

信用等级公告

联合〔2020〕011号

荣安地产股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对荣安地产股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2020 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

荣安地产股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

荣安地产股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2020 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年一月二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

荣安地产股份有限公司

2020 年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：6.70 亿元（不超过 6.70 亿元）

债券期限：5 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2020 年 1 月 2 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	111.07	131.95	243.16	396.48
所有者权益（亿元）	36.77	42.38	47.69	57.52
长期债务（亿元）	17.54	26.80	34.72	58.76
全部债务（亿元）	22.52	31.55	51.53	82.95
营业收入（亿元）	17.28	42.64	39.68	25.24
净利润（亿元）	1.49	5.42	5.48	5.74
EBITDA（亿元）	3.30	8.00	9.10	--
经营性净现金流（亿元）	1.82	-2.62	-27.16	-6.79
营业利润率（%）	19.30	21.31	30.95	38.40
净资产收益率（%）	4.08	13.69	12.17	--
资产负债率（%）	66.90	67.88	80.39	85.49
全部债务资本化比率（%）	37.98	42.68	51.94	59.05
流动比率（倍）	1.78	1.94	1.42	1.34
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.25	0.18	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.00	5.48	3.08	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.49	1.19	1.36	--

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. 2019 年三季度未经审计相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对荣安地产股份有限公司（以下简称“荣安地产”或“公司”）的评级反映了公司作为上市房地产开发企业，项目开发经验丰富，在宁波地区具有品牌知名度高的优势。近年来，公司房地产项目签约销售面积和签约销售金额逐年增加，同时，2018 年以来加大拿地力度，将房地产业务拓展到省外核心城市和省内优质二线城市。此外，公司债务负担处于合理水平，债务期限结构较好，自持物业按成本法计量，未来有一定的增值空间，对公司债务偿还提供一定支撑。同时联合评级关注到房地产调控政策较严格，公司现有房地产项目分布较为集中，经营易受单一地区房地产市场调控影响；公司获取部分项目土地成本较高；在建项目规模较大，同时考虑其补库存需求，公司存在一定的资金支出压力；资产受限比例较高以及债务规模增长较快等因素对公司信用状况产生的不利影响。

未来，随着公司在售项目实现销售以及在建项目逐步竣工，业务向省外核心城市和省内优质二线城市拓展，公司收入规模有望持续保持稳定。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平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. 公司深耕宁波房地产市场多年，开发经验丰富，品牌优势明显。
2. 公司签约销售面积和签约销售金额逐年增加；预收款项规模逐年增长，对公司未来收入结转形成有力保障。
3. 公司自持物业按成本法计量，未来有一定的增值空间；债务负担处于合理水平，全部

债务以长期债务为主，债务期限结构较好。

关注

1. 房地产行业处于持续调控中，行业集中度不断提升，大型房地产公司在项目资源、资金等方面优势更加明显，公司作为中小型房企经营压力提升。

2. 公司项目主要集中于宁波及周边地区，区域集中度较高且区域内竞争较激烈，当地房地产市场景气度和调控政策对公司未来销售情况可能产生负面影响。

3. 2018 年以来，公司拿地规模增加较快，在建面积大幅增加，同时考虑到公司尚未开工土地储备规模较小，存在补库存需求，公司面临一定的资金支出压力和融资需求。

4. 公司主要通过公开市场招拍挂的方式获取土地，近年来，受土地市场价格上涨影响，公司部分项目拿地成本较高，未来盈利空间可能收窄。

5. 公司资产受限规模较大，资产流动性一般；公司债务规模增长较快；所有者权益中未分配利润占比高，稳定性较弱。

分析师

曹梦茹

电话：010-85172818

邮箱：caomr@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）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

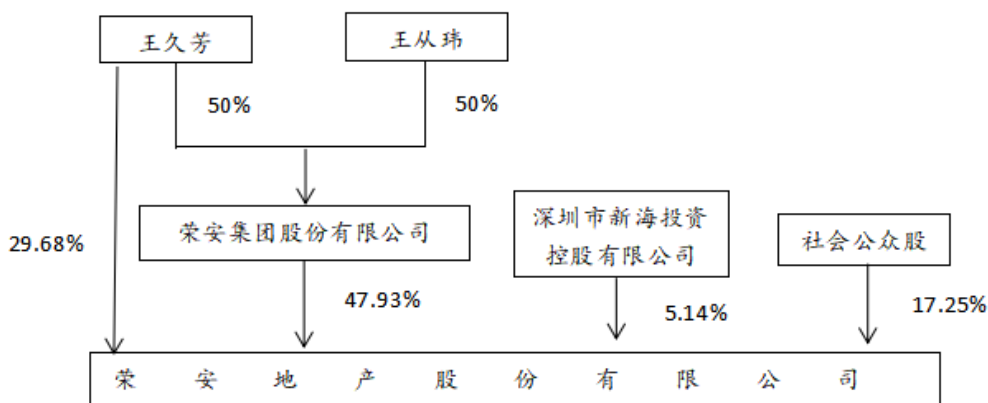
一、主体概况

荣安地产股份有限公司（以下简称“公司”或“荣安地产”）前身为成功信息产业（集团）股份有限公司，系经宁波市人民政府甬政〔1989〕24号文批准，由宁波机床总厂股份制改组设立。公司股票于1993年8月6日在深圳证券交易所挂牌交易，股票简称“*ST 成功”，股票代码 000517.SZ。此后，经历次股权变更，截至2008年底，公司注册资本为23,330.75万元，股份总数23,330.75万股。

