跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]829 号

广西万通房地产有限公司：

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

广西万通房地产有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

广西万通房地产有限公司发行的“16 万通 01”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月二十八日

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

广西万通房地产有限公司公开发行公司债券2016年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16万通01	14.60亿元	3+2	AA	AA	2015年9月8日

跟踪评级时间：2016年6月28日

担保方：阳光100中国控股有限公司

担保方式：无条件不可撤销的连带责任保证担保

财务数据：

发行人

项　目	2014年	2015年
资产总额（亿元）	325.66	388.03
所有者权益（亿元）	52.55	64.46
长期债务（亿元）	54.14	105.21
全部债务（亿元）	132.71	178.69
营业收入（亿元）	68.64	61.05
净利润（亿元）	6.94	4.59
EBITDA（亿元）	10.14	8.27
经营性净现金流（亿元）	4.18	-13.92
营业利润率（%）	19.74	18.33
净资产收益率（%）	14.99	7.84
资产负债率（%）	83.86	83.39
全部债务资本化比率（%）	71.63	73.49
流动比率（倍）	1.28	1.51
EBITDA全部债务比（倍）	0.08	0.05
EBITDA利息倍数（倍）	0.84	0.47
EBITDA\待偿本金合计（倍）	0.69	0.57

担保方

项　目	2014年	2015年
资产总额(亿元)	350.71	431.39
所有者权益(亿元)	55.16	75.02
营业收入(亿元)	71.05	64.18
净利润(亿元)	8.10	6.13
资产负债率(%)	84.27	82.61

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、公司长期应付款中有部分融资租赁款，已调入长期债务。3、EBITDA/待偿本金合计=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

2015年，广西万通房地产有限公司（以下简称“公司”或“广西万通”）继续深耕国内主要的二、三线城市，公司开发的地产项目品质较好，品牌知名度较高，公司土地储备规模较大，主营业务盈利能力仍属较强。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司2015年结转收入下降、利润总额对非经常性损益的依赖性较强，二、三线城市房地产项目库存较高，项目开发周期较长，资金需求压力较大等因素对公司经营形成的不利影响。

公司在建项目地理位置较好，未来随着项目的陆续销售，公司的盈利较有保证。

“16万通01”债券由阳光100中国控股有限公司（以下简称“阳光100中国”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。阳光100中国作为公司控股股东，系在香港联合交易所上市的企业，其资产规模较大，2015年经营状况良好，其所提供的担保对本次债券的信用状况有积极的作用。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16万通01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司开发项目集中在经济发展较好的二、三线城市，2015年公司扩大土地储备，继续推进新开发项目建设规模，在建项目规模较大，为其未来可持续发展奠定良好基础。

2．2015年，公司投资性房地产公允价值增长较快，租金收入平稳提升，继续为公司贡献较大规模的经营现金流入。

3．跟踪期内，公司通过发债等融资渠道扩大长期债务融资规模，债务结构得以优化。

关注

1．2015年以来，房地产行业波动较大，不同城市市场分化严重，公司位于三线城市的部分项目可能面临市场波动。未来房地产行业的发展仍存在不确定性。

2．公司在建项目较多，但主要项目仍需较大投资，结合公司整体在建项目资金缺口来看，公司未来面临较大资金压力。

3．公司正在加强商业项目开发和投资，进一步完善所开发住宅物业周边的商业街区的后续运营体系，发展多种类、小型化、社交型、时尚型主力商店。公司在从住宅开发商转变为城市核心区域商业街区综合体开发商的过程中，对商业运营能力及运营资金供给提出了较高的要求。

4．2015年公司利润总额对当年公允价值变动损益和投资收益的依赖性较强，可持续性较弱。

5．公司资产负债率较高，债务负担较重。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818
邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

王　越

电话：010-85172818
邮箱：wangyue@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：

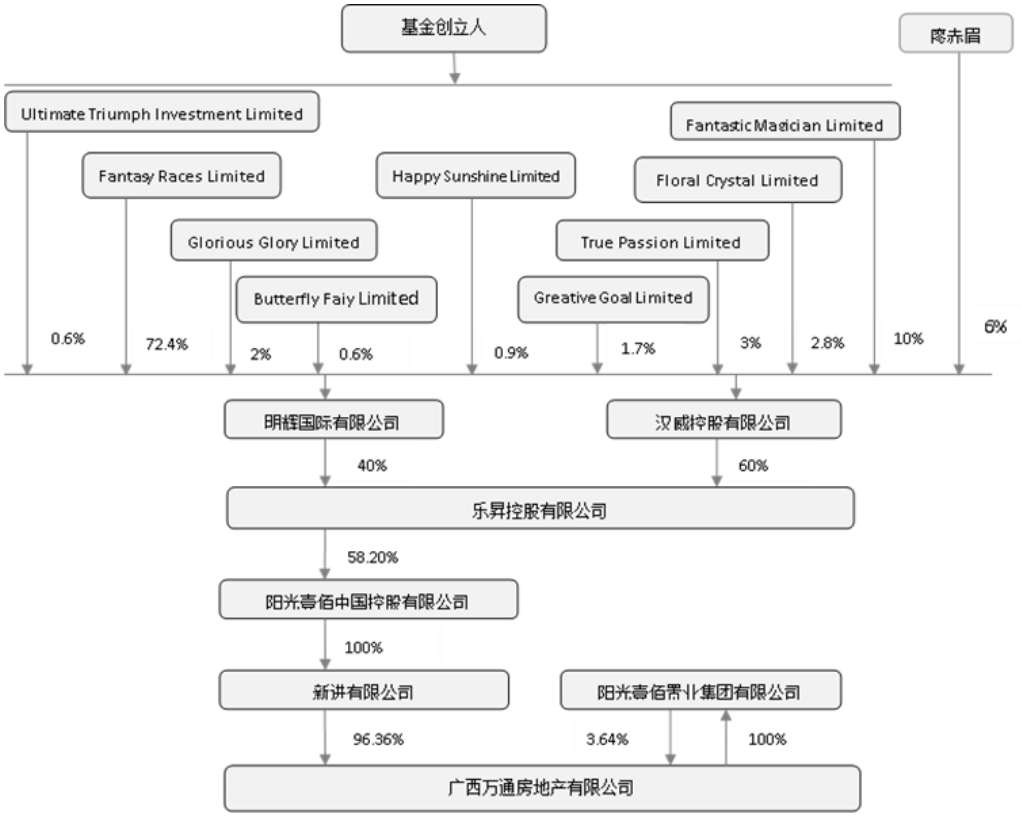
联合信用评级有限公司

一、主体概况

广西万通房地产有限公司（以下简称“公司”或“广西万通”），是一家由广西新万通置业投资有限公司（以下简称“万通置业”）与新加坡大洋企业（私人）有限公司（以下简称“大洋企业”）共同以货币出资，于 1994 年 3 月 2 日设立的中外合资经营企业。成立时，注册资本为 2,100 万元，其中，广西新万通出资 700 万元，持有其 34%股权，新加坡大洋公司出资 1,400 万元，持有其 66%股权。

