跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]872 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公开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公开发行的“16 万通 01”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年 六月二十二日

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

广西万通房地产有限公司
公司债券 2017 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	5 年（3+2）	AA	AA	2016 年 6 月 28 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 22 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

主要财务数据：

发行人

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	388.03	472.33
所有者权益（亿元）	64.46	68.97
长期债务（亿元）	105.21	164.99
全部债务（亿元）	178.69	233.55
营业收入（亿元）	61.05	63.84
净利润（亿元）	4.59	2.96
EBITDA（亿元）	8.27	6.12
经营性净现金流（亿元）	-13.92	11.96
营业利润率（%）	18.33	12.47
净资产收益率（%）	7.84	4.43
资产负债率（%）	83.39	85.40
全部债务资本化比率（%）	73.49	77.20
流动比率（倍）	1.51	1.70
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.03
EBITDA 利息倍数（倍）	0.47	0.30
EBITDA\待偿本金合计（倍）	0.57	0.42

担保方

项目	2015 年	2016 年
资产总额(亿元)	431.39	530.88
所有者权益(亿元)	75.02	76.82
营业收入(亿元)	64.18	69.65
净利润(亿元)	6.13	2.31
资产负债率(%)	82.61	85.53

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、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

2016 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，公司土地储备充足，在建房地产项目规模大。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司二、三线城市房产库存较高、营业利润对非经常性损益的依赖性较强、债务负担较重、资金需求压力较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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。

担保方阳光100中国控股有限公司（以下简称“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，2016年经营状况良好，其所提供的担保对本期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”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 万通 01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司土地储备充足，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。

2．2016 年，公司签约销售额有较大增长；公司租金收入和物业管理收入对公司的营业收入形成有利补充。

3．公司货币资金较为充足，2016 经营性净现金流状况大幅好转。

4．公司债务期限结构有所改善。

关注

1．2017年以来，房地产政策环境趋紧，且房地产行业受宏观政策调控影响大，未来房

地产市场运行存在一定不确定性。

2．公司在建项目主要位于二、三线城市，部分项目去化率不佳。随着房地产市场分化的加剧，未来销售情况存在一定不确定性。

3．公司在建项目较多，未来仍需较大投资，公司未来面临较大资金压力。

4．2016年，公司营业利润对当年公允价值变动损益和投资收益的依赖性较强，可持续性一般。

5．公司受限资产规模较大；资产负债率较高，债务负担较重且存在集中到期现象。

6、截至 2016 年底，公司涉诉金额较大，且存在一定的不确定性。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

李　聪

电话：010-85172818

邮箱：lic@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：

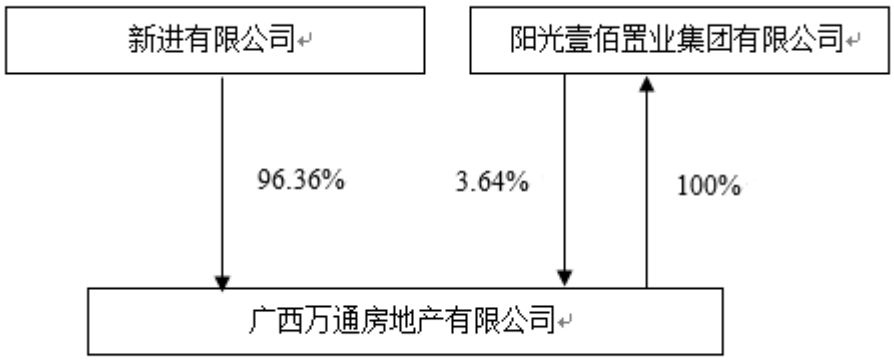
联合信用评级有限公司

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和增资，截至 2016 年底，公司注册资本 19,252.60 万元，其中阳光壹佰置业集团有限公司持有广西万通 3.64%股权，新进有限公司持有广西万通 96.36%股权，公司实际控制人为易小迪等七位自然人。

图 1　截至 2016 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2016 年，公司经营范围未发生变化。

2016 年，公司组织结构有所变动。截至 2016 年底，公司本部下设项目发展部、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 15 个职能部门（参见附件 1）；拥有 74 家子公司。截至 2016 年底，公司拥有在册员工 4,265 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 472.33 亿元，负债合计 403.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）68.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 35.87 亿元；2016 年实现营业收入 63.84 亿元，净利润（含少数股东损益）2.96 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 2.77 亿元；经营活动现金流量净额为 11.96 亿元，现金及现金等价物净增加额 29.74 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，公司可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，公司于 2016 年 1 月 25 日发行首期公司债券，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。本期债券已于 2016 年 3 月 22 日上市交易，债券简称：16 万通 01，债券代

码：136181.SH。

本期债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还借款、补充营运资金，截至 2017 年 3 月底，本期债券募集资金已按照使用计划使用完毕。公司于 2017 年 1 月 23 日支付“16 万通 01”债券自 2016 年 1 月 25 日至 2017 年 1 月 24 日期间的利息。

本期债券由阳光 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。

三、行业分析

1．行业概况

2016年全国房地产开发投资102,581亿元，同比名义增长6.90%（扣除价格因素实际增长7.5%），增速较上年同期增长5.90个百分点。分产品来看，住宅投资68,704亿元，同比增长6.4%，增速提高0.4个百分点，占比高达67%，仍居各类房产之首；办公楼投资6,533亿元，同比增长5.2%，增速下滑较快；商业营业用房投资15,838亿元，同比增长8.4%。自2016年开始，一二三四线城市投资增速开始趋同，具体来看，一线城市房地产开发投资增速为8%，二线城市开发投资增速为8.2%，三四线城市增速为7.6%；住宅新开工面积一线城市增速为-4%，二线城市为16%，三四线城市为8%，整体看开发经营指标的增长主要来源于二、三线城市。

（1）土地供给

受2015年“去库存”政策的指影响，2016年前三季度地方政府继续减少土地推出量，但四季度以来热点一二线城市开始加大土地供应量以满足刚性需求：2016年，全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米，同比下降10.9%，降幅较2015年收窄7.9个百分点，整体仍处于较低水平；其中，住宅用地推出8亿平方米，同比下降13.1%；商办用地推出2.8亿平方米，同比下降16.2%。2016年，房地产开发企业土地购置面积22,025万平方米，同比下降3.4%；土地成交价款9,129亿元，增长19.8%，增速回落1.6个百分点。

