

信用等级公告

联合评字[2015]271 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广西万通房地产有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2016 年不超 20 亿元公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年九月八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层

电话：010-85172818

传真：010-85171273

Http:// www.unitedratings.com.cn

广西万通房地产有限公司

2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

主体级别：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 20 亿元

本次债券期限：3+2 年，附第三年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期归还本金和最后一利息

评级时间：2015 年 9 月 8 日

财务数据：

发行人

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
资产总额(亿元)	216.49	267.79	325.66	326.15
所有者权益(亿元)	29.27	40.00	52.55	52.58
长期债务(亿元)	34.12	83.64	53.76	76.12
全部债务(亿元)	84.91	117.26	132.32	142.98
营业收入(亿元)	47.27	61.41	68.64	2.08
净利润(亿元)	6.72	7.61	6.94	-1.30
EBITDA(亿元)	10.76	12.97	10.14	--
经营性净现金流(亿元)	-3.40	-14.85	4.18	-12.50
营业利润率(%)	27.02	25.27	19.74	9.60
净资产收益率(%)	--	21.97	14.99	--
资产负债率(%)	86.48	85.06	83.86	83.88
全部债务资本化比率(%)	74.36	74.56	71.58	73.11
流动比率	1.24	1.68	1.28	1.42
EBITDA 全部债务比	0.13	0.11	0.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.55	1.36	0.84	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.54	0.65	0.51	--

担保方

资产总额(亿元)	225.10	279.03	350.71	347.09
负债总额(亿元)	206.70	251.51	295.55	293.90
归属于母公司权益合计	13.20	19.92	46.20	44.93
所有者权益合计	18.40	27.51	55.16	53.19
经营活动现金流量	-2.12	-15.02	-4.69	-12.32
营业收入(亿元)	44.62	57.77	71.05	2.23
净利润(亿元)	3.84	6.31	8.10	-1.48
EBITDA(亿元)	8.02	11.51	13.31	--
资产负债率(%)	91.83	90.14	84.27	84.68

注：1、2015 年一季度财务报告未经审计，相关指标未年化。

2、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；本报告中数据如无特别说明均为合并口径。

3、公司未对 2011 年报表追溯调整，2012 年涉及需要两年数据计算的相关盈利指标未计算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广西万通房地产有限公司（以下简称“公司”或“广西万通”）的评级反映了公司作为国内较为知名的房地产开发企业，具有丰富的房地产开发经验，公司开发的地产项目品质较好，品牌知名度较高，公司土地储备规模适中，主营业务盈利能力较强。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、项目开发周期较长、资金需求压力较大等因素对公司经营形成的不利影响。

公司在建项目地理位置较好，未来随着项目的陆续销售，公司的盈利较有保证，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司开发项目所在的区域中沈阳、济南、无锡、长沙等地区经济发展水平适中，未来仍有较大提升空间，公司或将直接受益于上述区域经济发展。

2. 公司具有多年的房地产开发经验，旗下以“阳光 100”品牌命名的房地产项目在当地具有较高的知名度。

3. 公司在建项目规模较大，预收款规模较大，未来可结转收入较多。

关注

1. 近年来，受宏观经济下行、银行收紧房地产信贷额度影响，房地产行业景气程度下降，对公司经营造成了不利影响。未来房地产行业的发展仍存在不确定性。

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

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

分析师

刘 薇

电话：010-85172818

邮箱：liuw@unitedratings.com.cn

李 晶

电话：010-85172818

邮箱：lij@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

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与广西万通房地产有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与广西万通房地产有限公司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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因广西万通房地产有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由广西万通房地产有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：

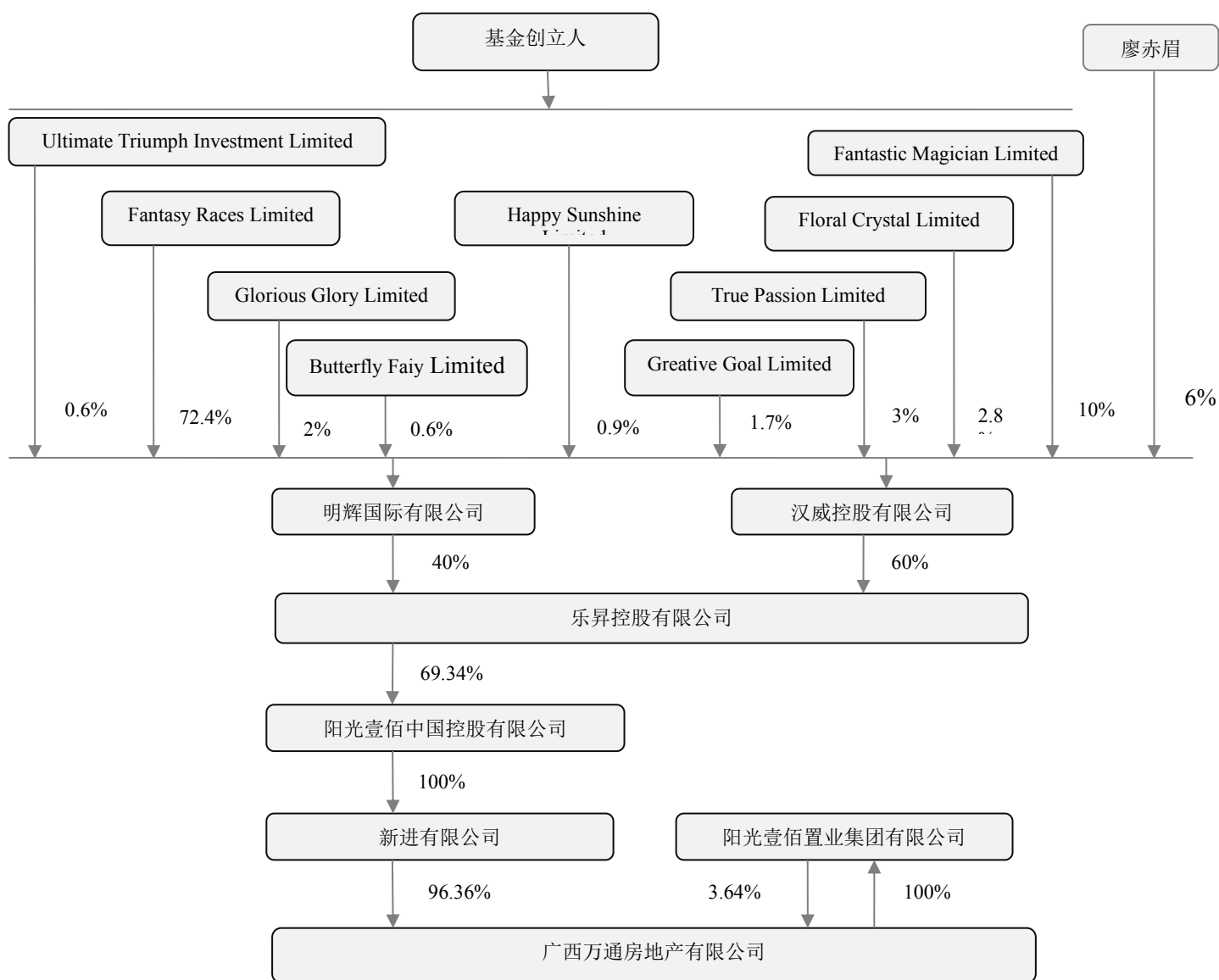
联合信用评级有限公司

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与新加坡大洋企业（私人）有限公司共同以货币出资，于1994年3月2日设立的中外合资经营企业。成立时，注册资本为2,100万元，其中，广西新万通出资700万元，持有其34%股权，新加坡大洋公司出资1,400万元，持有其66%股权。

公司历经数次股权变更，截至2015年3月底，公司注册资本增至192,526万元，其中，阳光壹佰集团公司持有广西万通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2015年3月底公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公司提供

公司经营范围：主要从事房地产开发经营，土地一级开发，物业管理及酒店经营等。

目前公司本部下设项目发展部、研发中心、商业管理部、经营管理部、销售管理部、资金部、财务部、成本管理部等 18 个职能部门（详见附件 1）；拥有 58 家子公司。截至 2015 年 3 月底，公司拥有在册员工 3,628 人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 325.66 亿元，负债合计 273.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益）52.55 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 30.96 亿元；2014 年实现营业收入 68.64 亿元，净利润（含少数股东损益）6.94 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 6.10 亿元；经营活动现金流量净额为 4.18 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.20 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 326.15 亿元，负债合计 273.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益）52.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 27.87 亿元；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.08 亿元，净利润（含少数股东损益）-1.31 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 -0.98 亿元；经营活动现金流量净额为 -12.50 亿元，现金及现金等价物净增加额 -11.22 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、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“广西万通房地产有限公司 2016 年公司债券”，本次债券预计发行规模为不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）。本次债券期限为 3+2 年，附第三年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售权。董事会在发行前根据市场情况和公司资金需求情况确定各批次公开发行的公司债券具体发行规模，首期发行规模不低于核定规模的 50%。

本次债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照市场情况确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本。

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

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金及偿还公司债务，调整公司债务结构，降低财务费用。

三、行业分析

公司为房地产开发企业，其收入几乎全部来源于房地产业务。房地产行业在国民经济中具有关联度高、带动性强的特点，是国民经济的支柱性行业。

1. 行业状况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地

产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房地产企业较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与企业相关部门发生种种联系。

从近年房地产行业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月，一二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。受2011年行业低迷影响，2012年房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.2%，增速较2011年放缓11.7个百分点。商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增加13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度明显回升，2013年全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.8%，增速较2012年提高3.6个百分点。商品房施工面积66.6亿平方米，比上年增加16.1%，增幅同比增长2.9个百分点；新开工面积20.1亿平方米，比上年增长13.5%，增幅同比增长20.8个百分点。

2014年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，尤其是在上半年整体市场都面临较大的压力。下半年开始，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。从国家统计局发布的数据来看，2014年，全国房地产开发投资95,036亿元，比上年名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速比1-11月份回落1.4个百分点，比2013年回落9.3个百分点。其中，住宅投资64,352亿元，增长9.2%，增速比1-11月份回落1.3个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.7%。2014年，房地产开发企业房屋施工面积726,482万平方米，比上年增长9.2%，增速比1-11月份回落0.9个百分点。其中，住宅施工面积515,096万平方米，增长5.9%。房屋新开工面积179,592万平方米，下降10.7%，降幅扩大1.7个百分点。其中，住宅新开工面积124,877万平方米，下降14.4%。房屋竣工面积107,459万平方米，增长5.9%，增速回落2.2个百分点。其中，住宅竣工面积80,868万平方米，增长2.7%。

2015年1-3月份，全国房地产开发投资16,651亿元，同比名义增长8.5%（扣除价格因素实际增长9.5%），增速比1-2月份回落1.9个百分点。其中，住宅投资11,156亿元，增长5.9%，增速回落3.2个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.0%。2015年1-3月份，房地产开发企业房屋施

工面积584,018万平方米，同比增长6.8%，增速比1-2月份回落0.8个百分点。其中，住宅施工面积407,714万平方米，增长3.7%。房屋新开工面积23,724万平方米，下降18.4%，降幅扩大0.7个百分点。其中，住宅新开工面积16,791万平方米，下降20.9%。房屋竣工面积16,994万平方米，下降8.2%，降幅收窄4.7个百分点。其中，住宅竣工面积12,392万平方米，下降10.9%。

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，2014年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

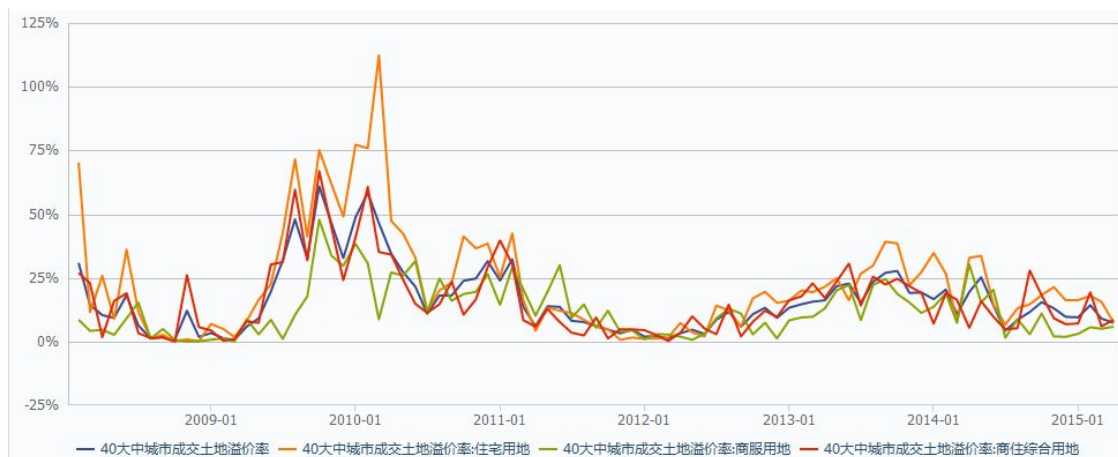
土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年同期下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2012年下半年以来，一线城市土地溢价率持续走高，也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012年全国300个城市住宅用地楼面均价为1,347元/平方米，同比上涨7.4%，其中12月达1,675元/平方米，为2010年4月调控以来最高值。受供应量增加影响，2013年土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

2013年重点城市地价升高，带动楼面均价整体水平明显高于上年。全国300个城市土地成交楼面均价1,174元/平方米，同比上涨27%。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，楼面均价领涨。2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

进入2014年，受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌，各地土地出让情况出现恶化，土地出让溢价率和楼面地价明显回落，如下图所示。截至2014年12月末，全国40个大中城市土地出让溢价率为9.55%，较上年末（为16.71%）下降近7.16个百分点；主要城市楼面地价3,522元/平方米，较上年末（为3,349元/平方米）增长了5.17%。

