跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1198 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：

二〇一九年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

广西万通房地产有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	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	14.53 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2018 年 6 月 15 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 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	2018 年
资产总额（亿元）	472.33	500.42	547.67
所有者权益（亿元）	68.97	74.31	79.87
长期债务（亿元）	164.99	150.52	138.23
全部债务（亿元）	233.55	235.29	242.43
营业收入（亿元）	63.84	61.03	70.51
净利润（亿元）	2.96	4.21	2.07
EBITDA（亿元）	6.12	8.45	5.40
经营性净现金流（亿元）	11.96	18.76	14.24
营业利润率（%）	12.47	16.52	14.34
净资产收益率（%）	4.43	5.87	2.68
资产负债率（%）	85.40	85.15	85.42
全部债务资本化比率（%）	77.20	76.00	75.22
流动比率（倍）	1.70	1.48	1.34
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.04	0.02
EBITDA 利息倍数（倍）	0.30	0.40	0.21
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.42	0.58	0.37

担保方

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	530.88	557.80	614.52
所有者权益（亿元）	76.82	91.62	96.08
营业收入（亿元）	69.65	68.75	75.79
净利润（亿元）	2.31	8.49	2.43
资产负债率（%）	85.53	83.57	84.36

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

跟踪期内，广西万通房地产有限公司（以下简称“公司”或“广西万通”）销售情况有所好转，回款规模有所扩大；目前公司保持充足的土地储备，在建房地产项目规模较大；公司及间接控股股东通过转让股权回收部分资金，流动性紧张情况有所缓解。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仍较严格、公司二、三线城市房产库存较高、债务负担较重存在较大偿付压力、现金流较为紧张、公允价值变动收益和减值损失对利润影响大、盈利能力较低、借予第三方款项及未决诉讼金额较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

随着公司项目的陆续开发和销售，以及公司适时进行项目股权转让，可回笼部分资金，缓解一定资金压力，但优质项目的出售可能降低公司未来的发展潜力，且项目股权转让进程等存在一定不确定性。

担保方阳光100中国控股有限公司（以下简称“阳光100中国”）作为公司间接控股股东，系在香港联合交易所上市的企业，其资产规模较大，2018年经营状况良好，其所提供的担保对“16万通01”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，对未来销售形成一定支撑。

2．2018 年，公司和担保方阳光 100 中国销售情况好转，协议销售面积和金额同比均有所增长。

3．公司和阳光 100 中国转让部分项目股权，流动性得到一定改善。

关注

1．目前房地产调控政策仍较严格，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．公司土地储备、在建项目主要位于二、三线城市，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；公司已竣工待售面积较大，且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；公司债务负担较重，2019年和2020年存在较大偿付压力；且近两年公司投资和筹资活动现金流持续净流出，公司现金流较为紧张，资金压力较大。公司向街区综合体、喜马拉雅公寓等商业物业租售并举运营模式转型，但商业去化较慢，将加重公司流动性压力。

4．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；公司营业利润对公允价值变动收益较为依赖，减值损失严重侵蚀当年利润；公司盈利能力较低。

5．公司其他应收款中借与第三方款项规模较大且已计提较大减值准备，其他应收款回收情况需持续关注。公司未决诉讼金额较大，涉诉资金能否收回存在一定不确定性。

分析师

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@unitedratings.com.cn

卢　瑞

电话：010-85172818

邮箱：lur@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：宋营营 卢晴

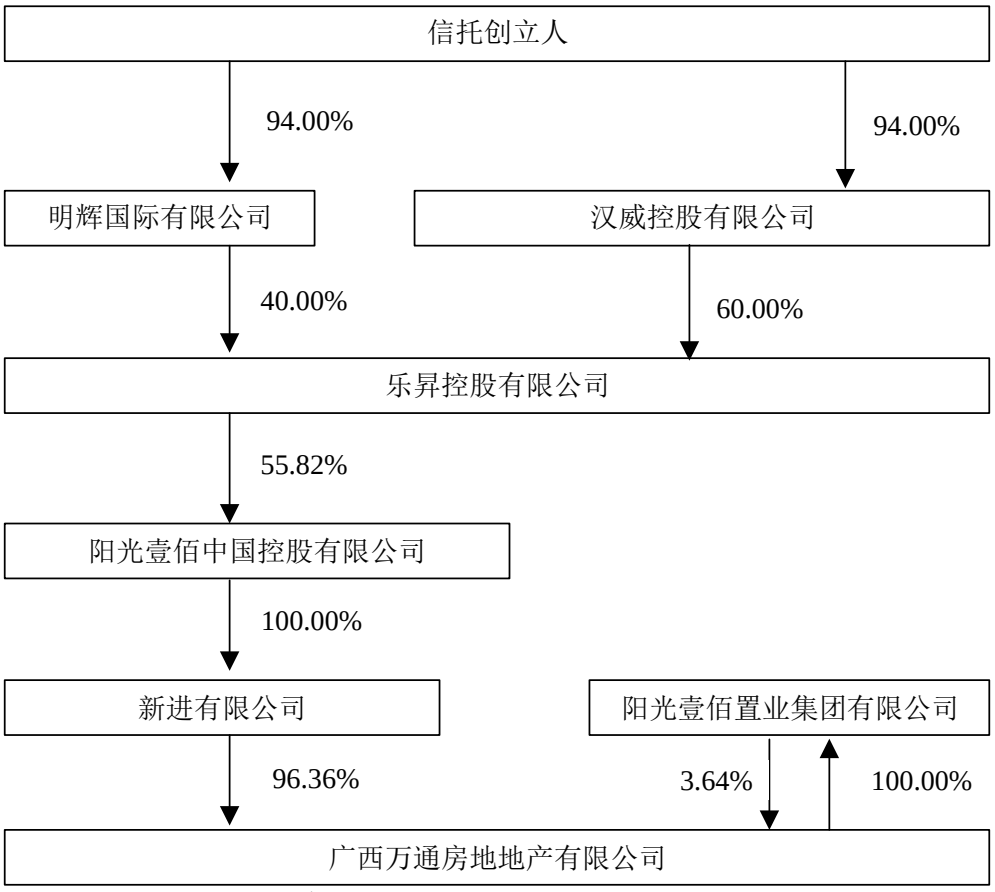
联合信用评级有限公司

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。

历经数次股权变更和增资，截至 2018 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 2018 年底公司股权结构图



