跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]984 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：

二零一八年六月十五日

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 2018 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	2017 年 6 月 22 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 15 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	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	472.33	500.42
所有者权益（亿元）	68.97	74.31
长期债务（亿元）	164.99	150.52
全部债务（亿元）	233.55	235.29
营业收入（亿元）	63.84	61.03
净利润（亿元）	2.96	4.21
EBITDA（亿元）	6.12	8.45
经营性净现金流（亿元）	11.96	18.76
营业利润率（%）	12.47	16.52
净资产收益率（%）	4.43	5.87
资产负债率（%）	85.40	85.15
全部债务资本化比率（%）	77.20	76.00
流动比率（倍）	1.70	1.48
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	0.30	0.40
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.42	0.58

担保方

项目	2016 年	2017 年
资产总额(亿元)	530.88	557.80
所有者权益(亿元)	76.82	91.62
营业收入(亿元)	69.65	68.75
净利润(亿元)	2.31	8.49
资产负债率(%)	85.53	83.57

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、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

2017 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，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，经营性净现金流呈持续净流入状态。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到目前房地产调控政策较严格、公司二、三线城市房产库存较高、债务负担较重且存在一定偿付压力、营业利润对公允价值变动收益的依赖性较强、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。

未来随着公司项目的陆续开发和销售，公司的盈利较有保证；且租金收入、物业管理收入及新增轻资产运营管理收入对公司利润形成一定补充。

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，2017年经营状况良好，其所提供的担保对本期债券的信用状况仍有积极的作用。

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．公司土地储备充足，在建项目规模较大，为其未来可持续发展奠定良好基础。

2．公司经营性净现金流呈持续净流入状态，且规模有所扩大。

3．担保方阳光 100 中国 2017 年经营状况良好。

关注

1．目前房地产调控政策较严，且房地产行业受宏观政策调控影响大，未来房地产市场

发展存在一定不确定性。

2．公司在建项目主要位于二、三线城市，目前国家对于调控政策难以放松，未来所在区域房地产市场景气度和销售情况存在一定不确定性；公司存货已计提一定减值准备。

3．公司在建项目未来仍需较大规模投资，公司未来面临较大资金压力。

4．2017年，公司债务规模小幅增长，债务负担较重，未来1~2年间存在一定偿付压力。

5．公司部分投资物业出租率较低，投资性房地产增值率较高，公允价值存在一定波动性；营业利润对当年公允价值变动损益依赖性较强。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

李　镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@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：李德

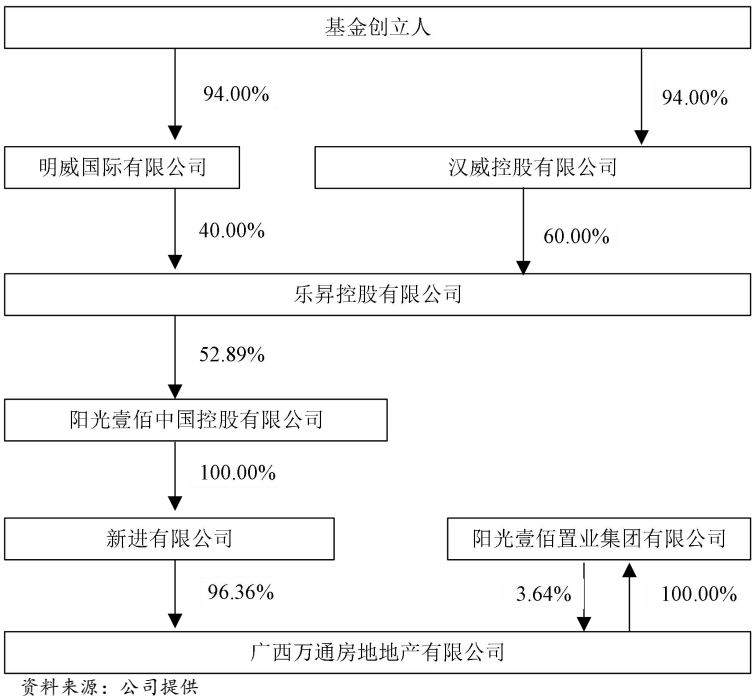
联合信用评级有限公司

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 2017 年底，公司注册资本 19,252.60 万元，其中新进有限公司持有公司 96.36%股权，为公司的直接控股股东。新进有限公司为阳光 100 中国控股有限公司（以下简称“阳光 100 中国”，证券代码：2608.HK）的全资子公司，阳光 100 中国为公司的间接控股股东；公司实际控制人为易小迪等七位自然人。

图 1　截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017 年，公司经营范围未发生变化，公司职能部门设置未发生重大变化。截至 2017 年底，公司纳入合并范围内子公司 99 家；拥有在职员工 3,945 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 500.42 亿元，负债合计 426.12 亿元，所有者权益（含少数股东权益）74.31 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 38.28 亿元；2017 年公司实现营业收入 61.03 亿元，净利润（含少数股东损益）4.21 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 2.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 18.76 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.15 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 年末公司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 2018 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 2018 年 1 月 23 日支付“16 万通 01”债券自 2017 年 1 月 25 日至 2018 年 1 月 24 日期间的利息。