公司历经数次股权变更，截至 2015 年 12 月底，公司注册资本增至 192,526 万元，公司实际控制人通过多层次股权结构实现对公司的实际控制，直接控股公司的母公司为新进有限公司，持有广西万通 96.36%股权。公司控股股东新进有限公司的实际控制人为易小迪等七位自然人。

图 1　截至 2015 年 12 月底公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公司提供

公司经营范围：主要从事房地产开发经营，土地一级开发，物业管理及酒店经营等。

截至 2015 年底，公司本部下设项目发展部、研发中心、商业管理部、经营管理部、销售管理部、资金部、财务部、成本管理部等 18 个职能部门（参见附件 1）；拥有 69 家子公司。截至 2015 年底，公司拥有在册员工 4,288 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 388.03 亿元，负债合计 323.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益）64.46 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 32.67 亿元；2015 年实现营业收入 61.05 亿元，净利润（含少数股东损益）4.59 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 2.47 亿元；经营活动现金流量净额为-13.92 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.38 亿元。

公司注册地址：南宁市民族大道 63 号阳光 100 城市广场 T3 段 18 层 1803 房。法定代表人：

易小迪。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2015]2193 号文核准批复，公司于 2016 年 1 月 25 日面向合格投资者公开发行面值总额不超过 20 亿元的公司债券，首期发行规模为 14.60 亿元，发行利率 6.90%，发行期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，每年付息，到期还本。公司债券已于 2016 年 3 月 22 日上市交易（品种简称：16 万通 01，上市代码：136181.SH）。

本次债券由阳光 100 中国控股有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

本次发行公司债券的募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金，截至 2016 年 3 月底，本次债券募集资金已按照使用计划使用完毕。

三、行业分析

1．行业概况

2015 年，全国房地产行业在持续宽松的货币政策和信贷政策等多项利好刺激下仍有所增长，但增速明显下滑；不同区域房地产市场明显分化；去库存成为房地产行业共识。

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%，增速较上年同期下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。房屋新开工面积 154,454 万平方米，比上年下降 14.0%。全年土地购置面积 22,811 万平方米，比上年下降 31.7%。总体看，房地产行业波动较大，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。作为房地产市场景气度的前导指标，房地产开发投资增速的下降预示房地产开发商对未来房地产市场的谨慎态度和未来可售房源的下降。

土地供应出现一定的下滑趋势。2015年，全国300个城市共推出土地31,686宗，同比减少14%；土地面积113,235万平方米，同比减少18%；出让金总额为21,793亿元，同比减少10%。土地溢价率方面，2015年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，但土地供应量有所减少，土地市场溢价率相应有所好转，全国300个城市土地平均溢价率16%，较去年同期上升6个百分点。但土地市场分化明显，一线城市呈现上升态势，较同期上升2个百分点至27%；二线城市较上年同期上升10个百分点至17%；三四线城市较上年同期上升2个百分点至8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨19%至9,180元/平方米；二线城市同比上涨18%至及1,565元/平方米；三四线城市同比上涨1%至751元/平方米。总体看，在去库存压力下，土地供求量均出现较大下滑；但城市分化比较明显，一、二线城市土地市场热度较高，三线城市土地市场相对较为疲软。

在开发资金来源状况上，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，大大降低发行债券门槛，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 297 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%。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。

在市场供需上，2015 年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015 年下半年商品房销售面积开始由降转增，2015 年全年商品房累计销

售 128,494.97 万平方米，同比增长 6.50%，增速较上年增加 14.10 个百分点。伴随房地产企业逐步意识到部分城市房产库存积压严重并做出区域性调整后，商品房待售面积增速自 2015 年有所下滑，2015 年 12 月，全国拥有 7.19 亿平方米待售商品房，同比增长 15.60%，增速较去年下滑 10.50 个百分点，其中，住宅待售面积 4.52 亿平方米，同比增长 11.20%，增速较上年同期下滑 14.40 个百分点。总体上看，全国商品房库存增速放缓，但库存总量仍处高位。

销售价格上，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 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%。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。其中，以深圳市为首的一线城市住宅平均价格仍呈快速增长态势，截至 2015 年底，一线城市房价为 32,891.25 元/平方米，同比增长 17.20%。总体看，2015 年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，一线城市房价呈快速增长态势。

从行业集中上看，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，房地产行业集中度进一步提升。2015 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 16.87%和 22.82%，前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 11.31%和 14.62%。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。

2.行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。2014 年以来，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。2015 年国家出台了一系列政策对房地产进行调控。

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，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月份，政府即出台两项利好政策，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。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，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。但行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

3．行业关注

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。

房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015年三季度，按Wind资讯整体法[1]计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。

市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

4．行业发展

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，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。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。地产呈现金融化趋势。

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。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演更重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期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、管理分析

跟踪期内，公司根据《公司法》、《公司章程》和其他有关法律法规的规定，维持了较为完善的法人治理结构，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成科学有效的职责分工和制衡机制，未发生重大的高层管理人员变动。总体看，公司法人治理结构完善，运行情况良好。

五、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，公司主营业务延续，仍以房地产的开发与销售为主，擅长开发青年白领社区和街区商业。

2015年，公司营业收入61.05亿元，较上年下降11.06%，主要系房地产销售收入下降所致，净

[1] Wind 行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

利润4.59亿元，较上年下降33.86%，主要系公司毛利下降、期间费用较高所致。

表1 近两年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元，%）

业务类别	2014 年			2015 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
房地产销售收入	646,595.80	94.20	27.42	561,344.10	91.95	25.12
投资性房地产的租金收入	10,918.20	1.59	100.00	12,239.70	2.00	100.00
物业管理及酒店经营收入	26,869.90	3.91	7.44	33,791.40	5.54	2.08
其他业务收入	2,014.20	0.29	100.00	3,138.90	0.51	67.56
合 计	**686,398.10**	**100.00**	**28.00**	**610,514.10**	**100.00**	**25.56**

资料来源：公司审计报告

从收入构成来看，房地产销售收入是公司营业务收入中最重要的来源，近两年占比均在91%以上，投资性房地产的租金收入和物业管理及酒店经营收入占比较小，其他业务收入为物业公司的一些有偿劳务收入、车辆管理收入等。2015年这四项占营业收入比重分别为91.95%、2.00%、5.54%和0.51%。物业管理及酒店经营收入占比较上年有所上升，主要系公司物业管理面积上升所致。房地产销售收入较上年下降13.18%，主要系交付物业的平均售价较2014年有所降低，且交付面积低于预期所致。

从毛利率情况来看，受到成本上升及结转产品结构影响，2015年公司房地产销售的毛利率有所下降。投资性房地产的租金业务，因为采用公允价值计量模式没有对应的成本，毛利率高达100.00%；物业管理及酒店经营业务毛利率有所下降，近两年分别为7.44%和2.08%，主要系人工成本上涨导致毛利率下降。综合毛利率方面，2015年较2014年下降2.44个百分点，主要系房地产销售收入毛利下降所致。