注：信托创立人为易小迪等七位自然人
资料来源：公司债券年报

跟踪期内，公司经营范围未发生变化，公司职能部门设置有所变化：公司目前下设财务中心、行政人力中心、产品中心和运营中心；财务中心下设财务部、资金部、国际金融部和成本管理部，行政人力中心下设人力资源部和行政法务部，产品中心下设设计部、品质采购部和技术部，运营中心下设经营管理部、品牌部和项目发展部（详见附件 1）。截至 2018 年底，公司纳入合并范围内子公司 110 家；拥有在职员工 4,243 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 547.67 亿元，负债合计 467.80 亿元，所有者权益（含少

数股东权益）79.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 41.48 亿元。2018 年，公司实现营业收入 70.51 亿元，净利润（含少数股东损益）2.07 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 1.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 14.24 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.37 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“广西万通房地产有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”，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 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。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。

“16 万通 01”募集资金已按照募集说明书规定用途使用完毕。2019 年 1 月 25 日，“16 万通 01”完成回售 0.07 亿元，票面利率上调至 8.50%。公司于 2019 年 1 月 25 日支付“16 万通 01”债券自 2018 年 1 月 25 日至 2019 年 1 月 24 日期间的利息。

“16 万通 01”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

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。一二三线城市百城住宅价格指数增速在调控下也有所放缓。

2019 年一季度，全国房地产开发投资 23,803.00 亿元，同比增长 11.80%，增速创近几年新高，主要系土地购置费依旧高位，以及一季度销售、资金端改善，房企新开工和施工意愿增强，带动建安投资回升所致。但一季度土地市场下行，全国 300 个城市土地市场指标按一二三线城市统计的指标均不同程度下降；其中 2019 年 3 月，二线城市土地成交溢价率和楼面均价同环比均涨，二线城市土地市场热度有所回升。房地产开发企业到位资金 38,948.00 亿元，同比增长 5.90%，增速较前两月回升 3.8 个百分点，其中国内贷款、个人按揭贷款同比转正；另目前首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续三月下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。全国房地产销售面积 29,828.94 万平方米，同比下降 0.90%，增速转负，但较前两月上涨 2.7 个百分点；销售金额 27,038.77 亿元，同比增长 5.60%，增速较前两月上涨 2.80 个百分点；受益于调控政策在因城施策下结构性微调、信贷条件宽松，一二线城市被压制需求释放，3 月房地产销售情况有所好转，2019 年 4 月中央政治

局会议再提“房住不炒”，预计后续市场以“稳”为主。

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

政策方面，2018 年，政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。2019 年两会明确提出“落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展”；2019 年 4 月 19 日中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。”

总体看，2018 年房地产开发投资保持较高韧性，土地市场趋于理性，销售面积和销售价格在调控深化影响下，均有所放缓；行业集中度继续提升。2019 年一季度，地产投资增速创近年新高，行业融资环境有所改善，但土地市场和销售整体下行，二线城市土地和销售回暖，房企逐步回归二线城市，政策上仍然以“房住不炒”、“因城施策”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2．行业关注

（1）行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

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

（3）中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

3．未来发展

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。

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

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变更，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

2018 年，公司实现营业收入 70.51 亿元，同比增长 15.53%，主要系公司当年开发物业销售收入以及自持物业销售收入增加所致；净利润 2.07 亿元，同比下降 50.88%，主要系公司其他应收款计提信用减值损失规模较大所致。

从收入构成来看，因公司主动将重庆喜马拉雅项目中自持物业出售，使得其他收入规模和占比有所上升、房地产销售收入占比相对下降，但房地产销售收入仍是公司重要收入来源，保持80%以上收入占比，其他板块收入占比变化不大。2018年，公司多数业务板块收入有所增长，其中租金收入同比增长31.03%，主要系出租物业面积和租金单价上升所致。

从毛利率情况来看，2018年，公司多数业务板块毛利率不同程度下降，带动公司综合毛利率走低。其中，物业管理及酒店经营毛利率降幅较大主要系新经营的酒店初期营业成本较高所致；轻资产运营管理由于操盘的新项目未开始大规模预售，收取的销售代理费和品牌使用费减少，毛利率大幅下滑43.45个百分点；其他板块因销售的投资性房地产成本占比较大，毛利率大幅下降。公司房地产销售毛利率水平处于行业较低水平，一方面系公司利息支出较高，对毛利部分侵蚀；另一方面系当期结转项目售价较低导致。

表1　2016~2018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			2018 年		
	营业收入	占比	毛利率	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	57.24	81.19	16.42
投资性房地产的租金收入	1.06	1.66	100.00	1.15	1.88	100.00	1.51	2.15	100.00
物业管理及酒店经营收入	3.67	5.75	6.52	3.99	6.53	8.15	4.41	6.25	3.31
轻资产运营管理收入	--	--	--	0.97	1.59	77.25	0.79	1.13	33.80
其他业务收入	1.52	2.38	27.07	1.21	1.98	71.34	6.55	9.28	22.25
合计	**63.84**	**100.00**	**18.92**	**61.03**	**100.00**	**21.67**	**70.51**	**100.00**	**18.13**