经公司2008年第一次临时股东大会决议同意，并经中国证券监督管理委员会证监许可〔2008〕1341号文核准，公司向荣安集团股份有限公司（以下简称“荣安集团”）发行股份82,800.00万股，收购荣安集团所拥有的八家公司股权和三处房产，公司注册资本变更为10.61亿元。2009年6月16日，公司更名为荣安地产股份有限公司，股票简称变更为“荣安地产”。2015年3月16日，根据荣安集团与关联自然人王怡心先生签订的《股权转让协议》，荣安集团向王怡心转让2.50亿股公司股份，占公司总股本23.56%。2015年6月1日，根据荣安集团与关联自然人王久芳先生签署的《股权转让协议》，荣安集团向王久芳转让0.65亿股公司股份，占公司总股本的6.12%。2015年9月11日，公司以总股本10.61亿股为基数，向全体股东每10股送红股2股，以资本公积向全体股东每10股转增18股，公司注册资本变更为31.84亿元。

截至2019年9月底，公司注册资本为31.84亿元。公司控股股东为荣安集团，实际控制人为王久芳及其一致行动人王丛玮。截至2019年9月底，荣安集团持有公司股份15.26亿股，占公司总股本的47.93%；荣安集团及其一致行动人合计持有公司股份24.71亿股，占公司总股本的77.61%；荣安集团及其一致行动人所持公司股权累计质押股数为12.26亿股，占荣安集团及其一致行动人合计持有公司股份的49.61%。

图1 截至2019年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：房地产开发、经营；物业服务；房屋租赁；建筑材料、装饰材料、机械电器设备、五金交电、化工产品、制冷空调设备的批发、零售；市政工程施工；工业与民用建筑工程；实业投资；建筑施工技术咨询；国内劳务派遣；自营和代理货物和技术的进出口，但国家限定经营或禁止进出口的货物或技术除外；建筑智能化工程。

截至2019年9月底，公司设立了项目发展部、前期报批部、并购投资部、设计管理部、产品管理部、资金运作部、营销策划部、运营管控部等28个部门（详见附件1）；公司拥有纳入合并报表范围

的子公司共100家。截至2019年9月底，公司拥有在职员工1,432人。

截至2018年底，公司合并资产总额243.16亿元，负债合计195.47亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）47.69亿元，其中归属于母公司所有者权益47.49亿元。2018年，公司实现营业收入39.68亿元，净利润（含少数股东损益）5.48亿元，其中归属于母公司的净利润6.08亿元；经营活动产生的现金流量净额-27.16亿元，现金及现金等价物净增加额9.02亿元。

截至2019年9月底，公司合并资产总额396.48亿元，负债合计338.96亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）57.52亿元，其中归属于母公司所有者权益54.99亿元。2019年1—9月，公司实现营业收入25.24亿元，净利润（含少数股东损益）5.74亿元，其中归属于母公司的净利润6.50亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.79亿元，现金及现金等价物净增加额29.65亿元。

公司注册地址：浙江省宁波市海曙区灵桥路513号（14-12）；法定代表人：王久芳。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“荣安地产股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券”（以下简称“本次债券”），发行规模不超过人民币6.70亿元（含6.70亿元）；本次债券期限为5年，附第2年末和第4年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券每张面值为100元，按面值发行；本次债券为固定利率，票面利率将根据网下簿记建档结果确定。本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债券。

三、行业分析

1. 行业概况

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。经过二十年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，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。

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016年全国房地产开发投资102,581亿元，同比增长6.88%，增速较上年上升5.9个百分点；2017年，我国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增0.16个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018年，全国房地产开发投资120,263.51亿元，同比增长9.50%，增速较前11个月回落0.2个百分点，但仍高于2017年水平，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。2019年1—9月，全国房地产开发投资98,007.67亿元，同比增长10.50%，增速与1—8月持平，总体仍维持高位，但已连续4个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。

图2 2015—2019年9月全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

总体看，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。受国家政策导向的影响，房地产投资增速 2016 年后有所回升，2018 年之后在土地购置费、新开工增加带动下保持高位。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。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行为，加之需求端限购等政策，导致部分房企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。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%，二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%，三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市土地成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化。

2018 年，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%。其中，住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；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。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，

其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2019 年 1—9 月，全国 300 个城市土地供给面积、成交面积、土地成交溢价率均同比微降，但受益于二线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。分城市来看，一线城市供求同比双涨，但楼面均价有所下滑，土地出让金总额同比增长近三成；二线城市供求小幅上涨，楼面均价同比增长 16%，溢价率较上年同期增加 1 个百分点；三四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑。

表 1 2016—2019 年 9 月全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
推出面积	103,212	111,907	128,440	88,068
同比	-9	8	20	-1
成交面积	85,885	95,036	105,492	74,034
同比	-3	8	14	-2
出让金	29,047	40,623	41,773	35,511
同比	31	38	2	17
楼面均价	1,904	2,374	2,159	2,568
同比	40	26	-11	17
土地平均溢价率	43	29	13	15
同比	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 1 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

总体看，2016 年土地市场热度高涨，楼面均价及溢价率均大幅上涨；随着 2017 年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落；2018 年后，房企拿地趋于理性，土地溢价率继续走低。

（2）开发资金来源状况

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214 亿元，同比增长 15.18%；其中，国内贷款 21,512 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点；其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%；其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。