2015年下半年以来，宽松的货币信贷环境下房地产企业融资便利且成本较低，进一步推动土地市场持续高热，同时部分城市土地供应收缩，导致“地王”频现，土地成交溢价率在“十一”前后达到顶峰，后受调控政策的影响，成交土地溢价率有所下降。2016年，全国300个城市各类用地平均溢价率为42.77%，同比提高了26.55个百分点：其中，住宅用地平均溢价率为54.65%，同比提高了33.79个百分点；商办用地平均溢价率为14.35%，同比提高了7.01个百分点。

（2）开发资金来源

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%。

2016年房地产开发企业到位资金中，其他资金的占比明显提升，按揭贷款增速大幅上涨，个人购房杠杆率提高，个人房贷在新增贷款的占比达到45%左右。但2017年以来，为防范系统性金融风险，房地产行业的去杠杆势在必行，个人按揭贷款占比预计有所下降。

（3）商品房市场供需

去化方面，截至2016年底，全国商品房待售面积69,539万平方米，比上年末下降 3.2%；而待售面积仅仅是指已经竣工的建筑面积，还有大量已经开工尚未竣工的面积。2015年前11个月，中

国新开工房屋140,569万平方米，新房还在不断涌入市场，基于上述数据测算，中国商品住房总库存达39.96亿平方米，现房库存去化周期23个月，期房库存需4.5年来消化。

销售方面，从统计局数据来看，2016年，全国商品房销售面积15.7亿平方米，同比增长22.5%，其中，商品住宅销售面积为13.8亿平方米，同比增长22.4%；办公楼销售面积同比增长31.4%；商业营业用房销售面积同比增长16.8%。2016年，全国商品房销售额117,627亿元，同比增长34.8%，增速回落2.7个百分点；其中，住宅销售额增长36.1%，办公楼销售额增长45.8%，商业营业用房销售额增长19.5%。

销售价格方面，受宽松货币政策环境、阶段性供求紧张及地价上涨影响，热点城市房价快速攀升，2016年百城住宅价格累计上涨18.72%，较2015年扩大14.57个百分点，但在2016年四季度多城调控政策密集出台后，热点城市的新房及二手房价格涨幅出现一定回落。其中，一线城市房价累计涨幅高达23.50%；二线城市房价累计涨幅达13.93%；三四线城市房价整体变化较为稳定。

（4）行业竞争

2016年，房地产行业集中度进一步提升。房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为17.05%和23.06%，分别较上年上升0.13和0.27个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到11.41%和14.75%，分别较上年提升0.90和1.01个百分点。

2．行业政策

2016年的房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程。2016年上半年，在“稳增长”和“去库存”政策框架下，中央政策对于房地产市场的支持力度不断加大：一方面，央行不断释放流动性激发了住宅需求的进一步释放，信贷、税收政策持续改善，另一方面，地方政府亦陆续出台房地产去库存的相关政策。

随着热点城市房价地价快速上涨，政府从三月份开始针对热点城市进行政策调控，并在十月份开始扩大政策调控的城市范围，限购限贷集中出台，遏制投资投机性需求，防范市场风险，三四线城市则仍坚持去库存政策；此轮政策继续坚持了分类调控、精准施策的原则，在注重抑制投资投机性需求的同时仍然保持了对合理消费需求的支持，有利于市场回归平稳。但2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，升级的调控以预防性动机为主，从限购、限贷、限价等政策工具降低房地产泡沫。

总体看，2016年我国房地产政策进一步分化，对于热点城市呈持续收紧态势，通过限购、限贷、限价等方式进行调控；房地产库存压力较大的地区继续因地制宜实施去库存政策。

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期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公司债违约风险。

（2）房地产调控政策再度趋严

2016年10月及2017年3月，我国房地产调控政策再度趋严，全国各个热点城市陆续出台限购、限价和限贷政策来促使当地房地产市场降温；政策环境已较为趋紧，但后续降温效果仍有待观察，

未来不排除多轮调控后仍有政策继续出台的可能性，房地产行业可能再度进入行业紧缩期。

（3）中小房企面临被整合风险

高库存及房地产行业去杠杆的大环境下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力。

4．行业发展

（1）地产金融化和资本化催生大地产格局，地产金融属性加速释放

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。

（2）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。

（3）房企拓展第二主业意愿加强

受毛利率逐渐下滑等因素的影响，房地产企业跨界转型拓展第二主业的意愿强烈。房地产企业在转型方面已经进行了较多尝试，转型行业有包括金融、医疗、能源、军工、材料、TMT 等。

目前，中国经济发展进入结构调整和动力转换的关键时期，趋势性、阶段性、周期性矛盾相互叠加，经济中长期发展趋势不明显。房地产市场的走势短期会受政策影响而出现政策市，但中长期更多地还是依赖自身供求关系等基本面要素；各城市市场因城市经济发展、人口流动和供求关系的差异，出现了明显的分化。

四、管理分析

2016 年，公司总经理、总裁由易小迪先生变更为林少洲先生，易小迪先生仍担任公司董事长。

公司总经理林少洲先生，49 岁，本科学历，1992 年 3 月至 1994 年 12 月担任万科集团研究室主任，1994 年 12 月至 1996 年 11 月担任上海万科房地产公司副总经理，1996 年 11 月至 2000 年 1 月担任北京万科房地产公司总经理，2000 年 4 月至 2001 年 10 月担任北京太合房地产公司总经理，2002 年 3 月担任北京厚土房地产公司董事长。2016 年 2 月，林先生加入公司，担任副总裁，现任公司总经理、总裁。

公司高管变动后，管理结构和管理制度均未发生变化，对公司实际业务没有实质影响。

总体看，2016 年，公司高级管理层发生了人事变动；公司主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2016年，公司主营业务仍以房地产的开发与销售为主。

2016年，公司营业收入63.84亿元，较上年增长4.56%，主要系公司房地产销售收入上升所致；净利润2.96亿元，较上年下降35.54%，主要系公司毛利率下降、销售费用增长所致。

表1　2015~2016年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务类别	2015 年			2016 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	56.13	91.95	25.12	57.59	90.21	18.00
投资性房地产的租金收入	1.22	2.00	100.00	1.06	1.66	100.00
物业管理及酒店经营收入	3.38	5.54	2.08	3.67	5.75	6.52
其他业务收入	0.31	0.51	67.56	1.52	2.38	27.07
合 计	**61.05**	**100.00**	**25.56**	**63.84**	**100.00**	**18.92**