本期债券由阳光 100 中国提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、行业分析

公司为房地产开发企业，其收入大部分来源于房地产销售。

1．行业概况

2017年，全国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，增速较上年回升0.16个百分点；其中，住宅投资75,148亿元，同比增长9.38%，增速提高3.02个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为68.44%；办公楼投资6,761亿元，同比增长3.49%，增速降低2.87个百分点，占房地产开发投资比重为6.16%；商业营业用房投资15,639亿元，同比减少1.26%，占房地产开发投资比重为14.24%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一、二、三线城市的土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

资金来源方面，2017 年，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，同比增长 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%，银行信贷收缩使得按揭贷款增速有所下降。同时资管新规的出台将使得非标业务尤其是信托通道业务面临收缩压力，在地产调控持续的背景下，房企获得资金将愈发困难。

市场供需方面，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%。其中，住宅销售面积同比增长 5.30%，办公楼销售面积同比增长 24.30%，商业营业用房销售面积同比增长18.70%；住宅销售额同比增长11.30%，办公楼销售额同比增长17.50%，商业营业用房销售额同比增长 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少 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%。

销售价格方面，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。

竞争格局方面，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占比分别为15.38%和20.03%，分别较上年提高3.19和4.09个百分点。据克而瑞统计，2017年千亿房企阵营增加到17家，销售额Top10的门槛提升到1,500亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

2．行业政策

2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017年4月6日，住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序。2017年7月下旬，中共中央政治局召开了会议，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”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向。

2017年10月18日，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18日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，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，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。2018年3月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。

总体看，2017年，政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，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。

3．行业关注

（1）行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2017年9月底，Wind资讯的地产行业资产负债率为79.01%，较2016年底提高了2.24个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，考虑回售选择权的情况下，2018和2019年迎来行业偿债高峰，需关注房企集中偿付压力。

（2）房地产调控政策不放松，但实行差异化调控

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的大型房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

4．行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

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

四、管理分析

2017 年，公司首席财务官变更为陈胜杰先生；2018 年 5 月 11 日，公司总经理林少洲先生因个人原因辞任，目前公司总经理由公司董事长易小迪先生兼任。

公司首席财务官陈胜杰先生，56 岁，清华大学 EMBA；陈先生于 1986~1993 年担任国家审计署商贸司副处长，1993~1998 年担任中国有色金属材料总公司总经理助理，1998~2004 年担任北中国诚通控股集团有限公司总会计师，2004~2014 年担任中国诚通资源再生开发利用公司总经理，2014~2015 年担任中昌大数据股份有限公司董事长。2017 年 12 月，陈先生加入公司，担任公司首席财务官。

公司首席财务官和总经理变动后，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，公司高级管理人员发生了变动；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

2017年，公司主营业务仍以房地产的开发与销售为主。

2017 年，公司实现营业收入 61.03 亿元，同比下降 4.40%，主要系公司结转房地产销售收入有所下滑所致；实现净利润 4.21 亿元，同比增长 42.22%，主要系公司交付物业的毛利率上升及强化费用控制使得销售费用大幅降低所致。

从收入构成来看，2017年公司新增轻资产运营管理业务，业务模式为公司以轻资产运营方式参与综合体项目，向项目提供物业销售代理及品牌使用服务。除新增轻资产运营管理业务外，原业务板块收入占营业收入比重较上年变化不大，房地产销售收入仍是公司营业收入中最重要的来

源，近两年占比均在88%以上。2017年，公司房地产销售收入53.72亿元，同比下降6.72%，主要系营改增后交付物业收入不含税所致，剔除税收影响，较上年变化不大；由于公司投资物业出租面积及物业管理面积增加，公司租金收入和物业管理及酒店业务收入均有所增长；轻资产运营管理处于初始阶段，收入规模较小；其他业务收入1.21亿元，较上年下降20.56%，主要系公司上年处置部分投资性房地产所致。

表1　2016~2017年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务类别	2016 年			2017 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	57.59	90.21	18.00	53.72	88.02	18.88
投资性房地产的租金收入	1.06	1.66	100.00	1.15	1.88	100.00
物业管理及酒店经营收入	3.67	5.75	6.52	3.99	6.53	5.92
轻资产运营管理收入	--	--	--	0.97	1.59	77.25
其他业务收入	1.52	2.38	27.07	1.21	1.98	71.34
合计	**63.84**	**100.00**	**18.92**	**61.03**	**100.00**	**21.67**

资料来源：公司审计报告

从毛利率情况来看，2017年公司房地产销售业务和物业管理及酒店经营业务毛利率较上年变化不大。投资性房地产的租金业务，因采用公允价值计量模式没有对应的成本，毛利率为100.00%。轻资产运营管理由于主要为人工成本，毛利率水平较高，2017年为77.25%；其他业务毛利率较上年大幅增长44.27个百分点，主要系销售投资性房地产毛利相比2016年大幅增加所致。综合毛利率方面，2017年较2016年上升2.75个百分点，主要系除物业管理及酒店经营业务毛利率小幅下降外，其他板块收入毛利率均较上年有所上升所致。

总体看，2017年，受物业销售结转下滑影响，公司营业收入有所下降，但净利润有所增长；公司新增轻资产运营管理业务，但仍以房地产销售为主；受各业务毛利率上升影响，公司综合毛利率有所上升。