2019年一季度,受益于多项稳经济、宽信用政策发力,房地产行业融资环境有所改善。2019年4月开始,随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出,以及土地市场上高溢价地块的多次出现,房地产开发企业的融资环境开始有所收紧;2019年5月以来,监管层收紧房地产开发贷款、信托借款和海外美元债等房地产开发企业重要融资渠道,融资端政策超预期收紧。2019年1—9月,房地产开发企业到位资金130,570.72亿元,同比增长7.10%,增速较前8月反弹0.5个百分点。其中国内贷款资金同比增长9.10%,较前8月回落0.70个百分点,在融资监管趋严预期下增速有收窄迹象;自筹资金同比增长3.50%,继续低位下行;定金及预收款和个人按揭贷款分别同比增长9.00%和13.60%,增速较前8月有所回升。

总体看,2016年10月房地产调控后,融资环境再次趋紧,房企资金压力较大;2018年,货币政策结构性宽松,2019年一季度房地产开发企业融资环境有所回暖,但二季度再遇收紧,房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向。

(3) 市场供需情况

2016年,房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程,商品房销售全年高位运行。2016年,全国商品房销售面积157,349.00万平方米,同比增长22.5%;其中,住宅销售面积增长22.4%,办公楼销售面积增长31.4%,商业营业用房销售面积增长16.8%。从供应来看,2016年,全国房屋竣工面积106,128.00万平方米,同比增长6.1%;其中,住宅竣工面积77,185.00万平方米,同比增长4.6%。

2017年,商品房销售增速有所放缓,全国商品房销售面积169,408万平方米,同比增长7.70%,一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移,二线城市亦呈现明显回落态势,三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好;其中,住宅销售面积增长5.30%,办公楼销售面积增长24.30%,商业营业用房销售面积增长18.70%;住宅销售额增长11.30%,办公楼销售额增长17.50%,商业营业用房销售额增长25.30%。从供应来看,2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米,同比增长3.00%;房屋竣工面积101,486万平方米,同比减少4.40%;商品房待售面积58,923万平方米,同比减少15.30%,其中住宅待售面积同比减25.10%,办公楼待售面积同比增加0.90%,商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

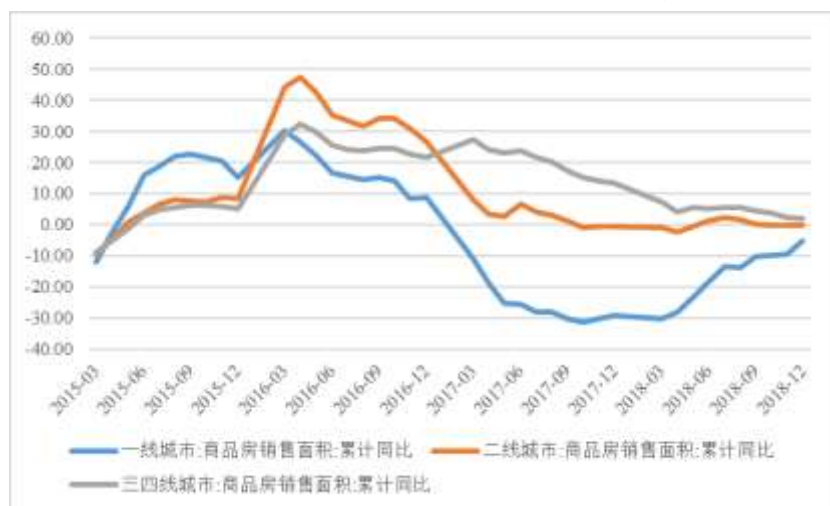
图3 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况(单位:%)



资料来源: Wind

2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1—11 月上漲 0.10 个百分点；房地产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。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图 4 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



注：二线城市数据用 Wind 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一、二线数据进行模拟代替

资料来源：Wind，联合评级搜集整理

2019 年 1—9 月，全国房地产销售面积 119,178.53 万平方米，同比下降 0.1%，仍表现为负增长，但负增长增幅逐月收窄；2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈小幅负增长，而负增长逐月收窄体现了房地产开发企业加速去化的行业一致行为以及地区市场轮动为商品房销售面积带来的“韧性”。2019 年 1—10 月，商品房销售面积累计增速在年内首次由负转正，累计同比增速为 0.10%。2019 年 1—9 月，全国房地产销售金额 111,491.29 亿元，同比增长 7.10%，增速较上年同期回落 6.20 个百分点，销售额在售价逐渐走高的基础上，仍保持一定增长。目前，需求端政策总体稳定且更趋于一城一策，预计后续销售面积和销售额增长速度将保持稳定。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。2016 年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。2019 年 1—9 月，房地产销售面积虽负增长，但仍保持一定韧性，销售价格的稳定增长带动销售额继续创新高，预计 2019 年内销售面积和销售额增长速度将保持稳定。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅

回升，市场呈现回暖迹象；2015年3月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015年12月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10,980元/平方米，环比上涨0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12月百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨，且涨幅均继续扩大。

2016年，百城价格指数延续上年增长态势，一二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至2016年末，百城住宅平均价格为13,035.00元/平方米，较年初增长18.22%。

2017年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%，二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%，一二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到12%左右水平。

2018年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018年末，一线城市同比增速0.40%，二线城市同比增速7.08%，三线城市同比增速8.71%。