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90%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规模较小，占营业收入比重较小；公司其他业务收入主要为物业公司的一些有偿劳务收入、车辆管理收入等。2016年以上四项占营业收入比重分别为90.21%、1.66%、5.75%和2.38%。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。2016年，公司房地产销售收入57.59亿元，较上年增长2.60%，主要系公司交付的物业平均售价上升所致。2016年，公司实现其他业务收入1.52亿元，较上年增长390.32%，主要系公司处置部分投资性房地产所致。

从毛利率情况来看，2016年公司房地产销售的毛利率为18.00%，较上年下降7.12个百分点，主要系2016年结转的无锡国际新城及重庆巴南项目为以前年度销售价格相对较低的物业，且收入占比较高所致。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上升，2016年为6.52%，较上年上升4.44个百分点，主要系加强物业及酒店的管理，降低成本费用率所致。综合毛利率方面，2016年较2015年下降6.64个百分点，主要系房地产销售收入毛利率下降所致。

总体看，2016年公司营业收入有所增加，业务构成变化不大，仍以房地产销售为主；受房地产销售毛利下降影响，公司综合毛利率有所下降。

2．房地产业务

（1）土地储备

从土地获取情况来看，2016 年，公司合计取得土地（规划建筑面积，未计算权益）98.48 万平方米，较上年有所下降；其中以股权收购方式获得 2 个项目，分别为常州阳光 100 7 区上东和重庆阳光 100 阿尔勒；挂牌出让方式取得温州阳光 100 阿尔勒项目。

表2　2016年公司土地储备获取情况（单位：万平方米，亿元）

序号	项目名称	获取方式	对应建筑面积（规划面积）	用途	收购款/土地出让金
1	常州阳光100 7区上东	股权收购	24.97	商住混合用地	0.86
2	重庆阳光 100 阿尔勒	股权收购	48.90	商住混合用地	0[1]
3	温州阳光 100 阿尔勒	挂牌出让	11.25	住宅用地以及批发零售、住宅及餐饮用途	2.12
4	温州阳光 100 阿尔勒	挂牌出让	2.23	批发零售、住宅及餐饮用途	0.21
5	温州阳光 100 阿	挂牌出让	11.13	商住综合用地	4.84

[1] 注：2016 年，公司在重庆嘉道房地产开发有限公司董事会新增一名董事，取得该公司的控制权且将该公司纳入合并范围，导致公司新增土地总建筑面积 48.90 万平米。

	尔勒				
合计	--	--	**98.48**	--	**8.03**

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二、三线城市的核心区域或发展潜力大的区域，公司土地储备主要分布在潍坊（占比 16.36%）、温州（占比 14.47%）、重庆（占比 12.46%）、无锡（11.78%）和沈阳（10.90%）等二、三线城市，但目前房地产市场波动加剧，未来的销售存在一定不确定性。从价格上来看，公司取得地块的楼面地价均较低，主要系公司取得土地时间较早所致。截至 2016 年底，公司土地储备总建筑面积 962.48 万平方米，较上年底下降 2.90%，可以满足公司未来 5~6 年的开发需要。

表3　截至2016年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	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	51.24	1,393	11.57	49.00	
2	沈阳阳光 100 国际新城	89.11	708	26.81	7.20	
3	沈阳阳光 100 果岭公馆	15.79	1,049	1.87	51.00	
4	天津阳光 100 国际新城	14.40	--	--	86.00	
5	东营阳光 100 城市丽园	12.41	664	8.02	100.00	
6	潍坊阳光 100 城市广场	157.49	604	15.18	100.00	
7	烟台阳光 100 城市广场	40.30	3,291	--	100.00	
8	武汉阳光 100 大湖第	23.82	354	12.03	100.00	
9	重庆阳光 100 国际新城	86.34	3,402	12.08	100.00	
10	重庆阳光 100 阿尔勒	33.63	1,239	5.35	45.00	
11	成都阳光 100 米娅中心	8.59	--	--	100.00	
12	成都鑫盛源项目	2.00	1,012	--	100.00	
13	长沙阳光 100 国际新城	32.61	550	11.86	100.00	
14	阳朔阳光 100 西街广场	1.24	--	--	75.00	
15	桂林阳光 100 原味漓江	12.29	403	3.98	75.00	城镇住宅混合用地
16	桂林阳光 100 丽园	23.91	1,176	0.23	100.00	
17	柳州阳光 100 窑埠 TOWN	15.61	--	--	100.00	
18	柳州阳光 100 经典时代	0.11	--	--	100.00	
19	柳州阳光 100 城市广场	12.44	--	--	75.00	
20	南宁阳光 100 城市广场	12.21	--	--	100.00	
21	南宁阳光 100 上东国际	4.94	--	--	26.00	
22	广西万通花园	2.55	--	--	100.00	
23	南宁阳光 100 半山丽园	1.33	--	--	51.00	
24	南宁阳光 100 澳洲丽园	0.34	--	--	50.00	
25	南宁阳光 100 欧景庭园	0.08	--	--	100.00	
26	丽江阳光 100 雪山小镇	20.03	2,709	3.29	51.00	
27	无锡阳光 100 国际新城	113.36	589	36.37	72.16	
28	阳光 100 温州中心	47.97	1,150	47.97	51.00	
29	温州阳光 100 阿尔勒	91.33	1,892	66.72	51.00	
30	常州阳光 1007 区上东	24.97	1,134	--	43.30	
31	宜兴阳光 100 凤凰街	10.04	--	--	80.00	商业用地
合计		**962.48**	--	**263.33**	--	--

资料来源：公司提供
注：上述数据未按照权益统计，部分数据因统计口径问题，未予披露。

总体看，公司土地储备规模较大，主要位于二三线城市；公司取得的土地价格较低，现有土地储备可满足公司未来中期开发需求，充分保证了公司未来经营发展的需要。

（2）项目开发

2016 年，公司新开工项目 7 个，较上年减少 3 个，新开工项目主要为沈阳阳光 100 国际新城项目、东营阳光 100 城市丽园项目、无锡阳光 100 国际新城项目、温州阳光 100 阿尔勒项目、宜兴东氿 RBD 水街项目、重庆阳光 100 阿尔勒项目、长沙阳光 100 国际新城项目等项目；新开工建筑面积 108 万平方米，较上年减少 34.94%。2016 年，公司竣工面积 137 万平方米，较上年增长 1.17 倍；2016 年公司期末在建面积为 263 万平方米，较上年有所下降，考虑到近两年公司平均签约销售面积约为 80 万平方米，公司期末在建面积规模较大，对公司未来销售形成了一定支撑。

