跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1592 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”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：

二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www. unitedratings.com.cn

广西万通房地产有限公司
公司债券 2020 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	2019 年 6 月 21 日

跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 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	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	500.42	547.67	526.03
所有者权益（亿元）	74.31	79.87	91.91
长期债务（亿元）	150.52	138.23	117.00
全部债务（亿元）	235.29	243.00	196.62
营业收入（亿元）	61.03	70.51	74.72
净利润（亿元）	4.21	2.07	9.05
EBITDA（亿元）	8.45	5.40	13.19
经营性净现金流（亿元）	18.76	14.24	24.91
营业利润率（%）	16.52	14.34	19.84
净资产收益率（%）	5.87	2.68	10.53
资产负债率（%）	85.15	85.42	82.53
全部债务资本化比率（%）	76.00	75.26	68.15
流动比率（倍）	1.48	1.34	1.27
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.02	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	0.40	0.21	0.52
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.58	0.37	0.91

担保方

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	557.80	614.52	583.96
所有者权益（亿元）	91.62	96.08	117.48
营业收入（亿元）	68.75	75.79	82.89
净利润（亿元）	8.49	2.43	32.15
资产负债率（%）	83.57	84.36	79.88

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

2019 年，广西万通房地产有限公司（以下简称“公司”）面临较大资金压力，主动降低支出，进一步控制拿地规模并降低新开工力度；通过出售项目回笼资金，公司利润规模大幅增长，经营活动现金流保持净流入；期末公司债务规模和债务杠杆均有所下降，且仍保持较充足的土地储备和较大的在建规模。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司储备项目受区域、业态、新冠疫情等影响去化压力较大、债务负担仍较重且存在较大偿付压力、筹资活动现金流持续净流出、公允价值变动收益对利润影响较大及借予第三方款项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，以及公司土地一级开发项目逐步挂牌出让，公司经营状况有望保持稳定。

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及在香港联合交易所上市的企业，融资渠道较多元化，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．**土地储备较充足。**公司土地储备较充足，在建项目规模较大，对未来销售形成一定支撑。

2．**公司通过出售项目，并偿还部分债务，杠杆率有所下降。**2019 年，公司通过出售项目，并偿还部分债务，债务规模和杠杆率均有所下降；截至 2019 年底，公司全部债务和全部债务资本化比率较年初分别下降 19.09%和

7.12 个百分点。

3．**利润规模明显增长，经营活动现金流保持净流入。**2019 年，公司净利润同比大幅增长 337.81%，经营活动现金流保持净流入状态。

关注

1．**项目所在区域、业态布局、新冠疫情等影响公司项目去化。**公司储备项目主要位于二、三线城市，部分业态为街区综合体、喜马拉雅公寓等商业物业，所在区域房地产景气度和商业项目去化存在不确定性，同时新冠疫情对公司销售尤其是商业物业租售产生较大影响；公司已竣工待售面积较大，且存货已计提一定减值准备，项目去化压力较大。

2．**债务负担仍较重，且短期债务占比高，加之公司项目尚需投资规模较大，筹资压力大。**公司在建、拟建项目未来仍需较大规模投资；公司债务负担较重，2020－2021年存在较大偿付压力；且近两年公司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。

3．**自持物业公允价值存在波动风险。**公司部分自持物业出租率较低，且相对于租金收入，公司自持物业评估值很高，公允价值存在波动风险；公司营业利润对公允价值变动收益较为依赖。

4．**借予第三方款项规模较大，需关注回收情况。**公司其他应收款中借予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。

分析师

宋莹莹　登记编号（R0040219010002）
卢　瑞　登记编号（R0040219010003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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他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：宋艺芳，

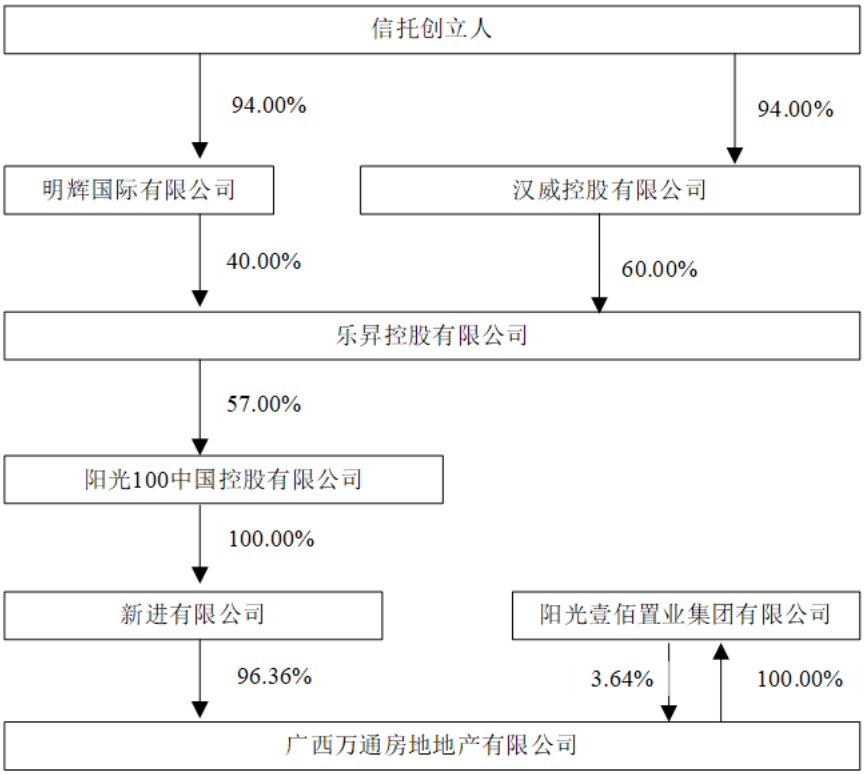
联合信用评级有限公司

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“广西新万通置业”）与新加坡大洋企业（私人）有限公司（以下简称“新加坡大洋”）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，其中广西新万通置业出资 700 万元，持有其 34%股权，新加坡大洋出资 1,400 万元，持有其 66%股权。

