；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，名义同比增长6.88%；2017年，我国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，增速较上年同期上升0.16个百分点。其中，住宅投资75,148亿元（占比为68.44%），同比增长9.38%，增速提高3.02个百分点；办公楼投资6,761亿元（占比6.16%），同比增长3.49%，增速降低2.87个百分点；商业营业用房投资15,639亿元（占比14.24%），同比减少1.26%。2018年1~9月，全国房地产开发投资88,665.04亿元，同比增长9.90%，增速从7月开始回落，较1~8月回落0.20个百分点，但在土地购置费和新开工持续高增长下继续维持在高位。

图 2 2015~2018 年 9 月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。2016 年以来房地产投资增速有所回升,但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源,土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大,同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。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行为,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。

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。其中,各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降;除一线城市土地出让金上升 1%外,二、三线城市土地出让金分别下降 7%和 19%。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 19%和 2 个百分点到 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 个百分点到 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 个百分点到 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 个百分点到 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 个百分点到 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 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看,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。

2017 年,全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米,同比增加 8%;土地出让金总额为 40,623 亿元,同比增加 38%。其中,住宅用地成交面积 35,433 万平方米,同比增加 24%;商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米,同比减少 10%。分城市来看,2017 年,一线城市土地供应持续放量,

成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

2018年1~9月，全国300个城市土地供需双涨，土地供应量88,834万平方米，同比增长23%；土地成交面积73,993万平方米，同比增长19%。土地出让金总额同比增长13%，整体成交楼面均价及溢价率下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018年1~9月，一线城市供地节奏放缓，推出面积同比下降25%，出让金总额下降24%；二线城市供求量有所增加，土地出让金总额同比小幅增长9%，但受政策调控影响，平均溢价率下降19个百分点；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，并出台相应的土拍政策，除土地溢价率下降23个百分点外，土地供应量、成交面积、出让金、楼面均价分别同比增长24%、20%、37%和9%。

表1 2015~2017年及2018年1~9月全国300个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
推出面积	113,235	103,212	111,907	88,834
同比	-18	-9	8	23
成交面积	85,671	85,885	95,036	73,993
同比	-21	-3	8	19
出让金	21,793	29,047	40,623	30,125
同比	-10	31	38	13
楼面均价	1,384	1,904	2,374	2,219
同比	14	40	26	-8
土地平均溢价率	16	43	29	16
同比	上升6个百分点	上升27个百分点	下降14个百分点	下降17个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理。

总体看，近三年，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。2018年1~9月，土地市场整体上行，整体成交楼面均价及溢价率走低，房企拿地趋于理性。

（2）开发资金来源状况

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《公司债券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，比上年增长2.6%。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资296.53亿元，下降53.6%；自筹资金49,038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12.0%。在其他资金中，定金及预收款32,520亿元，增长7.5%；个人按揭贷款16,662亿元，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，同比增长15.18%。其中，国内贷款21,512.00亿元，同比增长6.42%；利用外资140.00亿元，同比下降52.79%；自筹资金49,133.00亿元，同比增长0.19%；其他资金73,428.00亿元，同比增长31.93%。在其他资金中，定金及预收款41,952亿元，增长29.0%；个人按揭贷款24,403亿元，增长46.5%。

2017年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金156,053亿元，同比增长8.20%，增速较上年同期下降7.00个百分点。其中，国内贷款25,242亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872亿元，上升3.50%；其他资金79,770亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,694亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906亿元，同比下降2.00%。

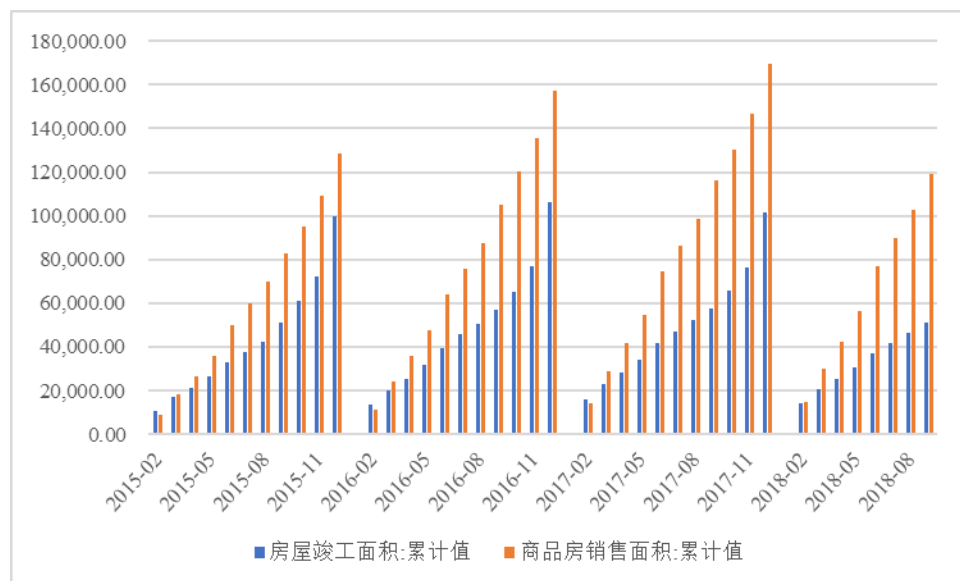
2018年1~9月，房地产开发企业到位资金121,882.17亿元，同比增长7.80%。其中，国内贷款18,041.19亿元，同比下降5.10%；自筹资金40,595.81亿元，同比增长11.40%；定金及预收款40,258.98亿元，同比增长16.30%；个人按揭贷款17,522.34亿元，同比下降1.20%。

总体看，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，房企资金压力较大。

（3）市场供需情况

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，比上年增长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，下降6.9%。其中，住宅竣工面积73,777万平方米，下降8.8%。

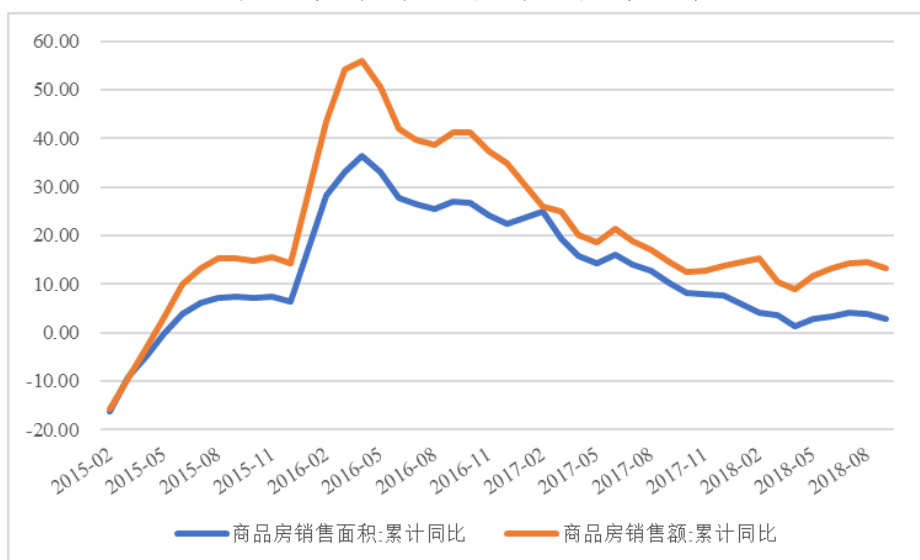
图3 2015~2018年9月全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

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，同比增长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，同比增长6.1%。其中，住宅竣工面积77,185.00万平方米，同比增长4.6%。