表4　2015～2016年公司主要开发数据情况

项目	2015 年	2016 年
当期新开工面积（万平方米）	166	108
当期新开工项目数量（个）	10	7
当期竣工面积（万平方米）	63	137
期末在建面积（万平方米）	287	263
期末在建项目数量（个）	17	15

资料来源：公司提供

从项目的资金需求来看，截至2016年底，公司的在建、拟建项目计划总投资额1,125.91亿元，已完成投资744.87亿元，尚需投入资金381.04亿元，尚需投资规模较大，公司存在一定的资金需求。从投资额度上看，无锡阳光100国际新城、济南阳光100国际新城和沈阳阳光100国际新城计划投资额相对较大，分别为156.56亿元、143.99亿元和141.37亿元，三者合计投资额占计划总投资额的39.25%，集中度较高；从完工时间分布来看，百亿以上的项目陆续在2019~2022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 2016 年底公司在建、拟建面积投资情况（单位：万平方米，亿元，%）

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	227.11	2005-11-22	2019-9-30	161.99	143.32	177.73	141.37	112.57	79.63
2	沈阳阳光 100 果岭公馆	26.95	2011-6-9	2019-12-31	23.23	10.30	24.25	17.25	15.67	90.86
3	潍坊阳光 100 城市广场	170.16	2011-1-16	2021-3-20	18.48	14.93	33.17	101.07	20.63	20.41
4	东营阳光 100 城市丽园	52.62	2007-4-23	2018-12-31	43.76	39.97	49.94	32.35	29.83	92.21
5	烟台阳光 100 城市广场	54.67	2006-5-26	2019-12-30	21.95	12.40	19.98	49.98	29.56	59.14
6	长沙阳光 100 国际新城	133.37	2004-9-17	2018-12-31	106.65	96.90	107.21	82.77	70.68	85.39
7	重庆阳光 100 国际新城	150.85	2005-1-27	2022-9-30	67.08	66.33	71.87	131.55	85.25	64.80
8	重庆阳光 100 阿尔勒	48.90	2013-3-10	2020-4-30	19.93	14.66	24.67	34.57	19.24	55.66
9	无锡阳光 100	255.55	2005-4-22	2020-12-30	178.08	139.47	196.37	156.56	123.51	78.89

	国际新城									
10	武汉阳光 100 大湖第	84.27	2010-4-21	2017-12-31	72.24	67.45	81.64	50.60	47.23	93.34
11	成都鑫盛源项目	2.00	2015-7-30	2019-12-30	--	--	--	1.36	0.21	15.44
12	济南阳光 100 国际新城	215.04	2002-12-24	2019-12-30	178.86	155.50	172.29	143.99	126.63	87.94
13	南宁阳光 100 城市广场	22.51	2003-8-28	2019-12-14	13.28	9.24	12.23	13.06	8.46	64.81
14	桂林阳光 100 原味漓江	12.29	2012-7-17	2019-12-31	--	1.91	3.97	7.98	2.14	26.82
15	桂林阳光 100 丽园	23.91	2012-6-8	2018-6-30	--	--	0.16	16.71	2.88	17.23
16	丽江阳光 100 雪山小镇	20.42	2014-1-7	2018-12-30	3.54	0.39	6.83	18.30	8.02	43.83
17	阳光100温州中心	47.97	2015-2-23	2021-12-28	--	5.50	38.65	38.69	19.44	50.25
18	温州阳光 100 阿尔勒	91.33	2016-6-10	2021-6-10	--	10.75	65.07	69.92	19.69	28.16
19	常州阳光 1007 区上东	24.97	2017-2-20	2019-7-31	--	--	--	17.83	3.23	18.11
	合计	**1,664.89**	**--**	**--**	**909.07**	**789.02**	**1,086.03**	**1,125.91**	**744.87**	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2016 年，公司在建项目较多，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要；但尚需投资金额规模也较大，对开发资金的需求较高。

（3）项目销售

从收入确认情况看，2016年公司在无锡、济南、沈阳、武汉地区确认的收入占67%。2016年，公司协议销售面积为83万平方米，协议销售金额为83亿元，分别同比增长15.28%和31.75%。从房产销售均价上看，协议销售均价10,000元/平方米，较上年增长14.29%，主要系随房地产市场上涨和所售物业配套趋于成熟售价提高所致。2016年，公司结转收入面积62万平方米，同比下降13.89%，主要系达到结转条件的项目面积减少所致；公司结转收入57.59亿元，同比增长2.60%，主要系交付的物业平均售价增长所致。

表 6　2015~2016 年公司房地产销售数据

项目	2015 年	2016 年
达预售项目（个）	18	17
协议销售面积（万平方米）	72	83
协议销售金额（亿元）	63	83
协议销售均价（元/平方米）	8,750	10,000
结转收入面积（万平方米）	72	62
结转收入（亿元）	56.13	57.59

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2016年底，公司已竣工物业的总可售面积1,197.37万平方米，其中待售面积152.29万平方米；截至2016年底，公司在建、拟建项目中，可售面积约1,086.03万平方米，公司目前可售面积规模较大，主要以沈阳、济南、无锡、长沙等二线城市的项目为主，需要注意部分地区在建、拟建项目的去化情况。

表7 截至2016年底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	济南阳光 100 国际新城	178.86	7.78
2	沈阳阳光 100 国际新城	161.99	15.82
3	沈阳阳光 100 果岭公馆	23.23	10.03
4	天津阳光 100 国际新城	98.76	12.85
5	东营阳光 100 城市丽园	43.76	3.34
6	潍坊阳光 100 城市广场	18.48	3.80
7	烟台阳光 100 城市广场	21.95	1.03
8	武汉阳光 100 大湖第	72.24	11.29
9	重庆阳光 100 国际新城	67.08	0.61
10	重庆阳光 100 阿尔勒	19.93	4.67
11	成都阳光 100 米娅中心	33.37	7.22
12	长沙阳光 100 国际新城	106.65	5.41
13	柳州阳光 100 窑埠 TOWN	23.15	12.33
14	柳州阳光 100 城市广场	71.80	4.68
15	南宁阳光 100 城市广场	13.28	2.32
16	南宁阳光 100 上东国际	23.21	4.94
17	广西万通花园	3.65	0.28
18	南宁阳光 100 半山丽园	10.77	1.07
19	南宁阳光 100 澳洲丽园	12.53	0.05
20	丽江阳光 100 雪山小镇	3.54	3.15
21	无锡阳光 100 国际新城	178.08	33.15
22	宜兴阳光 100 凤凰街	11.06	6.47
	合计	**1,197.37**	**152.29**