2019年9月，百城住宅价格指数上涨3.56%，涨幅较上年同期收窄1.72个百分点，百城住宅价格指数同比增速自2017年3月以来继续收窄。其中一线城市住宅价格指数增速自2018年底触底回升，2019年9月价格上涨0.70%，较上年同期扩大0.32个百分点；二、三线城市住宅价格指数增速继续下探，二线城市2019年9月价格指数同比收窄2.16个百分点，三四线代表城市2019年9月价格指数同比收窄4.67个百分点。

图5 2015-2019年9月全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自2015年5月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速降缓；2019年前三季度，一线城市价格增速触底回升，二三线价格增速继续下探。

3. 行业竞争

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。

2016年，房地产行业前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为18.81%和25.33%，分别较上年提高1.94和2.52个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为12.19%和

15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。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。

表 2 2015 - 2018 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10	26.89
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50	38.32
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38	19.08
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03	25.74

资料来源：CRIC

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，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11—30 名的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31—50 名的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿元，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿元；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿元门槛；中海集团、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿元阵营，另有 20 家房企世茂房地产、招商蛇口、华夏幸福、阳光城等销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2019 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	中海集团
2	万科企业	7	龙湖集团
3	碧桂园	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	保利地产	10	广州富力

注：中海地产集团有限公司于 2019 年 10 月 23 日更名为“中海企业发展集团有限公司”

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

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

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产

长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住房和城乡建设部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018 年 12 月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018 年 12 月	2018 年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019 年 1 月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019 年 3 月	2019 年 3 月《政府工作报告》提出“更好解决群众住房问题，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。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”
2019 年 4 月	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”
2019 年 5 月	银保监会发布《“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23 号），严查房地产违规融资
2019 年 7 月	中央政治局会议提到“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”
2019 年 8 月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64 号，要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相

关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，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。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

针对2019年一季度部分城市房地产市场出现过热苗头，中央政治局在4月和7月的政治局会议上重申“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。银保监会接连在5月和8月下发相应文件，对房地产融资进行控制。房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

总体看，2016年“十一”之后，热点一二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年中央多次会议继续坚持房住不炒、因城施策思路，继续推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展。

5. 行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

2019年两会及4月、7月的政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，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

随着资源逐步向大型房企集中，中小房企面临较大的经营压力，面临被大型房企收购整合风险。实力突出的大型房企，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 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。

7. 浙江省房地产市场发展情况

2018年，浙江省经济持续健康发展，社会保持和谐稳定。全年地区生产总值（GDP）56,197.00亿元，比上年增长7.10%。其中，第一产业增加值1,967.00亿元，第二产业增加值23,506.00亿元，第三产业增加值30,724.00亿元，分别增长1.90%、6.70%和7.80%，第三产业对GDP增长的贡献率为56.20%。三次产业增加值结构由上年的3.70：43.00：53.30调整为3.50：41.80：54.70。人均GDP为98,643.00元（按年平均汇率折算为14,907.00美元），增长5.70%。

2018年，浙江省全年房地产开发投资比上年增长20.90%，其中住宅投资增长26.80%。商品房销售面积9,755.00万平方米，增长1.60%；商品房销售额14,090.00亿元，增长14.20%。2018年末商品房待售面积比上年末下降24.40%，其中，商品住宅待售面积下降38.20%。

2018年，浙江省不断加强房地产市场监管。在省级方面，2018年3月29日浙江省直住房公积金中心首创支付宝提取公积金等措施，即从3月29日起，浙江省直单位缴纳公积金的职工可以在支付宝上办理无房提取、离退休提取和本市本人购房提取等业务。同年11月5日，浙江省直住房公积金中心网上还贷提取业务正式上线，缴存客户只需轻点鼠标、刷脸认证便可完成还贷提取网上申请，实现了还贷提取“零材料、零跑腿”办理，极大方便了城市居民的购房。2018年6月11日，浙江省住房和城乡建设厅发布了《关于进一步落实高层次人才安居相关政策的通知》，《通知》提出了五个“进一步”要求，即“进一步落实非本地户籍高层次人才安居问题、进一步落实省部属单位高层次人才同城待遇问题、进一步加强外籍人才永久居留服务、进一步落实高层次人才住房公积金优惠政策、进一步提供便捷优质服务”，目的是更好解决高层次人才安居问题。在2017年4月浙江省住房和城乡建设厅出台《关于进一步优化行业管理服务，促进房地产市场平稳健康发展的通知》的基础上，2018年7月10日，浙江省住房和城乡建设厅以房地产开发企业专项检查为切入点，开展了“双随机”抽查，被检查房地产开发企业，检查人员均为随机抽取，并及时向社会公布抽查情况及结果，首次“双随机”抽查选点为绍兴市。

总体来看，2018年浙江省各级政府的房地产调控政策持续深化，进一步整顿和规范房地产市场秩序，健全房地产市场监管机制，切实维护人民群众合法权益，把“房住不炒”精神落到实处。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司于 2009 年完成重大资产重组，进军房地产经营与开发业，成为宁波市首家以房地产为主营业务的上市公司，拥有一级房地产开发资质。

2018 年克尔瑞中国房地产企业销售权益金额排行中，公司排名第 128 位；销售面积排行中，公司排名第 175 位。公司在宁波、杭州、苏州、台州等地，打造了“欢乐家园”“欢乐精品园”“荣安世家”“荣安佳境”“都市风华”“水尚澜珊”“尚湖中央花园”“荣安和院”“荣安华府”等项目，在宁波及浙江省内有较好的口碑和品牌知名度。公司于 2017 年进军重庆市场，打造“荣安明月江南”“荣安林语春风”“美的荣安公园天下”等项目，在重庆市场知名度不断提升。截至 2019 年 9 月底，公司土地储备权益计容建筑面积合计 33.59 万平方米，期末在建面积合计 266.21 万平方米。