历经数次股权变更和增资，截至 2019 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 2019 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

2019 年，公司经营范围未发生变化，职能部门设置有所变化：公司目前内设财务中心、行政人力中心、产品中心、运营中心、文旅事业部、喜马拉雅资产经营管理部、项目策划办公室及内审办等职能部门（详见附件 1）。截至 2019 年底，公司纳入合并范围内子公司 118 家；拥有在职员工 3,883 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 526.03 亿元，负债合计 434.12 亿元，所有者权益 91.91 亿元，其中归属于母公司所有者权益 48.51 亿元。2019 年，公司实现营业收入 74.72 亿元，净利润 9.05 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 5.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额 24.91 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.43 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。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%。“16 万通 01”募集资金已按照募集说明书规定用途使用完毕，公司已按时支付“16 万通 01”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

2019 年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020 年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下降明显。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点。2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020 年 1－3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额 20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。

2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持

房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

2. 行业关注

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。

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，以及近年来政治局会议上多次强调“房住不炒”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。

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。

新冠疫情或加大行业资金压力

2020年新冠疫情爆发以来，房地产行业开工建设、签约销售等受到较大影响，行业资金回笼受阻，或加大行业资金压力。

3. 未来发展

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。

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。

四、管理分析

跟踪期内，公司核心管理层变动不大，管理运作正常。

跟踪期内，公司高级管理人员新增副总裁王建庭先生，董事、监事未发生变化，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

王建庭先生，56 岁，本科学历。1985－2017 年曾任职于中国国电集团公司、龙源电力集团股份有限公司，先后从事财务审计、工程建设、安全生产方面的工作。2017 年 3 月至 2019 年 5 月，担任宝塔石化集团有限公司常务副总裁，同时兼任宝塔投资控股有限公司董事长、总经理。2019 年 5 月，王建庭先生任公司副总裁，主管公司财务与成本管理工作。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，销售完工开发产品仍是公司重要收入来源，公司营业收入、利润和毛利率均有所增长。

目前，公司仍处于业务转型阶段，通过转让部分项目（住宅）或加快住宅去化，从纯住宅开发过渡到以街区综合体和复合型社区开发为主，公司旗下现拥有三大产品系列：街区综合体、以喜马拉雅为代表的服务式公寓及阿尔勒小镇系列。同时，公司存在一定量的土地一级开发业务，已逐步进入收获期。

2019 年，公司实现营业收入 74.72 亿元，同比增长 5.98%，主要系房地产销售结转收入增加所致；净利润 9.05 亿元，同比大幅增长 337.81%，主要系公司 2018 年计提较大规模信用减值损失致当年利润基数较小，以及公司 2019 年结转毛利率较高物业经营利润增加所致。

从收入构成来看，2019年，销售完工开发产品仍是公司重要收入来源，其他主营业务收入板块占比变化不大，其他业务因上年存在出售投资物业收入，2019年此项收入较小，收入占比下降较大。2019年，公司销售完工开发产品收入同比增长16.65%，其他板块收入变动不大。

从毛利率情况来看，2019年，除投资性房地产出租业务毛利率保持不变外，公司其他业务板块毛利率均不同程度提升，带动公司综合毛利率有所增长。其中，销售完工开发产品毛利率同比增长6.33个百分点，主要系交付毛利较高的常州项目、无锡国际项目、长沙项目和无锡喜马拉雅项目所致；物业管理及酒店经营毛利率增幅较大主要系2018年新运营的酒店当年营业成本较高，入住率较低，2019年逐步培育所致。

表1　2017－2019年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类别	2017 年			2018 年			2019 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
销售完工开发产品	53.72	88.02	18.88	57.24	81.19	16.42	66.77	89.36	22.75
投资性房地产租金收入	1.15	1.88	100.00	1.51	2.15	100.00	1.64	2.19	100.00
物业管理及酒店经营	3.99	6.53	8.15	4.41	6.25	3.31	4.36	5.84	16.89
轻资产运营管理	0.97	1.59	77.25	0.79	1.13	33.80	0.60	0.80	54.36
其他业务	1.21	1.98	71.34	6.55	9.28	22.25	1.35	1.81	51.01
合计	**61.03**	**100.00**	**21.67**	**70.51**	**100.00**	**18.13**	**74.72**	**100.00**	**24.86**

资料来源：公司债券年报

2. 房地产业务

（1）土地储备

2019 年，公司进一步控制拿地规模；公司期末土地储备较充足，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。

2019 年，公司新增土地储备规模和土地支出均不大，以招拍挂和收并购方式获得 2 块土地，土地成本合理。

表2　2019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
岳阳汉森项目	股权收购	8.34	商服用地/商业服务	--	--
兴隆高铁新城	挂牌出让	16.60	住宅、商服用地	2.59	2,220
合计	**--**	**58.09**	**--**	**2.59**	**--**