资料来源：公司提供
待售面积=已建成物业-已售部分-自营-投资物业，即已建成销售物业中未售部分。

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，但需要关注部分二三线城市项目去化情况。

3．其他业务情况

公司的经营性物业主要包括济南、无锡、长沙、柳州、东莞、沈阳、烟台等地项目，截至 2016 年末总建筑面积 52.5 万平方米，较上年末下降 0.91%，主要系个别投资物业出售所致。

截至 2016 年底，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 56.14%，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；公司投资物业可出租面积 39.68 万平方米，已出租面积 25.82 万平方米，较上年减少 6.01%，出租率为 65.07%，出租率较上年上升 13.22 个百分点，但仍属一般。2016 年，公司租金收入 1.06 亿元，同比下降 13.33%，主要系公司调整部分出租物业的定位和业态，相关租约到期未续租所致；2016 年，公司物业管理及酒店收入 3.67 亿元，同比增长 8.55%，主要系 2016 年物业管理面积增长所致。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%；2016 年，公司物业管理及酒店经营业务毛利率为 6.52%，同比增长 4.44 个百分点，主要系公司加强物业及酒店的管理，降低成本费用率所致。

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；租金业务毛利较高，公司正在加强商业项目开发和投资，为公司利润形成有效补充。

4．经营关注

（1）未来开发资金需求规模较大

公司土地储备规模较大，在建拟建房地产项目未来均需要投入较大规模的资金，对公司资金流形成一定压力。

（2）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，2017 年以来，二线城市房地产市场波动性明显增强，公司位于长沙、沈阳等地的库存未来可能面临一定的去化压力。

5．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，未来三年内将继续收购和开发具有良好发展潜力的街区综合体项目，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，加快现有住宅项目去化，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，合理安排销售节奏，加快去化，公司战略可实施性较强。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2016 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。2016 年，公司财务报表编制所采用的会计准则未发生变更。截至 2016 年底，公司纳入合并范围内子公司 74 家，新增加 5 家子公司，考虑到公司主营业务未发生变化，公司的财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 472.33 亿元，负债合计 403.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）68.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 35.87 亿元；2016 年实现营业收入

63.84 亿元，净利润（含少数股东损益）2.96 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 2.77 亿元；经营活动现金流量净额为 11.96 亿元，现金及现金等价物净增加额 29.74 亿元。

2．资产质量

截至 2016 年底，公司资产合计 472.33 亿元，较年初增长 21.73%，主要系货币资金、存货和投资性房地产增长所致；公司总资产以流动资产为主，其占比由年初的 73.21%上升至 75.44%，非流动资产占比由年初的 26.79%下降至 24.56%。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 356.34 亿元，较年初增长 25.44%，主要系货币资金和存货增长所致。公司流动资产主要以货币资金（占比 14.05%）、其他应收款（占比 5.75%）和存货（占比 73.58%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金合计 50.07 亿元，较年初大幅增长 163.75%，主要系公司房产销售回款和银行借款增加所致。公司货币资金主要为银行存款（占比 99.99%），其中使用受限的货币资金 7.70 亿元，占比 15.37%，占比一般。

截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值合计 20.48 亿元，较年初增加 4.05%。截至 2016 年底，公司累计计提其他应收款坏账准备 0.10 亿元；从账龄看，1 年以内的占 49.86%，1~2 年的占 38.34%，2~3 年的占 0.93%，3 年以上的占 10.87%，以 2 年以内的其他应收款为主，公司超过 3 年且金额重大的其他应收款主要是押金及保证金等。从集中度来看，公司其他应收款前五大金额合计 10.85 亿元，占年末其他应收款总额的 52.97%，集中度较高。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成了一定占用。

截至 2016 年底，公司存货账面价值合计 262.21 亿元，较年初增加 16.12%，主要系在建和已完工的开发产品增加所致。截至 2016 年底，公司存货计提跌价准备 3.22 亿元，主要为窑埠、无锡及武汉等项目，计提跌价项目主要是车库，主要系项目前期车库销售价格偏低导致存在减值。计提比例为 1.21%，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，且公司存货中房地产项目集中于二三线城市，存货存在一定去化压力和减值风险。截至 2016 年底，公司共有 79.60 亿元存货用于借款抵押，占期末存货账面价值的 30.36%，占比尚可。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 115.99 亿元，较年初增长 11.58%，主要系投资性房地产的增长所致。公司非流动资产主要为长期股权投资（占比 5.54%）、投资性房地产（占比 77.92%）、固定资产（占比 6.41%）和递延所得税资产（占比 8.07%）。

截至 2016 年底，公司长期股权投资 6.42 亿元，较年初增长 19.67%，主要系公司对联营企业的投资增加所致。公司长期股权投资主要以权益法进行核算，公司主要长期股权投资情况如下表所示。

表 8　截至 2016 年底公司重要长期股权投资情况（单位：亿元，%）

被投资单位	核算方法	持股比例	年末余额	占比
北京银信光华地产开发有限公司	权益法	49%	4.50	70.11
重庆渝能万怡房地产开发有限公司	权益法	30%	0.54	8.35
合计	--	--	**5.04**	**78.46**

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司投资性房地产账面价值合计 90.38 亿元，均采用公允价值计量，较年初

增长 14.54%，主要系公司在建物业完工转入投资性房地产所致。截至 2016 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 41.67 亿元用于借款抵押，占期末投资性房地产账面价值的 46.11%。同时，公司投资性房地产中，尚有账面价值为 16.61 亿元的投资性房地产尚未取得房产证或土地使用权证。公司投资性房地产由国富浩华（香港）评估公司进行评估，重估增值部分占 56.14%，占比较高，投资性房地产主要集中在二三线城市，未来该区域房地产市场若有波动，公司投资性房地产公允价值存在减值风险。