总体看，公司作为宁波地区知名的房地产开发企业，房地产开发经验丰富、经营规模较大，公司开发项目在当地拥有较好的影响力和较高的品牌美誉度，具有一定的竞争优势。

2. 人员素质

截至 2019 年 9 月底，公司董事 8 人（含独立董事 3 人），监事 5 人，高级管理人员 5 人（其中 4 人董事兼任）。公司核心管理团队多数从事相关业务和管理工作多年，行业经验较丰富。

王久芳先生，1963 年 12 月出生，大专学历，高级经济师、高级工程师。王先生现任公司董事长，荣安集团董事长。王先生现任社会职务：浙江省政协委员、浙江省工商联常委、宁波市商会副会长、宁波房地产业协会副会长、宁波市企业家协会常务理事等。

王从玮先生，1987 年 7 月出生，本科学历。王先生曾任荣安集团事业部经理，2014 年 6 月 24 日至今任公司董事兼总经理。

截至 2019 年 9 月底，公司拥有在职员工 1,432 人，其中生产人员占 15.93%，销售人员占 11.94%，技术人员占 7.40%，财务人员占 5.10%，行政人员占 2.23%，物业人员占 57.40%。从人员学历结构看，硕士及以上占 2.03%，本科占 27.72%，大专占 17.18%，高中及以下占 53.07%。

总体来看，公司核心管理团队经验丰富，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《公司章程》，公司设立股东大会、董事会和监事会，股东大会是公司的最高权力机构，董事会是公司最高权力执行机构，决定公司的一切重大事项，并向股东大会负责。公司设立战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会四个专业委员会以及监事会。战略委员会负责决定公司的投资计划、投资策略、投资原则、投资目标、资产分配及投资组合的总体计划；审计委员会负责提议聘请或更换审计机构以及负责监督公司的财务审计以及内控审计工作的实施情况，审核公司的重大关联交易；提名委员会负责对董事候选人及经理候选人的审核以及提名工作；薪酬与考核委员会审查公司董事及高级管理人员的履行职责情况并对其进行年度绩效考评，并负责对公司薪酬制度执行情况进行监督。监事会是公司常设的监察机构，对董事会及其成员和总经理等高级管理人员行使监督职能。

公司董事会由 9 名成员组成，设董事长 1 名。公司董事会设 1 名职工代表董事，职工代表董事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。董事任期三年，任期届满，

可连选连任。董事会行使召集股东大会、执行股东大会的决议等职权。

公司监事会由 5 名监事组成，监事会设主席 1 人。监事任期每届为 3 年，任期届满，连选可以连任。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于 1/3。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会行使检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总经理 1 名，副总经理若干名。总经理、副总经理由董事会聘请，总经理每届任期三年，连聘可以连任。总经理行使执行董事会的决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案等职责。

总体看，目前公司治理结构健全，能适应公司的发展现状。

2. 管理体制

截至 2019 年 9 月底，公司本部内设项目发展部、前期报批部、并购投资部、设计管理部、产品管理部、资金运作部、营销策划部、运营管控部等 28 个职能部门（见附件 1），拥有子公司 100 家，公司通过成立项目公司从事房地产项目开发。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。作为上市公司，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。

在预算管理方面，公司通过编制营运计划及成本费用预算等实施预算管理控制，明确各责任单位在预算管理中的职责权限，规范预算的编制、审定、下达和执行程序，并通过对营运计划的动态管理强化预算约束，评估预算的执行效果。

在资金管理方面，公司制定相关制度，明确公司资金管理、结算要求，加强资金业务管理和控制，从而降低资金使用成本并保证资金安全。各子公司银行账户开销户均需由财务管理部审批确认；所有对外融资由公司融资部统一安排，经各级负责人审批后方可进行；付款方面，公司主要经营付款由财务管理部统一结算。同时，财务管理部通过定期编制月度动态资金计划、年度资金计划以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，及时调整资金安排。

重大投资方面，公司依据房地产项目投资金额大、区域差异大、政策风险高的特点，结合自身经营情况，制定了具体的投资管理制度，明确了公司对外投资相关岗位的职责分离、投资的基本策略、可行性分析的研究方法、决策权限与程序。公司在选择投资项目时，重点关注项目的预期收益及经营风险，通过严谨的市场调研、销售预测、成本测算提高可行性分析的可靠度，确保投资项目及其取得过程安全、合法、高效。重大项目的投资由公司总部依据公司年度投资计划、统筹资源配置进行主导投资，投资金额超过董事会授权的项目，需在提请董事会决议通过后方可实施。

对子公司的管理方面，公司对子公司的设立、转让、注销等业务实施控制。对于超过公司董事会授权范围的子公司设立、对外转让股权、子公司注销清算等业务，除履行公司内审批程序外，还需报公司董事会审议通过后方可加以实施；对于董事会授权公司管理层决策的法人事项则在管理层履行决策后，报董事会备案。重大事项报告与审议方面，公司建立了统一规范的报告渠道和方式，建立包括经营管理例会等在内的定期、不定期专题办公会议制度，以及时把握公司的整体经营状况，决策重大经营管理事项。子公司定期向总部上报各类经营信息，对临时重大事项，即时向相关职能部门专项报告。总部对各职能部门统一制订制度，对子公司进行专业指导；并通过内部审计、专业检查、项目巡查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。