资料来源：公司提供

公司土地储备口径为并表未结转收入建筑面积。截至 2019 年底，公司土地储备总建筑面积 776.80 万平方米，其中未开发土地储备总建筑面积约 273.40 万平方米，相对于公司年均新开工规模，可以满足公司未来 2~3 年左右的开发需求，土地储备较充足。从土地储备分布区域来看，主要分布在温州、无锡、潍坊、沈阳、武汉、西安等二、三线城市。公司在潍坊、丽江等三四线城市土储规模较大，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，且公司土地储备中商业、街区类项目较多，未来的销售存在一定不确定性。同时，潍坊、烟台、温州等项目单体规模大，短时间内难以快速去化，存在一定的流动性问题。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2019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	32.89	1,393	21.99	49.00	城镇住宅混合用地
2	沈阳阳光 100 国际新城	55.89	708	7.16	7.24	
3	沈阳阳光 100 果岭公馆	10.03	1,049	--	51.00	
4	天津阳光 100 国际新城	2.77	584	--	86.00	
5	天津阳光 100 丽津大厦	0.29	--	0.29	100.00	
6	东营阳光 100 城市丽园	5.03	664	--	100.00	
7	潍坊阳光 100 城市广场	116.65	604	19.00	100.00	
8	烟台阳光 100 城市广场	82.34	3,291	74.82	100.00	
9	武汉阳光 100 大湖第	10.68	354	--	100.00	
10	兴隆高铁新城	16.60	2,220	0.59	100.00	
11	重庆阳光 100 阿尔勒	29.77	1,239	27.77	80.00	
12	成都阳光 100 米娅中心	6.86	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	12.46	550	5.52	100.00	
15	阳朔阳光 100 西街广场	0.93	1,866	--	75.00	
16	桂林阳光 100 原味漓江	12.96	403	2.18	75.00	
17	桂林阳光 100 丽园	24.30	1,176	--	100.00	
18	柳州阳光 100 窑埠 TOWN	7.44	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	11.71	354	--	75.00	
21	南宁阳光 100 城市广场	10.41	705	--	100.00	
22	南宁阳光 100 上东国际	3.93	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	20.61	2,709	3.29	51.00	

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
28	无锡阳光 100 国际新城	40.43	589	12.84	72.17	
29	无锡阳光 100 喜马拉雅	5.68	848	0.39	100.00	
30	阳光 100 温州中心	39.60	1,150	39.37	51.00	
31	温州阳光 100 阿尔勒	93.24	1,892	83.68	51.00	
32	常州阳光 1007 区上东	2.71	1,134	--	36.81	
33	武汉上东坊	34.89	3,343	17.43	100.00	
34	西安阳光 100 阿尔勒	61.77	673	16.31	100.00	
35	宜兴阳光 100 凤凰街	9.44	3,485	--	80.00	商业用地
36	岳阳汉森项目	8.34	--	--	51.00	
合计		**776.80**	**--**	**332.63**	**--**	**--**

资料来源：公司提供

（2）项目开发

公司保持较大的在建规模，尚余可售面积充足；在建、拟建项目尚需投资金额规模较大，公司面临较大的资金压力。

2019 年，公司为缓解资金压力，主动降低支出，开工力度有所减弱，新开工面积同比下降 18.85%；伴随前两年新开工项目逐步按进度施工，竣工面积同比增长 24.24%；期末在建面积较上年末小幅下降，但仍保持较大规模。

表4　2017－2019年公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
当期新开工面积	95	122	99
当期竣工面积	72	66	82
期末在建面积	286	342	333

资料来源：公司提供

从项目的资金需求来看，截至2019年底，公司在建、拟建项目尚需投入资金265.94亿元，尚需投资规模较大，结合公司年度销售金额，公司存在较大的资金压力。截至2019年底，公司在建项目总可售面积1,123.76万平方米，已售面积809.48万平方米，尚余可售面积314.28万平方米，相对于公司近两年销售规模，公司可售面积较充足。

表 5　截至 2019 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	2020/11/30	193.05	162.65	185.45	141.37	122.55	86.69
2	沈阳阳光 100 果岭公馆	27.00	2011/6/9	2022/6/30	25.15	15.87	24.05	17.25	16.38	94.96
3	潍坊阳光 100 城市广场	141.32	2011/1/16	2021/10/30	33.66	27.87	51.85	85.15	31.56	37.06
4	烟台阳光 100 城市广场	96.77	2006/5/26	2022/9/11	21.95	12.42	79.67	60.75	35.64	58.67
5	长沙阳光 100 国际新城	135.44	2004/9/17	2020/12/31	129.92	114.43	121.37	82.77	80.73	97.54
6	重庆阳光 100 阿尔勒	50.92	2013/3/10	2021/6/30	23.16	28.15	49.50	44.40	34.87	78.54
7	无锡阳光 100 国际新城	222.11	2005/4/22	2020/6/30	206.26	176.08	213.48	159.11	151.24	95.05
8	成都鑫盛源项目	2.00	2015/7/30	2021/12/30	--	--	--	1.36	0.21	15.44

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
9	济南阳光100国际新城	211.83	2002/12/24	2021/12/31	189.84	175.11	192.90	143.99	134.71	93.56
10	南宁阳光100城市广场	22.51	2003/8/28	2020/12/30	13.28	10.99	12.18	13.06	8.58	65.70
11	桂林阳光100原味漓江	13.23	2012/7/17	2021/12/31	2.10	0.26	4.11	7.98	3.10	38.85
12	桂林阳光100丽园	24.30	2012/6/8	2020/12/30	--	--	--	16.71	3.49	20.89
13	丽江阳光100雪山小镇	21.71	2014/1/7	2022/7/31	3.54	1.35	6.70	21.00	9.54	45.43
14	阳光100温州中心	47.31	2015/2/23	2023/12/20	7.94	11.42	37.65	38.69	27.13	70.12
15	温州阳光100阿尔勒	112.75	2016/6/10	2023/7/30	22.75	49.09	98.79	69.92	43.42	62.10
16	无锡阳光100喜马拉雅	10.23	2017/8/10	2020/9/30	9.84	3.62	8.90	9.12	8.08	88.60
17	天津阳光100丽津大厦	3.09	2018/3/1	2020/3/30	2.80	2.80	3.09	6.45	5.02	77.83
18	西安阳光100阿尔勒	61.77	2018/12/1	2021/12/31	--	10.68	16.31	46.80	12.38	26.45
19	武汉上东坊	34.89	2019/4/1	2021/5/31	--	6.69	17.17	25.87	12.46	48.16
20	兴隆高铁新城	16.60	2019/8/25	2022/12/5	--	--	0.59	14.80	2.92	19.73
21	岳阳汉森项目	8.34	2020/6/11	2022/1/15	--	--	--	3.40	--	--
合计		**1,491.20**	**--**	**--**	**885.24**	**809.48**	**1,123.76**	**1,009.95**	**744.01**	**--**