2．房地产业务

（1）土地储备

从土地获取情况来看，2017 年，公司仅通过收并购方式合计取得土地（规划建筑面积，未计算权益）13.34 万平方米，较上年大幅下降，主要系二级土地市场招拍挂竞争较为激烈，公司谨慎以招拍挂方式拿地所致。

表2　2017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	无锡艺投开发有限责任公司	股权收购	10.23	批发零售、商务金融用地	0.57
2	天津丽津嘉业房地产有限公司	资产收购	3.11	其他商服	4.00
合计	--	--	**13.34**	--	**4.57**

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，主要分布在潍坊、无锡、重庆、温州、沈阳等城市。公司土地储备

所在的二线城市中多数已经出台调控政策、部分三四线城市房地产景气度稍弱，且公司在沈阳、无锡、潍坊等城市土储规模较大，未来的销售存在一定不确定性。从土地成本上来看，公司取得地块的楼面地价较低，主要系公司部分取得土地时间较早所致。截至 2017 年底，公司土地储备总建筑面积 903.07 万平方米，较上年底下降 6.12%，但规模仍旧较大，可以满足公司未来 5~6 年的开发需要。

表3　截至2017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	35.74	1,393	12.26	49.00	
2	沈阳阳光 100 国际新城	67.89	708	10.16	7.20	
3	沈阳阳光 100 果岭公馆	13.57	1,049	1.87	51.00	
4	天津阳光 100 国际新城	11.98	584	0.00	86.00	
5	天津阳光 100 丽津大厦	3.11	--	3.11	100.00	
6	东营阳光 100 城市丽园	7.26	664	2.03	100.00	
7	潍坊阳光 100 城市广场	151.89	604	7.64	100.00	
8	烟台阳光 100 城市广场	40.30	3,291	0.00	100.00	
9	武汉阳光 100 大湖第	11.21	354	0.00	100.00	
10	重庆阳光 100 国际新城	86.25	3,402	12.08	100.00	
11	重庆阳光 100 阿尔勒	30.46	1,239	9.36	45.00	
12	成都阳光 100 米娅中心	7.86	1,569	0.00	100.00	
13	成都鑫盛源项目	2.00	1,012	0.00	100.00	
14	长沙阳光 100 国际新城	28.30	550	23.82	100.00	
15	阳朔阳光 100 西街广场	1.24	1,866	0.00	75.00	
16	桂林阳光 100 原味漓江	12.29	403	4.09	75.00	城镇住宅混合用地
17	桂林阳光 100 丽园	23.91	1,176	0.23	100.00	
18	柳州阳光 100 窑埠 TOWN	15.23	2,521	0.00	98.75	
19	柳州阳光 100 经典时代	0.18	272	0.00	100.00	
20	柳州阳光 100 城市广场	12.34	354	0.00	75.00	
21	南宁阳光 100 城市广场	12.13	705	0.00	100.00	
22	南宁阳光 100 上东国际	4.79	339	0.00	26.01	
23	广西万通花园	2.55	524	0.00	100.00	
24	南宁阳光 100 半山丽园	1.24	289	0.00	51.00	
25	南宁阳光 100 澳洲丽园	0.34	527	0.00	50.00	
26	南宁阳光 100 欧景庭园	0.08	700	0.00	100.00	
27	丽江阳光 100 雪山小镇	19.66	2,709	3.29	51.00	
28	无锡阳光 100 国际新城	104.31	589	28.56	72.16	
29	无锡阳光 100 喜马拉雅	10.23	848	9.84	100.00	
30	阳光 100 温州中心	47.97	1,150	47.97	51.00	
31	温州阳光 100 阿尔勒	102.84	1,892	85.00	51.00	
32	常州阳光 100 7 区上东	24.83	1,134	24.83	36.80	
33	宜兴阳光 100 凤凰街	9.06	3,485	0.00	80.00	商业用地
合计		**903.07**	**--**	**286.14**	**--**	**--**

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

2017 年，公司新开工项目 10 个，较上年有所增加，但新开工面积较上年下降 12.04%，主要系根据施工规划，部分项目 2017 年新开工面积较上年下降所致；公司 2017 年新开工项目主要为济南阳光 100 国际新城、长沙阳光 100 国际新城、温州阳光 100 阿尔勒、常州阳光 100 7 区上东、沈阳阳光 100 国际新城等项目。2017 年，公司竣工面积 72 万平方米，较上年大幅下降 47.45%，主要系成都阳光 100 米娅中心、武汉阳光 100 大湖第等项目竣工面积减少所致；2017 年公司期末在建面积为 286 万平方米，考虑到近两年公司平均签约销售面积约为 78 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　2016～2017年公司主要开发数据情况

项目	2016 年	2017 年
当期新开工面积（万平方米）	108	95
当期新开工项目数量（个）	7	10
当期竣工面积（万平方米）	137	72
期末在建面积（万平方米）	263	286