资料来源：公司债券年报

总体看，2018年，公司营业收入有所增长，但毛利率有所下降，盈利能力有所下滑。

2．房地产业务

（1）土地储备

2018 年，公司继续谨慎拿地，以招拍挂和收并购方式获得 3 块土地，新增土地储备规模和土地支出均不大，土地成本合理。

表2　2018年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

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	楼面地价
西安项目	股权收购	16.86	城镇住宅用地	1.00	--
温州麒瑞项目	挂牌出让	6.31	零售商业用地、餐饮用地	0.89	1,408
武汉易海嘉业项目	挂牌出让	34.92	城镇住宅用地	8.19	3,343
合计	--	**58.09**	--	**10.08**	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司土地储备总建筑面积 924.92 万平方米，权益建筑面积 678.48 万平方米，相对于公司年均新开工规模，公司土地储备可以满足公司未来 5~6 年的开发需求。从土地储备的目标区域来看，主要分布在温州、无锡、潍坊、沈阳等二、三线城市。公司土地储备所在部分三、四线城市受产业、经济以及棚改货币化收紧等影响，房地产景气度稍弱，公司在潍坊、丽江等城市土储规模较大，且土储中商业、街区类项目较多，未来的销售存在一定不确定性。从土地成本上来看，由于部分地块取得时间较早，土地成本合理。

表3　截至2018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	34.19	1,393	22.74	49.00	
2	沈阳阳光 100 国际新城	60.57	708	8.40	7.20	
3	沈阳阳光 100 果岭公馆	13.16	1,049	1.92	51.00	
4	天津阳光 100 国际新城	11.32	584	--	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	4.40	664	0.89	100.00	
7	潍坊阳光 100 城市广场	118.67	604	19.00	100.00	
8	烟台阳光 100 城市广场	45.02	3,291	--	100.00	
9	武汉阳光 100 大湖第	11.09	354	--	100.00	
10	重庆阳光 100 国际新城	92.78	3,402	0.29	100.00	
11	重庆阳光 100 阿尔勒	32.96	1,239	24.53	45.00	
12	成都阳光 100 米娅中心	7.79	1,569	--	100.00	
13	成都鑫盛源项目	2.00	1,012	--	100.00	
14	长沙阳光 100 国际新城	20.19	550	13.04	100.00	
15	阳朔阳光 100 西街广场	1.55	1,866	--	75.00	
16	桂林阳光 100 原味漓江	12.82	403	2.18	75.00	
17	桂林阳光 100 丽园	23.91	1,176	0.23	100.00	城镇住宅混合用地
18	柳州阳光 100 窑埠 TOWN	14.85	2,521	--	98.75	
19	柳州阳光 100 经典时代	0.20	272	--	100.00	
20	柳州阳光 100 城市广场	13.37	354	--	75.00	
21	南宁阳光 100 城市广场	12.11	705	--	100.00	
22	南宁阳光 100 上东国际	3.41	339	--	26.01	
23	广西万通花园	2.55	524	--	100.00	
24	南宁阳光 100 半山丽园	1.12	289	--	51.00	
25	南宁阳光 100 澳洲丽园	0.20	527	--	50.00	
26	南宁阳光 100 欧景庭园	0.08	700	--	100.00	
27	丽江阳光 100 雪山小镇	31.19	2,709	3.47	51.00	
28	无锡阳光 100 国际新城	100.40	589	43.47	72.16	
29	无锡阳光 100 喜马拉雅	10.23	848	10.23	100.00	
30	阳光 100 温州中心	41.02	1,150	39.68	51.00	
31	温州阳光 100 阿尔勒	113.26	1,892	106.95	51.00	
32	常州阳光 1007 区上东	24.94	1,134	24.94	36.80	
33	武汉上东坊	34.92	3,343	--	100.00	
34	西安阳光 100 阿尔勒	16.86	673	16.86	100.00	
35	宜兴阳光 100 凤凰街	8.67	3,485	--	80.00	商业用地
合计		**924.92**	--	**341.93**	--	--

注：重庆阳光 100 国际新城于 2019 年 4 月转让 70%股权
资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备规模较充足，主要位于二、三线城市，土地成本合理；但需关注部分位于三、四线城市土地储备后续开发销售情况。

（2）项目开发

2018 年，公司根据施工计划，加大了开工力度，新开工项目数量和面积均有所增长，新开工项目主要为温州阳光 100 阿尔勒、无锡阳光 100 国际新城、潍坊阳光 100 城市广场、西安阳光 100 阿尔勒、重庆阳光 100 阿尔勒等项目；竣工面积较上年变化不大，期末在建面积为较上年末进一步扩大，考虑到近两年公司平均签约销售面积约为 70 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　2016~2018年公司主要开发数据情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
当期新开工面积（万平方米）	108	95	122
当期新开工项目数量（个）	7	10	15
当期竣工面积（万平方米）	137	72	66
期末在建面积（万平方米）	263	286	342

资料来源：公司提供

从项目的资金需求来看，截至2018年底，公司在建、拟建项目尚需投入资金301.25亿元，尚需投资规模较大，且项目陆续在2019~2022年完工，公司存在较大的资金压力。潍坊阳光100城市广场、温州阳光100阿尔勒和重庆阳光100国际新城尚需投资额均在35.00亿以上，投资集中度较高；其中重庆阳光100国际新城已于2019年4月转让70%股权，回收了部分现金流，缓解了部分投资压力。

表 5　截至 2018 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	227.08	2005/11/22	2021/7/30	191.82	156.60	185.36	141.37	119.54	84.56
2	沈阳阳光 100 果岭公馆	27.00	2011/6/9	2022/6/30	23.23	13.24	24.05	17.25	15.77	91.41
3	潍坊阳光 100 城市广场	141.47	2011/1/16	2020/12/31	33.81	23.60	51.93	85.15	30.22	35.49
4	东营阳光 100 城市丽园	53.04	2007/4/23	2019/6/30	52.16	47.46	51.03	32.35	32.34	99.97
5	烟台阳光 100 城市广场	59.36	2006/5/26	2022/5/14	21.95	12.37	19.98	52.74	33.25	63.04
6	长沙阳光 100 国际新城	135.44	2004/9/17	2019/6/30	122.40	106.29	119.04	82.77	77.26	93.35
7	重庆阳光 100 国际新城	165.99	2005/1/27	2022/9/30	80.79	68.66	76.24	139.79	103.86	74.30
8	重庆阳光 100 阿尔勒	51.05	2013/3/10	2021/12/30	19.93	24.24	43.25	35.75	26.68	74.62