资料来源：公司提供

（3）项目销售

2019年，受出售项目影响，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。2020年1－4月，新冠疫情对公司销售影响较大。

2019年，受出售项目影响，整体推货量减少，公司协议销售面积同比下降20.64%；销售均价同比变化不大，整体协议销售金额同比下降18.54%。2019年，公司回款率在97%左右，回款情况较好。结转方面，受益于竣工交付面积增加，公司2019年结转面积及结转收入均有所增长。

根据阳光100中国公告，2020年1－4月，阳光100中国销售金额11.34亿元，同比下降53.45%，主要系受新冠疫情影响所致。根据Wind数据，2020年1－4月，全国商品房销售额同比下降18.59%，阳光100中国销售受疫情影响大于全国水平；公司作为阳光100中国在国内主要实体，其销售亦受到较大影响。

表6　2017－2019年公司房地产销售数据

项目	2017年	2018年	2019年
协议销售面积（万平方米）	62.80	77.49	61.50
协议销售金额（亿元）	77.84	101.78	82.91
协议销售均价（元/平方米）	12,395.00	13,135.00	13,481.00
结转收入面积（万平方米）	62.00	47.57	61.02
结转收入（亿元）	53.72	57.24	66.77

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2019年底，公司已竣工物业待售面积112.83万平方米，主要以无锡、沈阳、武汉、柳州、长沙等二、三线城市的项目为主，其中无锡阳光100国际新城、沈阳阳光100国际新城、武汉阳光

100大湖第待售面积较大，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2019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	164.32	3.17
沈阳阳光 100 国际新城	170.87	13.53
沈阳阳光 100 果岭公馆	22.02	6.15
天津阳光 100 国际新城	91.69	0.94
东营阳光 100 城市丽园	52.32	4.79
潍坊阳光 100 城市广场	30.39	5.91
烟台阳光 100 城市广场	13.99	1.57
武汉阳光 100 大湖第	81.28	10.03
重庆阳光 100 阿尔勒	22.33	1.79
成都阳光 100 米娅中心	28.54	4.71
长沙阳光 100 国际新城	117.04	6.09
柳州阳光 100 窑埠 TOWN	19.76	4.30
柳州阳光 100 城市广场	48.07	3.57
南宁阳光 100 城市广场	11.51	0.52
南宁阳光 100 上东国际	22.29	3.91
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	3.41	2.44
无锡阳光 100 国际新城	195.84	19.76
宜兴阳光 100 凤凰街	6.81	5.19
桂林阳光 100 原味漓江	1.94	1.68
广西万通花园	1.19	0.28
阳光 100 温州中心	6.80	0.23
无锡阳光 100 喜马拉雅	8.61	5.29
温州阳光 100 阿尔勒	21.74	3.24
常州阳光 1007 区上东	20.71	2.71
合计	**1,185.10**	**112.83**

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

（4）土地一级开发

土地一级开发项目有利于公司土地拓展及获取投资收益，但其开发所需资金规模大，资金沉淀周期长，对资金占用明显。

公司土地一级开发项目主要为温州和兴隆一级土地开发项目。公司土地一级开发按照合同约定，整理和平整土地达到土地市场出让挂牌条件，最终以土地成交价的收益进行分配。公司后期参与拍地有一定的优先权，有利于后期土地拓展。但土地一级开发业务所需资金规模大，资金沉淀周期长，对资金占用明显。

温州土地一级开发项目

温州中信昊园项目位于浙江省温州市鹿城区，土地一级整理涉及土地规模约 400 公顷。预计可挂牌上市土地面积约 2,819 亩，其中已挂牌上市 836 亩，余下约 1,983 亩土地自 2020 年开始陆

续挂牌上市。

兴隆土地一级开发项目

兴隆高铁新城项目位于河北省承德市兴隆县，预计共整理土地 6,000 亩。首期整理土地约 1,000 亩，剩余 5,000 亩待落入空间规划后启动土地整理，目前与政府洽谈开发模式。目前已启动拆迁区域约 545 亩，其中 11#地约 70 亩已整理完毕已完成上市交易（公司已摘地），475 亩在 2020 年下半年至 2021 年陆续挂牌上市；剩余 486 亩开始启动整理。

3. 其他情况

公司租金收入增长稳定，对利润形成一定补充；但公司投资性房地产公允价值存在一定波动风险。

公司自持物业主要分布在济南、无锡、温州、柳州、重庆、沈阳、烟台等城市，截至 2019 年底，自持物业总建筑面积 57.64 万平方米，可出租面积 51.69 万平方米，已出租面积 36.89 万平方米，平均出租率为 71.37%，出租率较上年变化不大，仍属一般水平。

截至 2019 年底，公司投资性房地产公允价值 116.14 亿元，评估增值 65.20 亿元；且公司 2019 年租金收入为 1.64 亿元，相对于租金收入，公司投资性房地产评估值很高。目前经济下行压力大，且商业物业受疫情影响大，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。

4. 项目出售情况

公司及控股股东通过出售项目回笼部分现金并减少相应债务，有利于缓解流动性困难，但需关注剩余款项回收情况。

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%股权予融创西南房地产开发（集团）有限公司，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（合计未开发计容建筑面积51.73万平方米），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2020年5月底，公司已收回价款13.00亿元，剩余0.34亿元根据协议约定预计将于2020年8月收回。根据重庆阳光壹佰股东会决议，转让的重庆项目在满足一定条件后重庆阳光壹佰需另外支付公司预分红合计17.00亿元。