资料来源：公司提供

从项目的资金需求来看，截至2017年底，公司的在建、拟建项目计划总投资额1,141.40亿元，已完成投资794.31亿元，尚需投入资金347.09亿元，尚需投资规模较大，公司存在一定的资金压力。从尚需投资额度上看，潍坊阳光100城市广场、温州阳光100阿尔勒、重庆阳光100国际新城尚需投资额相对较大，均在35.00亿以上，三者合计尚需投资额占尚需投资额的46.69%，集中度较高；从完工时间分布来看，公司项目陆续在2018~2021年完工，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 2017 年底公司在建、拟建项目投资情况（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	预计完工时间	已竣工面积	已销售面积	总可售面积	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	226.69	2005/11/22	2019/9/30	183.64	150.27	179.51	141.37	115.43	81.65
2	沈阳阳光 100 果岭公馆	26.95	2011/6/9	2019/12/31	23.23	12.40	24.13	17.25	15.67	90.86
3	潍坊阳光 100 城市广场	170.15	2011/1/16	2021/3/20	26.01	18.16	33.10	101.07	22.61	22.37
4	东营阳光 100 城市丽园	52.63	2007/4/23	2018/12/31	50.61	44.77	50.96	32.35	31.94	98.75
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	31.53	63.09
6	长沙阳光 100 国际新城	134.70	2004/9/17	2018/12/31	110.89	102.30	121.30	82.77	73.83	89.19
7	重庆阳光 100 国	150.85	2005/1/27	2022/9/30	67.08	66.49	71.60	131.55	93.55	71.12

	际新城									
8	重庆阳光100阿尔勒	48.54	2013/3/10	2020/4/30	19.93	19.55	28.69	34.57	22.31	64.53
9	无锡阳光100国际新城	255.55	2005/4/22	2020/12/30	185.88	147.74	196.13	156.56	131.65	84.09
10	武汉阳光100大湖第	84.27	2010/4/21	2017/12/31	84.27	70.72	81.93	50.60	48.60	96.04
11	成都鑫盛源项目	2.00	2015/7/30	2019/12/30	--	--	--	1.36	0.21	15.62
12	济南阳光100国际新城	213.17	2002/12/24	2019/12/30	190.43	160.89	184.75	143.99	128.55	89.28
13	南宁阳光100城市广场	22.51	2003/8/28	2019/12/14	13.28	9.33	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	0.11	0.51	4.20	7.98	2.39	29.96
15	桂林阳光100丽园	23.91	2012/6/8	2018/6/30	--	--	0.16	16.71	2.91	17.41
16	丽江阳光100雪山小镇	20.42	2014/1/7	2018/12/30	3.54	0.76	6.83	18.30	8.54	46.67
17	阳光100温州中心	47.97	2015/2/23	2021/12/28	--	5.74	38.65	38.69	22.16	57.28
18	温州阳光100阿尔勒	102.84	2016/6/10	2021/6/10	--	21.93	81.52	69.92	24.31	34.77
19	常州阳光100 7区上东	24.83	2017/2/20	2019/7/31	--	14.60	24.10	17.75	6.26	35.26
20	无锡阳光100喜马拉雅	10.23	2017/8/10	2020/3/31	--	--	9.82	9.12	1.99	21.82
21	天津阳光100丽津大厦	3.11	2018/3/1	2019/6/30	--	--	2.81	6.45	1.40	21.71
合计		**1,688.28**	**--**	**--**	**980.87**	**858.56**	**1,172.40**	**1,141.40**	**794.31**	**--**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要；但尚需投资金额规模较大，公司面临较大的资金压力。

（3）项目销售

2017年，公司协议销售面积为62.80万平方米，较上年下降24.34%，主要系受公司项目推盘节奏下降所致；协议销售均价12,395.00元/平方米，较上年增长23.95%，主要系随着房地产市场上涨和所售物业配套趋于成熟售价提高所致；公司共实现协议销售金额为77.84亿元，较上年小幅下降6.22%。2017年，公司结转收入面积62万平方米，与上年相比持平；公司结转收入53.72亿元，同比下降6.72%，主要系营改增之后交付物业收入不含税所致。

表 6　2016~2017 年公司房地产销售数据

项目	2016 年	2017 年
达预售项目（个）	17	20
协议销售面积（万平方米）	83.00	62.80
协议销售金额（亿元）	83.00	77.84
协议销售均价（元/平方米）	10,000.00	12,395.00
结转收入面积（万平方米）	62.00	62.00
结转收入（亿元）	57.59	53.72

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2017年底，公司已竣工物业的总可售面积1,111.94万平方米，其中待售面积137.27万平方米，主要以沈阳、无锡、武汉、柳州等二三线城市的项目为主，其中沈阳阳光100果岭公馆、柳州阳光100窑埠TOWN、丽江阳光100雪山小镇和宜兴阳光100凤凰街待售面积占比较大，主要系部分商业物业去化较慢；公司待售面积部分位于三线城市，需关注个别项目的去化情况。