9	无锡阳光100国际新城	259.70	2005/4/22	2020/6/30	198.60	157.71	208.06	159.11	142.94	89.83
10	成都鑫盛源项目	2.00	2015/7/30	2019/12/30	--	--	--	1.36	0.21	15.62
11	济南阳光100国际新城	213.17	2002/12/24	2021/12/31	190.43	164.50	194.96	143.99	131.56	91.37
12	南宁阳光100城市广场	22.51	2003/8/28	2020/12/30	13.28	9.35	12.23	13.06	8.51	65.19
13	桂林阳光100原味漓江	13.23	2012/7/17	2021/12/31	2.10	0.41	4.11	7.98	2.96	37.13
14	桂林阳光100丽园	23.91	2012/6/8	2019/12/31	--	--	0.16	16.71	3.24	19.38
15	丽江阳光100雪山小镇	32.09	2014/1/7	2022/7/31	3.54	1.10	7.01	21.00	9.12	43.43
16	阳光100温州中心	47.97	2015/2/23	2023/12/20	8.29	8.14	40.02	38.69	25.31	65.42
17	温州阳光100阿尔勒	113.26	2016/6/10	2022/9/30	--	33.60	102.99	69.92	34.34	49.11
18	常州阳光1007区上东	24.94	2017/2/20	2019/8/30	--	17.22	25.40	17.81	9.05	50.80
19	无锡阳光100喜马拉雅	10.23	2017/8/10	2019/11/30	--	2.79	9.87	9.12	3.78	41.45
20	天津阳光100丽津大厦	3.11	2018/3/1	2019/12/30	--	0.76	3.11	6.45	4.42	68.53
21	西安阳光100阿尔勒	16.86	2018/12/1	2021/12/31	--	6.94	16.86	12.00	5.77	48.08
22	武汉上东坊	34.92	2019/4/1	2021/5/31	--	--	--	25.87	8.86	34.25
合计		**1,678.35**	**--**	**--**	**962.33**	**854.98**	**1,195.66**	**1,130.24**	**828.99**	

资料来源：公司提供

总体看，公司在建面积保持较大规模，能够保证公司未来销售的需要；部分待售项目单体规模很大，且位于二、三线城市比例较高，未来销售情况需关注；公司在建项目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

2018年，公司项目销售主要分布在环渤海、长三角、中西部和珠三角区域，销售均价较上年小幅增长；公司协议销售面积同比增长23.39%，主要系济南阳光100国际新城、无锡阳光100阿尔勒和温州阳光100阿尔勒推盘销售面积增加所致；销售量价齐升带动协议销售金额同比增长30.76%。2018年，公司回款率在88%左右。2018年，公司结转面积有所下降，但因结转售价较高的住宅物业，结转收入同比有所上升。

表 6　2016~2018 年公司房地产销售数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
达预售项目（个）	17	20	22
协议销售面积（万平方米）	83.00	62.80	77.49
协议销售金额（亿元）	83.00	77.84	101.78
协议销售均价（元/平方米）	10,000.00	12,395.00	13,135.00
结转收入面积（万平方米）	62.00	62.00	47.57
结转收入（亿元）	57.59	53.72	57.24

注：协议销售是指签订销售协议、预付定金的情况。
资料来源：公司提供

截至2018年底，公司已竣工物业的总可售面积1,170.96万平方米，其中待售面积146.97万平方米，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；公司已竣工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2018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	164.49	3.71
沈阳阳光 100 国际新城	168.63	15.91
沈阳阳光 100 果岭公馆	21.27	8.41
天津阳光 100 国际新城	91.76	9.56
东营阳光 100 城市丽园	49.78	3.15
潍坊阳光 100 城市广场	30.13	7.58
烟台阳光 100 城市广场	14.02	1.64
武汉阳光 100 大湖第	81.28	10.45
重庆阳光 100 国际新城	72.62	3.95
重庆阳光 100 阿尔勒	19.12	1.65
成都阳光 100 米娅中心	27.98	5.08
长沙阳光 100 国际新城	110.37	7.15
柳州阳光 100 窑埠 TOWN	19.72	11.68
柳州阳光 100 城市广场	48.08	5.24
南宁阳光 100 城市广场	11.56	2.21
南宁阳光 100 上东国际	22.29	3.40
南宁阳光 100 半山丽园	9.58	0.98
南宁阳光 100 澳洲丽园	12.05	0.05
丽江阳光 100 雪山小镇	3.54	2.64
无锡阳光 100 国际新城	174.66	34.59
宜兴阳光 100 凤凰街	7.18	4.79
桂林阳光 100 原味漓江	1.94	1.54
广西万通花园	1.19	0.28
阳光 100 温州中心	7.72	1.33
合计	**1,170.96**	**146.97**

注：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。
资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司销售面积和销售金额均有所增长；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 2018 年底，自持物业总建筑面积 58.75 万平方米，较上年（57.93 万平方米）变化不大。截至 2018 年底，公司投资性房地产公允价值 114.41 亿元，评估增值 64.14 亿元，占公司投资性房地产账面价值的 56.06%，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 52.76 万平方米，已出租面积 37.51 万平方米，平均出租率为 71.10%，出租率较上年上升 3.56 个百分点，但仍属一般。