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%）予佳兆业集团控股有限公司（以下简称“佳兆业集团”），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开发项目，计容建筑面积118.33万平方米。截至2020年6月8日，阳光100中国已收回转让价款19.82亿元，剩余款项26.79亿元根据协议约定佳兆业集团预计将于2020年10月前支付。

5. 经营关注

存货去化压力

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。同时，新冠疫情对公司控股股东 2020 年前 4 个月销售影响较大，需关注后续销售情况。

在建、拟建项目面临一定投资压力，出售项目对 2019 年销售金额有一定影响

截至 2019 年底，公司在建及拟建房地产项目未来尚需投入资金 265.94 亿元，尚需投资规模较大，面临一定资金压力。公司 2019 年出售部分项目，对当年销售金额产生一定影响。

自持物业出租率较低、评估值很高，其公允价值存在波动风险

截至 2019 年底，公司投资性房地产整体出租率为 71.37%，部分物业出租率较低；公司投资性房地产评估增值部分占其账面价值的 56.14%，且相对于租金收入，公司投资性房地产评估值很高，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

公司根据现有资源制定发展战略，符合实际情况，但需关注一级土地转让进度，商业、文旅项目的销售情况。

公司坚持业务转型升级，并计划通过如下方式提升竞争力：

加快去化，持续提升效益与降低负债。公司坚持有效益的增长策略，不盲目攀比销售规模。2020 年公司将抓住交通改善后温州、兴隆一级土地成熟上市的机遇，积极推进住宅项目转让与合作，提升现金流支持主力产品拓展，同时持续控制负债及负债比例，降低公司负债风险。

加速主力产品发展。随着公司主力产品市场品牌的提升，在新项目拓展中，街区综合体在政府招标时可获得低价住宅配比，加快现金回流并提升效益。喜马拉雅公寓产品受到了资本市场的青睐，公司将以投入少量资金迅速拓展新项目落地执行。文旅项目将重点打造北京周边项目，在 2020 年陆续上市。

推进组织变革，建立完善的激励机制。为调节公司业务转型与产品升级，公司将大力推进内部改革与激励机制创新。将公司打造成一个有创新能力、盈利能力、有市场品牌影响力的专业化企业。公司将从过去追求规模实力与扩张转变为持续追求专业能力提升的战略。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2019 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 2019 年底，公司纳入合并范围子公司 118 家，较年初增加 13 家子公司，减少 5 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，公司财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 526.03 亿元，负债合计 434.12 亿元，所有者权益 91.91 亿元，其中归属于母公司所有者权益 48.51 亿元。2019 年，公司实现营业收入 74.72 亿元，净利润 9.05 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 5.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额 24.91 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.43 亿元。

2．资产质量

2019 年，受处置部分资产影响，公司资产和存货规模有所下降；其他应收款中借予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。

截至 2019 年底，公司资产合计 526.03 亿元，较年初下降 3.95%，主要系公司处置重庆阳光 100 国际新城项目及慈云寺老街项目所致。公司资产中流动资产占 70.42%，流动资产占比较年初小幅下降，资产结构仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产合计 370.42 亿元，较年初下降 6.64%，主要系存货减少所致。

公司流动资产主要以货币资金（占 7.84%）、其他应收款（占 10.76%）和存货（占 73.91%）为主。

截至 2019 年底，公司货币资金 29.03 亿元，较年初微增 1.34%，主要由银行存款（占 99.98%）构成，其中使用受限的货币资金 6.73 亿元（预售所得款项相关的受限制资金 4.01 亿元），占比 23.18%，占比一般。

截至 2019 年底，公司其他应收款 39.86 亿元，较年初增长 7.64%，主要系借予第三方款项增加所致。从其他应收款账龄看，1 年以内的占 44.81%，1~2 年的占 26.84%，2~3 年的占 11.31%，3 年以上的占 17.04%，其他应收款账龄较长。截至 2019 年底，公司其他应收款余额 48.70 亿元，累计计提坏账准备 8.84 亿元，累计计提坏账比例 18.15%，计提比例尚可。截至 2019 年底，公司其他应收款前五大合计 13.89 亿元，占 28.52%，主要为借予第三方款项。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成占压，且已出现较大规模减值准备，后续需持续关注其他应收款的回收情况。

截至 2019 年底，公司存货账面价值合计 273.79 亿元，较年初下降 10.36%，主要系处置重庆阳光 100 国际新城项目及慈云寺老街项目所致。公司存货中在建开发产品占 68.10%，已完工开发产品占 24.60%，待售土地开发占 7.30%，以在建开发产品为主。截至 2019 年底，公司存货计提跌价准备 2.11 亿元，主要为窑埠、丽江雪山等项目，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所致，计提比例为 0.76%。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 2019 年底，公司共有 60.62 亿元存货用于借款抵押，占期末存货账面价值的 22.14%，占比尚可。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 155.61 亿元，较年初增长 3.12%，主要系长期股权投资增加所致。公司非流动资产主要以长期股权投资（占 8.49%）、投资性房地产（占 74.64%）和无形资产（占 5.55%）为主。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 13.21 亿元，较年初大幅增长 45.93%，主要系公司本期处置重庆阳光壹佰部分股权且丧失控制权，重庆阳光壹佰变为公司联营企业且持有的剩余股权在处置日合并报表层面按照允价值计量所致。

截至 2019 年底，公司投资性房地产账面价值 116.14 亿元，均采用公允价值计量，较年初微增 1.52%。公司投资性房地产评估增值部分占 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 2019 年底，公司受限的投资性房地产账面价值合计 62.43 亿元，主要用于借款担保，占期末投资性房地产账面价值的 53.75%，投资性房地产受限比例较高。

2019 年，公司新增无形资产 8.64 亿元，为公司本期通过收购子公司获取的土地开发专有权。

受限资产方面，截至 2019 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 133.98 亿元，占公司期末资产总额的 25.47%，受限比例一般。