图 2 2009 年以来全国 40 个大中城市土地成交溢价率（单位：%）



资料来源：wind 资讯

值得关注的是，2014 年，在全国土地市场低迷，供需矛盾突出的背景下，房企为避险纷纷自三四线城市向一线城市回归，从而结构性的推高一线城市地价。根据国家统计局公布的数据显示，一线城市的住宅地块的出让金额高达 3,438 亿元，主要原因是楼面地价的上涨。相比 2013 年，2014 年一线城市土地推出面积和成交均下降，同比分别减少 26%、27%；与此同时，楼面均价却高达为 7,705 元/平方米，同比上涨 41%。一线城市土地市场的这一特征在北京表现得尤其突出。2014 年北京土地市场供需下降，其中推地面积同比减少 44%；成交面积同比减少 42%，但 2014 年北京土地出让金总额达 1,917 亿元，创历史新高，其中宅地出让金额为 1,311 亿元，占总额的 68%。

相比一线城市和三四线城市，二线城市供求量跌幅相对最小，土地出让金同比减少 28%，土地溢价率仅为 8%，同比下降 8 个百分点。而三四线城市供求量和土地出让金均领跌，其中推出土地面积同比减少 26%；土地成交面积同比减少 36%；土地出让金仅为 7,538 亿元，同比减少 37%。

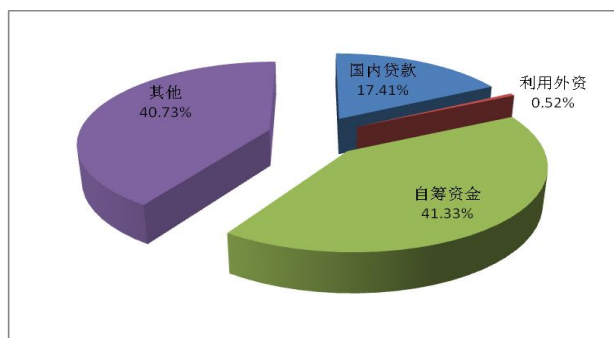
截至 2015 年 3 月末，全国 40 个大中城市土地出让溢价率为 7.40%，较上年末（为 19.50%）下降近 12.1 个百分点；主要城市楼面地价 3,522 元/平方米，较上年末（为 3,349 元/平方米）增长了 5.17%。

总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，但整体保持在较高水平。值得注意的是，2013 年以来由于土地供应量较大，土地成本较高，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

（2）开发资金来源状况

2008 年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。从房地产资金来源情况看，房地产开发企业资金来源总体增速增长。据国家统计局数据显示，2014 年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比上年下降 0.1%，1-11 月份为增长 0.6%，2013 年为增长 26.5%。其中，国内贷款 21,243 亿元，增长 8.0%；利用外资 639 亿元，增长 19.7%；自筹资金 50,420 亿元，增长 6.3%；其他资金 49,690 亿元，下降 8.8%。在其他资金中，定金及预收款 30,238 亿元，下降 12.4%；个人按揭贷款 13,665 亿元，下降 2.6%。

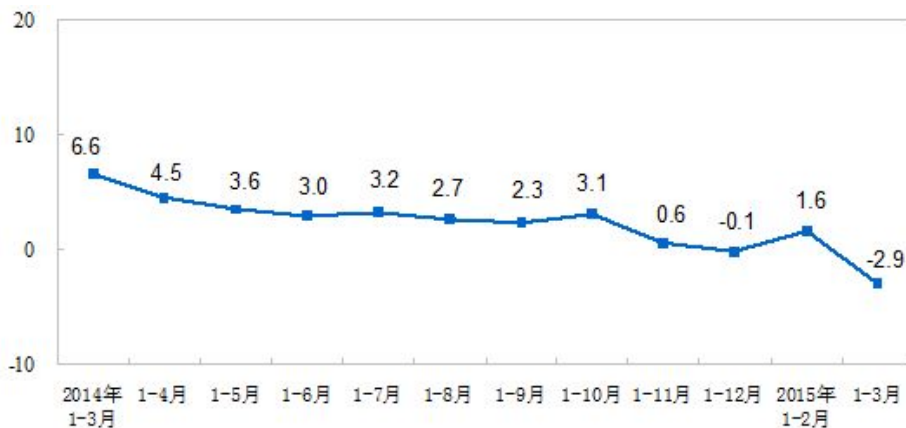
图3 2014年房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

2015年1-3月份，房地产开发企业到位资金27,892亿元，同比下降2.9%，1-2月份为增长1.6%。其中，国内贷款5,845亿元，下降6.1%；利用外资93亿元，增长11.3%；自筹资金11,214亿元，增长1.1%；其他资金10,739亿元，下降5.2%。在其他资金中，定金及预收款6,260亿元，下降8.4%；个人按揭贷款3,194亿元，增长1.0%。

图4 全国房地产开发企业本年资金到位增速（单位：%）



资料来源：国家统计局

总的来看，偏紧的货币供应，使房地产的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

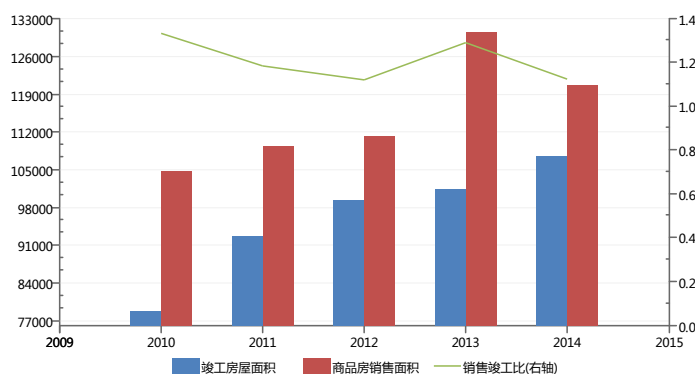
（3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2012年全国房地产开发企业房屋施工面积57.34亿平方米，比上年增长13.2%；房屋新开工面积17.73亿平方米，下降7.3%；房屋竣工面积9.94亿平方米，增长7.3%；其中，住宅竣工面积79,043万平方米，增长6.4%。与此同时，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积11.13亿平方米，比上年增长1.8%；其中，住宅销售面积增长2%，办公楼销售面积增长12.4%，商业营业用房销售面积下降1.4%。商品房销售额6.45万亿元，增长10%；其中，住宅销售额增长10.9%，办公楼销售额增长12.2%，商业营业用房销售额增长4.8%。2013年统计数据显示，房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.0%，增速下降0.5个百分点；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，下降0.4%。2013年，商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.3%，增速较上年回落0.5个百分点。2013年房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，

成交量普遍大幅上涨。2014 年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014 年，商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014 年，住宅竣工面积 107,459 万平方米，同比增长 5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

2015 年 1-3 月份，商品房销售面积 18,254 万平方米，同比下降 9.2%，降幅比 1-2 月份收窄 7.1 个百分点。其中，住宅销售面积下降 9.8%，办公楼销售面积下降 23.3%，商业营业用房销售面积增长 5.4%。商品房销售额 12023 亿元，下降 9.3%，降幅比 1-2 月份收窄 6.5 个百分点。其中，住宅销售额下降 9.1%，办公楼销售额下降 26.5%，商业营业用房销售额增长 1.8%。

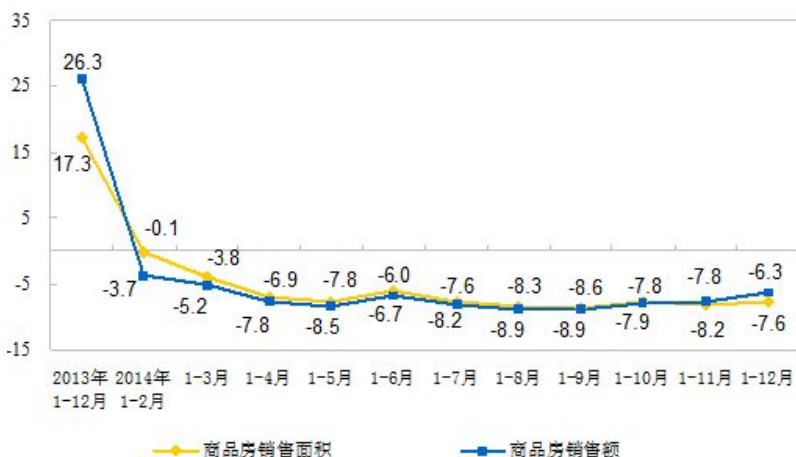
图 5 2010~2014 年全国商品住宅供求情况 （单位：万平方米）



资料来源：国家统计局、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于 1 说明供不应求，小于 1 说明供大于求。

图 6 全国商品房销售面积和销售额增速情况 （单位：%）



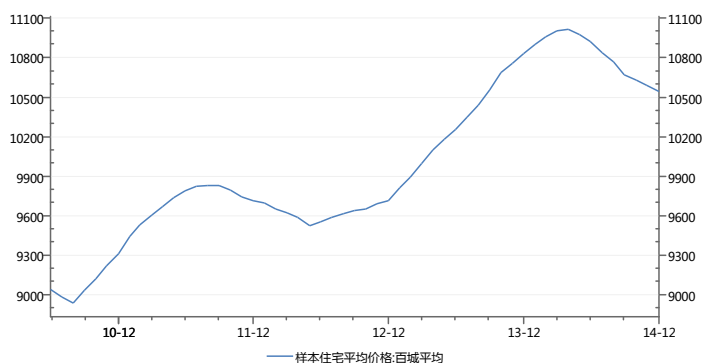
资料来源：国家统计局

总的来看，在经历了几年来的景气后，2014 年以来，随着限购限贷等政策的逐步产生效果，行业增速放缓、景气度有所下降。

(4) 销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点，进入2015年以来，全国百城住宅平均价格在维持在2014年底以来的低位运行，如下图所示。

图7 近年来年全国百城住宅平均价格情况 (单位: %)



资料来源: wind 资讯

总的来看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013年也已经基本确立了持续上涨趋势，但2014年以来房价上涨趋势得以扭转，未来房价走势仍待进一步观察。

3. 竞争格局

从2003年至今，房地产市场已经走过了黄金10年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入2014年，行业集中度进一步提升。2014年房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别提高到17.49%和23.49%，分别提高了4.22个和5.24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10.26%和13.51%，分别提高了1.89和2.39个百分点(详见下表)。

表1 2010~2014年前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
前10大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	16.92%
前20大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	22.79%
前10大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	8.79%
前20大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.65%

资料来源: 联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，

较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 2 2014 年发布的中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	中国海外发展有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	大连万达商业地产股份有限公司	8	碧桂园控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	绿城房地产集团有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2009年上半年，房地产行业宏观调控政策相对宽松。但是，随着各地纷纷出台房地产鼓励政策，房价明显上涨。下半年，政策逐渐转向收紧，12月国务院出台“新国四条”抑制房价过快上涨。2010年，国家出台了更为严厉的房地产政策，如明确二套房贷首付不能低于40%，贷款利率严格按照风险定价，增加住房有效供给，抑制房地产投机，实行更为严格的差别化信贷政策等。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。2009年以来主要的房地产调控政策如表3所示。

2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地

产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表 3 2009 年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2009 年 5 月	国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》
2009 年 12 月	国务院常务会议提出“新国四条”
2010 年 1 月	国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010 年 4 月	国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2011 年 1 月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011 年 1 月	国务院“新国八条”
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年	央行多次降息，多地取消限购
2015 年 2 月	央行降息
2015 年 3 月	央行调整二套房首付比例；财政部调整营业税征收标准

资料来源：联合评级收集整理

2014 年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。经济下行压力与日俱增，国家稳定住房消费以防止房地产市场进一步下滑，刺激房地产市场以保经济增速。房地产市场调控政策因此由强力行政干预走向市场化，由令出中央到下放地方。2014 年，全国大多数城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展，到目前为止，46 个限购城市中仅余北京、上海、广州和深圳仍执行限购政策。此外，部分城市的救市措施还从公积金贷款调整、契税减免、调整首付比例、购房补贴、户籍准入等方面入手，呈现多元化、纵深化格局。

进入 2015 年，国家房地产调控政策相继出台。2 月 28 日，央行决定自 2015 年 3 月 1 日起，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.35%，一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.5%，存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.2 倍调整为 1.3 倍。3 月 30 日，人民银行和财政部相继发文，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购买二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征营业税。相关政策反映出国家层面对房地产行业的支持，对房地产行业形成利好。

总体看，目前房地产行业调控压力依然较大，调控方向将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进。行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。在目前国家政策依然支持居民自住、改善性住房需求的宏观政策背景下，预计房地产市场仍将保持平稳健康发展。

5. 行业关注

房地产行业处于调整周期，行业风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，这是国内房地产市场一直以来的基本模式。如果遇到加息、人民币贬值将导致热钱流出，上

调存款准备金等因素导致市场资金面趋紧，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

近几年来部分城市房地产市场快速扩张，需求有过度释放迹象。部分城市的房地产市场风险已经充分暴露，例如鄂尔多斯市、温州、杭州和青岛等。未来，如果中国经济在转型压力下低速增长，很可能有更多的城市出现住宅供求失衡、房地产泡沫破裂的现象。国内房地产市场的持续低迷，房地产企业销售全面下降，流动性风险增加，会让金融机构对房地产企业贷款更为谨慎甚至于收缩。而且受早期房地产暴利以及房地产调控政策影响，房地产企业在国内的融资很大一部分通过包括信托在内的影子银行实现，融资成本居高不下；而当前一旦遭遇销售不畅，很容易造成资金链断裂及风险暴露。

我国人口向老龄化发展，不利于房地产行业的长期发展

由于计划生育制度和医疗卫生水平提高，我国老年人的比例不断上升，全国将进入老年型社会。二十世纪八十年代以后出生的独生子女在二十一世纪初对住房的刚性需求较强，引起了房价的大幅上涨，到二十一世纪二十年代后，我国的人口增速将大幅降低，这些独生子女的下一代将可能继承多套房产，届时房地产将严重供大于需；同时，由于人口红利的丧失，我国宏观经济的增速将进一步放缓，也在一定程度上影响了居民对住房的购买力，房地产的价格也将会大幅下跌，这将不利于房地产行业的长期发展。

总体看，房地产行业面临国家宏观调控政策变化、融资困难和融资成本较高以及人口增速降低带来的不确定性风险。未来房地产行业发展面临一定的压力。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