总体看，公司管理制度较为齐全，目前主要职能部门运作情况正常。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务主要包括房地产开发及销售、房屋租赁和物业管理。2016—2018 年，随着公司房地产结转规模波动增加，公司分别实现营业收入 17.28 亿元、42.64 亿元和 39.68 亿元，年均复合增长 51.55%；实现净利润分别为 1.49 亿元、5.42 亿元和 5.48 亿元，年均复合增长 91.85%；净利润与营业收入变化趋势不同主要系 2018 年公司房屋销售毛利率较高所致。

从业务构成来看，房地产开发一直是公司的核心业务，2016—2018 年在营业收入中的占比分别为 87.76%、95.79%和 90.97%。2016—2018 年，公司房地产销售收入波动增长，年均复合增长 54.31%。2017 年，公司房地产销售业务收入同比大幅增长 169.40%至 40.85 亿元，主要系“宁波香园一期”“宁海凤凰城一期”“山语湖苑”“金域华府”的余房交付所致。2018 年，公司房地产销售业务收入同比减少 11.63%至 36.10 亿元，主要系结转收入减少所致。公司房屋租赁业务收入来源于公司自持的写字楼以及杭州望江南酒店的租金，房屋租赁收入年均复合增长 10.45%，主要系租金水平增长所致。公司物业服务收入年均复合增长 22.91%，主要系随着交付项目增加，物业服务规模增加所致，公司物业服务收入主要来源于其所开发的房地产项目。公司其他业务主要是代建、建筑施工业务、房屋代理销售和品牌服务业务，近三年收入呈波动增长态势，主要系随着代建项目的交付，尚余尾款陆续收回所致。

从毛利率变化情况来看，2016—2018 年，公司综合毛利率分别为 24.31%、24.87%和 37.28%。近三年房地产开发毛利率分别为 23.48%、24.39%和 35.77%，逐年增长，主要系公司结转项目拿地成本较低和售价较高两方面综合作用所致；毛利率较高的项目主要为“荣合公馆”“香园二期”“诚品园”“荣安蝶园”“凤凰城一期”等。公司物业服务毛利率分别为 3.64%、15.04%和 6.91%，其中 2018 年物业服务收入毛利率较上年下降了 8.13 个百分点，主要系在物业服务公司人员成本不变的情况下，观江园和凤凰城小区物业收缴率下降，物业费减少导致物业服务收入毛利率下降所致。近三年房屋租赁业务毛利率分别为 54.64%、53.08%和 53.72%，呈波动下降态势，其中 2017 年房屋租赁业务毛利率较上年下降 1.56 个百分点，主要系宁波荣安大厦出租率略有下降所致；2018 年房屋租赁业务毛利率较上年上升 0.64 个百分点，主要系租金水平上升所致。公司其他业务近三年毛利率分别为 30.48%、40.07%和 11.57%，其中 2018 年下降幅度较大主要系建筑施工毛利率下降所致。

表 5 2016—2018 年及 2019 年 1—9 月公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	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	营业收入	占比	毛利率
房屋销售	15.16	87.76	23.48	40.85	95.79	24.39	36.10	90.97	35.77	22.04	87.31	43.64
物业服务	0.47	2.73	36.36	0.59	1.38	15.04	0.71	1.79	6.91	0.53	2.09	22.14
房屋租赁	0.50	2.91	54.64	0.55	1.28	53.08	0.61	1.54	53.72	0.42	1.66	51.03
其他	1.14	6.60	30.48	0.66	1.55	40.07	2.26	5.70	11.57	2.26	8.94	11.96
合计	17.28	100.00	24.31	42.64	100.00	24.87	39.68	100.00	37.28	25.24	100.00	40.48

资料来源：公司提供

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 25.24 亿元，同比增长 8.58%，主要系本期公司结转项目交付所致；公司综合毛利率为 40.48%，同比增加 2.79 个百分点，主要系本期结转项目毛利率较高和房

屋租赁业务毛利率升高所致；公司实现净利润 5.74 亿元，同比增长 44.26%，主要系公允价值净收益和其他业务收入增加所致。

总体看，近三年公司营业收入呈波动增长态势，公司业务收入构成以房地产开发为主；受结转收入波动增长的影响，公司房地产开发销售收入波动增长；受房屋销售毛利率增长的影响，公司盈利水平略有提升。2019 年 1—9 月，公司营业收入、净利润和综合毛利率均同比增长。

2. 房地产开发业务情况

(1) 土地储备情况

公司土地储备基本通过“招、拍、挂”方式获得，公司主要以单独开发为主，在购置大型、价值高且需要即时付款的土地时，公司会与其他开发商合作开发以减轻资金压力，公司合作方包括金地、阳光城、招商局、旭辉、万科、卓越、新城控股等。

从公司拿地策略看，由于公司多年来深耕浙江省，在当地产生了较好的品牌效益。除了目前布局的宁波、杭州、嘉兴、台州等地，2018 年以来，公司深化布局了重庆和西安项目，实现跨区域布局，避免单一市场区域房地产调控对公司销售业绩产生较大冲击。