表7　截至2017年底公司房地产已竣工项目待售面积情况（单位：万平方米）

项目名称	总可售面积	待售面积
济南阳光 100 国际新城	164.18	4.69
沈阳阳光 100 国际新城	162.11	16.55
沈阳阳光 100 果岭公馆	20.21	7.81
天津阳光 100 国际新城	91.97	10.43
东营阳光 100 城市丽园	48.73	5.03
潍坊阳光 100 城市广场	21.92	4.21
烟台阳光 100 城市广场	14.00	1.59
武汉阳光 100 大湖第	81.43	10.71
重庆阳光 100 国际新城	61.32	0.52
重庆阳光 100 阿尔勒	19.32	1.85
成都阳光 100 米娅中心	28.17	5.34
长沙阳光 100 国际新城	100.88	4.48
柳州阳光 100 窑埠 TOWN	19.62	11.94
柳州阳光 100 城市广场	48.45	4.59
南宁阳光 100 城市广场	11.56	2.23
南宁阳光 100 上东国际	22.29	4.78
南宁阳光 100 半山丽园	9.45	0.99
南宁阳光 100 澳洲丽园	11.90	0.05
丽江阳光 100 雪山小镇	3.54	2.78
无锡阳光 100 国际新城	163.48	31.27
宜兴阳光 100 凤凰街	7.42	5.43
合计	**1,111.94**	**137.27**

资料来源：公司提供
可售面积是指是经过批准预售的面积，包括已经预售（销售）和正在预售的商品房面积。
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，2017年，公司销售面积和销售金额均有所下降；公司已完工项目待售面积部分位于三线城市，且个别项目去化不佳，需关注部分城市项目去化情况。

3．其他情况

公司的经营性物业主要包括济南、无锡、温州、柳州、重庆、沈阳、烟台等地项目，截至 2017 年末总建筑面积 57.93 万平方米，较上年末增长 10.30%，主要系用于出租的物业面积增加所致。

截至 2017 年底，公司投资性房地产中，评估增值部分占公司投资性房地产账面价值的 53.55%，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 48.46 万平方米，已出租面积 32.73 万平方米，已出租面积较上年增长 26.76%，出租率为 67.54%，出租率较上年上升 2.47 个百分点，但仍属一般。2017 年，公司实现租金收入 1.15 亿元，同比上升 8.14%，主要系公司调整出租物业定位及业态，出租面积增加所致。轻资产运营管理处于初始阶段，收入规模较小，但其毛利率较高，对公司利润形成一定补充。

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；2017 年新增轻资产运营管理业务，上述业务为公司利润形成有效补充。

4．经营关注

（1）公司目前土地储备和待售项目主要在二三线城市，其所在二线城市多数已出台调控政策且部分三四线城市房地产市场景气度不高，未来销售存在一定不确定性。

（2）截至 2017 年底。公司在建及拟建房地产项目未来尚需投入资金 347.09 亿元，尚需投资规模较大，对公司资金形成一定压力。

（3）截至 2017 年底，公司投资物业整体出租率为 67.54%，部分投资物业出租率较低；公司投资性房地产账面价值 105.11 亿元，其重估增值部分占其账面价值的 53.55%，增值率较高，若房地产市场发生变化，公司投资性房地产公允价值存在一定波动风险。

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2017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。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则和其他有关规定编制。截至2017年底，公司纳入合并范围内子公司99家，增加25家子公司，减少子公司1家，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2017年底，公司合并资产总额500.42亿元，负债合计426.12亿元，所有者权益（含少数股东权益）74.31亿元，其中归属于母公司所有者权益合计38.28亿元；2017年公司实现营业收入61.03亿元，净利润（含少数股东损益）4.21亿元，其中归属于母公司所有者净利润2.13亿元；经营活动产生的现金流量净额为18.76亿元，现金及现金等价物净增加额-9.15亿元。

2．资产质量

截至2017年底，公司资产合计500.42亿元，较年初小幅增长5.95%，流动资产和非流动资产均有所增长；公司资产中流动资产占73.31%，非流动资产占26.69%，仍以流动资产为主。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产合计366.84亿元，较年初增长2.95%。公司流动资产主要以货币资金（占11.22%）、其他应收款（占比10.07%）和存货（占比72.30%）为主。

截至2017年底，公司货币资金41.17亿元，较年初下降17.78%，主要系往来款支付增加所致。公司货币资金主要为银行存款（占比99.98%），其中使用受限的货币资金（主要为保证金）7.94亿元，占比19.29%，占比一般。

截至2017年底，公司其他应收款36.95亿元，较年初大幅增长80.36%，主要系轻资产运营项目借款、项目合作款及第三方借款增加所致。截至2017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57.25%，1~2年的占16.56%，2~3年的占21.22%，3年以上的占4.97%，公司其他应收款账龄较长，坏账准备计提一般；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14.04亿元，占年末其他应收款总额的37.99%，集中度一般。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成了一定占用，且需关注合作项目的去化情况。

截至2017年底，公司存货账面价值合计265.22亿元，较年初微增1.15%，主要来自在建开发产品和土地储备增加。公司存货中在建开发产品占68.90%，已完工开发产品占26.85%，待售土地开发占4.25%，公司存货以开发成本为主。截至2017年底，公司存货计提跌价准备2.39亿元，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0.89%。公司存货规模较大，其变现能力易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2017年底，公司共有83.66亿元存货用于借款抵押，占期末存货账面价值的31.54%，占比尚可。

非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产合计133.58亿元，较年初增长15.17%，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 5.67%）、投资性房地产（占比 78.68%）、固定资产（占比 5.37%）和递延所得税资产（占比 7.40%）。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 7.57 亿元，较年初增长 17.91%，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 2017 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
北京银信光华地产开发有限公司	权益法	49%	4.73
重庆渝能万怡房地产开发有限公司	权益法	30%	0.50
合计	--	--	**5.23**