图 4 近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

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

2018 年 1~9 月，全国房地产销售面积 119,312.77 万平方米，同比增长 2.90%，增速较上年同期下降 7.40 个百分点；全国房地产销售金额 104,132.23 亿元，同比增长 13.30%，增速较上年同期下降 1.30 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。

总体看，在当前经济形势下，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。政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市内部则出现分化。在我国经济减速转型的背景下，近年来商业地产行业增速波动下行。

（4）销售价格情况

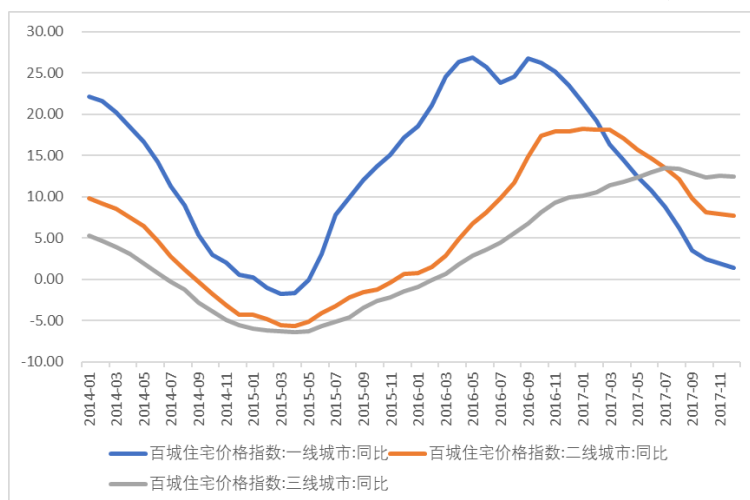
从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

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%。

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

稳，达到 12%左右水平。

图 5 2014~2017 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，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；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

3. 行业竞争

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了十多年的黄金时期，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。

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。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占比分别为 12.19%和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。

表 2 2014~2017 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	2017 年
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81	24.10
前 20 大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33	32.50
前 10 大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19	15.38
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94	20.03

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；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。

表 3 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	中国恒大	6	保利地产
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科地产	8	华夏幸福
4	绿地控股	9	华润置地
5	融创中国	10	龙湖地产

资料来源：克而瑞研究

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

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
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 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》
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 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、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住房和城乡建设部联合签发《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
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见

2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“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。”

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

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”。

总体看，2016年“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；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。

5. 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月份以来相关监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

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房

地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控；2018年7月31日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

（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。

6. 未来发展

（1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

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。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，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。

（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。

总体看，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，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。

7. 外部环境

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。

2015~2017年，广西经济运行总体呈现平稳态势，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。2015~2017年，广西实现全区生产总值分别为16,870.04亿元、18,317.64亿元和20,396.25亿元，分别同比增长8.10%、7.30%和7.30%。其中，第一产业增加值分别为2,565.97亿元、2,798.61亿元和2,906.87亿元，分别同比增长4.00%、3.40%和4.10%；第二产业增加值分别为7,694.74亿元、8,219.86亿元和9,297.84亿元，分别同比增长8.10%、7.40%和6.60%；第三产业增加值分别为6,542.41亿元、7,226.60亿元和8,191.54亿元，分别同比增长9.70%、8.60%和9.20%。全区人均地区生产总值分别为3.52万元、3.79万元和4.20万元，分别同比增长6.67%、7.67%和10.82%。

2016年，在广西壮族自治区“41条”稳增长、降成本等一系列利好政策和自治区、各市陆续出台的降首付、降利率、提高公积金对住房消费的支持力度，实施购房财政补贴和契税减免等措施的刺激下，广西土地购置、新开工面积等先行指标释放积极信号，增速由负转正，投资和销售均攀升至较快增长区间，房地产市场全面回暖。

2017年4月25日，广西实行“同城化”措施，即北海、防城港、钦州、玉林以及崇左市户籍居民家庭可参照广西各市户籍居民家庭政策购房。7月16日起，广西进一步对住房限制措施进行适当的调整，对外地人购房免交纳税社保证明，房改、集资建房不纳入家庭拥有住房套数计算等；10月1日起，广西不再将居民家庭拥有住房套数作为购买住房资格的审核条件，即全面取消住房限购政策。同时，广西各市各大银行根据央行和银监局发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》精神，进一步调整了住房贷款政策，实行“认贷不认房”，同时优先保障住房贷款额度，尽量满足开发贷需求，首套房贷实施基准利率。

2018年3月30日，广西壮族自治区住房和城乡建设厅出台了《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和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。

在此背景下，2015~2017年，广西土地购置面积分别为415.94万平方米、639.10万平方米和675.19万平方米，分别同比变动-31.80%、53.60%和5.60%；2015~2017年，广西商品房屋施工面积分别为18,608.36万平方米、21,134.65万平方米和22,689.62万平方米，分别同比变动6.50%、13.60%和7.40%；竣工房屋面积分别为1,675.18万平方米、1,735.05万平方米和1,856.24万平方米，分别同比变动-10.23%、3.60%和7.00%，2017年广西房屋施工面积和竣工面积均有不同程度增长，房地产项目进度加快，房地产开发企业对当前市场保持乐观态度。2015~2017年，广西商品房销售面积分别为3,523.41万平方米、4,215.39万平方米和5,171.99万平方米，分别同比变动11.60%、19.60%和22.70%；其中，住宅销售面积分别为3,181.51万平方米、3,864.01万平方米和4,687.41万平方米，分别同比变动10.90%、21.50%和21.30%。2016年随着支持性政策的陆续出台，房地产行业景气度有所回升，销售面积增幅扩大。2017年，广西房地产市场快速升温，商品房销售面积大幅增长。

2018年1~11月，广西土地购置面积为511.03万平方米，同比下降8.20%；商品房施工面积为

24,804.65万平方米，同比增长11.00%；房屋竣工面积为1,494.62万平方米，同比增长3.30%；商品房销售面积为5,247.38万平方米，同比增长20.70%；其中住宅销售面积为4,735.61万平方米，同比增长19.40%。

总体看，近三年，受行业景气度和自治区政府政策的支持，广西房地产市场景气度持续向好；随着政府出台房地产开发企业的管理办法，房地产供应有望步入稳步推进阶段，预计商品房销售保持较快的增长，但增速会有所回落。

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和销售为主业的房地产公司。经过20多年的发展，公司项目开发区域涵盖南宁、桂林和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，在南宁地区具有一定的知名度。

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；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2018年9月底，公司在售项目20个，总可售面积合计454.49万平方米。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年~2018年，子公司荣和集团每年均获得由中国房地产业协会和中国房地产测评中心联合主办的“中国房地产开发企业100强”奖项，2018年荣和集团排名为第87名。从南宁市的影响力来看，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。2017年，荣和集团房地产销售金额位列南宁市第六，排名有所下滑。

总体看，公司房地产开发经验丰富；子公司荣和集团承担主要的项目开发职能，具有一定的知名度和影响力。

2. 人员素质

截至2018年9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。

史英文，董事长兼总裁，男，中国国籍，1965年出生，研究生学历，1988年8月参加工作。史英文先生曾任广西壮族自治区人大代表、主席团成员、中华全国工商业联合会执委；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。史英文先生于2003年6月创立广西荣和有限责任公司，曾任公司副董事长，现任公司董事长。

李斌，执行总裁，男，中国国籍，1964年出生，本科学历，1990年3月参加工作。李斌先生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副科长、广东省珠海市珠光设计工程公司副总建筑师。李斌先生于2013年3月加入广西荣和有限责任公司，曾任公司技术副总裁，现任公司执行总裁。