总体看，公司租金收入规模不大，但增长稳定，对公司利润形成一定补充。

4．重大事项

2019年4月1日，公司转让其持有的子公司重庆阳光壹佰房地产开发有限公司（以下简称“重庆阳光壹佰）70%股权，转让价款13.34亿元，重庆阳光壹佰包括重庆阳光100国际新城项目及慈云寺老街项目，转让完成后，重庆阳光壹佰不再纳入公司合并范围（含有的约32.4亿元债务也一并转出，公司持有的30%股权享有分红权）。截至2019年5月28日，公司已收回价款13.00亿元。

2019年4月14日，公司间接控股股东阳光100中国发布公告称转让其持有的卓星集团有限公司全部股权（以下简称“卓星集团”，阳光100中国持股55%），转让价款46.61亿元，卓星集团主要资产为位于清远市清城区龙塘镇的物业项目。截至2019年5月28日，阳光100中国已收回款项11.00亿元，剩余款项按照约定期限支付。

总体看，公司或阳光100中国通过转让部分项目，回笼部分资金，有助于改善现金流和流动性。

5．经营关注

（1）公司目前土地储备和待售项目主要分布在二、三线城市，房地产市场景气度相对不高，同时存货中存在一定比例商业、街区类项目，去化较慢；且公司已竣工待售面积较大，需关注后续去化情况。

（2）截至 2018 年底，公司在建及拟建房地产项目未来尚需投入资金 301.25 亿元，尚需投资规模较大，面临一定资金压力。公司通过转让项目股权缓解部分流动性，但转让进程和计划存在一定不确定性，同时流动性紧张缓解情况将关系公司项目开发进度和业务开展。

（3）截至 2018 年底，公司投资物业整体出租率为 71.01%，部分投资物业出租率较低；公司投资性房地产评估增值部分占其账面价值的 56.06%，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。

6．未来发展

从整体发展规划来看，公司将继续发挥公司全国布局的品牌影响力及主力产品的特色产品优势，坚持创新及走差异化道路，从同质化产品模式中脱颖而出，不断巩固自身的竞争壁垒，逐渐建立公司在特定市场的品牌效益。

产品线方面，坚持转型不转行，稳步从住宅开发商转向街区综合体、服务式公寓、大型复合社区的开发并致力成为提供高附加值的运营服务商。在保持本行专业的原则下，聚焦在未来有市场增长空间的产品上，致力升级产品和商业模式，并持续提升平台资源整合和市场创新能力。强化和升级公司目前拥有的街区综合体、服务式公寓、阿尔勒小镇三大主力产品线。

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，公司将持续关注位于长三角、珠三角地区，以及包括首都经济圈在内的核心经济区的辐射区域内，周转快、具有上升空间的优质项目。

同时，公司计划在适当时机转让部分项目股权，以补充现金流。

总体看，公司逐步向街区综合体、喜马拉雅公寓等商业物业租售并举运营模式转型，但商业去化较慢，对公司流动性产生一定影响。公司计划转让部分项目股权，改善流动性，但转让进程等存在一定不确定性。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 年度合并财务报表经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 2018 年底，公司纳入合并范围子公司 110 家，较年初增加 17 家子公司，减少 6 家子公司，考虑到增加或减少的子公司规模不大，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 2018 年底，公司合并资产总额 547.67 亿元，负债合计 467.80 亿元，所有者权益（含少数股东权益）79.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 41.48 亿元。2018 年，公司实现营业收入 70.51 亿元，净利润（含少数股东损益）2.07 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 1.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 14.24 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.37 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产合计 547.67 亿元，较年初小幅增长 9.44%，主要来自流动资产增长；其中流动资产占 72.45%，仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 396.78 亿元，较年初增长 8.16%，主要系存货增加所致。公司流动资产主要以货币资金（占 7.22%）、其他应收款（占 9.33%）和存货（占 76.97%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金 28.64 亿元，较年初下降 30.42%，主要系偿还债务支付的现金增加所致；公司货币资金规模一般。公司货币资金主要为银行存款（占 99.98%），其中使用受限的货币资金 7.78 亿元（预售所得款项相关的受限制资金 5.06 亿元），占比 27.17%，占比一般。

截至 2018 年底，公司其他应收款 37.03 亿元（含应收利息 2.86 亿元），较年初变化不大。截至 2018 年底，公司累计计提其他应收款坏账准备 7.67 亿元，主要为对外提供的贷款及往来款计提的坏账准备，其中借与第三方款项账面余额 22.96 亿元，计提坏账准备 7.12 亿元，计提规模较大，主要是针对提供给某个人间接持有的公司或者由某个人提供担保的款项，因该个人应相关部门要求协助调查，失去联系，公司设置的担保权利存在不确定性，信贷风险显著增加，以及根据其他抵押品变现可行性进行计提减值。从账龄看，1 年以内的占 60.74%，1~2 年的占 13.68%，2~3

年的占 8.13%，3 年以上的占 17.45%，其他应收款账龄较长，其中 3 年以上计提比例 7.64%，计提比例较低。公司其他应收款规模较大，且已出现较大规模减值准备，对公司资金占压且需关注其他应收款的回收情况。

截至 2018 年底，公司存货账面价值合计 305.42 亿元，较年初增长 15.16%，主要系在建项目投入增加所致。公司存货中在建开发产品占 76.19%，已完工开发产品占 20.99%，待售土地开发占 2.82%，以开发成本为主。截至 2018 年底，公司存货计提跌价准备 1.81 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 0.59%。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 2018 年底，公司共有 76.88 亿元存货用于借款抵押，占期末存货账面价值的 25.17%，占比尚可。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 150.89 亿元，较年初增长 12.96%，主要系投资性房地产增长所致。公司非流动资产主要为长期股权投资（占 6.00%）、投资性房地产（占 75.82%）和递延所得税资产（占 8.72%）。