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值合计 105.11 亿元，均采用公允价值计量，较年初增长 16.30%，主要系公司将部分在建及已完工物业转入投资性房地产所致。截至 2017 年底，公司受限的投资性房地产账面价值合计 47.39 亿元，主要用于借款担保，占期末投资性房地产账面价值的 45.08%。同时，公司投资性房地产中，尚有账面价值为 22.16 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，评估增值部分占 53.55%，占比较高，投资性房地产主要集中在二三线城市，未来若该区域房地产市场波动，公司投资性房地产公允价值存在一定减值风险。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值合计 7.17 亿元，较年初减少 3.64%，主要系计提折旧所致。截至 2017 年底，公司固定资产累计计提折旧 3.01 亿元，公司固定资产成新率为 70.41%，成新率尚可。截至 2017 年底，公司固定资产中共有 4.93 亿元用于借款抵押，占期末固定资产账面价值的 68.78%，占比较高。

截至 2017 年底，公司递延所得税资产 9.88 亿元，较年初增长 5.61%，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，截至 2017 年底，公司受限的货币资金、存货、投资性房地产和固定资产合计 144.54 亿元，占公司期末资产总额的 28.88%，受限规模一般。

总体看，公司资产规模较大，货币资金较为充足，但公司存货主要位于二三线城市，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 2017 年底，公司负债合计 426.12 亿元，较年初增长 5.64%，主要系流动负债的增长所致。截至 2017 年底，公司负债中流动负债和非流动负债分别占 57.99%和 42.01%。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 247.11 亿元，较年初增长 18.16%，主要系预收款项增长所致。公司流动负债主要由应付账款（占 13.14%）、预收款项（占 31.62%）、其他应付款（占 14.54%）和一年内到期的非流动负债（占比 29.94%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 10.79 亿元，较年初下降 55.60%，主要系公司归还部分借款所致，公司短期借款由质押借款（占比 27.81%）、抵押借款（占 29.94%）、保证借款（9.27%）和信用借款（占 32.98%）构成。

截至 2017 年底，公司应付账款 32.48 亿元，较年初下降 16.51%，主要系应付工程款减少所致。公司应账款主要为应付工程款。

截至 2017 年底，公司预收款项 78.14 亿元，较年初增长 39.37%，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，且对公司未来营业收入有一定支撑。

截至 2017 年底，公司其他应付款合计 35.93 亿元，较年初增长 22.59%，主要系关联方往来款增加所致。公司其他应付款主要是应付关联方款项（占 77.71%）。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 73.98 亿元，较年初大幅增长 71.46%，主要系长期借款和应付债券于一年内到期转入所致；其中一年内到期的长期借款占 79.81%，一年内到期的应付债券占 20.19%。公司一年到期的非流动负债规模较大，公司面临一定的流动性压力。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 179.01 亿元，较年初下降 7.83%，主要系一年内到期应付债券转出所致。截至 2017 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 48.20%）、应付债券（占 35.89%）和递延所得税负债（占 13.29%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款合计 86.28 亿元，较年初增长 0.21%，变化不大。从借款期限分布来看，公司长期借款 2019 年到期 50.91 亿元，2020 年到期 25.42 亿元，2021 年到期 2.15 亿元，2022 年及以后到期 7.80 亿元；公司 2019 年到期的长期借款规模较大，公司将面临一定偿付压力。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 2017 年底，公司应付债券合计 64.24 亿元，较年初下降 18.57%，主要系“15 万通债”于 2018 年到期转入一年内到期非流动负债所致。因公司发行的债券存在回售选择权，若假设投资者行使回售选择权，公司债券将分别于 2018 年回售本金金额 15.00 亿元、2019 年到期或回售本金金额 34.60 亿元、2020 年回售本金金额 15.00 亿元，若结合长期借款的还款期限，公司 2019 年存在较大资金压力。

截至 2017 年底，公司递延所得税负债为 23.80 亿元，较年初增长 7.00%，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。

截至 2017 年底，公司全部债务规模为 235.29 亿元，较年初增长 0.75%。截至 2017 年底，公司全部债务中，短期债务和长期债务分别占比 36.03%和 63.97%，其中长期债务占比较年初减少 6.67 个百分点，公司短期债务规模较大，存在一定偿付压力。截至 2017 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 85.15%、76.00%和 66.95%，分别较年初下降 0.25 个百分点、1.20 个百分点和 3.57 个百分点，公司债务负担有所下降，但仍处于较重水平。

总体看，2017 年，公司债务规模小幅增长，债务负担较重且未来 1~2 年偿债压力较大。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 74.31 亿元，较年初增长 7.74%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益 38.28 亿元，占所有者权益合计的 51.51%，归属于母公司所有者权益中，实收资本占 5.03%、其他综合收益占 10.14%、未分配利润占 84.69%，以未分配利润为主，公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比很高，公司权益稳定性较弱。

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

2017 年，公司实现营业收入 61.03 亿元，同比下降 4.40%，主要系公司结转房地产销售收入有所下滑所致；同期公司营业成本同比下降 7.64%。2017 年，公司实现营业利润 5.89 亿元，同比增长 28.23%，主要系交付物业的毛利率上升及强化费用控制销售费用大幅降低所致；实现净利润 4.21 亿元，同比增长 42.22%。