总体看，2015年公司房地产销售收入较上年有所下降，毛利率略有下降；其他板块收入均有所上升，对公司营业收入贡献有所增加，投资性房地产租金收入和其他业务收入维持了较高的毛利率水平。公司整体经营规模较大，经营稳健，盈利规模较大，综合毛利率水平尚可。

2．房地产业务

（1）土地储备

从土地获取情况来看，近两年，公司均通过股权收购方式获取土地，2015 年，公司合计取得土地（规划建筑面积，未计算权益）134.89 万平方米，较上年大幅增加，主要为丽江、温州中心和温州生态城三个项目。

表2 2014~2015年公司土地储备获取情况（单位：万平方米，亿元）

时间	获取方式	对应建筑面积（规划面积）	用途	股权收购款
2014 年	股权收购	84.00	城镇住宅混合用地	5.72
2015 年	股权收购	134.89	城镇住宅混合用地	4.02

资料来源：公司提供，。

从土地储备的目标区域来看，公司房地产项目的开发区域定位仍坚持全国具有经济活力的二、三线城市的核心区域或发展潜力大的区域，项目地块所处地段位置较好，未来有一定的增值空间。

表3 截至2015年12月底公司土地储备情况（单位：万元，万平方米，元/平方米）

序号	项目名称	总建筑面积	楼面地价	在建面积	享受权益	土地用途
1	济南阳光 100 国际新城	61.82	1,393	26.27	49.00	城镇住宅混合用地
2	沈阳阳光 100 国际新城	101.64	708	32.01	7.20	
3	沈阳阳光 100 果岭公馆	14.86	1,049	4.09	51.00	
4	天津阳光 100 国际新城	20.17	--	--	86.00	
5	东营阳光 100 丽园	21.44	664	14.50	100.00	
6	潍坊阳光 100 城市广场	158.70	604	15.59	100.00	
7	烟台阳光 100 城市广场二期	40.46	3,291	--	100.00	
8	武汉阳光 100 大湖第	50.06	354	43.32	100.00	
9	重庆阳光 100 国际新城	88.67	3,402	14.12	100.00	
10	成都阳光 100 米娅中心	18.63	1,569	14.40	100.00	
11	成都鑫盛源	2.00	1,012	--	100.00	
12	长沙阳光 100 国际新城	33.64	550	11.7	100.00	
13	阳朔西街	1.24	--	--	75.00	
14	桂林平乐	13.22	403	4.90	75.00	
15	桂林丽园	23.91	1,176	0.23	100.00	
16	柳州窑埠古镇	15.98	5,241	6.03	98.75	
17	柳州经典时代	0.26	--	--	100.00	
18	柳州阳光 100 城市广场	12.83	--	--	75.00	
19	南宁城广	11.59	354	--	26.00	
20	南宁上东	5.41	--	--	100.00	
21	南宁万通花园	2.55	--	--	100.00	
22	南宁半山丽园	1.32	--	--	100.00	
23	南宁澳洲丽园	0.37	--	--	100.00	
24	南宁欧景庭园	0.08	--	--	100.00	
25	丽江雪山小镇	20.42	2,709	7.95	45.43	
26	无锡阳光 100 国际新城	144.56	589	32.53	72.16	
27	温州中心	48.06	2,000	48.06	51.00	
28	温州生态城	66.42	1,700	--	51.00	
29	宜兴东氿 RBD 水街	10.95	3,485.19	10.95	80.00	商业用地
合计		**991.26**	--	**286.65**	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。注：上述数据未按照权益统计，均采用合并口径，部分数据因统计口径问题，未予披露。

2015 年下半年以来房地产销售市场有所回升，二三线城市的土地市场保持热度，北京、上海等地公开市场竞争激烈。鉴于此，公司近年主要通过公开市场拍卖、项目收购等多种渠道增加土地储备，降低土地成本，截至 2015 年 12 月底，公司储备的土地可建面积 991.26 万平方米，较上年末变化不大，可以满足未来 3-7 年的开发需要。

总体看，公司结合自身发展节奏，近年来均有土地储备动作，公司取得的土地价格较为合理，现有土地储备可满足未来 3~7 年的开发需求，充分保证了公司未来经营发展的需要。

（2）项目开发

从房地产开发建设情况看，2015 年公司新开发建设规模有所上升，较上年增长 49.55%，主要系温州项目与宜兴项目于本年开工所致。2015 年，公司新开工项目 10 个，新开工建筑面积 166 万平米；期末在建面积方面，2015 年公司期末在建面积为 287 万平方米，较上年有所上升，公司

期末在建面积规模较大，对公司未来收入实现形成了一定支撑。

表4　2014～2015年公司主要开发数据情况

项目	2014 年	2015 年
当期新开工面积（万平方米）	111	166
当期新开工项目数量（个）	10	10
期末在建面积（万平方米）	184	287
期末在建项目数量（个）	10	17
当期竣工面积（万平方米）	123	63

资料来源：公司提供

从项目的资金需求来看，截至2015年12月底，公司的在建、拟建项目计划总投资额达到1,118.62亿元，尚需投入资金393.62亿元，公司存在一定的资金需求。从完工时间分布来，百亿以上的项目陆续在2019~2021年竣工；百亿以下的项目在2016~2018年间陆续竣工。随着项目陆续开始销售，公司将通过自有资金的滚动开发及外部筹资来解决项目资金需求。

表 5　截至 2015 年 12 月底公司在建、拟建面积投资情况（单位：亿元，万平米，%）

序号	项目名称	规划总建筑面积	开工时间	完工时间	已竣工面积	已销售面积	可售面积	计划总投资额	已完成投资额	投资进度
1	沈阳阳光100国际新城	226.39	2005/11/22	2019/9/30	150.91	131.82	170.4	141.37	107.79	76.25
2	沈阳阳光100果岭公馆	26.95	2011/6/9	2016/12/31	21.01	9.04	20.97	17.25	15.04	87.19
3	潍坊阳光100城市广场	170.56	2011/1/16	2021/3/20	18.48	11.89	33.47	101.07	20.63	20.41
4	东营阳光100丽园	52.32	2007/4/23	2016/6/30	36.98	32.87	50.34	32.35	27.79	85.90
5	烟台阳光100城市广场	54.31	2006/5/26	2018/4/30	21.95	13.85	21.95	49.98	29.56	59.14
6	长沙阳光100国际新城	134.06	2004/9/17	2016/12/30	109.5	93.49	106.6	82.77	70.63	85.33
7	重庆阳光100国际新城	150.95	2005/1/27	2020/9/20	65.14	66.36	74.75	131.55	85.25	64.80
8	无锡阳光100国际新城	260.39	2005/4/22	2020/12/30	152.64	118.26	166.76	159.49	108.08	67.77
9	成都阳光100米娅中心	33.37	2011/8/4	2016/6/30	18.97	20.94	30.69	25.74	24.41	94.83
10	武汉阳光100大湖第	84.27	2010/4/21	2016/12/30	40.95	51.64	79.24	50.6	38.48	76.05
11	成都鑫盛源项目	2	2015/7/30	2016/12/30	0	0	0	1.36	0.21	15.44
12	济南阳光100国际新城	208.11	2002/12/24	2019/12/30	164.27	147.23	171.05	140.31	122.63	87.40
13	南宁阳光	21.46	2003/8/28	2019/12/14	12.24	8.83	11.19	13.06	7.89	60.41