截至2018年9月底，公司在职员工共计3,146人。按文化素质划分，硕士及以上学历员工占比0.64%，本科学历员工占比21.14%，大专学历员工占比42.26%，高中学历及以下员工占比35.96%；按岗位构成划分，销售人员占比4.45%，管理人员占比16.04%，技术和其他人员占比76.33%，财务人员占比3.18%，其中技术和其他人员主要是物业和酒店的基层人员。

总体看，公司高层管理人员具有丰富的管理经验，公司员工专业构成及学历结构，能够满足

公司运营及发展需求。

五、公司管理

1. 治理结构

按照《中华人民共和国企业法》及其他相关法律法规的规定，公司由择优居、荣和二十一世纪和伟丰国际三方共同出资设立。公司设董事会，由三名董事组成，三名董事由各方各选派一名担任，其中董事长由择优居指定，副董事长由伟丰国际指定。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，副总经理若干名，正副总经理由董事会聘请。总理由择优居推荐，副总经理由荣和二十一世纪推荐。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。公司设有风险管控中心、审计部、证券部、运营管理中心、技术管理中心、成本管理中心，招标合约中心、工程管理中心、营销管理中心、经营拓展中心、人力行政中心、财务管理中心、专业决策委员会和总裁办公会共计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。公司编制了公司年度、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。2015~2017年，公司营业收入规模波动增加，分别为51.32亿元、44.23亿元和52.09亿元，年均复合增长率为0.75%，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14.49亿元、10.87亿元和11.10亿元，年均复合增长率为-12.47%。2015~2017年，公司主营业务收入分别为51.00亿元、43.77亿元和51.66亿元，占营业收入的比重均在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，2015~2017年，房产销售收入分别为49.34亿元、40.30亿元和49.85亿元，有所波动，占主营业务收入比重分别为96.76%、92.09%和96.50%，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；2015~2017年，公司酒店收入较稳定，分别为0.77亿元、0.77亿元和0.76亿元。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19.52%，主要系公司自持物业可出租面积和平均租金增长所致。工程及贸易收入占比较小，对公司盈利能力影响不大。

表5 2015年~2018年9月底公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

行业名称	2015年			2016年			2017年			2018年1~9月		
	收入	占比	毛利率	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	49.36	96.76	48.27	40.30	92.09	45.99	49.85	96.50	40.44	34.82	93.40	35.05
物业管理	0.63	1.24	0.93	0.83	1.90	6.33	0.90	1.74	6.79	0.96	2.58	-2.94
餐饮收入	0.77	1.50	66.72	0.77	1.75	60.54	0.76	1.47	59.08	0.57	1.53	59.90
工程收入	0.17	0.33	20.03	1.75	3.99	32.31	0.002	--	100.00	0.80	2.15	32.89
贸易收入	0.02	0.04	34.43	0.02	0.04	22.15	0.02	0.04	22.42	0.01	0.03	23.77
其他	0.07	0.12	88.07	0.10	0.23	86.32	0.13	0.25	43.40	0.12	0.32	38.28
合计	51.00	100.00	47.91	43.77	100.00	45.03	51.66	100.00	40.13	37.28	100.00	34.41

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2015~2017年，房产销售毛利率分别为48.27%、45.99%和40.44%，房产销售毛利率持续下降但仍处于较高水平，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公司以前年度通过股权收购、旧城改造等方式取得的土地成本较低，近几年主要通过公开挂牌拍卖取得土地，成本较高所致。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率相对较高，近三年均在60%左右；物业管理业务毛利率近三年持续上升，主要系物业出租平均租金上升所致。综上，2015~2017年，公司综合毛利率持续下降，分别为47.91%、45.03%和40.13%。

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，将继续推行以南宁为中心，开拓柳州、桂林、玉林等地，并立足广西的发展战略。2015年，公司开售柳州市区的项目，销售收入仍以南宁为主；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。2017年，公司在桂林的项目销售收入大幅上涨，南宁市、桂林市和柳州市的营业收入占比分别为59.72%、25.08%和15.21%。

表6 2015年~2018年9月底公司营业收入区域分布占比情况(单位: %)

地区	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
南宁市	89.03	73.24	59.72	39.57
柳州市	10.96	23.64	25.08	42.41
桂林市	--	3.09	15.21	18.00
北京市	0.01	0.03	--	0.02
合计	100.00	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, 获得百安达办公楼并出租所致

2018年1~9月, 公司实现营业收入37.28亿元, 同比变动不大; 实现净利润7.81亿元, 同比下降31.55%, 主要系公司房地产销售毛利率下降以及投资分红减少所致。2018年1~9月, 公司房地产开发毛利率为35.05%, 同比减少8.33个百分点, 主要系拿地成本上升所致; 公司物业管理毛利率为-2.94%, 主要系部分收入在2018年第四季度确认所致。综上, 公司业务综合毛利率为34.41%。

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, 近三年收入有所波动。受土地成本影响, 公司近三年房产开发业务毛利率持续下降但处于较高水平, 公司整体经营状况良好。

2. 房地产开发

(1) 土地储备情况

从公司拿地策略看, 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、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, 由公司经营拓展中心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。

近三年, 公司共计获得土地12块, 其中8块位于南宁, 3块位于柳州, 1块位于桂林, 合计规划建筑面积298.90万平方米; 大部分楼面地价位于2,000~5,000元/平方米之间, 与同区域的其他土地项目相比, 具有一定的成本优势。2015年, 公司获取两块土地, 分别位于南宁和柳州, 规划建筑面积合计94.08万平方米; 2016年, 公司在南宁获取两块土地, 规划建筑面积合计55.40万平方米; 2017年, 公司加大拿地力度, 共获取8块土地, 全部为下半年获取, 规划建筑面积合计177.52万平方米, 区域分布以南宁为主; 2018年1~9月, 公司秉承一贯的拿地策略, 在南宁通过招拍挂方式获取一块土地, 占地面积11.59万平方米, 规划建筑面积为59.64万平方米, 楼面均价为3,488元/平方米。

截至2018年9月底, 公司土地储备共20块, 土地面积合计121.15万平方米, 规划建筑面积为430.58万平方米; 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全部位于广西境内, 以规划建筑面积来看, 公司在南宁地区的土地储备占比为66.92%; 在柳州地区占比为25.43%; 在桂林地区占比为7.65%。截至2018年9月底, 公司土地储备情况如下表所示。