地方政策调整更趋灵活，空间更大

市场化改革和长效机制的建立不可能一蹴而就，随着多地限购政策的取消，各地政策的调整或将迎来新的契机。北上广深等一线城市难以从限购方面取得突破，而将继续从公积金、信贷等方面支持自住需求；对于其他城市来说，政策调整空间将有所扩大。

供需转变，城市分化增大；部分城市库存高位导致城市房价下行压力加大

需求方面，2014年央行发布“央五条”明确支持首套房贷款有助于平稳市场预期，同时两次定向降准释放一定流动性，预计未来一段时期中央或将继续采取金融措施支持自住型住房需求，合理引导和稳定市场预期，地方政策微调也将短期刺激市场，房地产市场需求或将缓慢回升。供应方面，前几年供应土地逐渐进入上市推盘周期，未来一段时期企业销售压力加大，预计企业推盘会更加积极，市场供应量将进一步增加。价格方面，“去库存”仍是房地产市场主基调，预计全国房价将在波动中延续阶段性下行趋向；库存持续高位、去化周期长的城市房价下行压力较大；而受需求量大、资源集中的影响，一线城市房地产业预计仍将保持平稳。

综合来看，在未来一段时期，针对房地产行业的调控政策将更加市场化、灵活化，但由于供需转变、库存高位等原因可能导致二三线城市房价下行压力较大。

7. 二、三线城市房地产市场情况

公司目前营业收入主要来自房地产开发销售,从地区来看,营业收入主要集中在济南、潍坊、沈阳、柳州、无锡、东营、长沙、武汉、成都、重庆等二、三线城市。近年来,我国房地产市场整体进入调整周期,但不同城市出现分化。三、四线城市房地产库存高企,房地产市场继续处于较低景气区间,而以上海、北京、重庆为代表的一、二线城市由于集中了优质服务资源而持续吸引外来人口进入,其房地产市场需求保持稳定增长。

2015年3月,全国100个城市新建住宅平均价格为每平方米10,523元,环比小幅下跌0.15%。这是自2014年5月份以来的第10次下跌,但跌幅已明显收窄。3月楼市整体环境向好,房企去化节奏加快,库存小幅下降,尽管百城住宅均价仍小幅下跌,但跌幅均有所收窄。根据统计,100个主要城市中,3月住宅价格环比2月上涨的城市有43个,较上月增加4个。涨幅居前五位的城市依次是乌鲁木齐、洛阳、太原、武汉、德州。

与此同时,房价下跌的城市也在减少。3月住宅价格环比下跌的城市55个,较上月减少6个。与二三线城市越来越多出现上涨相比,一线城市仍继续小跌。3月北京等10大城市住宅均价为每平方米18,938元,环比小幅下跌0.1%。但经历了短暂“春寒”后,3月下旬房地产市场再度“回暖”。数据显示,3月23日-29日,重点监测的37个城市成交面积继续环比上涨23.2%。其中,27个城市环比上升,占监测重点城市超7成,一线及二线监测城市涨幅均超过20%,最高涨幅达26.4%。此外,加之3月楼市释放不少利好消息,这对提升市场信心有显著作用,房企也会调高市场预期。

2015年3月,国土部和住建部发布促进房地产用地结构调整的政策,开启了新一轮政策宽松周期。部分政策宽松程度甚至接近2009年,展望未来,与房地产相关的各类稳消费政策已基本完备,若各城市能够切实落实和执行,将有力刺激市场去化,促进楼市平稳健康发展。

近期密集新政的出台,虽然还需一段时间消化,对楼市的影响会逐渐显现。经历多次政策调整后的房地产市场,平稳健康发展仍是主旋律。今年两会为楼市的发展奠定了基调:分类调控、落实地方政府主体责任。这意味着赋予地方政府更多自主权,各地可根据不同市场状况,决定动用税收减免、普通房制定标准等措施来调控楼市。在一系列政策的影响下,活跃的购房人群将会不断壮大,从而促进楼市成交量上涨,4月成交量有望明显增加,二手房交易量也将大幅上涨,房价也会有所上调。

总体来看,虽然政策导向趋于有利市场,楼市库存仍然巨大,市场仍是以价换量为主。三四线城市楼市短期内难以真正走出低迷态势,降价促销仍是主旋律。相对而言,二线城市市场受政策利好的刺激将最为明显。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司成立至今已发展成为一家在青年白领社区和街区商业开发方面具有领先地位的全国性房地产开发商,在柳州、烟台、潍坊、沈阳、东营、无锡、武汉、重庆、长沙、南宁、宜兴、济南、桂林、成都、天津、丽江等地拥有20余家房地产开发子公司,主营产品涵盖刚需、改善性住宅、商业、写字楼,附带零售店铺、酒店、公寓及配套设施等多种业态,拥有房地产开发一级资质。公司是国内较早从事商品房项目开发的企业之一,并迅速在二、三线城市发展大规模多用途商务综合体,在土地开发和商务综合体建设方面积累了丰富的经验。

公司产品以“阳光100”系列为主打品牌,代表项目包括柳州阳光100城市广场、沈阳阳光100国际新城、无锡阳光100国际新城、长沙阳光100国际新城、天津阳光100国际新城、东营

阳光 100 城市丽园、重庆阳光 100 国际新城、柳州窑埠古镇、东营阳光 100 城市丽园、武汉阳光 100 大湖第项目、无锡阳光 100 国际新城等商务综合体项目。截至 2015 年 3 月底，公司开发的房地产项目建筑面积总和超过 1,759.66 万平方米。2015 年，公司荣膺“2015 中国房地产百强企业”、“2015 中国房地产百强企业——融资能力 TOP10”称号。

总体看，公司作为国内较早的房地产企业之一，公司品牌知名度较高，所开发楼盘品质较好。

2. 人员素质

公司现有高层管理人员 8 名，总裁 1 人、副总裁 4 人，总裁助理 3 人，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作经验多年，行业经验丰富。

公司董事长易小迪先生，现年 51 岁，是公司的创始人之一，易先生于 2000 年在北京开发阳光 100 国际公寓而创立“阳光 100”品牌。先后获得中国城市商业网点建设管理联合会及国际不动产行业联盟颁发 2009 中国城市商业价值特殊贡献人物奖项，蓝筹地产传媒及新浪乐居颁发 2009 年度蓝筹地产影响力人物奖项，胡润百富颁发 2012 年中国最受尊敬企业家称号，品牌中国产业联盟及全国工商联房地产商会评为 2009 品牌中国房地产十大年度人物。易先生于 1986 年获得北京师范大学地理专业理学学士学位，1998 年获得中国人民大学经济学硕士学位。

公司常务副总范小冲先生，现年 51 岁，于 1994 年就职公司，在中国地产行业拥有近 20 年行业经验。参与制定公司的发展战略，协助总经理管理公司的日常运营及负责公司的土地收购、人力资源及行政等部门。先后获的《蓝筹地产评论》、新浪网、北师大不动产学院及中国人居环境委员会颁发 2006 年中国创意地产年会卓越贡献人物奖项，2010 年获中国城市发展暨公共关系协会颁发中国地产杰出贡献人物奖等多项大奖。范先生先后于 1986 年及 1989 年获得北京师范大学地理专业理学学士学位及区域地理学专业理学硕士学位。

公司副总经理杜宏伟先生，现年 48 岁，于 2013 年加入公司，全面负责公司财务及资本运作工作。拥有丰富的资本市场经验，此前曾担任招商证券资本市场部和投资银行部总部总经理、中国航空产业投资基金总经理、天创仁和投资公司董事长。杜先生于 1993 年获复旦大学经济学硕士学位。

截至 2015 年 3 月末，公司在岗在册职工 3,628 人，其中物业开发体系人员约占 36%，物业管理系人员占 45%，其他人员 19%。按教育程度分类，研究生及其以上学历占比 13%，本科学历员工占 44%，本科以下学历占 43%。

总体来看，公司管理团队稳定性较好，具有丰富的从业经验；公司员工素质能够满足目前经营需要。

五、公司管理

1. 公司治理

根据《公司法》、《公司章程》和其他有关法律法规的规定，公司建立了较为完善的法人治理结构，制定了以《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》等为主要架构的规章制度，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成科学有效的职责分工和制衡机制。董事会是公司的最高权力机构，对公司经营活动中的重大事项进行审议并做出决定。目前公司董事会由董事长及 4 名董事组成。公司设监事 1 人，负责公司的监督机构，负责对公司董事高级管理人员的行为及公司财务进行监督。公司经理层由董事会聘任，在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动，组织实施董事会决议，公司管理层设总裁 1 名，副总裁 4 人，总裁助理 3 人。

总体看，公司法人治理结构完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

目前公司本部下设发展部、项目管理部、营销中心、融资管理部、财务管理部、成本管理部、风险管控中心等 18 个职能部门，拥有 58 家子公司。公司的全资及控股子公司参照本部的部门设置也建立了相应的职能部门。公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

成本及采购控制方面，公司成本管理中心的职责是进行公司内部各项目目标成本审批及过程监控、进行成本标准化及制度建设、战略采购，以目标成本为主线进行分阶段成本管控。

销售及收款方面，公司制定了《销售业务管理规程》、《销售现场管理规程》、《营销活动管理规程》等一系列规程，建立销售与收款业务的岗位责任制，明确相关部门和岗位的职责权限，确保办理销售与收款业务等不相容岗位相互分离、制约和监督，使用销售管理信息系统对项目定价、认购、折扣、签约、收款等业务流程实施控制与记录，强化公司对销售过程的监管力度。此外，公司建立了销售回款管理体系，及时登记每一客户应收房款余额，对逾期未收房款进行分析，记录逾期未收房款产生的原因，并据此对应收账款进行分类管理，针对不同性质的应收账款，采取不同的方法及程序进行催收，提升公司销售收款管理力度。

项目的质量控制方面，公司严格执行国家、地方及行业统一、强制性规范、标准、图集等质量控制标准。为确保产品质量，公司对质量控制采取了一系列措施。

风险管理方面，公司主要是通过监督经营管理部门和业务部门严格执行制度文件、监控企业战略、业绩、质量、成本和进度等目标的达成或偏离情况，关注相关政治、经济、自然环境变化对企业的影响，定期不定期提供风险评估报告和管理建议。

资金方面，公司的融资与结算业务由财务部统一管理。财务部根据《企业内部控制基本规范》及《企业内部控制评价指引》制定了信贷管理制度、资金管理制度用以监督、控制公司资金的筹集及使用，降低资金使用成本并保证资金安全。公司及下属各自子公司所有融资事项、信贷工作须在财务部统一安排下执行。同时，财务部还通过定期编制年度资金计划和月度动态资金计划加强资金管理的计划性，并对子公司的资金计划完成情况进行跟踪，实时调整资金安排。

总体看，公司管理制度体系能够适应公司现阶段的发展要求，整体运作规范，对子公司管控力度强，公司综合管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司从事房地产的开发与销售，是一家在青年白领社区和街区商业开发方面具有领先地位的全国性房地产开发商。

由于济南、沈阳、无锡项目所处地理位置较好，产品主要以复合型社区为主，比较贴合当地消费需求，近三年实现预售项目和金额主要来源于这几大区域，公司经营整体呈稳健增长的态势。近三年，公司营业收入分别为47.27亿元、61.41亿元和68.64亿元，复合增长率为20.50%，净利润分别为6.72亿元、7.61亿元和6.94亿元，复合增长率为1.60%。近三年公司实现房屋协议销售金额分别为43亿元、48亿元和60亿元，复合增长率为18.12%。

表4 近三年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

业务类别	2012 年			2013 年			2014 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	452,854.00	95.8	36.4	585,585.80	95.35	32.43	646,595.80	94.2	27.42
投资性房地产的租金收入	4,252.10	0.9	100	8,003.80	1.3	100	10,918.20	1.59	100
物业管理及酒店经营收入	15,258.60	3.23	-24.81	18,612.50	3.03	8.72	26,869.90	3.91	7.44
其他业务收入	334.2	0.07	100	1,909.50	0.31	100	2,014.20	0.29	100
合 计	472,698.90	100	35.05	614,111.60	100	32.81	686,398.10	100	28

资料来源：公司审计报告

注：其他业务收入主要是物业公司的一些有偿劳务收入、车辆管理收入等。

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，近三年占比均在94%以上，投资性房地产的租金收入和物业管理及酒店经营收入占比较小，其他业务收入为物业公司的一些有偿劳务收入、车辆管理收入等。2014年这四项占营业收入比重分别为94.20%、1.59%、3.91%和0.29%。

随着房地产行业逐步告别粗放式增长而进入深度调整周期影响，公司为了规避经营风险，近三年逐渐加强商业项目开发和投资，进一步完善所开发住宅物业周边的商业街区的后续运营体系，发展多种类、小型化、社交型、时尚型主力商店。公司房地产销售收入占比呈现逐年下降趋势，而投资性房地产的租金收入和物业管理及酒店经营收入及占比呈现逐年增长态势。

从毛利率情况来看，受到成本上升及结转产品结构影响，近三年，公司房地产销售的毛利率逐年下降，分别为36.40%、32.43%和27.42%。投资性房地产的租金业务，因为没有对应的成本，毛利率高达100%；物业管理及酒店经营业务毛利率随着物业运营的成熟度而提高，分别为-24.81%、8.72%和7.44%。由于房地产销售在公司主营业务中的占比很高，因此房地产销售的毛利水平对公司盈利规模的影响较大，公司整体毛利率水平呈现逐年下降态势。

表5 近三年公司分地区房产销售收入情况（单位：亿元）

项目	销售收入			收入占比		
	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
潍坊阳光 100 城市广场	-	7	1	0%	12%	1%
济南阳光 100 国际新城	-	0	10	0%	1%	16%
柳州阳光 100 城市广场	9	1	1	21%	2%	2%
东营阳光 100 城市丽园	0	3	4	1%	4%	6%
沈阳阳光 100 国际新城	9	14	10	19%	23%	15%
长沙阳光 100 国际新城	5	10	4	12%	16%	7%
武汉阳光 100 大湖第	7	6	11	15%	10%	17%
无锡阳光 100 国际新城	9	6	9	20%	10%	14%
成都阳光 100 米娅中心	-	11	2	0%	18%	3%
天津阳光 100 国际新城	5	0	0	12%	0%	0%
柳州窑埠古镇			12	0%	0%	18%
其他	1	1	1	1%	2%	2%
合计	45	59	65	100%	100%	100%