公司长期股权投资主要以权益法进行核算，截至 2018 年底，公司长期股权投资 9.05 亿元，较年初增长 19.55%，主要系公司对联营企业的投资增加所致。

截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值 114.41 亿元，均采用公允价值计量，较年初增长 8.85%，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 2018 年底，公司受限的投资性房地产账面价值合计 58.15 亿元，主要用于借款担保，占期末投资性房地产账面价值的 50.83%。同时，公司投资性房地产中，尚有账面价值为 10.36 亿元的投资性房地产尚未取得房产证或土地使用权证。公司投资性房地产评估增值部分占 56.06%，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 2018 年底，公司递延所得税资产 13.16 亿元，较年初增长 33.14%，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 2018 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 148.62 亿元，占公司期末资产总额的 27.14%，受限规模一般。

总体看，2018 年，公司资产规模在存货带动下有所增长，但公司货币资金规模一般，其他应收款中借与第三方款项规模较大且计提较大减值准备，其他应收款回收情况需持续关注，同时公司存货存在一定去化压力，公司整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 467.80 亿元，较年初增长 9.78%，主要系流动负债的增长所致；公司负债结构仍以流动负债为主（占 63.34%）。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 296.29 亿元，较年初增长 19.90%，主要系短期借款、应交税费和其他应付款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 12.61%）、应付账款（占 11.51%）、预收款项（占 26.49%）、应交税费（占 7.17%）、其他应付款（占 19.28%）和一年内到期的非流动负债（占比 22.55%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 37.37 亿元，较年初大幅增长 246.41%，主要系公司增加外保

内贷所致。公司外保内贷 10.40 亿元可通过保证金还款，公司短期借款中股权质押借款 22.16 亿元。

截至 2018 年底，公司应付账款 34.11 亿元，较年初增长 5.02%。

截至 2018 年底，公司预收款项 78.48 亿元，较年初变化不大。

截至 2018 年底，公司其他应付款合计 57.13 亿元（含应付利息 5.33 亿元），较年初增长 39.99%，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 69.25%）。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 66.83 亿元，较年初下降 9.67%。其中一年内到期的长期借款占 77.61%，一年内到期的应付债券占 22.39%。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 2018 年底，公司非流动负债合计 171.51 亿元，较年初下降 4.18%，主要系公司偿还“15 万通债”所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 51.79%）、应付债券（占 28.81%）和递延所得税负债（占 16.18%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款合计 88.82 亿元，较年初增长 2.95%，变化不大。从借款期限分布来看，公司长期借款 2020 年到期 68.19 亿元，2021 年到期 12.87 亿元，2022 年到期 2.01 亿元，2023 年及以后到期 5.75 亿元；公司 2020 年到期的长期借款规模较大，公司将面临一定偿付压力。

截至 2018 年底，公司应付债券合计 49.41 亿元，较年初下降 23.08%，主要系“15 万通债”已偿付所致。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 2019 年回售本金金额 10.00 亿元、2020 年到期或回售本金金额 25 亿元、2021 年到期金额 14.53 亿元，若结合长期借款的还款期限，公司 2020 年存在较大资金压力。

截至 2018 年底，公司递延所得税负债为 27.75 亿元，较年初增长 16.64%，主要系公司投资性房地产账面价值与计税基础产生的差异所致。

截至 2018 年底，公司全部债务规模为 242.43 亿元，较年初增长 3.04%，其中短期债务和长期债务分别占 42.98%和 57.02%，公司短期债务规模较大，存在较大偿付压力。截至 2018 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 85.42%、75.22%和 63.38%，分别较年初增长 0.27 个百分点、下降 0.78 个百分点和 3.57 个百分点，公司债务负担仍处于较重水平。

总体看，2018 年，公司负债结构仍以流动负债为主，债务规模小幅增长，债务负担较重且在 2019 年和 2020 年偿债压力较大。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 79.87 亿元，较年初增长 7.48%，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所有者权益 41.48 亿元（占 51.94%）。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 4.64%、其他综合收益占 12.42%、未分配利润占 82.77%，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

2018 年，公司实现营业收入 70.51 亿元，同比增长 15.53%，主要系销售自持物业增加收入来源以及地产结转收入增加所致；同期公司营业成本同比增长 20.76%。2018 年，公司实现营业利润 -0.07 亿元，同比转亏，主要系公司其他应收款计提信用减值损失规模较大所致；受非同一控制下合并企业形成的营业外收入，公司利润总额 2.13 亿元，同比下降 62.74%；净利润 2.07 亿元，同比下降 50.88%。

从期间费用看，2018 年公司期间费用合计 8.25 亿元，同比下降 10.33%，主要系财务费用大幅下降所致。2018 年，公司期间费用中销售费用、管理费用和财务费用分别占 61.26%、53.65%和-14.92%，以销售费用和管理费用为主。2018 年，公司销售费用 5.05 亿元，较年初变化不大；管理费用 4.42 亿元，同比增长 15.63%；财务费用-1.23 亿元，上年为 0.16 亿元，主要系利息收入增加所致。

从利润构成看，2018 年，公司公允价值变动收益 5.47 亿元，同比增长 18.68%，主要来自于投资性房地产公允价值变动，公司公允价值变动收益对营业利润影响很大，但若未来房地产市场波动，相应公允价值可能产生变动。2018 年，公司新增信用减值损失 7.57 亿元，主要系其他应收款计提的减值损失，对利润侵蚀严重。

从盈利指标看，2018 年公司营业利润率 14.34%，较上年下降 2.18 个百分点，主要系公司毛利率下滑所致；2018 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.52%、0.93%和 2.68%，较上年分别下降 0.61 个百分点、0.72 个百分点和 3.19 个百分点，公司盈利能力弱化。

总体看，2018 年，公司营业收入有所增长，但利润规模大幅下降，公司营业利润对公允价值变动收益的依赖性很强，减值损失严重侵蚀当年利润，公司盈利能力较弱且进一步下降。