表 7 截至 2018 年 9 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	享有益
1	南宁千千树	南宁	2013.10.29	商住	出让	2.84	15.90	3,038	100
2	公园大道	南宁	2010.12.20	商住	招、拍、挂	3.18	15.67	3,488	100
3	荣和悦澜山	南宁	2015.6.30	商住	招、拍、挂	8.50	44.97	2,070	100
4	柳州天誉甲 AB 北	柳州	2012.8.20	商住	招、拍、挂	1.81	5.50	3,822	100
5	柳州天誉甲 AB 南	柳州	2012.8.20	商住	招、拍、挂	3.00	9.00	3,922	100
6	柳州天誉乙地块	柳州	2012.8.20	商住	招、拍、挂	2.85	8.38	3,908	100
7	桂林林溪府 P70	桂林	2013.6.23	商住	招、拍、挂	5.90	8.00	1,500	100
8	桂林林溪府 P71	桂林	2013.6.23	商住	招、拍、挂	7.93	12.01	1,530	100
9	柳州千千树	柳州	2015.12.30	商住	招、拍、挂	10.81	19.00	2,041	100
10	公园里（东）	南宁	2016.07.07	商住	招、拍、挂	7.97	27.54	2,249	100
11	公园里（西）	南宁	2016.07.03	商住	招、拍、挂	8.03	27.63	2,234	100
12	邕江华府	南宁	2017.10.27	商住	招、拍、挂	1.72	8.07	4,298	100
13	半山华府	南宁	2017.10.26	商住	招、拍、挂	8.44	39.07	3,900	100
14	五象学府（南区）	南宁	2017.11.29	商住	招、拍、挂	3.86	15.51	4,656	100
15	五象学府（北区）	南宁	2017.11.29	商住	招、拍、挂	6.06	24.27	4,667	100
16	公园大道华府	南宁	2017.12.29	商住	招、拍、挂	3.34	10.06	6,956	100
17	桂林桃花源著	桂林	2017.9.28	商住	招、拍、挂	5.17	12.92	4,614	100
18	柳州公园里	柳州	2017.12.14	商住	招、拍、挂	8.69	32.13	3,102	100
19	柳州公园墅	柳州	2017.12.28	商住	招、拍、挂	9.46	35.49	3,905	100
20	南宁东站项目	南宁	2018.7.18	商住	招、拍、挂	11.59	59.46	3,488	100
合计		--	--	--	--	121.15	430.58	--	--

资料来源：公司提供

注：上表统计的土地储备包含公司未开发和已开发未销售的土地

总体看，公司土地储备成本较低，规模较大，能够支撑公司未来一段时间的开发；公司土地储备全部集中在南宁、柳州和桂林等地区，集中度较高，需持续关注区域房地产市场波动对公司经营带来的影响。

（2）项目开发情况

工程招标上，公司工程施工的合作方主要为中国建筑一局、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，并对施工中出现的问题及时提出修改意见。

从采购来看，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。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。

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。

2015~2017年，公司新开工面积呈波动下降态势，分别为69.68万平方米、61.29万平方米和62.71万平方米；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；2017年，公司新开工面积较上年变动较小。2015~2017年，公司竣工面积也波动下降，分别为66.77万平方米、25.04万平方米和53.60万平方米；2016年，公司竣工面积较上年下降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；2017年，公司竣工面积较上年增长1.14倍，主要系大地三组团二三期及南宁千千树项目竣工所致。2018年1~9月，公司新开工面积为123.71万平方米，同比大幅增长。截至2018年9月底，公司房地产在建面积为271.10万平方米。

表8 2015年~2018年9月底公司房地产经营情况（单位：万平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
当期新开工面积	69.68	61.29	62.71	123.71
当期竣工面积	66.77	25.04	53.60	62.04
期末在建面积	164.33	200.32	209.43	271.10

资料来源：公司提供

从在建项目来看，截至2018年9月底，公司在建项目大部分集中在南宁市；公司在建工程预计总投资440.68亿元，已完成投资243.00亿元，未来尚需投资197.68亿元。公司在建项目尚需投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

表9 截至2018年9月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	总投资	已投资	权益比例
1	南宁公园大道	南宁	2015.11	37.00	25.00	100
2	南宁悦澜山	南宁	2015.08	45.13	29.00	100
3	南宁千千树	南宁	2014.10	28.64	19.00	100
4	柳州天誉	柳州	2013.04	55.71	33.00	100
5	柳州千千树	柳州	2015.12	36.62	19.00	100
6	桂林林溪府	桂林	2014.09	37.81	19.00	100
7	荣和公园里（西区）	南宁	2016.09	13.19	7.00	100
8	荣和公园里（东区）	南宁	2017.01	13.19	6.00	100

9	邕江华府	南宁	2018.06	6.28	4.00	100
10	半山华府	南宁	2018.07	27.13	21.00	100
11	五象学府（南区）	南宁	2018.08	11.65	7.00	100
12	五象学府（北区）	南宁	2018.11	18.00	9.00	100
13	公园大道华府	南宁	2018.08	11.00	6.00	100
14	桂林桃花源著	桂林	2018.09	10.00	5.00	100
15	柳州公园里	柳州	2018.10	20.00	8.00	100
16	柳州公园墅	柳州	2018.12	20.00	10.00	100
17	南宁东站项目	南宁	--	49.33	16.00	100
合计		--	--	440.68	243.00	--

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；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。2018年1~9月，公司房地产新开工面积大幅增长。

（3）项目销售情况

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，对项目所在地区性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。

2015~2017年，公司签约销售面积和签约销售金额波动增长。受益于宽松的信贷政策，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%；2017年，公司签约销售面积和签约销售金额分别为50.64万平方米和65.67亿元，分别较上年下降38.73%和20.55%，主要系公司调整推盘节奏所致。公司签约销售均价波动增长，分别为

10,872元/平方米、10,000元/平方米和12,968元/平方米；2016年签约销售均价较上年下降8.02%，主要系公司加大去库存力度所致；2017年签约销售均价较上年增长29.68%，主要系广西楼市价格保持稳定增长所致。2015~2017年，公司销售回款率维持在80%以上，回款率较好。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和金额处于波动状态。2017年，公司结转面积和结转收入分别为48.50万平方米和49.85亿元，分别较上年增长30.45%和22.72%。

2018年1~9月，公司实现签约销售金额34.50亿元，同比下降22.07%；2018年全年公司实现签约销售金额66.13亿元，同比变动不大。

表10 2015年~2018年9月公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、%、元/平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
签约销售面积	40.71	82.65	50.64	23.39
签约销售金额	40.26	82.65	65.67	34.50
签约销售均价	10,872	10,000	12,968	14,578
销售回款率	80	81	85	86
结转收入面积	55.41	37.18	48.50	35.53
结转收入	49.34	40.62	49.85	34.82

资料来源：公司提供

截至2018年9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，住宅已取得预售证面积246.70万平方米，已销售面积212.92万平方米，整体去化率达86.31%，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、桂林林溪府和柳州千千树。后期新增项目因未办理预售证，因此暂未开始销售。截至2018年9月底，公司房产项目剩余可售面积为241.57万平方米，可满足公司3~5年的销售。

表11 截至2018年9月底公司项目销售情况（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	30.15	29.29	27.87	95.15
2	悦澜山	南宁	2015-10-01	56.65	36.71	31.17	84.91
3	公园悦府（精装）	南宁	2013-09-28	20.90	20.90	19.58	93.68
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	9.07	9.07	8.86	97.68
6	公园大道	南宁	2015-12-06	32.06	31.82	23.72	74.54
7	柳州千千树	南宁	2016-03-12	37.23	37.23	30.70	82.46
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	40.26	40.26	33.39	82.94
10	桂林林溪府	桂林	2015-11-21	40.56	24.80	22.29	89.88
11	南宁公园里（东）	南宁	2018-06-03	24.43	2.42	2.38	98.35
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			--	454.49	246.70	212.92	86.31

资料来源：公司提供

总体看，受公司调整推盘节奏影响，近三年签约销售金额波动增长；公司在售项目规模较大，整体销售进度尚可；2018年1~9月，公司协议销售金额同比有所下降。

3. 投资性房地产及房屋租赁

截至2017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2017年底，公司投资性房地产公允价值为10.93亿元，较上年底减少1.30亿元，主要系公司处置部分自持物业以及部分投资性房地产公允价值下降所致，需关注其价值下降风险。