	100 城市广场									
14	桂林平乐漓江小镇	13.22	2012/7/17	2016/12/31	0	0.68	4.9	7.98	1.95	24.44
15	宜兴东沈RBD水街	10.95	2015/9/4	2017/3/20	0	0.87	10.95	10.61	7.09	66.82
16	桂林丽园	23.91	2012/6/8	2018/6/30	0	0	0.16	16.71	2.88	17.24
17	窑埠古镇	23.15	2012/8/22	2016/3/20	20.79	6.92	22.9	28.53	27.64	96.88
18	丽江雪山艺术小镇	20.42	2014/1/7	2017/12/30	0	0.35	7.95	18.3	8.02	43.83
19	温州中心	48.06	2015/2/23	2018/9/30	0	2.15	47.58	38.69	9.93	25.67
20	温州生态城	66.42						50.9	9.1	17.88
	合计	**1,631.27**			**833.83**	**717.19**	**1,031.85**	**1,118.62**	**725.00**	

资料来源：公司提供，联合评级整理。

公司在持的总投资额最高的项目无锡阳光100国际新城：该项目地处无锡市惠山区的黄金地带，凤翔路以西、北环路中，锡澄运河东，北临沪宁高速、锡宜高速和在建的京沪高铁，项目位于华东地理中心和长三角交通枢纽中心。该项目占地面积1,235,308平方米，建筑面积2,589,153平方米。项目分两期，一期60,000平方米邻里街区，以购物为主，接近售罄；二期90,000平方米生活广场，以体验为主，2014年下半年开始销售，容积率2.2，设有别墅、公寓、办公室、休闲娱乐设施及配套的综合社区。项目特点：200万平米的大型复合社区，公司项目中的阳光里街区打破传统购物中心的“盒子式”构造，以开放的空间打造全新生活消费平台，该项目获得了联合国人居署2009年HBA中国范例卓越贡献最佳奖联合国人居署。

总投资额第二大的沈阳阳光100国际新城，项目定位滨河时尚都会。该项目位于沈阳市于洪区的黄金地段，邻近和平区商业中心。该项目占地面积666,667平方米，建筑面积2,263,605平方米。物业类型含商业、酒店及住宅等的大型复合社区。项目特点：高比例全地下停车场全电梯景观洋房，集住宅、商业、SOHO、酒店为一体的复合型综合社区，提供一站式生活平台。该项目获得沈阳最值得购买的楼盘、亚洲人居环境规划设计创意奖精瑞住宅科学技术奖、建设部“创新风暴”创新示范楼盘奖。

从可售面积来看，截至2015年底，公司拟建在建项目可售面积为1,031.85万平方米，规模很大，主要分布于济南、无锡、长沙、沈阳等二线城市，其中济南销售环境相对较好，去库存压力较小，无锡、长沙、沈阳等城市市场库存规模较大，存在一定的去化压力。

总体看，公司房地产开发的规模较大，采取以复合型社区和商务综合体为主，总投资规模较大，未来有一定的资金需求；同时公司可售面积规模较大，面临一定的去库存压力。

（3）项目销售

2015年，公司协议销售面积72万平方米，较上年69万平方米有所增长，协议销售金额63亿元，协议销售均价8,750元/平方米，较上年变化不大。

表 6　2014～2015 年公司房地产销售数据

项目	2014 年	2015 年
达预售项目（个）	13	18
协议销售面积（万平方米）	69	72
协议销售金额（亿元）	60	63
协议销售均价（元/平方米）	8,696	8,750

结转收入面积（万平方米）	69	72
结转收入（亿元）	65	56

资料来源：公司提供
注：协议销售是指签订销售协议、预付定金的情况。

截至2015年12月底，公司已竣工物业的总可售面积1,071.20万平方米，其中待售面积140.83万平方米；截至2015年12月底，公司在建拟建项目中，可售面积约1,031.85万平方米，公司目前可售面积规模较大，且主要以沈阳、济南、无锡、长沙等地的项目为主，存在较大的去化压力。

表7　截至2015年12月末公司房地产项目待售面积情况（单位：万平方米）

序号	项目	总可售面积	待售面积
1	南宁阳光 100 城市广场	12.24	1.69
2	南宁阳光 100 上东国际	23.21	5.41
3	万通空中花园	3.65	0.28
4	烟台阳光 100 城市广场	21.95	2.24
5	柳州阳光 100 城市广场	71.77	5.10
6	潍坊阳光 100 城市广场	18.48	3.30
7	重庆阳光 100 国际新城	65.14	0.89
8	济南阳光 100 国际新城	164.27	10.69
9	柳州窑埠古镇	17.11	9.30
10	天津阳光 100 国际新城	98.76	18.65
11	万通半山丽园	10.62	1.06
12	万通澳洲丽园	12.53	0.08
13	万通柳州经典	23.36	0.14
14	沈阳阳光 100 国际新城	150.91	17.88
15	沈阳阳光 100 果岭公馆	21.01	8.92
16	成都阳光 100 米娅中心	18.97	3.42
17	无锡阳光 100 国际新城	152.64	34.10
18	长沙阳光 100 国际新城	106.65	5.39
19	武汉阳光 100 大湖第	40.95	6.40
20	东营阳光 100 城市丽园	36.98	5.89
	合计	**1,071.20**	**140.83**

资料来源：公司提供

总体看，公司可售面积的规模大，为公司未来收入提供了一定保障，同时也将面临一定的去化压力。

3．租金及物业管理情况

公司的经营性物业主要包括济南、无锡、长沙、柳州、东莞、沈阳、烟台等地的项目，总建筑面积 52.98 万平方米，较上年下降 17.89%，主要系 2015 年公司出售了东莞项目的股权导致投资物业减少，截至 2015 年 12 月底，公司投资性房地产中，重估增值部分占公司投资性房地产账面价值的 54.41%，占比较高。未来若房地产市场波动，公司投资性房地产公允价值可能有所变化；公司投资物业已出租面积 27.47 万平方米，较上年减少 6.82%，出租率为 51.85%，出租率有所上升，但仍属一般。2015 年，公司租金收入有所增加，主要系租金价格上涨所致；物业管理及酒店收入均有所增长，主要系物业管理面积的增加。从盈利水平来看，公司租金业务因为没有对应的成本，毛利率高达 100%；2015 年，公司物业管理及酒店经营业务毛利率有所下降，主要系人工

等成本上涨导致毛利率下降。

整体来看，公司租金和物业管理业务量虽然不大，但增长稳定，尤其租金业务毛利较高，公司正在加强商业项目开发和投资，为公司利润形成了有效补充。

4．经营效率

2015 年，公司流动资产周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 0.23 次、0.22 次和 0.17 次，分别较上年减少 0.07 次、0.07 次和 0.06 次，主要系公司营业收入减少，存货规模增加所致。与同业上市公司比较，公司经营效率指标处于行业中下游水平。