5．现金流

从经营活动情况来看，2018 年公司经营活动现金流入为 90.00 亿元，同比变化不大；其中销售商品提供劳务收到的现金 85.51 亿元。2018 年，公司经营活动现金流出 75.76 亿元，同比增长 11.45%，主要系公司购地支出及建安支出增加所致。综上，2018 年，公司经营活动现金净流入 14.24 亿元，同比下降 24.10%，保持净流入状态。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 8.85 亿元，同比增长 224.41%，主要系收回的对外借款和往来款增加所致；投资活动现金流出 20.01 亿元，同比下降 16.78%，主要系购建投资性房地产支付的现金减少所致；公司投资活动现金流出存在一定规模对合作方借款。2018 年，公司投资活动现金流量净额-11.16 亿元，仍然表现为净流出。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 107.97 亿元，同比增长 13.15%，主要系借款增加所致；筹资活动现金流出 123.42 亿元，同比增长 20.97%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-15.45 亿元，净流出规模有所增加。

总体看，2018年，公司经营活动现金流保持净流入，但由于公司投资活动和筹资活动持续净流出，公司现金流较为紧张。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.34 倍和 0.31 倍，均较年初小幅下降，主要系短期借款增加所致。2018 年底，公司现金短期债务比为 0.28 倍，较年初 0.49 倍进一步下降，主要系货币资金减少的同时，短期借款增加所致，公司货币资金对短期债务的保护程度较弱。总体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 5.40 亿元，较上年下降 36.09%，主要系利润总额下降所致；公司 EBITDA 中折旧占 9.88%、计入财务费用的利息支出占 50.69%，利润总额 39.43%，公司 EBITDA 中费用化利息支出占比较高。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数为 0.21 倍，EBITDA 全部债务比为 0.02 倍，均较上年有所下降，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 2018 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，对外担保规模较小。

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 2019 年 3 月 11 日，公司不存在未结清的关注类或不良类信贷信息。

截至 2019 年 4 月底，公司存在如下重大未决诉讼：①南宁农工商集团有限责任公司与公司（作为被告）合同纠纷案，涉及金额 0.61 亿元，目前案件尚未开庭审理；②公司（作为原告）与成都市成华区人民政府、成都市成华区危房改造开发办公室合同纠纷案，涉及金额 5.96 亿元，公司与成华区政府和解谈判取得进展并递交撤诉申请；③公司（作为原告）与贵州万峰谷生态文化旅游发展有限公司保证合同纠纷，诉讼金额为本金 1.2 亿元及利息、逾期付款违约金，尚未开庭审理；④公司（作为原告）与贵州景嘉房地产开发有限公司等四被告保证合同纠纷，诉讼金额为本金 1.26 亿元及相应的利息、违约金及/或罚息，上述案件尚未开庭审理；⑤公司（作为原告）与深圳市佰佳瑞投资有限公司等三被告民间借贷纠纷，诉讼金额 2.5 亿元及相关诉讼费、保全费、律师费，上述案件尚未开庭审理，公司已申请了财产保全。总体看，公司未决诉讼金额较大，存在一定不确定性。

截至 2018 年底，公司已经取得的金融机构授信总额为 185.00 亿元，其中已用授信额度 19.84 亿元，尚可使用授信额度 165.16 亿元，公司间接融资渠道畅通。

总体看，公司短期和长期偿债能力指标均较弱，涉及的未决诉讼金额较大，存在一定不确定性；但考虑到公司在开发项目规模较大，能为未来销售提供支持，以及转让项目回笼一定资金，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2018年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达28.72亿元，约为“16万通01”债券余额（14.53亿元）的1.98倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较强；净资产达79.87亿元，约为债券余额（14.53亿元）的5.50倍，归属于母公司的净资产达41.48亿元，约为债券余额（14.53亿元）的2.85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，2018年，公司EBITDA为5.40亿元，约为债券余额（14.53亿元）的0.37倍，公司EBITDA对“16万通01”的覆盖程度较弱。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入90.00亿元，约为债券余额（14.53亿元）的6.19倍，公司经营活动现金流入量对“16万通01”的覆盖程度较强。

综合以上分析，并考虑到公司作为香港上市公司阳光100中国在中国境内主要运营主体，在品牌声誉、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．担保人概况

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，其后阳光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，证券代码：2608.HK。截至2018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中国在境内主要主体，近年收入规模占到阳光100中国收入规模的88%以上。

截至2018年底，阳光100中国拥有土地储备总建筑面积1,501.96万平方米，其中权益建筑面积合计1,016.71万平方米；阳光100中国土地储备规模较大。

从开发数据来看，2018年，阳光100中国开发规模较上年有所上升，其中新开工建筑面积149.64万平方米，较2017年增长4.0%；竣工建筑面积110.97万平方米，较2017年增长21.0%；2018年末在建面积459.22万平方米。

从销售情况来看，2018年，阳光100中国销售情况较上年有所好转；实现合约销售金额120.96亿元，较2017年增长14.0%；实现合约销售面积94.76万平方米，较2017年增长9.3%；平均销售单价1.23万元/平方米，较2017年增长6.8%。其中住宅实现合约销售金额84.93亿元，较2017年增长7.0%，商用物业及车库共实现合约销售金额36.04亿元，较2017年大幅增长35.0%。阳光100中国合约销售金额48.2%来源于长三角区域，其中无锡阳光100阿尔勒和温州阳光100阿尔勒贡献显著，合约销售金额分别为28.12亿元和17.20亿元，分别占阳光100中国合约销售金额的23.3%和14.2%。

总体看，阳光 100 中国拥有较大规模的土地储备，2018 年开发及销售情况均较上年有提升。

2．财务概况

阳光100中国2018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2018年底，阳光100中国纳入合并范围子公司136家，与2017年底相比新增17家子公司，减少2家子公司，增加和减少的子公司规模相对较小，财务数据可比性较强。

截至2018年底，阳光100中国合并资产总额614.52亿元，负债合计518.44亿元，所有者权益（含少数股东权益）96.08亿元，其中归属于母公司所有者权益合计74.75亿元。2018年，阳光100中国实现营业总收入75.79亿元，实现净利润2.43亿元。经营活动产生的现金流量净额17.43亿元，现金及现金等价物净增加额-20.75亿元。