表 12 2015 年~2017 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	2015 年	2016 年	2017 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	0.76
	荣和山水美地一组团商业综合楼	10,450.89	1.57	1.42
	荣和山水美地 2 组团综合楼	2,278.77	0.22	0.29
	荣和山水美地一组团饮食中心	2,378.04	0.38	0.50
	荣和山水美地一组团商业中心	4,604.17	0.61	0.80
	荣和山水美地一组团商铺	2,106.00	0.36	0.46
	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	1.12	1.49
中央公园	中央公园商铺	3,019.08	0.86	0.75
	中央公园商业中心	1,069.58	0.32	0.28
荣和大地商业中心		12,415.67	1.92	1.73
MOCO 商铺		6,320.51	1.65	1.45
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	2.30
合计		62,943.80	12.19	12.23

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。2015~2017年，公司自持物业平均出租率为63.23%，出租率较低；公司租赁收入持续增长，年均复合增长率为13.14%；租赁收入较少，在公司营业收入中的比重偏小。2018年1~9月，公司自持物业的出租率和租金水平同比有所增长，实现租赁收入0.30亿元。

表 13 2015 年~2018 年 9 月底公司自持物业的出租情况（单位：万平方米、%、元/天/平米、亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
可出租面积	4.13	13.72	9.70	9.70
出租率	75.00	52.37	62.31	74.00

平均租金水平	3.25	5.16	6.10	6.30
租金收取率	98.00	93.48	99.49	96.00
租赁收入	0.25	0.31	0.35	0.30

资料来源：公司提供

总体看，公司投资性房地产以公允价值计量，存在价值下跌风险；公司自持物业收入持续增长，但占公司营业收入比重较小。

4. 酒店运营

公司拥有酒店共两家，为邕江宾馆和康福特酒店。2015~2017年，公司酒店业务收入较稳定，分别为0.77亿元、0.77亿元和0.76亿元。

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。2015~2017年，酒店入住率波动上升，2017年入住率为74.36%；2018年1~9月，邕江宾馆入住率下滑至70.40%，平均房价374.30元/天。

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谭道，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，2017年入住率为77.00%，平均房价为180.00元/天；2018年1~9月，康福特酒店平均房价为185.02元/天；入住率为82.82%。

表14 2015年~2018年9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	2015 年	73.08	345.01
	2016 年	72.50	353.00
	2017 年	74.36	370.20
	2018 年 1~9 月	70.40	374.30
康福特酒店	2016 年	68.00	147.00
	2017 年	77.00	180.00
	2018 年 1~9 月	82.82	185.02

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。

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。

5. 经营效率

2015~2017年，公司存货周转率分别为0.26次、0.20次和0.25次。受2016年公司房地产业务结转收入下降影响，公司流动资产周转率和总资产周转率在2016年均出现不同程度下降；2015~2017年，公司流动资产周转率分别为0.39次、0.28次和0.29次，总资产周转率分别为0.34次、0.24次和

0.24次。与同行业上市公司对比，公司经营效率处于较低水平。

表 15 部分房地产开发上市公司 2017 年经营指标对比（单位：次）

公司名称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
荣安地产	0.42	0.39	0.35
迪马股份	0.34	0.31	0.28
滨江集团	0.38	0.28	0.25
香江控股	0.26	0.33	0.25
广西荣和	0.25	0.29	0.24

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据均引自 Wind，与本报告及附表口径有一定差异。

总体看，近三年公司经营效率处于行业较低水平。

6. 经营关注

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，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。

公司未来面临一定资本支出压力

公司在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。

7. 未来发展

未来，随着城镇化进程的演进以及我国人均居住水平的不断上升，我国房地产行业仍有较大的发展空间。公司发展战略为：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。此外，公司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，改造完成后会公司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。

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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2015~2017年度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审计意见。公司2018年半年报财务数据未经审计，相关指标未年化。从合并范围上看，2015年，公司新纳入合并范围子公司2家；2016年，公司新纳入合并范围子公司3家，移出1家；2017年公司新纳入合并范围子公司6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2017年底，公司合并资产总额238.97亿元，负债合计154.13亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计84.84亿元，其中归属于母公司的所有者权益83.56亿元。2017年，公司实现营业收入

52.09亿元，净利润（含少数股东损益）11.10亿元，其中归属于母公司所有者的净利润11.08亿元；经营活动现金流量净额为9.59亿元，现金及现金等价物净增加额-14.03亿元。

截至2018年9月底，公司合并资产总额272.37亿元，负债合计182.03亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计90.34亿元，其中归属于母公司的所有者权益89.19亿元。2018年1~9月，公司实现营业收入37.28亿元，净利润（含少数股东损益）7.81亿元，其中归属于母公司所有者的净利润7.81亿元；经营活动现金流量净额为-34.44亿元，现金及现金等价物净增加额-11.61亿元。

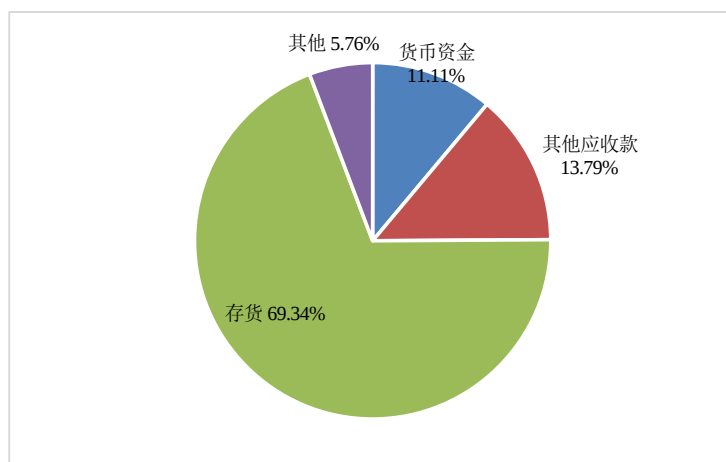
2. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长18.84%，流动资产和非流动资产均有增加。截至2017年底，公司资产合计238.97亿元，较年初增长18.13%，资产中流动资产占比76.77%，非流动资产占比23.23%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长14.64%，主要系存货和其他应收款增加所致。截至2017年底，公司流动资产183.46亿元，较年初小幅增长5.69%，其中货币资金占11.11%，其他应收款占13.79%，存货占69.34%。

图6 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司货币资金波动增长，年均复合增长2.79%。截至2016年底，公司货币资金38.47亿元，较年初增长99.49%，主要系公司房地产销售回款大幅增加所致；截至2017年底，公司货币资金20.38亿元，较年初减少47.04%，主要系公司购买土地支付款项、竞拍土地保证金、对外拆借款以及公司购买股票和参与国债逆回购等投资活动支出增多所致。截至2017年底，公司货币资金主要由银行存款（占74.55%）和其他货币资金构成（占25.26%），公司货币资金中受限金额为5.00亿元，主要为信用证保证金，受限比例为13.00%，受限比例一般。

2015~2017年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长126.53%。截至2017年底，公司其他应收款25.30亿元，较年初增长364.25%，主要系公司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增加借款合计10.00亿元所致。对其他应收款计提坏账准备金额为1.82亿元，计提比例为7.19%，计提较充分。其他应收款排名前五期末余额合计为18.83亿元，占比为74.43%，账龄均为一年以内，集中度较高。其他应收款占流动资产比例为13.79%，资金占