近三年，出于业务扩张的需要，公司拿地规模快速增加。2016 年，公司在宁波、杭州、嘉兴拿地 8 块，对应权益建筑面积 57.48 万平方米，购地支出 29.92 亿元，拿地楼面均价 5,204 元/平方米。2017 年，公司拿地 15 块，区域主要分布在重庆和宁波，对应权益建筑面积 100.30 万平方米，购地支出合计 48.75 亿元，拿地楼面均价 5,543 元/平方米；其中宁波集士港地块楼面均价 12,120 元/平方米，拿地成本偏高，主要系集士港时处宁波阶段性重点发展区域，土拍竞价激烈所致。2018 年，公司拿地 20 块，对应权益建筑面积 80.81 万平方米，购地支出合计 60.23 亿元，拿地楼面均价 7,016 元/平方米；近三年，公司购地价格适中。2019 年 1—9 月，公司拿地 13 块，区域分布在宁波市鄞州区、重庆、西安、杭州以及浙江省优质二线城市，对应权益建筑面积合计 78.76 万平方米，购地支出 92.38 亿元，拿地楼面均价 6,855 元/平方米。

表 6 2016—2018 年及 2019 年 1—9 月公司土地获取情况（单位：块、万平方米、亿元、万元/平方米）

获取时间	土地获取数量	权益建筑面积	购地支出	平均土地楼面价
2016 年	8	57.48	29.92	0.52
2017 年	15	100.30	48.75	0.55
2018 年	20	80.81	60.23	0.70
2019 年 1—9 月	13	78.76	92.38	0.69

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司土地储备权益计容建筑面积合计 33.59 万平方米，土地储备区域分布在宁波、重庆和西安地区。公司土地储备平均楼面价为 1.29 万元/平方米，在宁波鄞州区获取的 3 块土地楼面价较高，其中首南地段配建 4.10 万平方米人才房，建成后无偿提供给政府；考虑到鄞州区平均售价在 3.25—3.40 万元/平方米以及公司一直采用招拍挂方式拿地，未来公司拿地成本上升可能导致盈利前景存在一定不确定性。按照近两年平均新开工面积（77.90 万平方米）计算，公司土地储备可满足不到半年的开发需求；受公司拿地到开工周期缩短导致剩余土储很少的影响，公司面临补库存需求。

表 7 截至 2019 年 9 月底公司土地储备情况（单位：万平方米、万元/平方米）

地块名称	土地面积	计容建筑面积	权益计容建筑面积	城市	土地使用性质	楼面均价
重庆九龙坡区大杨石组团 W 分区 W04-505 号宗地	1.39	2.79	0.92	重庆	住宅	0.93
北仑区 BLXB03-01-03c 地块	2.97	5.95	5.95	宁波	住宅	0.94
鄞州区 YZ08-06-b12 地块(首南地段)	2.47	4.69	4.69	宁波	住宅	2.08
鄞州区 YZ13-06-J1b 地块(长丰地段)	1.37	4.12	4.12	宁波	商住	1.43
鄞州区 YZ13-01-b1 地块(长丰地段)	2.41	5.55	5.55	宁波	商住	1.70
九龙坡区大杨石组团 W 分区 W01-3-1/07、W01-3-2-2/07、W01-6/07 号宗地	4.00	8.01	8.01	重庆	商住	1.35
YT4-19-53-1	1.28	4.35	4.35	西安	商住	0.60
合计	15.91	35.46	33.59	--	--	1.29

注：土地储备数据统计口径为尚未开工的项目

资料来源：公司提供

总体看，公司近三年拿地规模快速扩大，区域从由宁波拓展至浙江省内其他城市以及省外的重庆和西安；受公司拿地到开工周期缩短导致剩余土储很少的影响，公司未开工土地储备规模较小，存在一定的补库存需求；公司新获取鄞州区土地储备成本较高，受鄞州区平均售价较高以及公司一直采用招拍挂方式拿地，未来公司拿地成本上升可能导致盈利前景存在一定不确定性。

（2）项目建设情况

公司从设计、规划到建设严格把控，一般在取得土地后 1 个月进行产品定位，3 个月上报项目规划进行评审，5 个月拿到施工证，8 个月开放样板房，第 9 个月开盘预售，预售之后 1—1.5 年交房。

从公司项目开发进度来看，公司 2016—2018 年新开工面积分别为 11.15 万平方米、75.79 万平方米和 80.00 万平方米，受益于公司扩大经营规模，新开工面积快速增长。近三年，公司竣工面积分别为 30.22 万平方米、0.99 万平方米和 22.33 万平方米；其中 2017 年竣工面积较少，主要系公司从拿地到交付周期一般为 2—3 年，2014 和 2015 年拿地较少，因此 2017 年竣工项目较少所致。公司近三年期末在建面积逐年上升，分别为 36.99 万平方米、111.79 万平方米和 169.46 万平方米。2019 年 1—9 月，公司新开工面积 48.40 万平方米，新开工项目主要有“汀兰雅苑”“海尚望府”“瑞安荣安府”“万卷风华”“东潮府”等项目；同期，公司竣工面积 11.80 万平方米，竣工项目主要有“香园三期”“心尚园”“公园天下”等项目；期末在建面积 266.21 万平方米。

表 8 2016—2018 年及 2019 年 1—9 月公司项目开发建设情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
新开工面积（万平方米）	11.15	75.79	80.00	48.40
竣工面积（万平方米）	30.22	0.99	22.33	11.80
期末在建面积（万平方米）	36.99	111.79	169.46	266.21

注：1. 2016—2018 年新开工面积和期末在建面积的统计口径为权益口径，竣工面积的统计口径为全口径，2018 年竣工项目均为公司 100%持股项目；2. 2019 年 1—9 月的数据不满足期末在建面积=上年末在建面积+新开工面积-竣工面积，主要系 2019 年公司合作项目较多，原口径不能反映公司项目开发建设情况，数据的统计口径均改为权益口径所致