盈利能力方面，2018年，阳光100中国实现营业收入75.79亿元，较上年增长10.25%；受阳光100中国应收账款和其他应收款计提减值准备，归属于母公司净利润-0.30亿元，同比转亏。

债务方面，截至2018年底，阳光100中国全部债务296.95亿元，其中短期债务占35.09%，短期债务规模较大，短期偿债压力较大。截至2018年底，阳光100中国资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为84.36%、75.55%和66.73%，阳光100中国债务规模较大，债务负担较重。偿债能力方面，截至2018年底，阳光100中国流动比率和速动比率分别为1.64倍和0.45倍，较年初有所下降，现金短期债务比为0.45倍，阳光100中国短期偿债能力指标较低；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，债务负担较重，短期偿债压力大，偿债能力较弱。

总体看，2018年，阳光100中国开发和销售情况有所好转，但阳光100中国债务水平较高，债务负担较重，偿债压力大。

3．债权保护效果分析

以2018年底财务数据测算，“16万通01”债券余额（14.53亿元）占阳光100中国资产总额的2.36%，占所有者权益总额的15.12%；2018年阳光100中国EBITDA8.63亿元为“16万通01”债券余

额（14.53亿元）的0.59倍，对“16万通01”本金的覆盖能力较弱，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

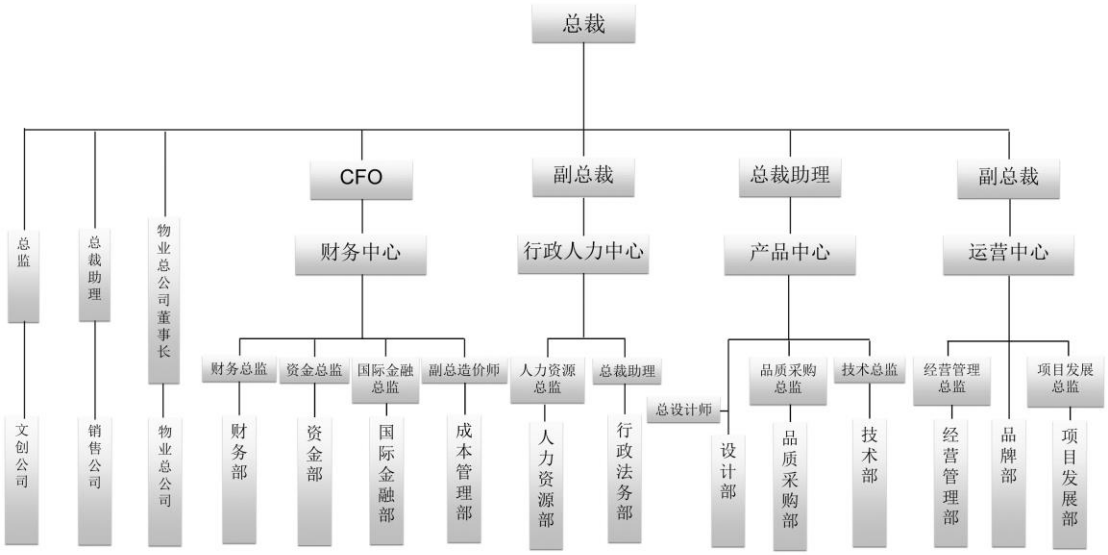
跟踪期内，公司销售情况有所好转，回款规模有所扩大；目前公司保持充足的土地储备，在建房地产项目规模较大；公司及间接控股股东通过转让股权回收部分资金，流动性紧张情况有所缓解。同时，联合评级也关注到目前房地产调控政策仍较严格、公司二、三线城市房产库存较高、债务负担较重存在较大偿付压力、现金流较为紧张、公允价值变动收益和减值损失对利润影响大、盈利能力较低、借予第三方款项及未决诉讼金额较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

随着公司项目的陆续开发和销售，以及公司适时进行项目股权转让，可回笼部分资金，缓解一定资金压力，但优质项目的出售可能降低公司未来的发展潜力，且项目股权转让进程等存在一定不确定性。

担保方阳光100中国作为公司间接控股股东，系在香港联合交易所上市的企业，其资产规模较大，2018年经营状况良好，其所提供的担保对“16万通01”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”。

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	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	472.33	500.42	547.67
所有者权益（亿元）	68.97	74.31	79.87
短期债务（亿元）	68.56	84.77	104.20
长期债务（亿元）	164.99	150.52	138.23
全部债务（亿元）	233.55	235.29	242.43
营业收入（亿元）	63.84	61.03	70.51
净利润（亿元）	2.96	4.21	2.07
EBITDA（亿元）	6.12	8.45	5.40
经营性净现金流（亿元）	11.96	18.76	14.24
应收账款周转次数（次）	6.27	6.78	7.85
存货周转次数（次）	0.21	0.18	0.20
总资产周转次数（次）	0.15	0.13	0.13
现金收入比率（%）	123.91	136.09	121.27
总资本收益率（%）	1.51	2.13	1.52
总资产报酬率（%）	1.29	1.65	0.93
净资产收益率（%）	4.43	5.87	2.68
营业利润率（%）	12.47	16.52	14.34
费用收入比（%）	17.67	15.07	11.70
资产负债率（%）	85.40	85.15	85.42
全部债务资本化比率（%）	77.20	76.00	75.22
长期债务资本化比率（%）	70.52	66.95	63.38
EBITDA 利息倍数（倍）	0.30	0.40	0.21
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.04	0.02
流动比率（倍）	1.70	1.48	1.34
速动比率（倍）	0.45	0.41	0.31
现金短期债务比（倍）	0.73	0.49	0.28
经营现金流动负债比率（%）	5.72	7.59	4.81
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.31	0.42	0.27

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。