用风险较大。

表16 截至2017年底公司其他应收款前五名单位情况（单位：亿元、%）

单位	是否关联方	款项性质	金额	账龄	占比
特华投资控股有限公司	是	暂借款	5.00	1年以内	18.44
新宜达投资集团有限公司	否	暂借款	5.00	1年以内	18.44
南宁市公共资源交易中心	否	土地竞买金	4.64	1年以内	17.12
柳州市土地交易储备中心	否	土地竞买金	2.15	1年以内	7.93
南宁市江南区财政局	否	土地熟化金	2.03	1年以内	7.48
合计	--	--	18.83	--	69.41

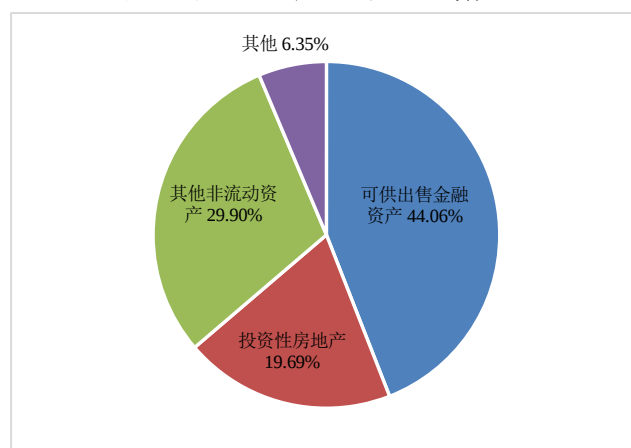
资料来源：公司审计报告

2015~2017年，随着公司在建项目的持续推进，公司存货逐年增长，年均复合增长6.67%。截至2017年底，公司存货账面价值为127.20亿元，较年初增长2.26%，变动幅度不大。公司存货主要由开发成本（占85.70%）和开发产品（占13.77%）构成，其中，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。公司项目主要位于南宁、桂林以及柳州等城市，公司未对存货计提存货跌价准备。截至2017年底，公司受限存货账面价值为71.98亿元（占存货余额的56.59%），存货受限比例较高。公司项目主要集中于广西地区，存在区域市场波动风险。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产呈波动增长态势，年均复合增长36.92%，主要系可供出售金融资产和其他非流动资产增加所致。截至2017年底，公司非流动资产合计55.51亿元，较年初增长93.31%，主要系可供出售金融资产和其他非流动资产增加所致。公司非流动资产主要为可供出售金融资产（占44.06%）、投资性房地产（占19.69%）和其他非流动资产（占29.90%）。

图7 截至2017年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长32.42%。截至2016年底，公司可供出售金融资产12.95亿元，较年初下降7.17%，主要系公司减少对中民嘉业投资有限公司投资所致；截至2017年底，公司可供出售金融资产24.46亿元，较年初增长88.89%，主要系公司2017年对特华投资投资款增加所致。

表 17 截至 2017 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
中国民生投资股份有限公司	100,000.00	40.89
特华投资控股有限公司	100,000.00	40.89
霍尔果斯市国信保泰创业投资有限公司	15,000.00	6.13
广西北部湾银行股份有限公司	29,207.60	11.94
南宁青鸟荣和教育投资有限责任公司	260.00	0.11
广西桂冠电力股份公司	14.53	0.01
中民创业者（天津）投资管理合伙企业	100.00	0.04
合计	244,582.13	100.00

资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司投资性房地产呈波动下降态势，年均复合下降5.32%。截至2017年底，公司投资性房地产账面价值为10.93亿元，较年初下降10.65%，主要系公司处置部分自持物业以及公允价值下降所致；公司投资性房地产受限金额为1.30亿元，占公司投资性房地产账面价值的11.89%，受限比例较小。投资性房地产公允价值变动收益持续为负，存在价值下降风险。

2015~2016年，公司无其他非流动资产。截至2017年底，公司新增其他非流动资产为16.60亿元，系公司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“柳州物流”）16.60亿元所致，其中柳州物流母公司中国铁路物资（集团）总公司为该借款提供连带责任保证担保，柳州物流将29.45万平方米柳州地块的土地使用权抵押给桂林银行。

截至2017年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计78.31亿元，占资产总额的32.77%，占比较高，包括货币资金、存货、固定资产和投资性房地产，受限原因主要系作为各类保证金和借款抵押等。

表 18 截至2017年底公司受限资产情况（单位：万元、%）

科目	受限金额	占比
货币资金	50,003.33	6.39
存货	719,759.20	91.91
固定资产	320.44	0.04
投资性房地产	12,988.61	1.66
合计	783,071.58	100.00

资料来源：公司审计报告

截至2018年9月底，公司资产总额272.37亿元，较年初增长18.13%，主要系存货增加所致；公司流动资产占79.57%，非流动资产占20.43%，流动资产占比较年初增加2.80个百分点。其中，货币资金较年初下降56.97%至8.77亿元；存货较年初增长41.71%至180.27亿元；其他应收款较年初下降37.27%至15.87亿元，主要系关联方暂借款减少所致。

总体看，近三年，公司资产规模持续增长，以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，区域集中风险较大；其他应收款规模较大，存在一定的资金占用风险。投资性房地产存在一定的减值风险；资产受限比例较高，流动性一般。

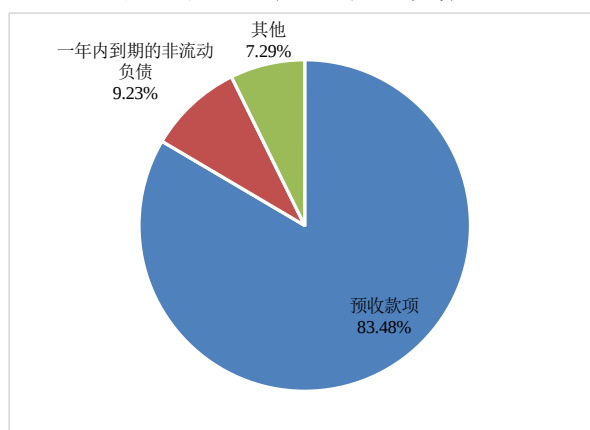
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017年，公司负债总额逐年增长，年均复合增长20.98%，主要系流动负债增加所致。截至2017年底，公司负债合计154.13亿元，较年初增长21.19%，公司负债中流动负债占75.20%，非流动负债占24.80%。

2015~2017年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长32.85%。截至2017年底，公司流动负债合计115.91亿元，较年初增长26.74%，主要系预收款项增加所致。公司流动负债以预收款项（占83.48%）和一年内到期的非流动负债（占9.23%）为主。

图8 截至2017年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长55.59%。截至2017年底，公司预收款项96.76亿元，较年初增长27.76%，主要系公司预售购房款（占比99.93%）增加所致。公司账龄超过1年的重要预收款项为0.25亿元，占公司预收款项总额0.26%，占比较小。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降19.45%。截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债7.92亿元，较年初下降51.96%，主要系公司偿还到期长期借款所致。截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债为10.70亿元，较年初增长35.07%，全部为长期借款转入。

2015~2017年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降1.81%。截至2017年底，公司非流动负债合计38.22亿元，较年初增长6.99%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债以长期借款（占93.54%）和递延所得税负债（占5.92%）为主。

2015~2017年，公司长期借款波动下降，年均复合下降1.50%。截至2016年底，公司长期借款32.94亿元，较年初下降10.62%，主要系公司项目开发资金需求减少而减少借款所致。截至2017年底，公司长期借款35.75亿元，较年初增长8.55%，主要系公司的抵押借款增加所致。2019年到期长期借款合计22.50亿元，占比62.94%；2020年到期的长期借款合计12.63亿元，占比37.43%。公司2019年集中偿债压力较大。