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从上表收入区域分布来看，近三年，公司房产销售收入主要集中在济南、沈阳、武汉、无锡、

柳州地区，由于济南、沈阳、无锡项目主要是做大盘物业，规模较大，因此近年结转的收入主要来源于上述三个区域，柳州的项目属于街区综合体项目，由于地理位置优越，土地成本较高，带动成交均价亦较高，加之销售良好，因此该区域收入占比较高。

2015年1~3月，公司实现营业收入2.08亿元、净利润-1.31亿元；实现协议销售面积12万平方米，协议销售金额10亿元。公司经营情况较上年同期有所增长，保持较好的增长水平。

总体看，房地产销售为公司营业收入及利润的主要来源，目前项目主要集中于济南、沈阳、武汉、无锡、柳州、东营等地。公司整体经营规模较大，经营稳健，盈利规模较大，毛利率水平适中。随着房地产行业进入深度调整周期，公司为了规避经营风险，近三年逐渐加强商业项目开发和投资，进一步完善所开发住宅物业周边的商业街区的后续运营体系，毛利率较高的投资性房地产的租金收入快速增长。但由于传统大盘物业在公司主营业务中的占比很高，因此房地产销售的毛利水平对公司盈利规模的影响较大，公司整体毛利率水平呈现下降态势。

2. 业务运营

公司以房地产开发为主，目前主要产品为刚需、改善性住宅及其附属或配套商业的开发。

（1）项目成本管理

公司房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是公司实现营业收入和经营利润最为重要的环节。

从成本构成来看，和行业内其他房地产开发公司类似，公司的项目开发成本主要是土地成本、建安成本和相关税费等，其中土地成本和建安成本占比较高，合计占比在70~78%。公司土地出让金按照每次土地招拍挂的合同约定支付，建安费用通常根据项目工程进度支付，通常是按月支付上月审定工程进度产值的75%；竣工验收前支付款项不超过85%，项目决算后一般付至95%的款项，剩余5%作为工程质保金。

鉴于土地收购对项目盈利的重要影响，公司会对土地收购进行细致的研究。目前公司投资拓展中心负责土地收购工作的具体开展。具体来看，公司通常会先做出土地开发预案，包括物业种类、产品定位、价格水平、销售预期、收入及利润预算等，在经投委会、董事会批准后，实施土地收购。收购完成后，委托相关合作方进行项目设计，成本管理部根据项目设计方案负责成本预算、采购部通过公开招标的方式确定各环节的建筑安装公司和工程物资采购；工程部负责项目监督现场工程的具体施工；项目达到预售条件后，由营销策划部负责销售方案的制定，并进行项目的销售工作。

（2）项目开发

公司从事房地产开发业务的主要模式为：研究立项、独立开发，即独立完成土地购置、自主进行土地开发后，通过招投标由专业建筑工程公司进行开发建设，自主组织销售。

从项目开发数据来看，近三年公司房地产开发规模逐年增长，同时处于建设阶段的项目数量基本稳定。2012~2014年，公司新开工面积呈稳定增长态势，整体开工节奏可以满足当期的销售需求。从具体的开工情况来看，2012年公司开工项目以无锡阳光100国际新城四期、济南100国际新城四期项目为主，占比87.36%；2013年公司开工项目以沈阳阳光100国际新城二期、沈阳国际新城三期、重庆阳光100国际新城二期项目为主，占比80.86%；2014年以沈阳阳光100国际新城三期、济南阳光100国际新城五期、武汉阳光100大湖第五期、六期项目为主，占比51.15%。

2012~2014年，公司竣工面积呈现持续稳定增长态势，2012年以沈阳阳光100国际新城二期、

无锡阳光100国际新城二期、武汉阳光100大湖第项目一期为主，占比57.56%；2013年以沈阳阳光100国际新城二期、长沙阳光100国际新城三期、成都阳光100米娅中心一期为主，占比47.33%；2014年以济南阳光100国际新城五期、无锡阳光100国际新城四期、沈阳阳光100国际新城二期为主，占比34.67%。

从近三年开发项目规模及预收来看，由于济南、沈阳、无锡项目规模较大，总体建筑面积均在200万平方米以上，开发周期均较长，近三年实现预售项目和金额也来源于这几大区域。

公司目前以大盘物业去化为主，2015年1季度，公司新开工项目1个，无竣工项目。

表6 2012~2015年3月公司主要开发数据情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1-3月
建设项目（个）	10	11	13	13
施工面积（万平方米）	181	183	184	223
新开工项目（个）	3	8	10	1
新开工面积（万平方米）	43	79	111	4
实现预售项目（个）	10	13	13	13
实现预售金额（亿元）	43	48	60	10
完成交付项目（个）	7	8	9	0
完成交付面积（万平方米）	76	94	123	0
竣工面积（万平方米）	76	94	123	0

资料来源：公司提供

截至2015年3月末，公司先后开发了柳州窑埠古镇、沈阳阳光100国际新城、重庆阳光100国际新城、武汉阳光100大湖第项目、成都阳光100米娅中心、东营阳光100城市丽园、潍坊阳光100城市广场，济南阳光100国际新城、柳州阳光100城市广场、长沙阳光100国际新城、无锡阳光100国际新城、天津阳光100国际新城等房地产项目，总建筑面积达1759.66万平方米。截至2015年3月底，公司在建、拟建项目，主要分布在沈阳、无锡、重庆、长沙、潍坊、济南等10余个地区共计20余个项目，项目预计将于2016年至2021年陆续竣工。从项目开发的产品来看，公司采取以复合型社区和商务综合体为主，从大盘物业中深度开发主力产品街区综合体。公司开发的主要地产项目情况如下。

表7 2012年~2015年3月公司开发的项目情况（单位：万平方米、%）

序号	项目名称	地区	占地面积	规划总建筑面积	开工时间	（预计）竣工时间	项目类型	开发进度
1	沈阳阳光100国际新城	沈阳	66.68	226.36	2005/11/22	2019/9/30	复合型社区	67.51
2	沈阳阳光100果岭公馆	沈阳	10.00	25.77	2011/6/9	2015/12/31	复合型社区	83.49
3	潍坊阳光100城市广场	潍坊	18.61	170.00	2011/1/16	2021/3/20	商务综合体	41.31
4	东营阳光100丽园	东营	34.40	52.95	2007/4/23	2016/6/30	复合型社区	86.38
5	烟台阳光100城市广场	烟台	5.49	56.50	2006/5/26	2018/4/30	商务综合体	74.16
6	天津阳光100国际新城	天津	37.28	98.76	2003/6/20	2012/11/23	复合型社区	100.
7	长沙阳光100国际新城	长沙	60.27	140.48	2004/9/17	2016/12/30	复合型社区	85.74
8	重庆阳光100国际新城	重庆	32.83	150.95	2005/1/27	2020/9/20	复合型社区	65.00
9	无锡阳光100国际新城	无锡	123.53	258.92	2005/4/22	2020/12/30	复合型社区	63.34
10	成都阳光100米娅中心	成都	6.00	33.37	2011/8/4	2015/12/31	复合型社区	82.92
11	成都鑫盛源项目	成都	1.05	2.00	2015/7/30	2016/12/30	复合型社区	0.00
12	武汉阳光100大湖第	武汉	29.33	84.65	2010/4/21	2016/12/30	商务综合体	73.82
13	柳州阳光100城市广场	柳州	12.54	71.77	2007/2/6	2013/6/2	商务综合体	100
14	窑埠古镇	窑埠	8.64	23.34	2012/8/22	2015/9/30	街区综合体	83.78

15	平乐漓江小镇	平乐	11.50	14.36	2012/7/17	2016/12/31	复合型社区	60.63
16	东莞松山湖	东莞	13.57	25.83	2012/9/7	2017/9/30	复合型社区	83.63
17	南宁城广	南宁	3.71	21.46	2003/8/28	2019/12/14	商务综合体	71.12
18	济南阳光 100 国际新城	济南	67.94	208.33	2002/12/24	2019/12/30	复合型社区	72.08
19	宜兴东氿 RBD 水街	宜兴	5.58	11.14	2015/9/4	2017/3/20	复合型社区	0.00
20	桂林丽园	桂林	46.46	23.91	2012/6/8	2018/6/30	复合型社区	45.83
合计			595.41	1,700.85				

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从项目的资金需求来看，截至2015年3月底，公司的在建、拟建项目已完成投资额达到649.28亿元，尚需投入资金381.09亿元。从投资规模和投资进度来看，投资金额在百亿以上的项目主要为无锡、沈阳、济南和重庆等地的项目，整体投资规模分别达到158.68亿元、141.36亿元、140.43亿元和131.55亿元，由于开工时间较早，分别完成投资总额59.04%、65.64%、86.53%和62.89%；其余投资项目均在百亿以下，主要是长沙、东营、武汉、东营等地的项目，由于开工时间较早，投资进度均在70%~80%之间；桂林、南宁、宜兴等地的项目，投资金额较小，由于开工时间较晚，投资进度在10%~30%之间。从完工时间分布来，百亿以上的项目陆续在2017~2021年竣工；百亿以下的项目在2015~2016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 8 截至 2015 年 3 月底公司在建、拟建面积投资情况（单位：亿元、万平米、%）

序号	项目名称	规划 总建筑 面积	开工 时间	完工时间	已竣 工面积	已销售 面积	可售 面积	计划总 投资额	已完成 投资额	投资 进度
1	沈阳阳光 100 国际新城	226.36	2005/11/22	2019/9/30	118.11	111.29	155.25	141.36	92.78	65.64
2	沈阳阳光 100 果岭公馆	25.77	2011/6/9	2015/12/31	12.92	7.71	20.79	16.61	11.58	69.75
3	潍坊阳光 100 城市广场	170.00	2011/1/16	2021/3/20	17.92	11.31	33.37	100.76	20.32	20.16
4	东营阳光 100 丽园	52.95	2007/4/23	2016/6/30	34.26	32.04	43.17	32.69	24.93	76.28
5	烟台阳光 100 城市广场	56.50	2006/5/26	2018/4/30	21.95	13.85	21.95	51.17	29.49	57.63
6	长沙阳光 100 国际新城	140.48	2004/9/17	2016/12/30	109.50	83.09	100.31	86.28	69.41	80.45
7	重庆阳光 100 国际新城	150.95	2005/1/27	2020/9/20	65.14	59.62	74.75	131.55	82.74	62.89
8	无锡阳光 100 国际新城	258.92	2005/4/22	2020/12/30	134.08	103.83	143.76	158.68	93.68	59.04
9	成都阳光 100 米娅中心	33.37	2011/8/4	2015/12/31	18.97	19.10	31.21	25.74	21.44	83.29
10	武汉阳光 100 大湖第	84.65	2010/4/21	2016/12/30	40.95	40.03	74.07	50.80	36.26	71.37
11	成都鑫盛源项目	2.00	2015/7/30	2016/12/30	0.00	0.00	0.00	1.36	0.21	15.44
12	济南阳光 100 国际新城	208.33	2002/12/24	2019/12/30	160.22	142.98	162.87	140.43	121.52	86.53
13	南宁阳光 100 城市广场	21.46	2003/8/28	2019/12/14	12.24	8.83	11.19	13.06	7.89	60.38
14	桂林平乐漓江小镇	14.36	2012/7/17	2016/12/31	0.00	0.60	2.04	8.60	1.15	13.37
15	东莞松山湖	25.83	2012/9/7	2017/9/30	0.00	0.00	3.11	15.32	1.78	11.62
16	宜兴东氿 RBD 水街	11.14	2015/9/4	2017/3/20	0.00	0.00	0.00	10.71	3.58	33.44
17	桂林丽园	23.91	2012/6/8	2018/6/30	0.00	0.00	0.15	16.71	2.88	17.24
18	窑埠古镇	23.34	2012/8/22	2015/9/30	20.79	5.61	19.60	28.53	27.64	96.88
合计		1,483.07			767.05	639.89	897.59	1,030.36	649.28	

资料来源：公司提供，联合评级整理。

柳州窑埠古镇：项目依柳江而建，将建筑、码头和水系串联，形成主次水系网络，利用水系网络对进行有效区域分隔，并形成内部水系景观，以三、四层结构为主的传统古建筑外立面打造面向未来的街区综合体和现代商业街区。

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

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

总体看，公司房地产开发的规模较大，采取以复合型社区和商务综合体为主，公司在沈阳、济南、重庆、无锡等地投资项目规模较大，未来有一定的资金需求。

（3）项目销售

公司由销售部门负责各项目的营销策划与市场推广工作，针对不同的项目和产品类型，制定不同的销售模式。在营销推广中，采用了自销和委托代理结合、现场销售和渠道营销结合、电商营销和包销结合等多元化的营销模式。

公司销售定位“新兴白领公寓”与“新兴中产阶级”这个细分市场。从销售数据来看，近三年公司协议销售面积逐年上升，协议销售金额呈上升态势。2012年公司实现协议销售金额43亿元、销售面积53万平方米，其中主要为沈阳阳光100国际新城项目实现协议销售金额9亿元，成都阳光100米娅中心项目实现协议销售金额8亿元，长沙阳光100国际新城项目实现协议销售金额6亿元，无锡阳光100国际新城项目实现协议销售金额6亿元，武汉阳光100大湖第项目实现协议销售金额6亿元；2013年公司实现协议销售金额48亿元、销售面积59万平方米，其中主要为沈阳阳光100国际新城项目实现协议销售金额11亿元，无锡阳光100国际新城项目实现协议销售金额10亿元，武汉阳光100大湖第项目实现协议销售金额7亿元，济南阳光100国际新城项目实现协议销售金额7亿元；2014年实现协议销售金额60亿元、销售面积69万平方米，主要为沈阳阳光100国际新城项目实现协议销售金额10亿元、济南阳光100国际新城项目实现协议销售金额11亿元，柳州窑埠古镇项目实现协议销售金额9亿元，无锡阳光100国际新城项目实现协议销售金额7亿元，武汉阳光100大湖第项目实现协议销售金额7亿元。从协议销售均价情况来看，均价逐年上升，主要是由于公司商业所占的比重逐年提升所致。