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值合计 7.44 亿元，较年初减少 4.79%，主要系计提折旧所致。截至 2016 年底，公司固定资产累计计提折旧 2.70 亿元，公司固定资产成新率为 73.34%，成新率尚可。截至 2016 年底，公司固定资产中共有 5.27 亿元用于借款抵押，占期末固定资产账面价值的 70.84%，占比较高。

截至 2016 年底，公司递延所得税资产合计 9.36 亿元，较年初增长 33.62%，主要系预收账款、未弥补的亏损和存货跌价准备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 135.28 亿元，占公司期末资产总额的 28.64%，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 2016 年底，公司负债合计 403.35 亿元，较年初增长 24.66%，主要系非流动负债的增长所致。截至 2016 年底，公司负债中流动负债和非流动负债分别占 51.85%和 48.15%。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 209.13 亿元，较年初增长 10.91%，主要系预收款项增长所致。流动负债主要由短期借款（占 11.62%）、应付账款（占 18.60%）、预收款项（占 26.81%）、其他应付款（占 14.01%）和一年内到期的非流动负债（占比 20.63%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款合计 24.30 亿元，较年初增长 17.66%，主要系本年新增质押借款和保证借款所致，公司短期借款主要由质押借款（占比 12.35%）、抵押借款（占 29.21%）、保证借款（37.33%）和信用借款（占 21.11%）构成。

截至 2016 年底，公司应付账款合计 38.91 亿元，较年初增加 16.14%，主要系应付工程款增加所致。公司应付账款主要为应付工程款。

截至 2016 年底，公司预收款项合计 56.06 亿元，较年初增长 46.05%，主要系签约销售额大幅增加，销售回款增加所致。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 2016 年底，公司其他应付款合计 29.31 亿元，较年初增长 2.91%。公司其他应付款主要是应付关联方款项（占比 59.85%）。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 43.15 亿元，较年初减少 16.40%，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 2016 年底，公司非流动负债合计 194.22 亿元，较年初增长 43.86%，主要系长期借款的增加以及发行债券所致。截至 2016 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 44.33%）、应付债券（占 40.62%）、和递延所得税负债（占 11.45%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款合计 86.10 亿元，较年初增长 22.97%，主要系公司增加长期融资所致。从偿付期集中度来看，1~2 年到期的长期借款为 60.28 亿元，2~3 年到期的长期借款为 13.58 亿元，3 年及以上到期的长期借款为 12.24 亿元；公司 1~2 年到期的长期借款规模较大，公司将面临一定的集中偿付压力。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，在一定程度上缓解了公司到期偿付压力。

截至 2016 年底，公司应付债券合计 78.88 亿元，主要系公司于 2016 年新发行“16 万通 01”、“16 万通 02”、“16 万通 03”、“16 万通 04”和“16 万通 05”五期公司债券所致，票面利率水平在 6.90%~8.40%。从偿付期集中度来看，公司债券分别于 2018 年到期本金金额 15.00 亿元、2019 年到期本金金额 15.00 亿元、2020 年到期本金金额 10 亿元、2021 年到期本金金额 24.60 亿元和 2023 年到期本金金额 15.00 亿元，集中度不高但比较连续，存在一定资金压力。

截至 2016 年底，公司递延所得税负债为 22.24 亿元，较年初增加 18.14%，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 2016 年底，公司全部债务规模为 233.55 亿元，较年初增加 30.70%，主要系长期债务的增长所致。截至 2016 年底，公司全部债务中，短期债务和长期债务分别占比 29.36%和 70.64%，其中短期债务占比较年初下降 11.77 个百分点，主要系公司增加长期融资所致，债务结构有所改善。截至 2016 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 85.40%、77.20%和 70.52%，分别较年初增加 2.01、3.71 和 8.51 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，2016 年，公司负债水平较高，债务负担沉重且未来 1~2 年偿债压力较大。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 68.97 亿元，较年初增加 6.99%，主要系未分配利润增长所致。公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益 35.87 亿元，占所有者权益合计的 52.01%，归属于母公司所有者权益中，实收资本占 5.37%、其他综合收益占 10.07%、盈余公积占 0.26%、未分配利润占 84.50%，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

2016 年，公司实现营业收入 63.84 亿元，较上年增长 4.56%，主要系公司房地产销售收入上升所致；营业成本 51.76 亿元，较上年增长 13.89%，主要系已结转的物业成本及物业管理成本上升所致。2016 年，公司实现营业利润 4.61 亿元，较上年下降 33.96%，主要系营业成本以及销售费用增加所致。

从期间费用看，2016 年公司期间费用合计 11.28 亿元，较上年增长 22.11%，主要系销售费用和管理费用的增长所致。2016 年，公司期间费用中销售费用、管理费用和财务费用分别占 61.07%、32.96%和 5.96%，以销售费用和管理费用为主。2016 年，公司销售费用 6.89 亿元，较上年增长 42.99%，主要系 2016 年公司房地产签约额大幅增加所致；管理费用 3.72 亿元，同比增长 0.58%；财务费用 0.67 亿元，同比下降 6.99%，主要系利息收入增加所致。2016 年公司费用收入比为 17.67%，较上年上升 2.54 个百分点，公司费用控制能力有待提高。

从利润构成看，2016 年，公司资产减值损失 0.52 亿元，较上年大幅下降 77.47%，主要系公

司 2016 年存在减值迹象的物业较 2015 年减少及部分物业价值回升转回以前年度计提的减值准备所致。2016 年，公司实现投资收益 0.36 亿元，较上年下降 89.75%，主要系公司权益法核算的长期股权投资收益及出售子公司取得的投资收益减少所致；公司投资收益主要是采用权益法核算的长期股权投资的投资收益，可持续性一般；公司公允价值变动损益 8.08 亿元，较上年增加 113.40%，主要系投资性房地产公允价值变动损益，未来房地产市场波动，相应公允价值也会产生变动。营业外收入方面，2016 年公司实现营业外收入 0.15 亿元，主要系罚款收入和其他收入。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 183.43%，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，2016 年公司营业利润率 12.47%，较上年下降 5.87 个百分点；2016 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 1.51%、1.29%和 4.43%，较上年分别下降 1.15、0.86 和 3.41 个百分点，主要系当年营业成本上升，期间费用增加，且同时资产规模和所有者权益扩大所致。