2015~2017年，公司递延所得税负债波动下降，年均复合下降6.52%。截至2017年底，公司递延所得税负债2.26亿元，较年初减少12.41%，主要系投资性房地产评估值降低所致。

全部债务方面，2015~2017年，公司全部债务分别为53.33亿元、40.85亿元和46.45亿元，年均复合下降6.68%，呈波动下降态势；截至2017年底，公司全部债务为46.45亿元，较年初增长13.69%，

主要系公司长期借款增加所致；其中，短期债务10.70亿元（占23.03%），较年初增长35.07%，主要系一年内到期的长期借款增加所致；长期债务35.75亿元（占76.97%），较年初变动较小，债务结构仍以长期债务为主。2015~2017年，公司资产负债率持续小幅增长，三年分别为62.24%、62.87%和64.50%；公司全部债务资本化比率波动下降，三年分别为45.49%、35.23%和35.38%；公司长期债务资本化比率持续下降，三年分别为36.58%、30.48%和29.65%，主要系公司偿还到期的长期借款所致。公司债务负担较轻。

截至2018年9月底，公司负债合计182.03亿元，较年初增长18.10%；其中流动负债127.35亿元（占69.96%），非流动负债54.67亿元（占30.04%），流动负债占比较年初小幅下降。截至2018年9月底，公司全部债务73.68亿元，较年初增长58.64%，主要系公司长期借款增加以及发行“18荣和01”和“18荣和02”债券所致；其中，短期债务21.47亿元，占比29.15%；长期债务52.21亿元，占比70.85%。截至2018年9月底，公司资产负债率为66.83%，较年初增加2.34个百分点；长期债务资本化比率为36.62%，较年初增加6.98个百分点；全部债务资本化比率为44.92%，较年初增加9.54个百分点，债务负担较年初有所增加，但整体处于较低水平。

总体看，公司负债规模持续增长，负债中预收款项和长期借款占比较高。公司近年来债务规模波动增长，但总体债务负担较轻，公司在2019年存在集中偿付压力。

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长15.23%，主要来自于未分配利润的增长。截至2017年底，公司所有者权益合计84.84亿元，较年初增长12.95%；其中，归属于母公司所有者权益占98.49%，少数股东权益占1.51%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占1.48%，资本公积占0.85%，其他综合收益占8.86%，盈余公积占2.16%，未分配利润占86.73%，以未分配利润为主，权益稳定性较差。

截至2018年9月底，公司所有者权益90.34亿元，较年初小幅增长6.48%；其中归属于母公司的所有者权益89.19亿元，较年初增长6.74%，占所有者权益总额比重为98.73%，较年初变化很小。公司归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占1.39%）、资本公积（占0.80%）、其他综合收益（占8.30%）、盈余公积（占2.02%）和未分配利润（占87.56%）构成，公司所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益规模有所增长，权益以未分配利润为主，稳定性较差。

4. 盈利能力

公司营业收入主要来自房地产销售。2015~2017年，公司营业收入规模波动增长，三年分别为51.32亿元、44.23亿元和52.09亿元，年均复合增长0.75%；公司营业利润分别为19.41亿元、14.35亿元和17.10亿元；公司净利润分别为14.49亿元、10.87亿元和11.10亿元，年均复合下降12.47%，与营业收入变动不一致主要系公司房地产业务毛利率下降所致。

期间费用方面，2015~2017年，公司费用总额持续下降，年均复合下降25.56%，主要系财务费用减少所致。2015~2017年，公司销售费用逐年增加，年均复合增长5.35%，主要系公司加大营销投入，导致营销人员薪酬增加所致。公司管理费用波动下降，年均复合下降5.14%，2016年，公司管理费用为0.82亿元，同比下降12.84%，主要系公司的费用性税金大幅减少所致；2017年，公司管理费用0.84亿元，同比小幅增长，主要系公司职工薪酬增加所致。2015~2017年，公司财务费用持续下降，2017年为-0.87亿元，主要系公司理财产品利息收入增加所致。整体看，公司费用控制能力较强。

利润构成方面，公司公允价值变动收益来自以公允价值计量的投资性房地产；投资收益主要来自持有可供出售金融资产。2015~2017年，公司公允价值变动收益分别为0.61亿元、-0.67亿元和-1.27亿元，占营业利润比例分别为3.16%、-4.65%和-7.41%；投资收益分别为0.71亿元、0.17亿元和1.71亿元，波动性较大，占营业利润比例分别为3.64%、1.15%和10.03%；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。公司投资收益和公允价值变动损益波动性较大，具有不确定性。

从盈利指标看，2015~2017年，公司营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均持续下降。其中营业利润率分别为41.06%、39.12%和35.09%，主要系公司主营业务毛利率下降所致；公司总资本收益率分别为15.10%、9.66%和9.06%，总资产报酬率分别为13.06%、7.84%和7.64%，净资产收益率分别为26.64%、15.64%和13.87%，与同行业上市公司相比较，公司盈利能力处于中上等水平。

表 18 2017 年部分房地产公司盈利能力指标对比（单位：%）

公司名称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
荣安地产	24.87	13.72	6.24
迪马股份	25.25	9.40	3.01
滨江集团	30.40	12.64	5.62
香江控股	52.70	13.01	7.33
广西荣和	39.92	14.24	7.18

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表对比公司的数据引自 Wind 资讯，与本报告口径所有差异。

2018年1~9月，公司实现营业收入37.28亿元，同比变动不大；实现投资收益0.42亿元，同比变动下降74.23%，主要系2017年公司收到中国民生股份有限公司1.50亿元分红所致；公允价值变动收益为-0.60亿元，主要为公司持有股票价格下跌所致；公司实现净利润7.81亿元，同比下降31.55%，主要系公司房地产业务毛利率下降和投资收益减少所致。

总体看，2015~2017年，公司收入变动不大，投资收益和公允价值变动收益对公司营业利润的影响一般，公司投资收益和公允价值变动损益具有不确定性；公司费用控制能力较强。与同行业上市公司相比较，公司盈利能力处于中上等水平。

5. 现金流

从经营活动来看，2015~2017年，公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长25.41%，主要系公司房地产销售回款增加所致。同期，公司经营活动现金流出波动增加，年均复合增长11.09%，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。2015~2017年，公司经营活动现金流净额分别为-5.16亿元、33.06亿元和9.59亿元。2016年，由于公司销售回款大幅增加，经营活动现金流净额由净流出转为净流入；2017年，公司经营活动现金流净流入规模较年初下降70.97%。

从投资活动来看，2015~2017年，公司投资活动现金流入持续大幅上升，年均复合增长9.19倍；2017年公司投资活动现金流入为73.21亿元，同比增长32.31倍，主要系公司频繁参与国债逆回购所致。同期，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长2.71倍；2016年公司投资活动现金流出同比下降85.71%，主要系公司2016年对外投资规模较上年大幅下降所致；2017年公司投资活动现金流出额为97.12亿元，同比大幅增长544.85倍，主要系公司于二级市场上购买股票、参与国债

逆回购、对特华投资新增投资以及对外暂借款增加所致。受上述因素影响，2015~2017年，公司投资活动现金流净额分别为-6.35亿元、1.19亿元和-23.90亿元。

从筹资活动来看，2015~2017年，公司筹资活动现金流入持续下降，年均复合下降26.02%，主要系公司取得借款减少所致；2017年公司筹资活动现金流入额为17.59亿元，同比下降22.17%。同期，公司筹资活动现金流出波动下降，年均复合下降2.79%；2016年公司筹资活动现金流出额为42.86亿元，同比增长1.34倍，主要系偿还债务支付的现金增加所致；2017年公司筹资活动现金流入额为17.31倍，同比下降59.61%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。受上述影响，2015~2017年，公司筹资活动现金流净额为13.82亿元、-20.26亿元和0.28亿元。