表8　2015年房地产类上市公司相关指标比较（单位：次）

简称	流动资产周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
万科 A	0.39	0.40	0.35
北辰实业	0.21	0.15	0.17
世茂股份	0.41	0.39	0.24
深振业 A	0.37	0.31	0.30
中房地产	0.16	0.15	0.16
保利地产	0.34	0.30	0.32
广西万通	**0.23**	**0.22**	**0.17**

资料来源：Wind 资讯
注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体来看，公司各项资产运营情况一般，整体经营效率一般。

5．经营关注

房地产行业城市间分化逐渐加剧，景气度波动性有所增强

房地产行业已经暂时告别高速发展阶段，行业利润率回归正常水平，整体去化压力加大。同时，资金成本上升、人民币贬值及人口向老龄化发展，均不利于房地产行业的长期发展。公司项目主要位于二、三线城市，与一线城市相比，受房地产市场波动影响相对较大。

公司在建拟建项目规模较大，存在一定的资金需求

公司在建拟建项目规模很大，总投资规模达千亿水平，存在一定的外部融资压力。

公司可售面积规模较大，可能面临一定的去化压力

公司可售面积规模较大，且主要位于二线城市，2016 年以来，二线城市房地产市场波动性明显增强，城市间分化严重，公司位于无锡、长沙、沈阳等地的库存未来可能面临一定的去化压力。

6．未来发展

从整体发展规划来看，公司将加快现有住宅项目去化速度，适时通过股权收购方式取得合适的街区综合体项目，增加街区综合体土地储备，使公司发展进入新的阶段。

产品线方面，一方面公司将进一步加大对主力产品街区综合体的投资和开发，以销售和市场为导向继续深化产品升级，进一步完善商业街区的后续运营体系，发展多种类、小型化、社交型、时尚型主力商店，令产品更加符合当前的市场需求。另一方面，互联网时代重新定义了住宅小区的功能与属性，为了满足年轻人对社交资源共享的“平台化”需求，在过去阳光 100“青年白领时尚小区”产品基础上开发了面向青年白领和创业群体的新型社交公寓—阳光 100 凤凰社，未来将持续探索及完善这一产品，令社交从在线延伸到线下，致力打造适合于新一代城市精英的生活

方式。随着现代社会对环保与健康需求的日益提升，公司亦将通过高标准的建造和环保技术，在未来产品中持续推行和贯彻新的健康住宅标准，搭建以关注广大住户的健康和舒适为核心的“生命屋”生活平台。

营销方面，公司将大力推动销售队伍的优化及推广方式的创新，进一步完善营销激励制度以调动自身销售团队的能动性及市场推广团队的力量，通过销售力的全方位提升实现利润水平和规模效益的持续提高。

融资方面，公司在未来几年内，将采取高效率的项目运营及掌控，与外部资金寻求多元化的战略合作机会，实现高周转和规模效益。同时，公司将进一步努力提升和优化企业组织架构与管理模式，以提升自身综合运营能力和效率，实现差异化竞争和快速发展，及时把握二、三线城市功能升级和消费升级带来的巨大发展机遇。

土地储备方面，加快去化现有住宅项目，适时取得合适的街区综合体项目，增加街区综合体土地储备。

总的来看，公司将进一步加大对主力产品街区综合体的投资和开发，以促进销售额和利润的稳步快速增长。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2014 年~2015 年度合并财务报表经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。本评级报告中使用的 2014 年财务数据系 2015 年审计报告中的期初数或期间数。公司执行财政部于 2014 年颁布的新的及修订的企业会计准则。2015 年度公司新纳入合并财务报表范围的子公司共计 10 家，处置 2 家子公司，考虑到公司股权收购较多，且并购持股比例不高，公司的财务数据可比性一般。

表 9　2015 年公司财务报表合并范围变化情况

变动情况	公司名称（全称）	持股比例	业务性质	变动原因
增加	丽江雪山投资有限责任公司	45.43%	物业开发	股权收购
增加	温州中心大厦建设发展有限公司	51.00%	物业开发	股权收购
增加	温州世和生态城开发有限公司	51.00%	物业开发	股权收购
增加	深圳市前海兴顺通实业有限公司	100.00%	装饰材料	新设成立
增加	湖南汇益企业管理有限公司	100.00%	企业管理	新设成立
增加	潍坊丽怡酒店管理有限公司	100.00%	酒店管理	新设成立
增加	温州喜马拉雅酒店物业管理有限公司	100.00%	物业管理	新设成立
增加	上海臻通贸易有限公司	100.00%	零售	新设成立
增加	重庆喜马拉雅酒店物业管理有限公司	100.00%	物业管理	新设成立
增加	重庆阳光壹佰酒店管理有限公司	100.00%	物业管理	新设成立
减少	东莞市清园孵化器有限公司	90.10%	物业开发	股权出售
减少	无锡万怡农林有限公司	100.00%	园艺服务	股权出售

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司合并资产总额 388.03 亿元，负债合计 323.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益）64.46 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 32.67 亿元；2015 年实现营业收入 61.05 亿元，净利润（含少数股东损益）4.59 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 2.47 亿元；

经营活动现金流量净额为-13.92 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.38 亿元。

2．资产质量

截至 2015 年底，公司资产合计 388.03 亿元，较年初增长 19.15%，主要系其他应收款、存货和投资性房地产增长所致，其中流动资产合计 284.08 亿元，占比 73.21%；非流动资产合计 103.95 亿元，占比 26.79%，以流动资产为主。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 284.08 亿元，较年初增长 15.39%，主要系其他应收款和存货增长所致。公司流动资产以货币资金（占 6.68%）、其他应收款（占 6.93%）和存货（占 79.49%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金合计 18.99 亿元，较年初减少 34.37%，主要系 2015 年公司支付的工程款、子公司及联营企业的收购款及联营企业的借款增加所致。公司货币资金主要为银行存款，其中使用受限的货币资金 6.35 亿元，占 33.44%，包括按揭贷款保证金、应付票据保证金、银行借款保证金、建造费用保证金、预售所得款项相关的受限制资金等。

截至 2015 年底，公司其他应收款账面价值合计 19.69 亿元，较年初增加 107.17%，主要系收购子公司的原关联方欠款及联营企业的借款增加。截至 2015 年底，公司其他应收款主要为应收其他关联公司款项和拟收购项目的保证金、应收处置股权款及收购的子公司收购前的关联方欠款。公司累计计提其他应收款坏账准备 0.08 亿元，均为按风险组合计提的坏账准备。公司其他应收款中，账龄在 1 年以内的占 83.83%，账龄在 1~2 年的占 1.00%，账龄在 2~3 年的占 5.47%，账龄在 3 年及以上的占 9.70%，以 1 年以内的其他应收款为主。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成了一定占用。从集中度来看，公司其他应收款前五大金额合计占 43.30%，集中度较高。