3．负债及所有者权益

负债

2019 年，公司负债结构仍以流动负债为主，债务规模和债务杠杆有所下降，但债务负担仍较重且在 2020 年和 2021 年偿债压力较大，同时公司债务中非银行类借款占比较高。

截至 2019 年底，公司负债合计 434.12 亿元，较年初下降 7.20%，主要系借款规模下降所致；公司负债结构仍以流动负债为主（占 66.94%）。

截至 2019 年底，公司流动负债合计 290.59 亿元，较年初下降 1.93%，主要由短期借款（占 8.93%）、应付账款（占 10.66%）、合同负债（占 29.46%）、应交税费（占 7.98%）、其他应付款（占 24.09%）和一年内到期的非流动负债（占比 18.54%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 25.95 亿元，较年初下降 30.57%，主要系归还部分借款所致。公司短期借款中股权质押借款 12.01 亿元、抵押借款 10.42 亿元，公司短期借款中 7.34 亿元可通过外保内贷保证金还款。公司应付账款 30.99 亿元，较年初下降 7.63%，主要系应付工程款减少所致。公司合同负债 85.60 亿元，较年初增长 9.07%，主要为预收房款。公司其他应付款 70.01 亿元，较年初增长 22.55%，主要系应付关联方款项增加所致，其中应付关联方款项占 81.83%。公司一年内到期的非流动负债 53.88 亿元，较年初下降 19.37%，其中一年内到期的长期借款占 81.09%，一年内到期的应付债券占 18.52%。公司一年内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 2019 年底，公司非流动负债合计 143.54 亿元，较年初下降 16.31%，主要系公司长期借款减少及“15 万通 02”于一年内到期转出所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 54.04%）、应付债券（占 27.48%）和递延所得税负债（占 14.29%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 77.56 亿元，较年初下降 12.68%，主要系处置子公司带走部分债务所致。公司应付债券合计 39.44 亿元，较年初下降 20.17%，主要系“15 万通 02”于一年内到期转入流动负债所致。

截至 2019 年底，公司全部债务规模为 196.62 亿元，较年初下降 19.09%，债务规模有所下降。其中短期债务和长期债务分别占 40.49%和 59.51%，公司短期债务占比较大，存在较大短期偿付压力。截至 2019 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 82.53%、68.15%和 56.01%，分别较年初下降 2.89 个百分点、下降 7.12 个百分点和下降 7.37 个百分点，公司债务比率有所下降，但整体债务负担仍较重。从公司债务到期期限看，公司 2020 年和 2021 年存在较大债务偿付压力。

表 8　截至 2019 年底公司债务期限分布情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年及以后	合计
短期借款	25.95	--	--	--	--	25.95
长期借款	43.69	36.16	29.94	4.38	7.08	121.25
应付债券	9.98	24.50	--	14.94	--	49.42
合计	**79.61**	**60.66**	**29.94**	**19.32**	**7.08**	**196.61**

注：上表未包含应付票据
资料来源：公司提供，联合评级整理

从公司债务渠道结构及各自到期期限看，截至 2019 年底，公司债务中非银行类借款占 48.17%，占比较高，且 2020 年非银行类借款到期规模较大，在资管新规收紧对房地产企业贷款下，公司融资渠道可能受到一定影响。

表 9　截至 2019 年底公司债务融资渠道分布情况（单位：亿元）

项目	1 年以内	1~2 年	2 年以上	合计
银行借款	23	14	16	**53**
公司债券	10	25	15	**49**
非银行类借款	47	22	26	**95**
合计	**80**	**61**	**56**	**197**

注：1. 上表未包含应付票据；2. 上表中部分合计数与各数相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成
资料来源：公司提供，联合评级整理

所有者权益

公司所有者权益保持增长，但权益稳定性有待提高。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 91.91 亿元，较年初增长 15.07%，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 48.51 亿元（占 52.78%）。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 3.97%、其他综合收益占 13.45%、未分配利润占 82.41%，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。

4．盈利能力

2019 年，公司营业收入、利润和盈利指标均有所提升，但公允价值变动收益对利润影响较大。

2019 年，公司实现营业收入 74.72 亿元，同比增长 5.98%；公司营业成本同比下降 2.74%，主要系结转项目毛利率提高所致。2019 年，公司实现营业利润 10.17 亿元，扭亏为盈，主要系公司 2018 年计提较大规模信用减值损失致当年营业利润较小，以及公司 2019 年结转毛利率较高物业经营利润增加所致；净利润 9.05 亿元，同比增长 337.81%。

从期间费用看，2019 年公司期间费用合计 8.84 亿元，同比增长 7.15%，主要系财务费用增加所致。2019 年，公司期间费用中销售费用、管理费用和财务费用分别占 52.13%、51.18%和-3.31%，以销售费用和管理费用为主。2019 年，公司销售费用 4.61 亿元，同比下降 8.82%，主要系公司加强成本控制，调整佣金政策，导致支付的广告宣传费及销售代理费有所下降所致；管理费用 4.52 亿元，同比增长 2.20%；财务费用-0.29 亿元，上年为-1.23 亿元，主要系利息收入下降所致。

从利润构成看，2019 年，公司公允价值变动收益 2.82 亿元，同比下降 48.36%，主要来自于投资性房地产评估增值，占营业利润比重为 27.79%，公司公允价值变动收益对营业利润影响较大。投资收益由上年-0.16 亿元上升为 2.78 亿元，主要系重新计量被收购方既有权益的公允价值，不具有持续性。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率 19.84%，较上年增长 5.50 个百分点，主要系综合毛利率增长所致；2019 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 3.81%、2.33%和 10.53%，较上年分别增加 2.29 个百分点、1.40 个百分点和 7.85 个百分点，主要系利润规模增加所致；公司盈利能力指标有所提升。