从结转情况来看，2012年结转项目主要为沈阳阳光100国际新城、柳州阳光100城市广场、无锡阳光100国际新城、武汉阳光100大湖第项目，2013年结转项目主要为沈阳阳光100国际新城、成都阳光100米娅中心、长沙阳光100国际新城、无锡阳光100国际新城、武汉阳光100大湖第项目，2014年结转项目主要为沈阳阳光100国际新城、无锡阳光100国际新城、武汉阳光100大湖第项目、济南阳光100国际新城、柳州窑埠古镇。

由于济南、沈阳、无锡项目所处地理位置较好，产品主要以复合型社区为主，比较贴合当地

消费需求，近三年实现预售项目和金额也主要来源于这几大区域。

2015年1~3月，公司实现协议销售金额10亿元，协议销售面积12万平方米，销售项目主要以济南阳光100国际新城、沈阳阳光100国际新城、武汉阳光100国际新城项目为主。2015年1~3月实现结转收入1亿元，结转收入面积1.52万平方米，主要为沈阳阳光100国际新城、东营阳光100城市丽园、潍坊阳光100城市广场项目。

表9 2012~2015年3月公司房地产销售数据

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1-3月
达预售项目（个）	10	13	13	13
协议销售面积（万平方米）	53	59	69	12
协议销售金额（亿元）	43	48	60	10
协议销售均价（元/平方米）	8,127	8,145	8,778	8,623
结转收入面积（万平方米）	50	68	69	1.52
结转收入（亿元）	45	59	65	1.0

资料来源：公司提供

注：协议销售是指签订销售协议、预付定金的情况。

截至2015年3月底，公司总可售面积1,007.63万平方米，其中待售面积149.04万平方米；截至2015年3月底，公司在建拟建项目面积中（见表8），可售面积约897.59万平方米，公司目前可售面积规模较大，且主要以沈阳、济南、无锡、长沙等地的项目为主，产品类型以复合型社区为主。2014年沈阳均价为7,128元/平米，济南均价为9,940元/平米，无锡均价为7,434元/平米，长沙均价为9,228元/平方米。预计公司2015年将实现预售金额83.50亿元。

表10 截至2015年3月末公司房地产项目待售面积情况

序号	项目	总可售面积（万平方米）	待售面积（万平方米）
1	南宁阳光100城市广场	12.24	1.69
2	南宁阳光100上东国际	23.21	5.45
3	万通空中花园	3.65	0.28
4	烟台阳光100城市广场	21.95	2.24
5	柳州阳光100城市广场	71.77	6.22
6	潍坊阳光100城市广场	17.92	4.78
7	重庆阳光100国际新城	65.14	1.32
8	济南阳光100国际新城	160.22	10.29
9	柳州窑埠古镇	17.31	10.72
10	天津阳光100国际新城	98.76	20.53
11	万通半山丽园	10.62	1.06
12	万通澳洲丽园	12.53	0.08
13	万通柳州经典	23.36	0.14
14	沈阳阳光100国际新城	118.11	15.47
15	沈阳阳光100果岭公馆	12.92	5.82
16	成都阳光100米娅中心	18.97	4.17
17	无锡阳光100国际新城	134.08	31.12
18	长沙阳光100国际新城	109.50	14.64
19	桂林丽园	0.15	0.15
20	武汉阳光100大湖第	40.95	7.02
21	东营阳光100城市丽园	34.26	5.86
	合计	1,007.63	149.04

资料来源：公司提供

总体看，公司近几年以刚需及改善性住宅楼盘的销售为主，公司可售面积的规模大，为实现

销售目标奠定了坚实的基础。

(4) 土地储备

从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本（土地出让金、土地征用和拆迁补偿费、土地契税、大市政配套费及其他）、前期准备费（咨询调研费、设计费、报批报建费、人防建设费、勘探测绘费、临时设施费及其他）、基础建设费（室外给排水系统费、室外采暖系统费、室内外燃气系统费、室外高低压系统费、室外消防系统费、室外智能化系统费、园林环境工程费）、主体建筑安装工程费（主体建筑工程费、主体安装工程费及其他）、公共配套设施费（公共工程费用、配套设施工程费用）、工程物资、开发间接费用（含利息费用），其中土地成本和建筑安装工程费占开发成本的比例相对较高，合计约占 76%。土地出让金的支付一般在“招拍挂”前先期支付保证金，拍到土地后一般在一个月内支付余下的土地款（各地有所不同），同时取得对应的土地发票。

表11 截至2015年3月底公司土地储备情况（单位：万元、万平方米、元/平方米）

序号	项目名称	总建筑面积	楼面地价	在建面积	享受权益	土地用途
1	沈阳阳光 100 国际新城	126.88	708	44.45	7.20	城镇住宅混合用地
2	沈阳阳光 100 果岭公馆	20.62	1,049	8.04	51.00	
3	潍坊阳光 100 城市广场	159.11	604	-	100.00	
4	东营阳光 100 丽园	25.50	664	9.83	100.00	
5	烟台阳光 100 城市广场二期	42.65	3,291	-	100.00	
6	长沙阳光 100 国际新城	47.08	550	1.95	100.00	
7	重庆阳光 100 国际新城	95.91	3,402	14.12	100.00	
8	无锡阳光 100 国际新城	157.59	589	18.35	100.00	
9	成都阳光 100 米娅中心	19.05	1,569	14.40	100.00	
10	成都鑫盛源	2.00	1,012	-	100.00	
11	武汉阳光 100 大湖第	51.55	354	35.39	100.00	
12	柳州窑埠古镇	17.47	5,241	6.03	100.00	
13	桂林平乐	14.36	403	2.04	75.00	
14	桂林丽园	23.91	1,176	0.23	100.00	
15	东莞松山湖	25.83	353	3.11	90.10	
16	南宁城广	11.59	354	-	100.00	
17	南宁欧景庭园	0.1		-	100.00	
18	南宁上东	5.45		-	100.00	
19	南宁澳洲丽园	0.37		-	100.00	
20	南宁半山丽园	1.32		-	100.00	
21	阳朔西街	1.24		-	100.00	
22	空中花园	2.55		-	100.00	
23	柳州经典时代	0.26		-	100.00	
24	济南阳光 100 国际新城	65.19	1,393	30.53	49.00	商业用地
25	柳州阳光 100 城市广场	13.95			75.00	
26	天津阳光 100 国际新城	22.04			86.00	
27	宜兴东氩 RBD 水街	11.14	3,485.19	-	80.00	
合计		964.71			-	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

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全国具有经济活力的二、三线城市的核心区域或发展潜力大的区域，项目地块所处地段位置较好，未来有一定的增值空间。

从拿地成本和获取方式来看，鉴于土地收购对项目盈利的重要影响，公司对购置土地持谨慎态度，在考虑未来区域发展前景的同时，结合自身资本实力，并不盲目囤积。公司现有土地储备主要为无锡新城地块、济南新城地块、潍坊新城地块、桂林丽园地块、桂林平乐地块、长沙新城

地块、柳州经典时代地块等，主要通过招拍挂、股权收购方式取得。公司地块多为 2008 年前取得，因此楼面地价多在千元以下。公司于 2003 年、2006 年、2010 年通过招拍挂方式分别取得重庆新城项目地块、烟台城市广场二期地块、成都米娅中心项目地块，从地理位置来看，重庆新城项目位于冲重庆两江三岸、烟台城市广场项目位于烟台市中心、成都项目位于成都东 2.5 环，三个项目位置较为优越，因此成本也相对较高，楼面地价分别在 3,400 元/平米、3,200 元/平米、1,500 元/平米左右，此外由于项目后期涉及更改容积率，按照更改当期的土地单价补交土地款，一定程度拉高了楼面地价，但参考目前相同地理位置商品房价格，公司的土地购置成本较为适中；公司于 2014 年通过股权收购方式获取柳州窑埠地块，由于窑埠项目紧邻市政府并且项目立项为窑埠古镇，容积率低，因此楼面地价较高为 5,200 元/平米左右；公司于 2014 年通过股权收购方式取得宜兴东氿地块，因为是商业用地，因此楼面地价相对较高为 3,400 元/平米左右；虽然上述项目楼面地价相对较高，但随着优势地理位置土地供应的逐渐减少，较为稳定的房价，在一定程度上稀释了较高地价带来的成本压力。

2014 年房地产销售市场下行，二三线城市的土地市场仍保持热度，北京、上海等地公开市场竞争激烈。鉴于此，公司近年主要通过公开市场拍卖、项目收购等多种渠道增加土地储备，降低土地成本，截至 2015 年 3 月底，公司储备的土地可建面积 965 万平方米，楼面均价 1032 元/平方米，楼面地价相对较低，可以满足未来 3-7 年的开发需要。

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

3. 租金及物业管理情况

表 12 截至 2015 年 3 月底公司持有物业情况（单位：平方米、万元、%、元/月）

序号	项目	项目种类	地区	建筑面积	物业概况	投资成本	账面金额	已出租建筑面积	出租率	平均租金单价	
										2015	2016
1	重庆阳光 100 国际新城	复合型社区	重庆	18,413	A1 裙楼商业（5 层）	6,019	36,300	5,595.13	30%	73.80	84.24
2	重庆阳光 100 国际新城	复合型社区	重庆	516	A2 栋商业	95	1,290	516.25	100%	26.28	14.39
3	重庆阳光 101 国际新城	复合型社区	重庆	792	南滨组团	234	2,250	641.18	81%	7.18	16.27
4	烟台阳光 100 城市广场	商务综合体	烟台	9,553	写字楼（其他部分）	6,431	11,300	9,552.52	100%	42.76	41.45
5	烟台阳光 100 城市广场	商务综合体	烟台	2,268	写字楼（15F）	1,527	3,820	2,268.41	100%	45.55	43.13
6	烟台阳光 100 城市广场	商务综合体	烟台	2,309	商业（1-5F）	2,947	3,820	2,309.02	100%	45.55	43.13
7	烟台阳光 100 城市广场	商务综合体	烟台	1,853	商业（6F）	2,365	2,260	1,852.80	100%	30.80	30.80
8	烟台阳光 100 城市广场	商务综合体	烟台	42,565	商业	25,447	90,050	42,565.00	100%	30.80	30.80
9	天津阳光 100 国际新城	复合型社区	天津	5,098	商业（西 5）	2,538	9,800	5,097.59	100%	9.32	6.54
10	天津阳光 100 国际新城	复合型社区	天津	4,896	北园大商业	1,835	9,800	4,094.40	84%	81.23	70.86
11	天津阳光 100 国际新城	复合型社区	天津	5,174	北园 8-10 地下商业（无产权）	1,948	8,600	1,702.09	33%	8.67	未租
12	沈阳阳光 100 国际新城	复合型社区	沈阳	15,958	D3D4 商业	9,822	23,160	14,637.14	92%	20.60	8.79
13	沈阳阳光 100 国际新城	复合型社区	沈阳	18,276	D5-D7 商业	8,738	26,400	16,659.99	91%	22.38	19.56
14	沈阳阳光 100 国际新城	复合型社区	沈阳	2,483	幼儿园（D13）	1,164	830	2,482.77	100%	10.74	10.74
15	沈阳阳光 100 国际新城	复合型社区	沈阳	1,749	E11-E13 商业	1,988	2,700	218.29	12%	38.75	17.50
16	沈阳阳光 100 国际新城	复合型社区	沈阳	32,479	芒果城商业	16,335	24,330	6,932.08	21%	在建	在建
17	沈阳阳光 100 国际新城	复合型社区	沈阳	2,563	G8G9G10G13 商业	1,298	4,270	2,031.38	79%	17.24	94.83