截至 2015 年底，公司存货账面价值合计 225.81 亿元，较年初增加 19.03%，主要系在建和已完工的开发产品增加所致。公司存货中，在建开发产品和已完工开发产品分别占存货账面价值的近 65.11%和 30.89%以上；待售的土地开发所占比例很小，不足 4%。截至 2015 年底，公司按照存货的估价减去至完工时估计要发生的成本、估计的销售费用以及相关税费后的金额，对已完工开发产品的可变现净值进行了测试，根据测试结果计提了存货跌价准备人民币 3.30 亿元，主要系窑埠及武汉大湖第等项目的个别物业项目计提跌价准备，计提比例为 1.44%，计提较为充分。公司存货规模较大，其变现能力将受未来房地产市场变化的影响，公司存货中房地产项目集中于经济活跃度低、房地产景气度欠佳的二、三线城市，存货去化压力大，并存在一定减值风险。截至 2015 年底，公司存货中，共有 86.22 亿元存货用于借款抵押，占期末存货账面价值的 38.18%，占比较高。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 103.95 亿元，较年初增长 30.80%，主要系投资性房地产的增长所致。公司非流动资产主要为投资性房地产（占 75.91%）、固定资产（占 7.52%）、递延所得税资产（占 6.74%）。

截至 2015 年底，公司投资性房地产账面价值合计 78.91 亿元，均采用公允价值计量，较年初增长 32.70%，主要系公司存货和固定资产转入投资性房地产所致。截至 2015 年底，公司投资性房地产中，使用权和所有权受限的投资性房地产账面价值合计 26.63 亿元用于借款抵押，占期末投资性房地产账面价值的 33.75%。同时，公司投资性房地产中，尚有账面价值为 0.27 亿元的投资性房地产尚未取得房产证或土地证。公司投资性房地产中，重估增值部分占 54.41%，占比较高，

未来房地产市场波动，公司投资性房地产公允价值可能有所变化。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值合计 7.81 亿元，较年初减少 18.94%，主要系部分固定资产转为投资性房地产所致。公司固定资产累计计提累计折旧 2.22 亿元，公司固定资产成新率为 77.87%，成新率较高。公司固定资产中，酒店物业占 70.89%，办公室物业占 15.57%。截至 2015 年底，公司固定资产中共有 5.72 亿元用于借款抵押，占期末固定资产账面价值的 73.24%，占比很高。

截至 2015 年底，公司递延所得税资产合计 7.00 亿元，较年初增长 44.01%，主要系投资性房地产公允价值变动产生的可抵扣暂时性差异所致。

受限资产方面，公司受限的货币资金、存货、投资性房地产和固定资产合计 127.49 亿元，占公司期末资产总额的 32.86%，占比较高。

总体看，公司资产规模较大，货币资金较为充足，但以房地产开发成本为主的存货占比较大，存在一定的去库存压力，同时公司受限资产占比较高，将影响公司资产变现能力，公司整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 323.56 亿元，较年初增长 18.47%，主要系非流动负债的增长所致。公司负债中，流动负债和非流动负债分别占 58.28%和 41.72%。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 188.56 亿元，较年初减少 1.73%。以应付账款（占 17.77%）、短期借款（占 10.95%）、预收款项（占 20.36%）、应交税费（占 5.64%）、其他应付款（占 15.10%）和一年内到期的非流动负债（占比 27.37%）为主。

截至 2015 年底，公司短期借款合计 20.65 亿元，较年初增长 95.08%，主要系本年新增信用借款和保证借款用于项目建设所致，公司短期借款主要由质押借款（占 2.96%）、抵押借款（占 36.79%）、保证借款（占 8.23%）和信用借款（占 52.02%）构成。

截至 2015 年底，公司应付账款合计 33.50 亿元，较年初增加 0.62%。公司应付账款主要为未支付的建造成本。

截至 2015 年底，公司预收款项合计 38.39 亿元，较年初减少 22.14%，主要系预收房款结转收入，2015 年部分已预售产品房贷办理进度较慢，尚未办妥房贷所致。公司预收款项规模较大，考虑到均为预收房款，无实际偿付压力。

截至 2015 年底，公司应交税费合计 10.64 亿元，较年初增长 6.05%，主要为应交所得税和应交土地增值税。

截至 2015 年底，公司其他应付款合计 28.48 亿元，较年初增长 45.99%，主要系应付关联方款项以及收购的温州项目、温州生态城在收购前应付第三方的往来款增加所致。公司其他应付款主要是与关联方的资金往来以及押金、保证金、项目合作款、收购子公司和少数股东权益的应付款以及被收购单位在收购前产生的第三方的往来款等。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 51.61 亿元，较年初减少 21.57%，主要系公司偿还部分债务所致。公司一年内到期的非流动负债中均为一年内到期的长期借款。考虑到公司一年到期的非流动负债规模较大，公司可能面临一定的资金压力。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 135.00 亿元，较年初增长 66.18%，主要系长期借款的增加以及发行债券所致。截至 2015 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 51.86%）、应付债

券（占 26.07%）、长期应付款（占 8.13%）和递延所得税负债（占 13.94%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款合计 70.02 亿元，较年初增长 30.25%，主要系国内利率水平下降，公司增加长期融资所致。公司长期借款主要由质押借款（占 35.31%）和抵押借款（占 64.69%）构成。从偿付期集中度来看，1~2 年到期的长期借款为 43.09 亿元，2~3 年到期的长期借款为 21.31 亿元，3 年及以上到期的长期借款为 5.62 亿元，1~2 年到期的长期借款规模较大，2017 年和 2018 年公司将面临一定的资金压力。但考虑到公司长期借款多为项目贷款，本息偿付与房产项目回款期基本匹配，在一定程度是缓解了公司到期偿付压力。

2015 年公司新增应付债券合计 35.19 亿元，主要系发行三期公司债券所致，票面利率水平在 7.85%~7.99%。从偿付期集中度来看，三期债券分别于 2018 年、2019 年和 2020 年到期，到期本金金额分别为 15.00 亿元、10.00 亿元和 10.00 亿元，集中度不高。

截至 2015 年底，公司长期应付款合计 10.97 亿元，较年初减少 21.70%，主要系部分工程款付款期限在一年以内转入应付账款。截至 2015 年底，公司长期应付款主要为工程质保金及付款期限超过一年的工程款。

截至 2015 年底，公司递延所得税负债为 18.82 亿元，较年初增加 43.80%，主要系公司持有以公允价值计量的资产的账面价值和公允价值的差异所致。由于子公司分配红利无需缴纳中国企业所得税，同时公司能够控制子公司的利润分配政策，并且公司在可预见的未来没有处置子公司的计划，因此，公司尚未就因分配这些留存收益而应付的所得税确认递延所得税负债。

截至 2015 年底，公司全部债务规模为 178.69 亿元，较年初增加 34.65%，主要系长期债务的增长所致。截至 2015 年底，公司全部债务中，短期债务和长期债务分别占比 41.12%和 58.88%，长期债务占比有所上升，主要系国内利率水平下降，公司增加长期融资所致。公司债务结构逐渐由短期债务为主转换为长期债务为主，债务结构有所改善，债务规模有所增加。

截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 83.39%、73.49%和 62.01%，资产负债率较年初变化不大，全部债务资本化率和长期债务资本化率分别较年初增加 1.85 和 11.26 个百分点，公司债务负担增加，从指标绝对值来看，公司偿债压力大。