5．现金流

2019年，公司经营活动现金流保持净流入，因当年处置子公司投资活动现金流转为净流入，但由于公司筹资活动持续净流出，公司现金流仍较为紧张。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入为 90.92 亿元，同比变化不大，主要为收回的房地产项目销售款。公司经营活动现金流出 66.01 亿元，同比下降 12.86%，主要系开工规模下降，建安支出下降所致。综上，2019 年，公司经营活动现金净流入 24.91 亿元，同比增长 74.93%，保持净流入状态。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 34.47 亿元，同比增长 289.73%，主要系处置子公司收到现金及收回合作项目借款增加所致；投资活动现金流出 33.27 亿元，同比增长 66.33%，主要系合作项目借款增加所致。2019 年，公司投资活动现金流量净额 1.20 亿元，由净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 120.02 亿元，同比增长 11.16%，主要系借款增加所致；筹资活动现金流出 144.69 亿元，同比增长 17.24%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2019 年，公司筹资活动现金流净流出 24.67 亿元，继续净流出且流出规模进一步扩大。

6．偿债能力

公司短期和长期偿债能力指标均较弱，筹资活动现金流持续净流出，资金压力较大；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，以及公司土地一级开发项目逐步进入收获期可为公司带来一定投资收益，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.27 倍和 0.33 倍，均较年初变化不大。截至 2019 年底，公司现金短期债务比为 0.36 倍，较年初 0.27 倍有所提升，但现金类资产对短期债务的保护程度仍较弱。总体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标来看，2019 年，公司 EBITDA 为 13.19 亿元，同比增长 144.12%，主要系利润总额增长所致。公司 EBITDA 主要由利润总额（占 75.17%）和计入财务费用的利息支出（占 19.64%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 0.52 倍和 0.07 倍，较上年的 0.21 倍和 0.02 倍均有所提升，但 EBITDA 对利息及全部债务的保障程度仍低。总体看，公司长期偿债能力较弱。

从担保情况看，截至 2019 年底，公司对外担保余额 0.26 亿元，规模很小。

截至 2020 年 4 月底，公司存在如下重大未决诉讼：公司作为原告分别与北京赢富企业管理有限公司、深圳益华讯贸易有限公司、深圳市佰佳瑞投资有限公司等民间借贷纠纷案，涉及金额合计 2.96 亿元，目前案件尚未开庭审理。总体看，公司存在一定规模未决诉讼金额，存在一定不确定性。

截至 2019 年底，公司已经取得的金融机构授信总额为 167.50 亿元，其中已用授信额度 43.62 亿元，尚可使用授信额度 123.88 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

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 2020 年 6 月 11 日，公司不存在未结清的关注类或不良类信贷信息。

7．母公司财务分析

母公司资产主要为子公司往来款、持有的子公司股权及投资性房地产，母公司债务负担较重，租金收入及公允价值变动收益为其主要利润来源。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 62.16 亿元，较年初下降 19.27%，主要系其他应收款减少所致。母公司资产结构较年初变化不大，仍主要由其他应收款（占 65.50%）、长期股权投资（占 18.81%）和投资性房地产（占 12.43%）构成。负债总额 55.84 亿元，较年初下降 21.09%，主要系偿还到期债券所致。母公司全部债务 49.64 亿元，主要为发行的债券，以长期债务（占 79.85%）为主。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 89.83%、全部债务资本化比率为 88.70%，母公司债务负担较重。母公司所有者权益合计 6.32 亿元，较年初增长 1.42%，变化不大。

损益方面，2019 年，母公司营业收入为 0.12 亿元，同比下降 15.33%；利润总额 0.12 亿元，同比下降 55.68%，主要系公允价值变动收益下降所致。同期，母公司公允价值变动收益为 0.16 亿元，主要为投资性房地产评估增值。租金收入及公允价值变动收益为母公司主要利润来源。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动现金流量净额为 0.15 亿元，投资活动现金流量净额为 20.07 亿元，筹资活动现金流量净额为-20.06 亿元。

七、公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）为29.03亿元，约为“16万通01”待偿本金（14.53亿元）的2.00倍，公司现金类资产对债券的覆盖

程度较强；净资产91.91亿元，约为待偿本金（14.53亿元）的6.33倍，归属于母公司的净资产为48.51亿元，约为待偿本金（14.53亿元）的3.34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，2019年，公司EBITDA为13.19亿元，约为待偿本金（14.53亿元）的0.91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2019年经营活动产生的现金流入90.92亿元，约为待偿本金（14.53亿元）的6.26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一定优势，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 中国拥有较大规模的土地储备，受处置部分项目影响，其 2019 年开发及销售规模均有所下滑。

阳光100中国创建于1999年，其前身广西万通由易小迪先生于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2019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，近两年收入规模占到阳光100中国收入规模的90%以上。

截至2019年底，阳光100中国拥有土地储备总建筑面积1,234.25万平方米，其中权益建筑面积合计885.68万平方米；阳光100中国土地储备规模较大。

从开发数据来看，2019年，阳光100中国新开工建筑面积130.98万平方米，较2018年下降12.47%；竣工建筑面积101.02万平方米，较2018年下降8.97%；2019年末在建面积458.73万平方米，较上年末基本持平。

从销售情况来看，受处置部分项目影响，阳光100中国2019年销售规模有所下滑，实现合约销售金额103.39亿元，较2018年下降14.53%；实现合约销售面积78.74万平方米，较2018年下降16.91%；平均销售单价1.28万元/平方米，较2018年增长4.40%。

2. 财务概况

2019年，受处置项目影响，阳光100中国债务规模和债务比率均有所下降，但整体债务负担仍较重，偿债压力大。

阳光100中国2019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2019年底，阳光100中国纳入合并范围子公司143家，与2018年底相比新增16家子公司，减少9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2019年底，阳光100中国合并资产总额583.95亿元，负债合计466.47亿元，所有者权益（含少数股东权益）117.48亿元，其中归属于母公司所有者权益合计91.67亿元。2019年，阳光100中国