总体看，2016 年公司营业收入有所上升，期间费用控制能力有所下降，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，2016 年公司经营活动现金流入为 92.02 亿元，同比增长 62.32%，主要系 2016 年公司签约销售额大幅上涨，销售回款大幅增加所致；其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金 79.10 亿元，同比增长 60.23%；收到其他与经营活动有关的现金 12.92 亿元，同比增长 76.41%，主要系收回的押金、保证金增加及关联方给予的往来款增加所致。2016 年，公司经营活动现金流出 80.06 亿元，同比增长 13.37%，主要系公司房地产业务发展所致；其中，购买商品、接受劳务支付的现金 60.06 亿元，同比增长 8.06%；支付其他与经营活动有关的现金 8.68 亿元，同比增长 118.58%，主要系支付的销售费用增加所致。受公司房地产销售回款增加影响，2016 年，公司经营性现金流量由 2015 年的净流出 13.92 亿元转为净流入 11.96 亿元。同期，公司现金收入比为 123.91%，较 2015 年大幅提升。

从投资活动来看，2016 年，公司投资活动现金流入 4.03 亿元，同比增长 379.12%，主要系收到第三方还款增加所致；投资活动现金流出 13.08 亿元，同比下降 43.81%，主要系公司购建固定资产、投资性房地产支付的现金及取得子公司支付的现金减少所致。2016 年，公司投资活动现金流量仍然表现为净流出，但规模有所下降，表现为净流出 9.05 亿元，同比下降 59.65%。

从筹资活动来看，2016 年，公司筹资活动现金流入 158.23 亿元，同比增长 27.64%，主要系公司借款增加所致；筹资活动现金流出 131.40 亿元，同比增长 35.47%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2016 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 26.83 亿元，较上年净流入规模下降 0.54%，变化不大。

总体看，受房地产销售回款增加影响，2016年公司经营活动现金流表现较好，收入实现质量大幅提升；投资活动现金净流出规模有所下降，经营活动现金流量净额可以覆盖投资活动现金流量净额，随着公司对外投资的增加和债务清偿，公司存在一定融资需求

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年底，公司流动比率为 1.70 倍，较年初小幅提升，主要系货币资金和存货大幅增加所致；速动比率为 0.45 倍，较年初小幅提升。2016 年底，公司现金短期债务比为 0.73 倍，较年初 0.26 倍大幅提升，主要系货币资金增加所致，公司货币资金对短期债务的保

护程度有所提高。2016 年底公司经营现金利息倍数为 0.60 倍，与去年相比由负转正，公司经营性现金流量净额对利息的保障倍数一般。总体看，公司短期偿债能力有所提高。

从长期偿债能力指标来看，2016 年，公司 EBITDA 为 6.12 亿元，较上年下降 25.97%，主要系利润总额减少所致。2016 年，公司 EBITDA 中折旧占比 9.15%、计入财务费用的利息支出占比 19.14%，利润总额占比 71.71%。2016 年，公司 EBITDA 利息倍数为 0.30 倍，较上年 0.47 倍有所下降，主要系利润总额减少的同时债务规模扩大所致，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度较弱；2016 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.03 倍，较上年 0.05 倍略有下降，公司 EBITDA 对全部债务的保障程度低。总体看，公司长期偿债能力一般。

从担保情况看，截至 2016 年底，公司为广西万怡物业服务有限公司提供 0.15 亿元担保，担保规模占公司年末净资产的 0.22%，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：G10450103000030440Z），截至 2017 年 3 月 21 日，公司不存在未结清的关注类或不良类信贷信息。

截至 2016 年底，公司存在一项重大未决诉讼：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 2016 年底，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 13.96 亿元，尚可使用授信额度 76.04 亿元，公司间接融资渠道畅通。

总体看，公司短期偿债能力有所提高，EBITDA 对长期债务的保障程度较低，公司长期偿债能力尚可。

七、公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016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50.07亿元，约为“16万通01”本金合计（14.60亿元）的3.43倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较强；净资产达68.97亿元，约为债券本金合计（14.60亿元）的4.72倍，归属于母公司的净资产达35.87亿元，约为债券本金合计（14.60亿元）的2.46倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16万通01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为6.12亿元，约为债券本金合计（14.60亿元）的0.42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2016年经营活动产生的现金流入92.02亿元，约为债券本金合计（14.60亿元）的6.30倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度强。

综合以上分析，并考虑到公司作为联交所上市公司阳光100中国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”偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

“16万通01”由阳光100中国提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1．主体概况

阳光100中国创建于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：2608.HK。截至2016年底，阳光100中国注册资本3,000万港元，实际控制人为易小迪等七位自然人。

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90%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2016年底，阳光100中国在10余个城市拥有土地储备总建筑面积1,264.83万平方米，其中权益建筑面积合计972.69万平方米。

从开发数据来看，截至2016年底，阳光100中国新开工建筑面积155.82万平方米，较2015年下降18.21%；竣工建筑面积170.29万平方米，较2015年增长138.03%，主要系公司加快周转，部分之前年度开工项目在2016年大量竣工所致。

从销售情况来看，2016年阳光100中国实现合约销售金额104.18亿元，较2015年增长39.05%，实现合约销售面积114.19万平方米，较2015年增长23.42%。其中住宅实现合约销售金额88.41亿元，较2015年增长50.00%，实现合约销售面积107.47万平方米，较2015年增加28.20%。合约销售区域分布较为均衡，其中清远、无锡和武汉项目贡献显著，合约销售金额分别为20.73亿元、16.38亿元和13.25亿元，分别占阳光100中国合约销售金额的19.90%、15.70%和12.70%。2016年，阳光100中国实现平均合约销售均价为8,584元/平方米，较2015年增长8.40%。

总体看，2016 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，销售状况良好。

2．财务概况

阳光100中国2016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。截至2016年底，阳光100中国纳入合并范围子公司96家，与2015年底相比新增5家子公司，规模相对较小，财务数据可比性较强。

截至2016年底，阳光100中国合并资产总额530.88亿元，负债合计454.07亿元，所有者权益（含少数股东权益）76.82亿元，其中归属于母公司所有者权益合计62.39亿元。2016年，阳光100中国实现营业总收入69.65亿元，实现净利润2.31亿元。经营活动产生的现金流量净额12.96亿元，现金及现金等价物净增加额31.48亿元。

盈利能力方面，2016年，阳光100中国盈利水平有所下降，2016年实现不含税营业收入69.65亿元，较上年增长8.52%；实现归属于母公司净利润1.95亿元，较上年同比下降67.46%，主要系销售费用增加所致。