总体看，2015 年，公司负债结构有所改善；总体债务负担有所增加，长期借款和一年内到期的非流动负债集中于 2016 年和 2017 年偿付，未来 1~2 年公司偿债压力较大。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 64.46 亿元，较年初增加 22.68%，主要系少数股东权益增长所致。

截至 2015 年底，归属于母公司的所有者权益占公司所有者权益的 50.69%，少数股东权益占 49.31%，少数股东权益占比有所增加，主要系公司新收购子公司以及处置子公司股权且未失去控制权所致。归属于母公司的所有者权益中，股本、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 5.89%、9.73%、0.21% 和 84.38%，以未分配利润为主。

整体看，公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比很高，权益稳定性有待提高。

4．盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 61.05 亿元，较上年减少 11.06%，主要系房地产收入结转减少所致；实现利润总额 6.58 亿元，较上年减少 28.54%，主要系资产减值损失增加以及期间费用增加所致。

从期间费用看，2015 年公司期间费用合计 9.24 亿元，较上年增长 48.35%，主要系销售费用

和管理费用的增长所致，管理费用增长主要系公司新增项目导致团队扩大及人员工资增加所致，销售费用增长主要系公司调整销售激励比率所致。2015 年公司期间费用中，销售费用占 52.16%，管理费用占 40.02%，财务费用占 7.83%，以管理费用和销售费用为主。2015 年公司费用收入比为 15.13%，较 2014 年上升 6.06 个百分点，费用控制能力有所下降，公司费用控制能力有待提高。

从利润构成看，2015 年，公司实现投资收益 3.55 亿元，较上年增加 16.10%，主要系权益法核算的长期股权投资的投资收益以及并购利得，可持续性一般，未来公司投资收益减少可能导致公司利润总额减少；公司公允价值变动损益 3.79 亿元，较上年增加 386.59%，主要系投资性房地产公允价值变动损益，可持续性一般，未来房地产市场波动，相应公允价值也会放生变动；营业外收入方面，2015 年公司实现营业外收入 0.08 亿元，主要为罚款收入和政府补助规模较小。公司公允价值变动损益和投资收益合计占当年营业利润的 105.27%，占比很高，公司营业利润对当年投资收益和公允价值变动损益的依赖很强。

从盈利指标看，2015 公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.66%、2.15%和 7.84%，较上年分别下降 1.66、1.10 和 7.15 个百分点，主要系当年营业收入下降，期间费用增加，且同时资产规模和所有者权益扩大所致。与同行业上市公司相比，公司盈利能力指标表现一般。

表 10　2015 年主要房地产上市公司盈利指标情况（单位：%）

简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
北辰实业	2.89	5.52	42.73
世茂股份	6.58	11.51	36.32
万科 A	6.11	19.24	29.35
深振业 A	6.72	9.77	34.64
中房地产	0.93	1.67	24.44
保利地产	6.41	18.58	33.20
广西万通	**2.15**	**7.15**	**25.34**

资料来源：Wind 资讯
注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，2015 年公司营业收入有所下降，且营业利润对当期投资收益和公允价值变动损益的依赖性较强，公司盈利能力有所下滑。

5．现金流

从经营活动情况来看，2015 年公司经营活动产生的现金流入为 56.69 亿元，较上年减少 15.46%，主要系房屋贷款办理进度较慢，部分预售房款尚未收到所致。经营活动产生的现金流量净额为-13.92 亿元，较上年 4.18 亿元净流入大幅减少，主要系支付的开发成本增加所致。

从投资活动来看，2015 年，公司投资活动现金流量净额为-22.43 亿元，较上年净流出规模大幅扩大，主要系购建固定资产、借予第三方的有息借款和向关联方提供代垫款所致。

从筹资活动情况来看，2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 26.98 亿元，较上年净流入规模增加 248.22%，主要系借款和发行债券收到的现金大幅增加所致。

总体看，2015年公司经营活动和投资活动现金流均呈大额净流出状态，随着公司经营规模的扩大，公司存在较大的对外融资的需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年底，公司流动比率为 1.51 倍，较年初小幅提升，主要系其他应收款大幅增加所致；速动比率为 0.31 倍，较年初小幅提升。2015 年底，公司现金短期债务比为 0.26 倍，较年初 0.37 倍有所下降，主要系货币资金下降所致，公司货币资金对短期债务的保护程度较弱。2015 年底公司经营现金利息倍数为负，公司经营性现金流量净额对利息的保障倍数较弱。公司短期偿债能力有待提高。

从长期偿债能力指标来看，2015 年，公司 EBITDA 为 8.27 亿元，较上年下降 18.45%，主要系利润总额减少所致。2015 年，公司 EBITDA 由折旧（占 7.01%）、利润总额（占 79.55%）和计入财务费用的利息支出（占 13.45%）构成。2015 年，公司 EBITDA 利息倍数为 0.47 倍，较上年 0.84 倍有所下降，主要系债务规模扩大所致，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度一般；2015 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.05 倍，较上年 0.08 倍略有下降，公司 EBITDA 对全部债务的保障程度低。但考虑到公司长期债务多为项目贷款，本息偿付与房产项目回款期基本匹配，总体看，公司长期偿债能力一般。

从担保情况看，截至 2014 年底，公司为广西万通制药有限公司和广西万怡物业服务有限公司合计提供 0.60 亿元担保，担保规模占公司年末净资产的 0.93%，占比较低。

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（信用代码：G10450103000304402），截至 2016 年 5 月 12 日，公司不存在未结清的关注类或不良类信贷信息。

重大未决诉讼：2015 年 1 月，公司向四川省高级人民法院起诉成都市成华区人民政府、成都市成华区危房改造开发办公司合同纠纷一案，请求法院判令二被告向原告支付土地整理收益及费用共计 5.96 亿元。目前，该案还在四川省高级人民法院审理之中。该诉讼涉及金额较大，存在一定不确定性。

截至 2015 年 12 月底，公司已经取得的银行授信总额为 90.00 亿元，其中已用授信额度 33.01 亿元，尚可使用授信额度 56.99 亿元，公司间接融资渠道畅通。

总体看，公司短期偿债能力有待提高；EBITDA 对长期债务的保障程度较低，但考虑到公司长期债务多为项目贷款，本息偿付与房产项目回款期基本匹配，公司长期偿债能力尚可。综合来看，公司作为联交所上市公司的主要运营主体，在品牌优势、融资渠道、土地储备等方面具有一定优势，公司整体偿债能力较强。

七、公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达18.99亿元，约为“16万通01”债本金合计（14.60亿元）的1.30倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较强；净资产达64.46亿元，约为债券本金合计（14.60亿元）的4.42倍，归属于母公司的净资产达32.67亿元，约为债券本金合计（14.60亿元）的2.24倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16万通01”债的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为8.27亿元，约为债券本金合计（14.60亿元）的0.57倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入56.69亿元，约为债券本金合计（14.60亿元）的3.88倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较强。