从期间费用看，2017 年公司期间费用合计 9.20 亿元，同比下降 18.45%，主要系销售费用大幅下降所致。2017 年，公司期间费用中销售费用、管理费用和财务费用分别占 56.62%、41.61%和 1.77%，以销售费用和管理费用为主。2017 年，公司销售费用 5.21 亿元，同比下降 24.39%，主要系加强费用控制、调整佣金政策后销售代理费及宣传费减少所致；管理费用 3.83 亿元，同比增长 2.94%；财务费用 0.16 亿元，同比下降 75.81%，主要系利息收入增加所致。

从利润构成看，2017 年，公司实现投资收益 0.11 亿元，同比下降 70.15%，主要系公司权益法核算的长期股权投资收益减少所致；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；公司公允价值变动收益 4.61 亿元，同比下降 42.98%，主要系投资性房地产公允价值变动损益，若未来房地产市场波动，相应公允价值也会产生变动。2017 年，公司公允价值变动收益占当年营业利润比重为 78.24%，占比很高，公司营业利润对公允价值变动收益的依赖很强。

从盈利指标看，2017 年公司营业利润率 16.52%，较上年上升 4.05 个百分点，主要系交付物业毛利率上升所致；2017 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 2.13%、1.65%和 5.87%，较上年分别上升 0.61 个百分点、0.36 个百分点和 1.44 个百分点，主要系当年营业成本和期间费用下降所致。

总体看，2017 年公司营业收入有所下滑，但净利润却大幅增长，公司盈利能力有所上升，但公司营业利润对公允价值变动收益的依赖性很强。

5．现金流

从经营活动情况来看，2017 年公司经营活动现金流入为 86.74 亿元，同比下降 5.74%，主要系公司往来款减少所致。2017 年，公司经营活动现金流出 67.98 亿元，同比下降 15.09%，主要系公司购地支出及建安支出下降所致；其中，支付其他与经营活动有关的现金 15.34 亿元，同比增长 76.65%，主要系支付往来款增加所致。综上，2017 年，公司经营性现金流净流入 18.76 亿元，同比增长 56.82%；公司经营性净现金流保持净流入且规模有所扩大。

从投资活动来看，2017 年，公司投资活动现金流入 2.73 亿元，同比下降 32.27%，主要系收到第三方归还借款减少所致；投资活动现金流出 24.04 亿元，同比增长 83.82%，主要系轻资产运营项目借款、项目合作款及第三方借款增加所致；公司投资活动现金流出存在一定规模对合作方借款。2017 年，公司投资活动现金流量仍然表现为净流出，且规模有所扩大，表现为净流出 21.31 亿元，同比增长 135.45%。

从筹资活动来看，2017 年，公司筹资活动现金流入 95.43 亿元，同比下降 39.69%，主要系公司当年没有发行债券及借款减少所致；筹资活动现金流出 102.02 亿元，同比下降 22.36%，主要系偿还债务支付的现金有所下降所致。2017 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-6.60 亿元，由上年的净流入转为净流出。

总体看，受购地支出下降，公司经营活动现金流净流入规模有所增加，但由于第三方往来借款增加，公司投资活动现金净流出规模大幅增长，随着公司项目逐步开发和进行债务清偿，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，2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.48 倍和 0.41 倍，均较年初小幅下降，主要系一年内到期的长期借款和应付债券增加所致。2017 年底，公司现金短期债务比为 0.49 倍，较年初 0.73 倍有所下降，主要系公司于一年内到期的长期借款和应付债券增加所致，公司货币资金对短期债务的保护程度较弱。总体看，公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 8.45 亿元，较上年增长 38.09%，主要系利润总额增加所致；公司 EBITDA 中折旧占比 5.06%、计入财务费用的利息支出占比 27.30%，利润总额占比 67.64%。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数为 0.40 倍，EBITDA 全部债务比为 0.04 倍，均较上年有所上升，但 EBITDA 对利息的覆盖程度及对全部债务的保障程度低。总体看，公司长期偿债能力较弱。

从担保情况看，截至 2017 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 0.20%，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：G1045010300030440Z），截至 2018 年 1 月 17 日，公司不存在未结清的关注类或不良类信贷信息。

截至 2017 年底，公司存在一项重大未决诉讼：2015 年 2 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，一审结束后法院要求公司与成都市成华区人民政府磋商清偿事宜；目前，公司仍在与成都市成华区人民政府进行磋商。该诉讼涉及金额较大，存在一定不确定性。

截至 2017 年底，公司已经取得的金融机构授信总额为 95.00 亿元，其中已用授信额度 13.21 亿元，尚可使用授信额度 81.79 亿元，公司间接融资渠道畅通。