18	南宁阳光 100 欧景庭园	商务综合体	南宁	843	欧景庭院会所	167	450	843.13	100%	11.27	11.27
19	南宁阳光 100 城市广场	商务综合体	南宁	6,735	南宁城广商业	2,584	12,440	4,793.89	71%	74.42	147.38
20	万通柳州经典	商务综合体	南宁	1,120	柳州金典幼儿园（地上 2 层）	45	650	1,119.98	100%	5.95	5.95
21	柳州阳光 100 城市广场	商务综合体	柳州	15,077	负一层 67 商铺	4,990	26,080	15,077.37	100%	25.39	25.39
22	柳州阳光 100 城市广场	商务综合体	柳州	930	仓库测绘报告中无号	227	720	929.50	100%	15.00	15.00
23	柳州阳光 100 城市广场	商务综合体	柳州	6,693	负一层 38 商铺	2,785	10,640	6,053.08	90%	23.10	23.10
24	柳州阳光 100 城市广场	商务综合体	柳州	770	33 栋 1 层(测绘报告上记载今年起为用途幼儿园)	190	910	770.11	100%	18.00	18.00
25	柳州阳光 100 城市广场	商务综合体	柳州	24,197	25#、26#、27#商业	15,009	33,910	2,4197	100%	35.00	35.00
26	柳州阳光 100 城市广场	商务综合体	柳州	1,921	地下商业	1,516	2,920	1,921	100%	35.00	35.00
27	万通空中花园	商务综合体	南宁	22,791	万通商业	5,350	34,800	22,791.21	100%	19.15	15.32
28	南宁澳洲丽园	商务综合体	南宁	2,904	澳洲丽园会所、俱乐部	556	1,980	2,903.50	100%	30.60	28.99
29	南宁半山丽园	商务综合体	南宁	2,598	半山丽园会所	426	2,330	2,597.87	100%	12.03	12.83
30	东营阳光 100 城市丽园	复合型社区	东营	2,094	A4 幼儿园	472	440	2,094.23	100%	3.00	3.00
31	济南阳光 100 国际新城	复合型社区	济南	38,008	商场	22,657	55,460	35,489.99	93%	47.12	46.31
32	济南阳光 100 国际新城	复合型社区	济南	2,649	幼儿园	838	1,890	2,649.18	100%	10.60	10.60
33	成都阳光 100 米娅中心	复合型社区	成都	8,070	地下商业一标段	5,647	8,960	5,846.44	72%	2.16	0.78
34	武汉阳光 100 大湖第	复合型社区	武汉	3,335	四期 F53#楼	2,346	3,190	-	0%	在建	在建
35	无锡阳光 100 国际新城	复合型社区	无锡	14,530	天一街 400-001 超市(负一层)	7,081	14,030	18,536.91	100%	30.00	在建
36	无锡阳光 100 国际新城	复合型社区	无锡	4,007	天一街 468-301 电影院(三层)	2,454	2,620	-	-	收益分成	-
37	长沙阳光 100 国际新城	复合型社区	长沙	638	52 栋	582	1,030	6,561.51	79%	6.53	6.46
38	长沙阳光 100 国际新城	复合型社区	长沙	623	53 栋	568	1,020	-	-	-	-
39	长沙阳光 100 国际新城	复合型社区	长沙	847	54 栋（一层）	465	1,650	-	-	-	-
40	长沙阳光 100 国际新城	复合型社区	长沙	3,060	55 栋（一层）	1,680	5,930	-	-	-	-
41	长沙阳光 100 国际新城	复合型社区	长沙	982	55 栋（二层）	539	1,340	-	-	-	-
42	长沙阳光 100 国际新城	复合型社区	长沙	2,182	56 栋（一层）	1,198	4,260	-	-	-	-
43	潍坊阳光 100 城市广场	商务综合体	潍坊	15,088	5\6\7\8 号楼商业	9,029	14,720	12,966.85	86%	17.52	4.23
44	潍坊阳光 100 城市广场	商务综合体	潍坊	5,273	写字楼	2,216	3,240	-	0%	-	-
45	柳州窑埠古镇	街区综合体	柳州	31,920	商业、旅馆	63,956	67,820	914.62	3%	在建	在建
45	东莞项目	办公楼	东莞	258,339	办公楼	20,519	20,519	在建	-	-	-
	合计			645,165		266,824	596,929	294,821.87			

资料来源：公司提供

公司的经营性物业主要包括济南、无锡、长沙、柳州、东莞、沈阳、烟台等地的项目，总建筑面积 64.52 万平方米，已出租面积 29.48 万平方米。近三年，公司租金收入、物业管理及酒店收入呈现快速增长态势，近三年租金收入分别为 0.43 亿元、0.80 亿元和 1.09 亿元，物业管理及酒店经营收入分别为 1.53 亿元、1.86 亿元和 2.69 亿元，主要系沈阳阳光 100 国际新城、成都阳光 100 米娅中心、潍坊阳光 100 城市广场等项目增长。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%；物业管理及酒店经营业务毛利率随着物业运营的成熟度而提高，分别为-24.81%、8.72%和 7.44%。

整体来看，公司租金和物业管理业务量虽然不大，但增长较快，尤其租金业务毛利较高，公司正在加强商业项目开发和投资，发展多种类、小型化、社交型、时尚型主力商店，预计 2015 年将成为新的利润增长点。

4. 经营效率

近三年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为 22.65%和 33.99%，资产规模呈较快的增长状况；营业收入和净利润复合增长率分别为 20.50%和 1.60%，公司经营规模增长较快，盈利规模增长缓慢，主要是受到房地产各地限购政策影响导致房价下跌毛利率下降，以及公司计提资产减值损失所致。受此影响，公司的流动资产周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均呈现下滑趋势，截至 2014 年底三项指标分别达到 0.30 次、0.29 次和 0.23 次。从同行业比较来看，2014 年公司主要周转指标在主要房地产上市企业内均属适中水平。

表13 2014年房地产类上市公司相关指标比较 （单位：次）

代码	简称	流动资产周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
000002.SZ	万科 A	0.32	0.32	0.30
600048.SH	保利地产	0.33	0.29	0.32
600383.SH	金地集团	0.42	0.42	0.37
600376.SH	首开股份	0.24	0.21	0.22
002146.SZ	荣盛发展	0.36	0.34	0.34
600325.SH	华发股份	0.13	0.12	0.13
600823.SH	世茂股份	0.39	0.34	0.23
600266.SH	北京城建	0.27	0.23	0.23
	广西万通	0.30	0.29	0.23

资料来源：wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。另，表中公司依其 2014 年末总资产规模排序。

总体来看，公司各项资产运营情况良好、发展速度适中，整体经营效率一般。

5. 经营关注

(1) 房地产行业已经暂时告别高速发展阶段，行业利润率回归正常水平，整体去化压力加大。同时，资金成本上升、人民币贬值及人口向老龄化发展，均不利于房地产行业的长期发展。

(2) 公司对外投资规模较大，投资收益波动对盈利水平的影响需持续关注。

(3) 公司目前在建项目和购地支出均面临较大的资本支出压力，融资需求旺盛。

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

6. 未来发展

从公司整体发展规划来看，2015 年将加快现有住宅项目去化速度，适时通过股权收购方式取得合适的街区综合体项目，增加街区综合体土地储备，使公司发展进入新的阶段。

公司改革聚焦在几个方面，一是产品创新加大力度。产品变革采取营销和市场导向。产品创新方面，加速产品创新的步伐，抓住市场机会发展新项目。

产品线方面，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 & 市场推广团队的力量，通过销售力的全方位提升实现利润水平和规模效益的持续提高。

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

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

总的来看，公司将进一步加大对主力产品街区综合体的投资和开发，以促进销售额和利润的稳步快速增长。公司在从住宅开发商转变为城市核心区域商业街区配套服务提供商的过程中，商业运营能力及运营资金供给的欠缺或将逐渐显现。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012 年度至 2014 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。公司提供的 2015 年第一季度财务报表未经审计。公司已执行财政部于 2014 年颁布的新的及修订的企业会计准则，并对 2012 年度及 2013 年度财务报表进行了追溯调整。

2014 年度公司纳入合并财务报表范围的子公司共计 58 家，虽然近两年公司合并范围变化较大，但公司主营业务一直为房地产开发与经营，并未发生重大变化，因此公司的财务数据可比性尚可。

表 14 2012 年~2014 年公司财务报表合并范围变化情况

时间	变动情况	公司名称（全称）	持股比例	业务性质	变动原因
2013 年	增加	济南阳光壹佰房地产	49%	房地产开发	收购
	减少	重庆酒的王朝酒类营销有限公司	100%	其他	出售
	减少	三河市阳光基亚房地产开发有限公司	51%	房地产开发	出售
2014 年	增加	广西景祺投资有限公司	51%	房地产开发	收购
	增加	桂林阳光壹佰置业有限公司	70%	房地产开发	收购
	增加	无锡金涛置业发展有限公司	52%	房地产开发	收购
	增加	柳州阳光新千年房地产开发有限公司	100%	房地产开发	收购
	增加	东莞市清园孵化器有限公司	100%	物业开发	收购

	增加	烟台阳光盛通投资有限公司	100%	投资控股	投资设立
	增加	柳州丽怡酒店管理有限公司	75%	酒店管理	收购

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司合并资产总额 325.66 亿元，负债合计 273.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益）52.55 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 30.96 亿元；2014 年实现营业收入 68.64 亿元，净利润（含少数股东损益）6.94 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 6.10 亿元；经营活动现金流量净额为 4.18 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.20 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 326.15 亿元，负债合计 273.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益）52.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 27.87 亿元；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.08 亿元，净利润（含少数股东损益）-1.30 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 -0.98 亿元；经营活动现金流量净额为 -12.50 亿元，现金及现金等价物净增加额 -11.22 亿元。

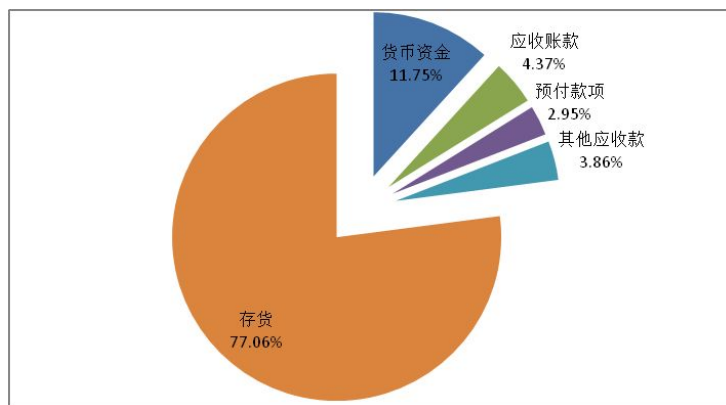
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额增长较快，年均复合增长率为 22.65%。截至 2014 年底，公司资产合计 325.66 亿元，其中流动资产合计 246.19 亿元，占比 75.60%；非流动资产合计 79.47 亿元，占比 24.40%。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产增速较快，年均复合增长率为 20.09%，主要是公司不断收购新的房产项目及在建与已完成项目的增加，存货也随之增长所致。截至 2014 年底，公司流动资产合计 246.19 亿元，其中货币资金和存货分别占比 11.75%和 77.06%，预付款项、应收账款和其他应收款等占比较小。（如下图所示）。

图 8 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2012~2014 年，公司货币资金呈波动上升态势，年均复合增长率为 5.09%，主要受筹资活动现金净流入影响所致。公司货币资金较为充足，截至 2014 年底为 28.93 亿元，占流动资产的 11.75%，主要为银行存款。其中使用受限的货币资金 6.91 亿元，占比 23.89%，包括按揭贷款保证金、应付票据保证金、银行借款保证金、建造费用保证金、预售所得款项相关的受限制资金等。

2012~2014 年，公司应收账款年均复合增长率为 27.63%。截至 2014 年底，公司应收账款 10.77 亿元，主要为成都米娅项目应收政府的土地一级开发款 5.81 亿元（账龄在 1 年以上）及各项目公司未收回的售房款（系客户分期付款或银行贷款已经审批通过但因额度问题尚未放款所致），均未计提坏账准备。从账龄来看，应收账款账龄一年以内占比 50%以上，应收账款坏账风险整体可控。

2012~2014 年，公司预付款项变动不大，复合增长率为 1.66%。截至 2014 年底，公司预付款项 7.27 亿元，主要是未完结的工程款项、预付收购股权款以及预交税费等，一年以内占比 80% 以上。

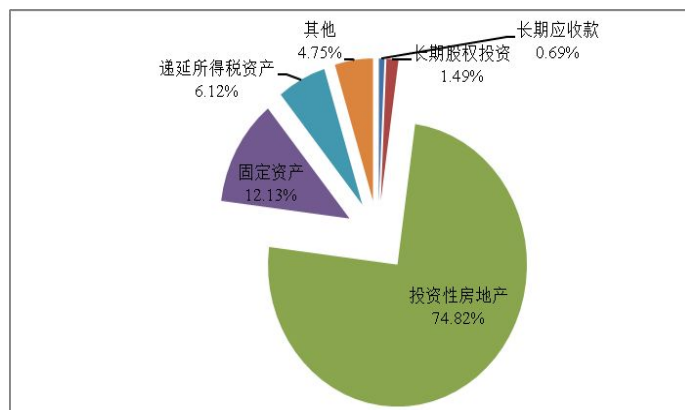
2012~2014 年，公司其他应收款呈波动下降趋势，复合减少 29.47%。截至 2014 年底，公司其他应收款 9.50 亿元，主要为应收关联方往来款、押金及保证金等；其中，1 年以内占比近 60%，1~2 年占比 14%，2~3 年占比 4%，3 年以上占比 22%；账龄超过 3 年且金额重大的其他应收款主要是应收东莞市清园高新技术创业投资有限公司押金及保证金等。截至 2014 年底，由于公司与东莞市清园高新技术创业投资有限公司已无业务上的往来，故预计无法收回部分其他应收款，并相应计提了坏账准备人民币 0.45 亿元。

2012~2014 年，随着房地产项目的增加，公司存货规模快速增加，近三年复合增长率为 30.29%。截至 2014 年底，公司存货账面价值为 189.71 亿元。其中，在建开发产品和已完工开发产品分别占存货账面价值的近 60% 和 30% 以上；待售的土地开发所占比例很小，不足 1%。截至 2014 年底，公司按照存货的估价减去至完工时估计要发生的成本、估计的销售费用以及相关税费后的金额，对已完工开发产品的可变现净值进行了测试，根据测试结果计提了存货跌价准备人民币 1.11 亿元，主要系无锡项目别墅计提坏账准备。除上述情况外，公司未发现剩余存货（开发产品和开发成本）有减值迹象。值得关注的是，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。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产规模呈快速增长趋势，复合增长率为 31.73%。2014 年底，公司非流动资产合计 79.47 亿元，主要为投资性房地产和固定资产，占比分别为 74.82% 和 12.13%，长期应收款、长期股权投资和递延所得税等项占比较小（如下图所示）。

图 9 截至 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：审计报告

2012~2014 年，随着公司不断增加持有商业物业的比重，公司投资性房地产增长较快，年均增长 30.93%，增长较快，截至 2014 年底，公司投资性房地产为 59.46 亿元，主要系持有的为赚取租金或资本增值，或两者兼有的房地产。公司投资性房地产计量方式是将持有的为赚取租金或资本增值，或两者兼有的房地产（包括正在建造或开发过程中将来用于出租的建筑物）划分为投资性房地产，按公允价值模式进行后续计量。公司将投资性房地产转换为自用房地产时，以其转换当日的公允价值作为自用房地产的账面价值，公允价值与原账面价值的差额计入当期损益。自用房地产或存货转换为采用公允价值模式计量的投资性房地产时，投资性房地产按照转换当日的公允价值计价，转换当日的公允价值小于原账面价值的，其差额计入当期损益；转换当日的公允价