2018年1~9月，公司经营活动产生的现金流量净额为-34.44亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.05亿元；筹资活动产生的现金流量净额为22.89亿元。

总体看，2015~2017年，随着公司房地产销售回款的增加，公司经营活动现金流净额由净流出转为净流入；公司投资活动现金流规模较大；随着公司未来在建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，2015~2017年，公司流动比率持续下降，三年分别为2.13倍、1.90倍和1.58倍；公司速动比率波动增长，三年分别为0.42倍、0.54倍和0.49倍。2015~2017年，公司现金短期债务比波动增长，三年分别为1.17倍、4.86倍和2.27倍，现金对短期债务的保障程度较强。整体看，公司短期偿债能力指标有所下降，但短期偿债能力仍属较强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA分别为20.05亿元、14.69亿元和16.79亿元，年均复合下降8.00%，主要系利润总额下降所致。2017年，公司EBITDA主要为利润总额16.76亿元（占98.75%）。2015~2017年，公司EBITDA利息倍数分别为5.90倍、5.86倍和8.30倍，EBITDA对利息的保障程度较高；公司EBITDA全部债务比分别为0.38倍、0.36倍和0.37倍，EBITDA对全部债务的保障程度较高；整体看，公司长期偿债能力指标强。

截至2018年9月底，公司取得的银行授信总额115.36亿元，已使用金额为72.09亿元，尚未使用金额为43.27亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至2018年9月底，公司无对外担保。

截至2018年11月15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。

总体看，公司短期与长期偿债能力较强，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，公司整体偿债能力仍属较强。

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债务的影响

截至2018年9月底，公司债务合计73.68亿元，本期拟发行债券规模为不超过6.50亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券规模一般。

以2018年9月底财务数据为基础，若募集资金总额为6.50亿元，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67.60%、

47.02%和39.39%，分别较2018年9月底增加0.77个百分点、2.10个百分点和2.76个百分点，债务负担加重。由于本期募集资金将全部用于偿还公司债务，发行后公司实际债务负担可能低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以2017年的相关财务数据为基础，公司2017年EBITDA为16.97亿元，为本期公司债券拟发行额度的2.61倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。2017年公司经营活动产生的现金流入为74.10亿元，为本期公司债券发行额度的11.40倍，对本期债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司在区域市场地位、品牌知名度、储备及开发规模等方面的竞争优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力较强。

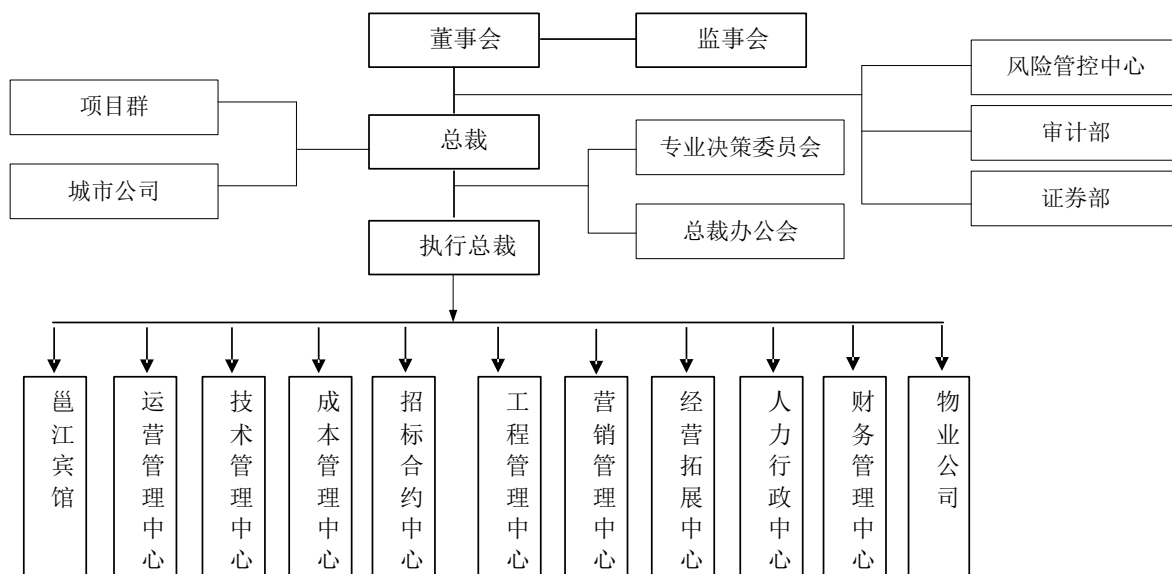
九、综合评价

公司作为南宁市知名的房地产开发企业，在开发经验、合作方和客户积累、产品质量等方面存在一定的优势；公司目前的土地储备规模较大，成本较低，盈利水平较高且公司债务负担较轻。同时，联合评级也关注到现阶段房地产调控政策较严、公司业务区域相对集中、在建项目资金需求较大、资产受限比例较高以及2018年1~9月公司新开工面积大幅增加，经营活动现金流由净流入转为净流出等因素对公司信用状况带来的不利影响。

经过长期的发展，公司已形成了以房地产开发为主的经营体系，随着公司在建项目取得预售证并实现销售，公司收入规模和盈利水平有望实现增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期债券到期不能偿还的风险较低。

附件 1 广西荣和有限责任公司 组织架构图



附件 2 广西荣和有限责任公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
资产总额（亿元）	169.21	202.29	238.97	272.37
所有者权益（亿元）	63.90	75.12	84.84	90.34
短期债务（亿元）	16.48	7.92	10.70	21.47
长期债务（亿元）	36.85	32.94	35.75	52.21
全部债务（亿元）	53.33	40.85	46.45	73.68
营业收入（亿元）	51.32	44.23	52.09	37.28
净利润（亿元）	14.49	10.87	11.10	7.81
EBITDA（亿元）	20.05	14.69	16.97	--
经营性净现金流（亿元）	-5.16	33.06	9.59	-34.44
流动资产周转次数（次）	0.39	0.28	0.29	--
存货周转次数（次）	0.48	0.20	0.25	--
总资产周转次数（次）	0.61	0.24	0.24	--
现金收入比率（%）	84.60	178.82	137.34	95.71
总资本收益率（%）	15.10	9.66	9.06	--
总资产报酬率（%）	13.06	7.84	7.64	--
净资产收益率（%）	26.64	15.64	13.87	--
营业利润率（%）	41.06	39.12	35.09	33.95
费用收入比（%）	5.82	5.80	3.18	5.29
资产负债率（%）	62.24	62.87	64.50	66.83
全部债务资本化比率（%）	45.49	35.23	35.38	44.92
长期债务资本化比率（%）	36.58	30.48	29.65	36.62
EBITDA 利息倍数（倍）	5.90	5.86	8.30	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.38	0.36	0.37	--
流动比率（倍）	2.13	1.90	1.58	1.70
速动比率（倍）	0.42	0.54	0.49	0.29
现金短期债务比（倍）	1.17	4.86	2.27	0.52
经营现金流动负债比率（%）	-7.86	36.15	8.28	-27.05
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.08	2.26	2.61	--

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、2018 年公司 1~9 月财务数据未经审计，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	
总资产收益率	(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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

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 2019 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。