综合以上分析，并考虑到公司作为联交所上市公司的大陆主要运营主体，在融资渠道、品牌声誉、土地储备等方面具有优势，联合评级认为，公司对“16万通01”债偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

1．担保条款

根据公司与阳光100中国签订的协议和阳光100中国出具的《担保函》，阳光100中国为公司已发行的14.60亿元公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本次债券的全部本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

阳光100中国承担保证责任的期间为公司本次发行债券约定之偿付期届满之日起两年。本次债券持有人、本次债券受托管理人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，或其在保证期限主张债权后未在诉讼时效届满之前向担保人追偿的，担保人免除保证责任。

2．担保人信用分析

（1）阳光100中国概况

阳光100中国为中国房地产开发商，创建于1999年，其前身广西万通企业由易小迪先生于1992年创办。1999年，阳光100中国在北京CBD成功开发阳光100国际公寓项目，并随着中国房地产市场化进程，进入快速增长时期。自2000年以来，阳光100中国在天津、重庆、长沙、济南、南宁、沈阳、成都、武汉、无锡、烟台、潍坊、东营、柳州、桂林、东莞、清远等十几个城市成功开发了20多个项目。阳光100中国于2014年3月13日在香港联交所主板挂牌上市，股份代号：HK2608。

广西万通作为阳光100中国在境内主体，近年收入规模占到阳光100中国收入规模的80%以上。

阳光100中国旗下“阳光100”品牌享誉全国，是国内首批在二、三线城市发展大规模多用途商务综合体（主要包括写字楼，附带零售店铺、酒店、公寓及配套设施）的房地产开发商之一，亦一直致力发展复合性小区（一般包含商住混合物业）。

截至2015年底，阳光100中国在10余个城市拥有土地储备总建筑面积1,317.44万平方米，其中权益建筑面积合计1,049.23万平方米。

从开发数据来看，截至2015年，阳光100中国新开工建筑面积190.51万平方米，较2014年增长48.85%；竣工建筑面积71.54万平方米，较2014年减少51.11%。

从销售情况来看，2015年阳光100中国实现合约销售金额74.92亿元，较2014年增长12.40%，实现合约销售面积92.51万平方米，较2014年增长14.40%。其中商业物业实现合约销售金额14.31亿元，较2014年增长32.30%，实现合约销售面积8.70万平方米，较2014年增加33.00%。合约销售区域分布较为均衡，其中清远、沈阳、无锡、济南和武汉项目贡献显著，合约销售金额分别为11.61亿元、11.21亿元、10.55亿元、9.13亿元和8.80亿元，分别占阳光100中国合约销售金额的15.50%、15.00%、14.10%、12.20%和11.70%。平均合约销售均价为7,918元/平方米，较2014年下降2.90%。

总体看，2015 年，阳光 100 中国坚持聚焦在所深耕的二、三线城市，拥有较大规模的土地储备，公司作为阳光 100 中国境内主体，进一步巩固了公司在这些城市的优势地位。

（2）财务概况

阳光100中国2015年财务报表已经毕马威会计师事务所审计，并出具了标准无保留审计意见。与上期相比，2015年阳光100中国合并范围新增11家子公司，主要为新并购公司和新设公司，财务数据可比性一般。

截至2015年底，阳光100中国合并资产总额431.39亿元，负债合计356.36亿元，所有者权益（含少数股东权益）75.02亿元，其中归属于母公司所有者权益合计61.96亿元。2015年，阳光100中国

实现营业总收入64.18亿元，实现净利润6.13亿元。经营活动产生的现金流量净额-16.03亿元，现金及现金等价物净减少12.23亿元。

盈利能力方面，2015年，阳光100中国盈利水平有所下降，2015年实现不含税营业收入64.18亿元，较上年下降9.66%；实现归属于母公司净利润6.01亿元。

从盈利指标来看，2015年，阳光100中国营业不含税毛利率为18.21%，总资产报酬率和净资产收益率分别为2.90%和11.11%。阳光100中国盈利能力尚可。

偿债能力方面，截至2015年底，阳光100中国资产负债率为82.61%，较上年84.27%有所下降，流动比率和速动比率分别为1.68倍和0.37倍，较上年1.36倍和0.33倍略有下降，EBITDA全部债务比仅为0.06倍，总体看，阳光100中国债务水平较高，债务规模较重，考虑到随着获利较强且回款较好的商业物业比重逐年提高及长期债务项目贷款本息偿付与房产项目回款期基本匹配，阳光100中国整体偿债能力仍属较强。

（3）债权保护效果分析

以2015年底财务数据测算，“16万通01”本金合计（14.60亿元）占阳光100中国资产总额的3.38%，所有者权益总额的19.46%，2015年阳光100中国EBITDA为“16万通01”本金合计（14.60亿元）的1.00倍，对“16万通01”本金的覆盖能力较强，综合来看，阳光100中国资产规模较大，其所提供的担保对于“16万通01”的信用状况具有一定的积极作用。

九、综合评价

2015 年，广西万通继续深耕主要的二、三线城市，公司开发的地产项目品质较好，品牌知名度较高，公司土地储备规模较大，主营业务盈利能力仍属较强。同时，联合评级也关注到公司 2015 年结转收入下降、利润总额对非经常性损益的依赖性较强，二、三线城市房地产市场库存较高、项目开发周期较长、资金需求压力较大等因素对公司经营形成的不利影响。

“16万通01”债券由阳光100中国控股有限公司（以下简称“阳光100中国”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。阳光100中国作为公司控股股东，系在香港联合交易所上市的企业，其资产规模较大，2015年经营状况良好，其所提供的担保对本次债券的信用状况有积极的作用。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16万通 01”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　广西万通房地产有限公司
主要财务指标

指标	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	325.66	388.03
所有者权益(亿元)	52.55	64.46
长期债务(亿元)	54.14	105.21
全部债务(亿元)	132.71	178.69
营业收入(亿元)	68.64	61.05
净利润(亿元)	6.94	4.59
EBITDA(亿元)	10.14	8.27
经营性净现金流（亿元）	4.18	-13.92
经营活动流入量（亿元）	67.06	56.69
应收账款周转次数(次)	7.17	5.57
存货周转次数（次）	0.29	0.22
总资产周转次数（次）	0.23	0.17
现金收入比率（%）	94.35	80.86
总资本收益率（%）	4.33	2.66
总资产报酬率（%）	3.26	2.15
净资产收益率（%）	14.99	7.84
营业利润率（%）	19.74	18.33
费用收入比（%）	9.07	15.13
资产负债率（%）	83.86	83.39
全部债务资本化比率（%）	71.63	73.49
长期债务资本化比率（%）	50.57	62.01
EBITDA 利息倍数（倍）	0.84	0.47
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.05
经营现金债务保护倍数（倍）	0.03	-0.08
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	0.03	-0.20
流动比率（倍）	1.28	1.51
速动比率（倍）	0.29	0.31
现金短期债务比（倍）	0.37	0.26
经营现金流动负债比率（%）	0.02	-0.07
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.69	0.57

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、公司长期应付款中有部分融资租赁款，已调入长期债务。3、EBITDA/待偿本金合计=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	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

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。