值大于原账面价值的，其差额计入其他综合收益。

公司投资性房地产主要系持有的为赚取租金或资本增值，或两者兼有的房地产，投资性房地产的账面价值于 2012 年底、2013 年底及 2014 年底分别为 34.69 亿元、43.93 亿元及 59.46 亿元，其中，已完工但未办妥产权证的投资性房地产的账面价值于 2012 年底、2013 年底及 2014 年底分别为 7.84 亿元、3.71 亿元及 6.17 亿元。2013 年和 2014 年，公司由于对部分开发产品持有意图改变，于 2013 年底和 2014 年底将相关开发产品出租或已签订出租意向书，因此分别将账面价值为 0.60 亿元及 4.2 亿元的存货转为投资性房地产。

2012~2014 年，公司长期股权投资总额基本保持不变，年均增长 1.80%。截至 2014 年底，公司长期股权投资 1.18 亿元，主要是对联营企业重庆渝能万怡房地产开发有限公司（以下简称“重庆渝能”）的按权益法核算的股权投资，占比 55%以上。

2012~2014 年，公司固定资产增长较快，年均增长率为 44.58%，系 2014 年由于部分已完工投资性房地产由对外出租改为对子公司出租，因此将账面价值 0.68 亿元的投资性房地产转为固定资产核算及近年在建工程及存货不断转入所致。截至 2014 年底，公司固定资产原值 11.39 亿元，其中房屋及建筑物占比 80%以上；累计折旧 1.75 亿元，固定资产净值 9.64 亿元，固定资产成新率在 80%以上，成新率较高。

公司其他非流动资产全部为长期受限制银行存款，2012~2014 年，其他非流动资产年均增长 76.39%。截至 2014 年底，其他非流动资产 3.77 亿元，其中按揭贷款保证金占比 16.13%，拆迁费用保证金占比 5.75%，银行借款保证金占比 38.64%，预售所得款项相关的受限制资金占比 41.29%。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 326.15 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占比 75.94%和 24.06%，资产结构较 2014 年底相比变化较小。

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。公司整体资产质量较好。

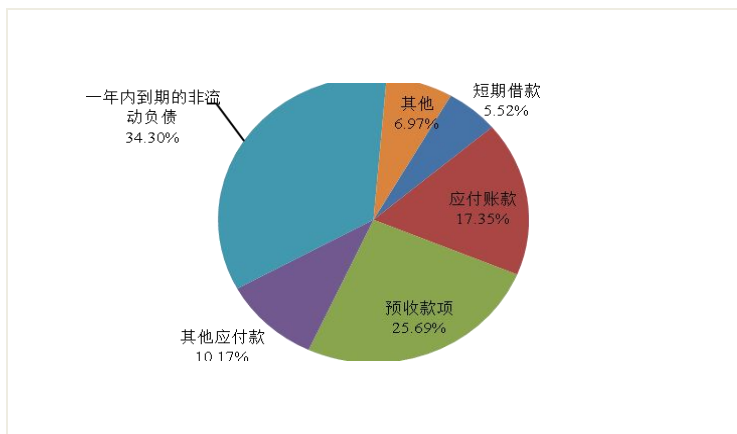
3. 负债及所有者权益

负债

公司负债规模的增长速度略低于资产总额的增长，近三年年均复合增长率为 20.78%。截至 2014 年底，公司负债合计 273.11 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占 70.25%和 29.75%。

2012~2014 年，公司流动负债持续增长，复合增长率为 17.85%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 191.87 亿元，以应付账款（占比 17.35%）、短期借款（占比 6.52%）、其他应付款（占比 10.17%）和一年内到期的非流动负债（占比 34.30%）为主（如下图所示）。

图10 截至2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司调整债务结构，减少短期借款比重，公司短期借款呈下降趋势，年均减少 15.64%。截至 2014 年底，公司短期借款 10.58 亿元，抵押借款占比 90%以上。

2012~2014 年，随着项目的陆续开工建设，公司应付账款金额年均增长 35.49%。截至 2014 年底，公司应付账款 33.30 亿元，主要为未支付的建造成本。

公司预收款项主要是预收房款，该款项在工程进度达到结算条件时将结转为营业收入。近年公司预收款项增长缓慢，复合增长率为 6.09%。截至 2014 年底，公司预收款项 49.30 亿元。

公司其他应付款主要是与关联方的资金往来以及押金、保证金、项目合作款等。2012~2014 年，公司其他应付款增长较小，复合增长率为 9.76%。截至 2014 年底，公司其他应付款 19.51 亿元，主要是与北京银信光华房地产开发有限公司、重庆渝能、阳光 100 中国控股有限公司和智城投资有限公司等资金往来。其中金额最大的是与阳光 100 中国控股有限公司的往来款 7.86 亿元，占其他应付款的 40.29%；其次为深圳讯科达商贸公司无息借款 5.18 亿元，占其他应付款的 26.55%

2012~2014 年，公司一年内到期的流动负债呈快速增长趋势，复合增长率为 35.98%。截至 2014 年底，公司一年内到期的流动负债 65.81 亿元，全部为一年内到期的长期借款，其中质押借款占比近 40%，抵押借款占比近 60%。

2012~2014 年，公司非流动负债增长较快，复合增长率为 28.66%，主要是长期借款及长期应付款的增加。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 81.24 亿元，其中长期借款占比 66.17%，其余为长期应付款和递延所得税负债等，占比分别为 17.25%和 16.11%。

2012~2014 年，公司长期借款增长较快，年均复合增长率为 25.51%。截至 2014 年底，公司长期借款 53.76 亿元。其中质押借款 14.26 亿元，抵押借款 35.07 亿元，信用借款 4.42 亿元。从还款日期看，公司长期借款到期日集中在 2016 年和 2018 年，当年到期长期借款合计分别为 33.93 亿元、10.72 亿元，占比分别为 63.11%和 19.94%，总体看，2016 年公司集中支付压力较大。

2012~2014 年，公司长期应付款年均增长 25.72%，截至 2014 年的长期应付款 14.01 亿元，主要为付款期限在 1 年以上的工程款及工程质保金。

2012~2014 年，由于公司投资性物业公允价值变动及收购时点被收购公司资产评估增值引起的应纳税暂时性差异确认的递延所得税负债大幅增长，递延所得税负债年均复合增长 46.64%。截至 2014 年底，公司递延所得税负债合计 13.09 亿元，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。2012 年、2013 年及 2014 年，公司与合并范围内子公司未分配利润有关的暂时性差异分别为 29.35 亿元、33.89 亿元及 41.07 亿元。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，该项在未来发生的变动或将对公司财务造成一定影响。

2012~2014 年，公司全部债务规模较大且整体呈上升趋势，三年复合增长率为 24.84%。截至 2014 年底，公司全部债务为 132.32 亿元，其中短期债务和长期债务分别占比 59.37%和 40.63%，债务结构以短期债务为主，与公司的经营模式较为匹配。

截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 83.86%、71.58%和 50.57%。从负债指标看，公司债务压力较大。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 273.57 亿元，其中流动负债合计与非流动负债合计分别占比 63.70%和 36.30%，流动负债占比有所上升；全部债务 143.52 亿元，较 2014 年底增加 11.20 亿元，其中短期债务 67.40 亿元，长期债务 76.12 亿元。

总体看，公司负债结构较为合理，但总体债务负担较重。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益合计增长较快，复合增长率为 33.99%，增长主要来自于其他综合收益及未分配利润的增加。

截至 2014 年底，系公司股权收购价款与享有的被收购单位的净资产之间的差额导致资本公积减少至 0 元。

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 52.55 亿元，归属于母公司的所有者权益为 30.96 亿元（占比 58.93%），少数股权权益为 21.58 亿元（占比 41.07%）。归属于母公司的所有者权益中，股本、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 6.22%、5.89%、0.23%和 87.89%，未分配利润占比较高，公司所有者权益稳定性差。其他综合收益 1.82 亿元，系存货转为投资性房地产的公允价值大于账面价值的税后差额。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 52.58 亿元，与 2014 年底相比变化较小。

整体看，公司所有者权益持续稳定增长，但权益稳定性有待提高。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司合并口径营业收入年均复合增长率为 20.50%，主要受益于房产开发项目的增加。2014 年公司继续保持着较快的增长，当年实现营业收入 68.64 亿元，较 2013 年增长了 11.77%。公司营业成本增长快于营业收入的增长，主要源于土地成本及资本化利息的不断增长，近三年复合增长率为 26.87%。近三年现金收入比呈现波动增长态势，分别为 82.87%、79.66%和 94.35%，公司收入实现质量一般，但呈现向好态势。

从期间费用看，2012~2014 年公司期间费用整体呈上升趋势，年均增长 14.52%，主要是管理费用和销售费用增长较快所致，2014 年公司费用总额 6.23 亿元，其中销售费用和管理费用分别占 52.12%和 47.24%。2014 年公司费用收入比为 9.07%，较 2013 年下降了 0.87 个百分点，费用控制能力有所提高。

2012~2014 年，公司投资收益分别为 0.26 亿元、0.32 亿元和 3.06 亿元，波动较大，年均增长 242.16%。2014 年公司投资收益增长显著系原持有的对被收购方广西景琪投资有限公司和桂林阳光壹佰置业有限公司的投资的公允价值与账面价值的差额产生的投资收益 2.32 亿元，2014 年投资收益为 3.06 亿元，占到净利润的 40%以上，投资收益对净利润产生了显著积极的影响。

从利润增长情况看，受到成本上升及销售结转产品结构的影响导致毛利率下降，及公司计提资产减值损失，2012~2014 年公司实现营业利润分别为 9.68 亿元、11.51 亿元和 9.62 亿元，年均

减少 0.33%；实现利润总额分别为 9.36 亿元、11.34 亿元和 9.20 亿元，年均减少 0.85%。净利润分别为 6.72 亿元、7.61 亿元和 6.94 亿元，年均增长 1.60%，其中归属于母公司的净利润分别为 5.87 亿元、7.92 亿元和 6.10 亿元，年均增长 1.93%。

从盈利指标看，公司营业利润率呈下降趋势，2012~2014 年分别为 27.02%、25.27%和 19.74%；同期，总资本收益率和总资产报酬率也相应呈下降态势，2013~2014 年总资本收益率¹分别为 6.52%和 4.33%，总资产报酬率分别为 5.19%和 3.26%，主要系当期债务规模增长过快所致。利润规模的下滑导致近两年公司净资产收益率亦呈现下降态势，2013~2014 年分别为 21.97%和 14.99%。但与同行业上市公司相比，公司盈利能力指标表现尚可。

表 15 2014 年主要房地产上市公司盈利指标情况

代码	简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
000002.SZ	万科 A	5.24	19.08	29.94
600048.SH	保利地产	5.93	21.56	32.03
600383.SH	金地集团	5.92	13.19	28.93
600376.SH	首开股份	3.51	11.55	34.55
002146.SZ	荣盛发展	6.81	26.02	33.30
600325.SH	华发股份	1.63	9.73	34.32
600823.SH	世茂股份	6.50	12.50	41.40
600266.SH	北京城建	4.73	11.35	34.66
	广西万通	7.18	14.99	28.00

资料来源：Wind 资讯

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

由于公司结转收入主要在下半年体现，2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.08 亿元，营业利润率为 9.60%；实现利润总额为-1.78 亿元，与 2014 年同期相比基本持平。

总体看，公司业务规模保持较快增长，受到房地产各地限购政策影响导致房价下跌毛利率下降，以及公司计提资产减值损失影响，公司盈利能力有所下滑。但考虑到房地产行业供需关系转变、去库存压力加大等因素，公司未来盈利存在一定的不确定性。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入分别为 46.17 亿元、50.11 亿元和 67.06 亿元，经营活动产生的现金流量净额分别为-3.4 亿元、-14.85 亿元和 4.18 亿元。2012 年和 2013 年，随着公司房地产项目业务工程款的增加及增加土地储备支付的土地款增加，公司经营活动产生的现金流呈净流出状态。2014 年，因商品房预售实现的现金流入大幅增加，公司经营活动产生的现金流实现净流入。从收入实现质量来看，近三年现金收入比分别为 82.87%、79.66%和 137.01%，波动较大，公司收入实现质量波动主要是由于各期结转收入的项目性质不同所致。

从投资活动来看，2012~2014 年，投资活动现金流量净额分别为-7.56 亿元、5.27 亿元和-0.73 亿元，因向关联方提供贷款、收购子公司和联营公司较为频繁、金额较大影响，投资活动产生的现金流量净额变动较大。2012 年，因向关联方提供贷款，公司投资活动现金净流出 7.56 亿元。2013 年，因公司收到关联方归还的借款规模大幅增加，公司投资活动现金净流入 5.27 亿元。2014 年，

¹公司未对 2011 年报表追溯调整，2012 年涉及需要两年数据计算的相关盈利指标未计算。

因公司向关联方提供贷款、收购子公司和联营公司规模增加，公司投资活动现金净流出 0.73 亿元。

从筹资活动情况来看，2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 16.54 亿元、9.38 亿元和 7.75 亿元，净流入规模呈现逐年减少态势。公司筹资活动现金流出主要系偿还银行贷款及利息，筹资活动现金流入主要系取得银行借款、关联方垫款及收到其他与筹资活动有关的现金（其他限制性存款的变动）。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为-12.50 亿元，投资活动现金流净额为-7.14 亿元，筹资活动现金流净额为 8.41 亿元，期末现金及现金等价物净增加额为 10.79 亿元，较上年同期相比变化不大。

总体看，随着在建项目逐步实现预售的影响，经营活动产生的现金流量净额逐渐转负为正；投资活动产生的现金流量净额波动较大；随着经营规模的扩大，公司有对外融资的需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年公司流动比率波动增长，分别为 1.24 倍、1.68 倍和 1.28 倍。因存货数额较大，且呈现快速上升态势，速动比率呈波动下降态势，2012~2014 年分别为 0.43 倍、0.46 倍和 0.29 倍，速动比率处于较低水平；近三年，公司现金短期债务比分别为 0.52 倍、0.78 倍和 0.37 倍，现金对短期债务的保护程度较弱。公司短期债务规模较大，短期偿债能力一般。考虑到公司获利较强且回款较好的商业物业比重逐年提高，公司短期偿债能力增强可期。