总体看，公司短期偿债能力指标有所下降，长期偿债能力指标虽有所上升，但仍处于较低水平，考虑到公司在开发项目规模较大，能为未来销售提供支持，公司整体偿债能力很强。

七、公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017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41.17亿元，约为“16万通01”本金合计（14.60亿元）的2.82倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较强；净资产达74.31亿元，约为债券本金合计（14.60亿元）的5.09倍，归属于母公司的净资产达38.28亿元，约为债券本金合计（14.60亿元）的2.62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，2017年，公司EBITDA为8.45亿元，约为债券本金合计（14.60亿元）的0.58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2017年经营活动产生的现金流入86.74亿元，约为债券本金合计（14.60亿元）的5.94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。阳光100中国在天津、重庆、长沙、济南、南宁、沈阳、成都、武汉等城市成功开发了多个项目。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2017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88%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2017年底，阳光100中国拥有土地储备总建筑面积1,517.28万平方米，其中权益建筑面积合计1,009.22万平方米。

从开发数据来看，2017年，阳光100中国新开工建筑面积143.83万平方米，较2016年下降7.70%；竣工建筑面积91.67万平方米，较2016年大幅下降46.17%，主要系阳光100中国按照项目开发时间表，大量之前年度的项目于2016年竣工所致。

从销售情况来看，2017年阳光100中国实现合约销售金额106.08亿元，较2016年增长1.83%，实现合约销售面积86.74万平方米，较2016年下降24.04%。其中住宅实现合约销售金额79.38亿元，较2016年下降10.21%，商用物业及车库共实现合约销售金额26.70亿元，较2016年大幅增长69.42%。阳光100中国合约销售收入超六成来自于长三角和珠三角区域，其中清远阳光100阿尔勒和常州阳光100 7区上东贡献显著，合约销售金额分别为18.38亿元和14.57亿元，分别占阳光100中国合约销售金额的17.33%和13.73%。2017年，阳光100中国实现平均合约销售均价为11,509元/平方米，较2016年增长34.08%。

总体看，阳光 100 中国坚持聚焦在所深耕的二、三线城市，截至 2017 年底，阳光 100 中国拥有较大规模的土地储备，2017 年，阳光 100 中国实现合约销售收入有所增长，但销售面积有所下降。

2．财务概况

阳光100中国2017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2017年底，阳光100中国纳入合并范围子公司121家，与2016年底相比新增25家子公司，减少1家子公司，规模相对较小，财务数据可比性较强。

截至2017年底，阳光100中国合并资产总额557.80亿元，负债合计466.18亿元，所有者权益（含少数股东权益）91.62亿元，其中归属于母公司所有者权益合计74.47亿元。2017年，阳光100中国实现营业总收入68.75亿元，实现净利润8.49亿元。经营活动产生的现金流量净额29.52亿元，现金及现金等价物净增加额2.18亿元。

盈利能力方面，2017年，阳光100中国盈利水平有所提升，2017年实现不含税营业收入68.75亿元，较上年变化不大；实现归属于母公司净利润5.93亿元，同比增长203.52%，主要系毛利率增加所致。

偿债能力方面，截至2017年底，阳光100中国资产负债率为83.57%，较年初下降1.96个百分点，

流动比率和速动比率分别为1.71倍和0.52倍，较年初变化不大，现金短期债务比为0.64倍，阳光100中国短期偿债能力指标一般；EBITDA全部债务比为0.06倍，处于较低水平。总体看，阳光100中国债务水平较高，债务负担较重，阳光100中国整体偿债能力一般。

总体看，2017年，阳光100中国资产规模较大，盈利水平有所提升，但阳光100中国债务水平较高，债务负担较重。

3．债权保护效果分析

以2017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2.62%，占所有者权益总额的15.94%，2017年阳光100中国EBITDA14.98亿元为“16万通01”本金合计（14.60亿元）的1.03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

2017 年，公司继续深耕国内主要的二、三线城市，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，经营性净现金流呈持续净流入状态。同时联合评级也关注到目前房地产调控政策较严格、公司二、三线城市房产库存较高、债务负担较重且存在一定偿付压力、营业利润对公允价值变动收益的依赖性较强、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。

未来随着公司项目的陆续开发和销售，公司的盈利较有保证；且租金收入、物业管理收入及新增轻资产运营管理收入对公司利润形成补充。

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，2017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
主要财务指标

指标	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	472.33	500.42
所有者权益（亿元）	68.97	74.31
短期债务（亿元）	68.56	84.77
长期债务（亿元）	164.99	150.52
全部债务（亿元）	233.55	235.29
营业收入（亿元）	63.84	61.03
净利润（亿元）	2.96	4.21
EBITDA（亿元）	6.12	8.45
经营性净现金流（亿元）	11.96	18.76
应收账款周转次数（次）	6.27	6.78
存货周转次数（次）	0.21	0.18
总资产周转次数（次）	0.15	0.13
现金收入比率（%）	123.91	136.09
总资本收益率（%）	1.51	2.13
总资产报酬率（%）	1.29	1.65
净资产收益率（%）	4.43	5.87
营业利润率（%）	12.47	16.52
费用收入比（%）	17.67	15.07
资产负债率（%）	85.40	85.15
全部债务资本化比率（%）	77.20	76.00
长期债务资本化比率（%）	70.52	66.95
EBITDA 利息倍数（倍）	0.30	0.40
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.04
流动比率（倍）	1.70	1.48
速动比率（倍）	0.45	0.41
现金短期债务比（倍）	0.73	0.49
经营现金流动负债比率（%）	5.72	7.59
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.42	0.58

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 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。