偿债能力方面，截至2016年底，阳光100中国资产负债率为85.53%，较年初增长2.92个百分点，流动比率和速动比率分别为1.78倍和0.52倍，较年初1.68倍和0.37倍略有上升，EBITDA全部债务比为0.03倍，处于较低水平。总体看，阳光100中国债务水平较高，债务规模较重，阳光100中国整体偿债能力一般。

3．债权保护效果分析

以2016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2.75%，所有者权益总额的19.01%，2016年阳光100中国EBITDA7.38亿元为“16万通01”本金合计

（14.60亿元）的0.51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

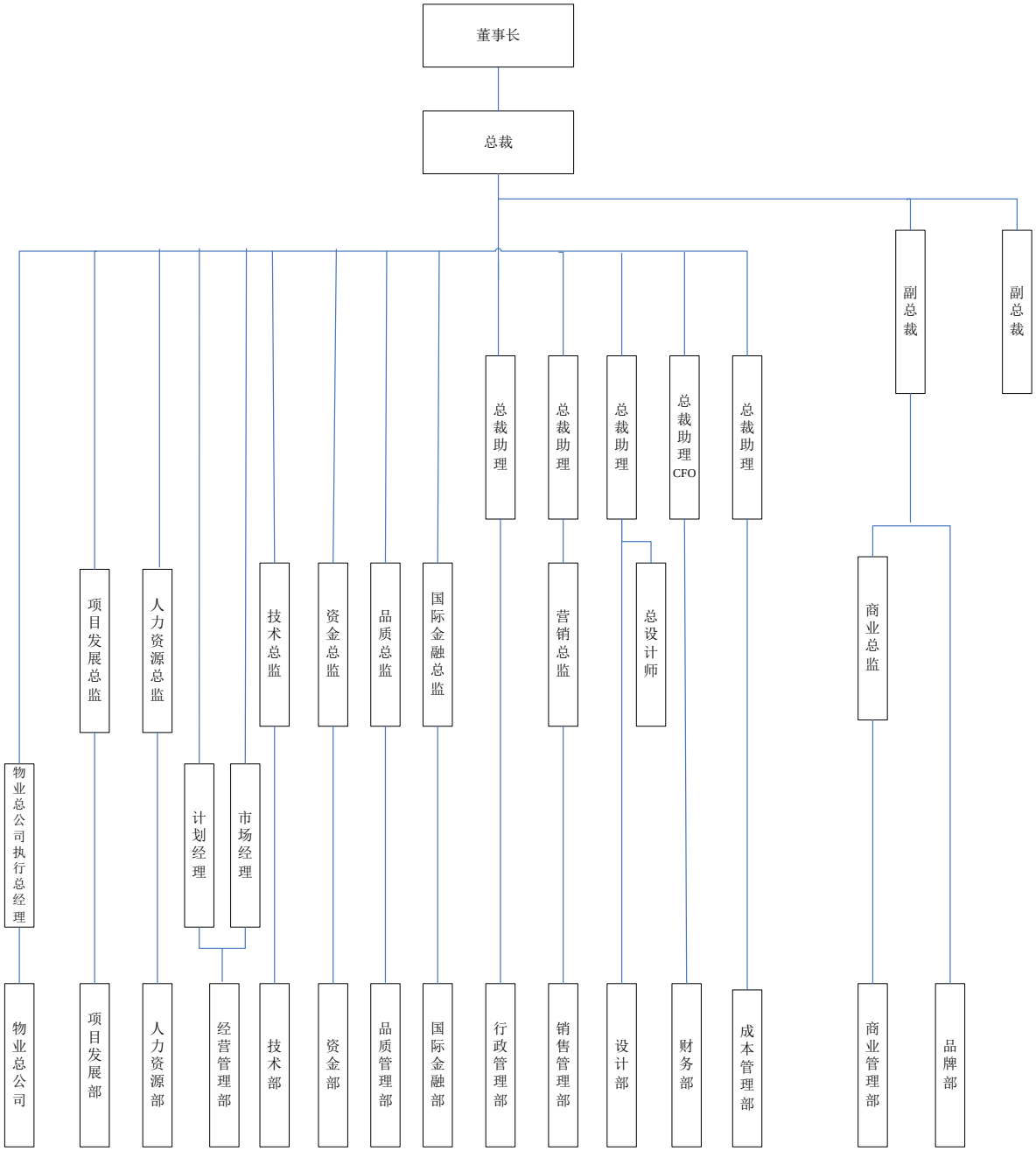
2016 年，广西万通继续深耕国内主要的二、三线城市，公司开发的地产项目品质较好，品牌知名度较高，公司土地储备公司土地储备充足，在建房地产项目规模大。同时，联合评级也关注到公司二、三线城市房地产市场库存较高、营业利润对非经常性损益的依赖性较强、债务负担较重、资金需求压力较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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。

担保方阳光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，2016年经营状况良好，其所提供的担保对本期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
组织结构图



附件 2　广西万通房地产有限公司
主要财务指标

指标	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	388.03	472.33
所有者权益（亿元）	64.46	68.97
短期债务（亿元）	73.49	68.56
长期债务（亿元）	105.21	164.99
全部债务（亿元）	178.69	233.55
营业收入（亿元）	61.05	63.84
净利润（亿元）	4.59	2.96
EBITDA（亿元）	8.27	6.12
经营性净现金流（亿元）	-13.92	11.96
应收账款周转次数（次）	5.57	6.27
存货周转次数（次）	0.22	0.21
总资产周转次数（次）	0.17	0.15
现金收入比率（%）	80.86	123.91
总资本收益率（%）	2.66	1.51
总资产报酬率（%）	2.15	1.29
净资产收益率（%）	7.84	4.43
营业利润率（%）	18.33	12.47
费用收入比（%）	15.13	17.67
资产负债率（%）	83.39	85.40
全部债务资本化比率（%）	73.49	77.20
长期债务资本化比率（%）	62.01	70.52
EBITDA 利息倍数（倍）	0.47	0.30
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.03
经营现金债务保护倍数（倍）	-0.08	0.05
流动比率（倍）	1.51	1.70
速动比率（倍）	0.31	0.45
现金短期债务比（倍）	0.26	0.73
经营现金流动负债比率（%）	-7.38	5.72
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.57	0.42

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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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 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。