从长期偿债能力指标来看，近三年公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率一直处于较高水平，截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 83.86%、71.58%和 50.57%，公司有息债务水平较高。公司 EBITDA 利息倍数一直处于低水平，2012~2014 年分别为 1.55 倍、1.36 倍和 0.84 倍，同期 EBITDA 全部债务比为 0.13 倍、0.11 倍和 0.08 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度低。但考虑到公司长期债务多为项目贷款，本息偿付与房产项目回款期基本匹配，总体看，公司长期偿债能力仍属较强。

从担保情况看，截至 2014 年底，公司除为商品房承购人提供住房按揭借款担保 48.97 亿元外，无对外担保发生。公司无关注或不良的对外担保信息。

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2015 年 6 月 9 日，公司主要子公司无未结清的不良信贷信息记录，未结清、已结清贷款全部为正常类贷款，公司过往债务履约情况良好。

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。第一次开庭预计于 2015 年 6 月 10 日进行。该诉讼涉及金额较大，存在一定的或有风险。

截至 2015 年 3 月底，公司已经取得的银行授信总额为 90 亿元，其中已用授信额度 46.66 亿元，尚可使用授信额度 43.34 亿元，公司间接融资渠道畅通。

总体看，随着获利较强且回款较好的商业物业比重逐年提高，公司短期偿债能力增强可期；长期债务多为项目贷款，本息偿付与房产项目回款期基本匹配，公司长期偿债能力仍属较强。公司整体偿债能力较强。

八、本次公司偿债能力分析

1. 本次公司债的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 3 月底，公司全部债务为 142.98 亿元，本次拟发行公司债额度为 20 亿元，相对于公司全部债务规模而言，总发债额度较小。

本次公司债券的募集资金扣除发行费用后，公司拟用于补充营运资金及偿还债务，调整债务结构，降低财务费用。以 2015 年 3 月底的财务数据为基础，本次公司债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司债务总额变化微小，公司全部债务资本化比率和资产负债率，分别为 75.61% 和 84.81%，公司负债水平和全部债务总额较发债前变化不大，但债务结构有所变化，长期债务水平有所提升。

2. 本次公司偿债能力分析

以 2014 年底相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为本次公司债券发行额度（20 亿元）的 3.35 倍，对本次债券的覆盖程度良好。公司 EBITDA 和经营活动现金净流量分别为本次公司债券发行额度（20 亿元）的 0.51 倍和 0.21 倍，覆盖程度较弱；公司现金类资产为本次债券发行额度（20 亿元）的 1.45 倍，覆盖程度尚可。

综合以上分析，并考虑到公司作为区域内长期从事房地产开发企业，在行业经验、市场品牌等方面具有一定的区域竞争优势，公司项目储备时间较长、成本较低，能够通过持续经营达到较高的盈利水平，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力较强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据公司与阳光100中国签订的协议和阳光100中国出具的《担保函》，阳光100中国为公司本期发行的不超过20亿元公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本次债券的全部本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

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

2. 担保人信用分析

（1）阳光 100 中国概况

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

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

阳光100中国旗下“阳光100”品牌享誉全国，是国内首批在二、三线城市发展大规模多用途商务综合体(主要包括写字楼，附带零售店铺、酒店、公寓及配套设施)的房地产开发商之一，亦

一直致力发展复合性小区(一般包含商住混合物业)。

截至2014年底,阳光100中国在10余个城市拥有土地储备总建筑面积1,315.87万平方米,其中权益建筑面积合计1,060.00万平方米。

从开发数据来看,截至2014年,阳光100中国新开工建筑面积127.99万平方米,较2013年增长6.5%;竣工建筑面积146.32万平方米,较2013年增长55.2%,主要由于2013年的新开工面积较2012年大幅增加,而其中部分物业于2014年竣工所致。

2014年阳光100中国经营规模稳步增长,2014年合约销售额、收入及总资产等均增长20%以上,新开工建筑面积增长7%,投资物业的租金收入增加了34%。

经营规模稳步提升的同时,阳光100中国践行精细化发展战略,产品结构持续优化,盈利能力较强的商业项目占比有所提升。在2014年商用物业合约销售金额较2013年增加了116%,物业单价增加6%,在总体合约销售金额中的占比由2013年的9%提升到16%;销售收入中商用物业收入较2013年度增加54%,物业单价亦增加38%。此外,阳光100中国支付各类土地款项合计人民币17.9亿元,其中近一半用于街区综合体项目,包括支付广西柳州窑端口古镇项目、江苏宜兴东氿RBD商业水街项目,以及潍坊阳光100城市广场项目等。

总体看,阳光100中国坚持聚焦在所深耕的二、三线城市,获取了多幅价格合适的土地,公司作为阳光100中国境内主体,进一步巩固了公司在这些城市的优势地位。

(2) 财务概况

阳光100中国2014年财务报表已经毕马威会计师事务所审计,并出具了标准无保留审计意见。与上期相比,2014年阳光100中国合并范围新增7家子公司,主要有广西景祺投资有限公司、桂林阳光壹佰置业有限公司、无锡金涛置业发展有限公司。

截至2014年底,阳光100中国合并资产总额350.71亿元,负债合计295.55亿元,所有者权益(含少数股东权益)55.16亿元,其中归属于母公司所有者权益合计46.20亿元。2014年,阳光100中国实现营业总收入71.05亿元,实现净利润8.10亿元。经营活动产生的现金流量净额-4.69亿元,现金及现金等价物净增加额13.42亿元。

截至2015年3月底,阳光100中国合并资产总额347.09亿元,负债合计293.90亿元,所有者权益(含少数股东权益)53.19亿元,其中归属于母公司所有者权益合计44.93亿元。2015年1~3月,阳光100中国实现营业总收入2.21亿元,实现净利润-1.48亿元。经营活动产生的现金流量净额-12.32亿元,现金及现金等价物净增加额-13.26亿元。

盈利能力方面,近三年,阳光100中国盈利水平呈现稳定增长态势,近三年实现不含税营业收入分别为45亿元、58亿元和71亿元,实现归属于母公司净利润分别为3.01亿元、6.72亿元和7.67亿元。

从盈利指标来看,2014年,阳光100中国营业不含税毛利率为21.19%,现金收入比为-0.07,总资产报酬率和净资产收益率分别为4.04%和16.59%。阳光100中国盈利能力尚可。

偿债能力方面,截至2014年底,阳光100中国资产负债率为84.27%,较上年90.14%有所下降,流动比率和速动比率分别为1.36倍和0.33倍,上年为1.53倍和0.39倍,EBITDA全部债务比仅为0.09倍,EBITDA利息倍数约0.98倍,总体看,阳光100中国债务水平较高,债务规模较重,考虑到随着获利较强且回款较好的商业物业比重逐年提高及长期债务项目贷款本息偿付与房产项目回款期基本匹配,阳光100中国整体偿债能力仍属较强。

(3) 债权保护效果分析

以2014年底财务数据测算,本次债券发行额度(20亿元)占阳光100中国资产总额的5.70%,

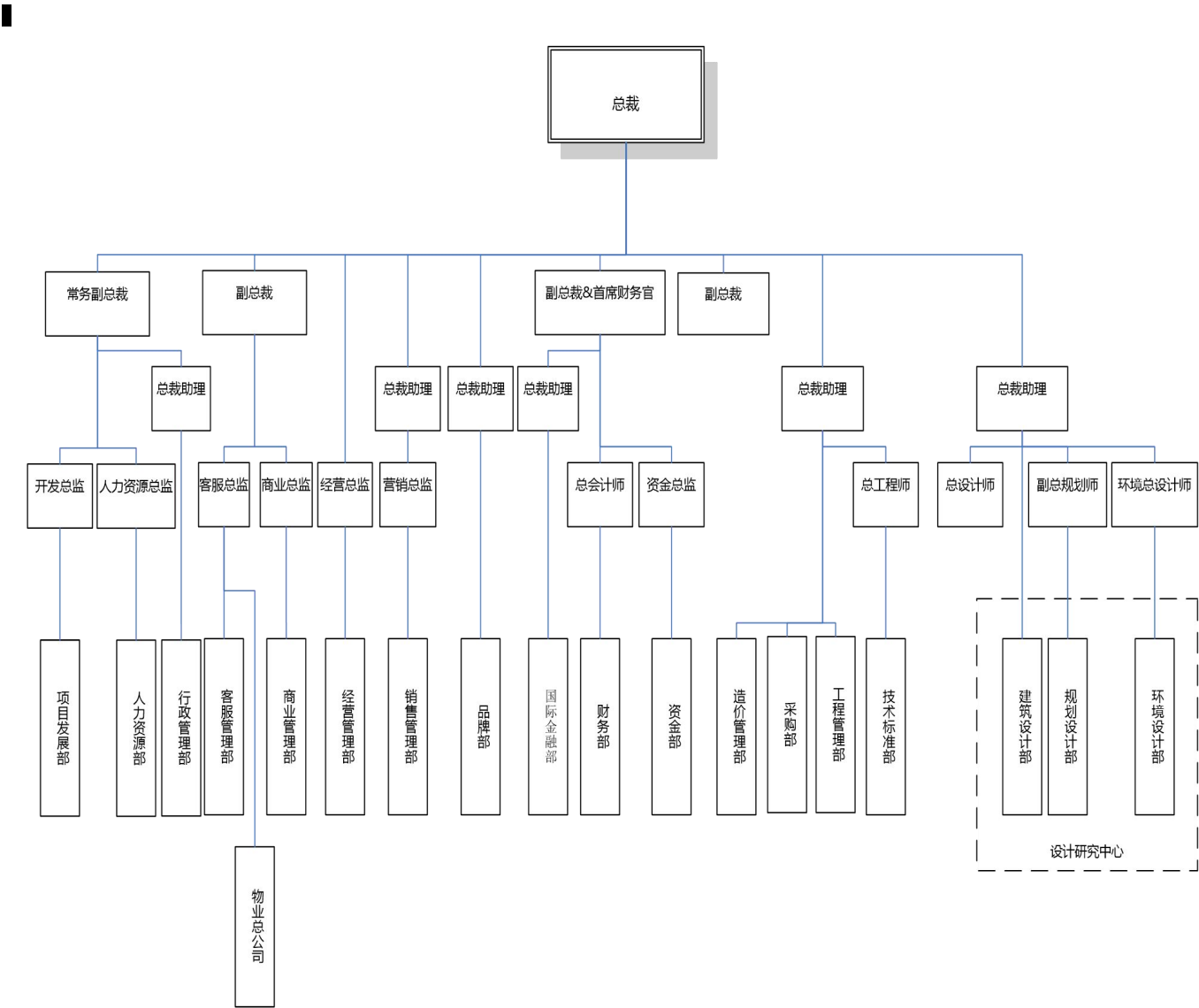
所有者权益总额的36.26%，阳光100中国资产规模较大，其所提供的担保对于本次债券的信用状况具有一定的积极作用。

十、综合评价

公司作为国内较为知名的房地产开发企业，具有丰富的房地产开发经验，公司开发的地产项目品质较好，“阳光 100”品牌知名度较高，公司土地储备规模适中，主营业务盈利能力较强。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、项目开发周期较长、资金需求压力较大等因素对公司经营形成的不利影响。公司在建项目地理位置较好，随着项目的陆续销售，公司的盈利较有保证，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。本次债券由公司控股股东阳光 100 中国提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。阳光 100 中国资产规模较大，其所提供的无条件不可撤销的连带责任担保对本次债券的信用状况有积极的作用。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1 季度
资产总额(亿元)	216.49	267.79	325.66	326.15
所有者权益(亿元)	29.27	40.00	52.55	52.58
长期债务(亿元)	34.12	83.64	53.76	76.12
全部债务(亿元)	84.91	117.26	132.32	142.98
营业收入(亿元)	47.27	61.41	68.64	2.08
净利润(亿元)	6.72	7.61	6.94	-1.30
EBITDA(亿元)	10.76	12.97	10.14	-1.78
经营性净现金流(亿元)	-3.40	-14.85	4.18	-12.50
经营活动流入量(亿元)	46.17	50.11	67.06	3.57
应收账款周转次数(次)	--	8.20	7.17	--
存货周转次数(次)	--	0.32	0.29	--
总资产周转次数(次)	--	0.25	0.23	--
现金收入比率(%)	82.87	79.66	94.35	25.87
总资本收益率(%)	--	6.52	4.33	--
总资产报酬率(%)	--	5.19	3.26	--
净资产收益率(%)	--	21.97	14.99	--
营业利润率(%)	27.02	25.27	19.74	9.60
费用收入比(%)	10.04	9.94	9.07	95.68
资产负债率(%)	86.48	85.06	83.86	83.88
全部债务资本化比率(%)	74.36	74.56	71.58	73.11
长期债务资本化比率(%)	53.83	67.65	50.57	59.15
EBITDA 利息倍数	1.55	1.36	0.84	--
EBITDA 全部债务比	0.13	0.11	0.08	--
经营现金债务保护倍数	-0.04	-0.13	0.03	-0.09
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	-0.13	-0.08	0.03	-0.14
流动比率	1.24	1.68	1.28	1.42
速动比率	0.43	0.46	0.29	0.29
现金短期债务比(倍)	0.52	0.78	0.37	0.28
经营现金流动负债比率(%)	-2.46	-12.12	2.18	-7.17
经营现金利息偿还能力(倍)	-0.49	-1.56	0.35	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.58	-1.01	0.29	--
经营活动现金流入量偿债倍数	4.62	5.01	6.71	4.62
经营活动现金流量净额偿债倍数	-0.34	-1.49	0.42	-0.34
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.54	0.65	0.51	--

注：2015 年 1 季度度报财务报表未经审计，相关指标未年化。公司未对 2011 年报表追溯调整，2012 年涉及需要两年数据计算的相关盈利及经营指标未计算。

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	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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 / 本次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 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

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。

联合信用评级有限公司关于 广西万通房地产有限公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年广西万通房地产有限公司公告年报后 2 个月内对广西万通房地产有限公司 2016 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广西万通房地产有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。广西万通房地产有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注广西万通房地产有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现广西万通房地产有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如广西万通房地产有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至广西万通房地产有限公司提供相关资料。

联合评级对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送广西万通房地产有限公司、监管部门等。