实现营业总收入82.89亿元，实现净利润32.15亿元；经营活动产生的现金流量净额23.64亿元，现金及现金等价物净增加额-1.74亿元。

债务方面，截至2019年底，阳光100中国全部债务250.54亿元，较年初下降15.63%，主要系出售项目及偿还借款所致。其中短期债务占42.31%，短期债务占比较高，短期偿债压力较大。截至2019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79.88%、68.08%和55.16%，分别较年初下降4.48个百分点、7.47个百分点和11.57个百分点，阳光100中国债务比率有所下降，但债务负担仍较重。偿债能力方面，截至2019年底，阳光100中国流动比率和速动比率分别为1.50倍和0.45倍，较年初变化不大，现金短期债务比为0.39倍，阳光100中国短期偿债能力指标较低；EBITDA全部债务比为0.17倍，较上年0.03倍上升较多，但处于一般水平。总体看，阳光100中国债务规模和债务比率均有所下降，但债务负担仍较重，短期偿债压力大。

3. 债权保护效果分析

以2019年底财务数据测算，“16万通01”债券待偿本金（14.53亿元）占阳光100中国资产总额的2.49%，占所有者权益总额的12.37%；2019年阳光100中国EBITDA42.80亿元为“16万通01”债券待偿本金（14.53亿元）的2.95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

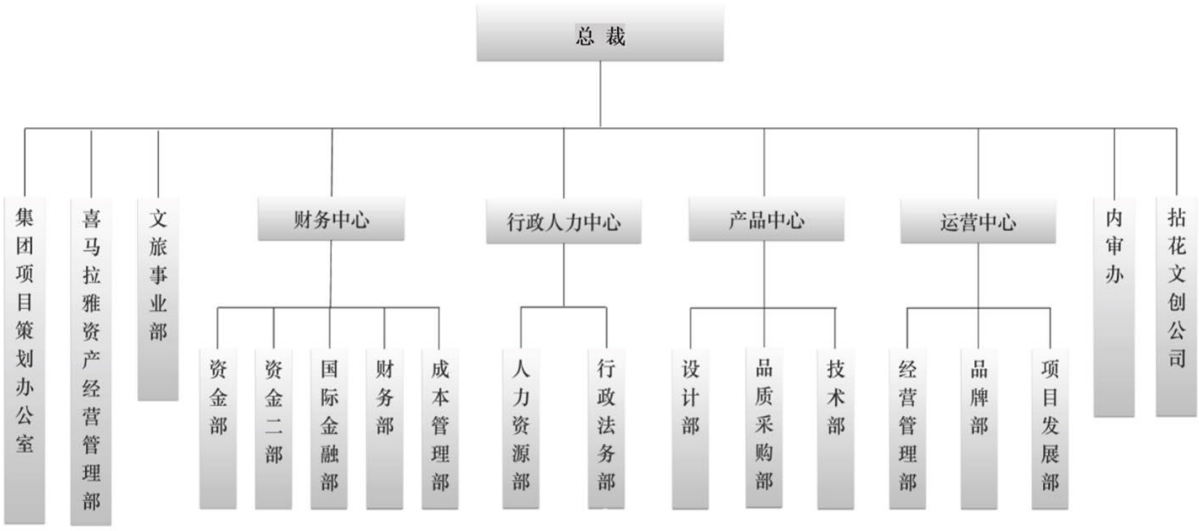
2019 年，公司面临较大资金压力，主动降低支出，进一步控制拿地规模并降低新开工力度；通过出售项目回笼资金，公司利润规模大幅增长，经营活动现金流保持净流入；期末公司债务规模和债务杠杆均有所下降，且仍保持较充足的土地储备和较大的在建规模。同时，联合评级也关注到公司储备项目受区域、业态、新冠疫情等影响去化压力较大、债务负担仍较重且存在较大偿付压力、筹资活动现金流持续净流出、公允价值变动收益对利润影响较大及借予第三方款项较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

随着公司项目的陆续开发和销售，以及公司土地一级开发项目逐步挂牌出让，公司经营状况有望保持稳定。

担保方阳光100中国作为公司间接控股股东及在香港联合交易所上市的企业，融资渠道较多元化，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	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	500.42	547.67	526.03
所有者权益（亿元）	74.31	79.87	91.91
短期债务（亿元）	84.77	104.76	79.61
长期债务（亿元）	150.52	138.23	117.00
全部债务（亿元）	235.29	243.00	196.62
营业收入（亿元）	61.03	70.51	74.72
净利润（亿元）	4.21	2.07	9.05
EBITDA（亿元）	8.45	5.40	13.19
经营性净现金流（亿元）	18.76	14.24	24.91
流动资产周转次数（次）	0.17	0.18	0.19
存货周转次数（次）	0.18	0.20	0.19
总资产周转次数（次）	0.13	0.13	0.14
现金收入比率（%）	136.09	121.27	114.59
总资本收益率（%）	2.13	1.52	3.81
总资产报酬率（%）	1.65	0.93	2.33
净资产收益率（%）	5.87	2.68	10.53
营业利润率（%）	16.52	14.34	19.84
费用收入比（%）	15.07	11.70	11.83
资产负债率（%）	85.15	85.42	82.53
全部债务资本化比率（%）	76.00	75.26	68.15
长期债务资本化比率（%）	66.95	63.38	56.01
EBITDA 利息倍数（倍）	0.40	0.21	0.52
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.02	0.07
流动比率（倍）	1.48	1.34	1.27
速动比率（倍）	0.41	0.31	0.33
现金短期债务比（倍）	0.49	0.27	0.36
经营现金流动负债比率（%）	7.59	4.81	8.57
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.58	0.37	0.91

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。