数据来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司在建项目共 47 个，主要位于宁波（占 23.40%）、嘉兴（占 17.02%）、温州（占 12.77%）和杭州（占 10.64%），在建项目区域集中度较高，在建项目存在一定区域集中风险。公司在建项目计划投资额为 685.40 亿元，已完成投资 463.20 亿元，尚需完成投资 222.20 亿元，其中权益尚需完成投资规模 126.54 亿元，公司在建项目未来投资需求较大。考虑到公司土地储备未

来投入建设以及公司补库存需求，公司存在一定资金支出压力。

表9 截至2019年9月底公司在建项目基本情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	所在城市	计容建筑面积	预计总投资额	已投金额	项目进展
四季珑玥华府	慈溪	18.22	21.00	14.57	在建在售
玉水观邸	杭州	11.07	14.78	10.44	在建在售
印江南	杭州	14.02	36.13	29.05	在建在售
柳岸闻莺	杭州	8.50	19.77	14.19	在建在售
嘉兴荣安府	嘉兴	11.00	14.50	10.45	在建在售
香樟国际	嘉兴	22.23	25.22	20.89	在建在售
金域兰庭	嘉兴	4.17	4.37	3.04	在建在售
崇德府	嘉兴	15.52	12.55	7.90	在建在售
海上明月	嘉兴	11.10	10.06	7.88	在建在售
荣安合苑	嘉兴	10.87	15.12	9.77	在建在售
竹径云山	焦作	6.74	1.77	0.66	在建在售
星院	宁波	2.42	4.00	3.24	在建在售
晴雪园	宁波	1.35	3.80	3.02	在建在售
桃花源郡	宁波	10.76	12.70	9.50	在建在售
桃李郡	宁波	5.60	12.00	8.80	在建在售
董里	宁波	1.15	1.68	1.05	在建在售
星空里	宁波	11.04	8.00	5.34	在建在售
湖畔樾山	宁波	6.97	11.00	7.94	在建在售
桃源西溪里	宁波	5.28	10.00	6.62	在建在售
云堇台	宁波	8.01	21.57	14.91	在建在售
侯潮府	宁海	9.97	8.81	6.77	在建在售
涌清府	宁海	9.90	13.24	9.66	在建在售
台州一号	台州	34.53	43.84	30.51	在建在售
都会玖著	温州	13.02	15.92	10.54	在建在售
东宸佳园	温州	10.39	17.75	12.76	在建在售
国瑞府	温州	12.64	25.77	17.29	在建在售
都会雅园	温州	7.24	11.45	7.94	在建在售
紫宸府	余姚	8.48	8.13	5.98	在建在售
新悦府西	余姚	8.66	8.53	6.35	在建在售
新悦府东	余姚	5.73	5.03	3.67	在建在售
明月江南	重庆	7.22	6.52	5.17	在建在售
集美锦湾	重庆	11.90	10.37	7.70	在建在售
林语春风	重庆	19.40	17.35	10.53	在建在售
柳岸潮鸣	重庆	2.11	3.55	2.61	在建在售
紫宸	舟山	8.36	7.87	4.28	在建在售
君宸	舟山	5.37	8.70	5.77	在建在售
汇隽公馆	嘉兴	7.15	11.94	8.69	在建在售
东宸府	台州	2.25	4.00	2.24	在建在售
都会传奇	温州	7.24	13.83	9.39	在建在售
劝学里	宁波	8.75	17.90	12.22	在建在售
嵩南府	宁波	7.84	7.52	4.21	在建在售
汀兰雅苑	台州	18.24	18.60	7.27	在建

海尚望府	台州	1.49	20.13	9.50	在建
瑞安荣安府	温州	17.10	28.73	15.59	在建在售
万卷风华	嘉兴	14.90	24.60	14.45	在建
东潮府	杭州	9.35	26.40	16.74	在建
祥符项目	杭州	10.54	38.90	26.11	在建
合计	--	465.79	685.40	463.20	--

注：表格数据的统计口径均为并表口径，其中并表口径为公司股权比例在 50% 以上的统计口径；公司操盘项目均为并表项目

资料来源：公司提供

总体看，由于公司经营规模扩大，公司新开工面积和竣工面积均有所增加，公司在建面积大幅增加未来建设资金支出压力大，同时考虑到其土储项目尚需投资以及补库存需求，公司存在一定的资金支出压力；公司在建项目主要集中在浙江省的宁波、嘉兴、温州和杭州，存在一定区域集中风险。

（3）项目销售情况

目前，公司房地产开发的销售模式采取以自建销售团队方式为主，以专业团队销售为辅的销售模式。公司设有营销策划部，专门负责企业整体形象宣传和推广，通过平面、立体媒体以及产品说明会、房交会等各种活动推广项目。公司销售团队从获取土地前的项目定位、规划设计、潜在购买群体定位等各方面参与项目规划，增强项目规划设计与现实的契合度。公司住宅销售的目标对象以刚性需求为主，为了能够实现房屋的快速销售及资金及时回笼，公司采用“快进快出”销售模式，取得预售证后及时推出可售房源。当在售楼盘总体去化率达到 95% 以上时，公司可根据市场情况降价促销达到清盘目的。

从销售数据看，2016—2018 年，公司签约销售面积、销售金额以及销售均价均逐年增长，主要系近年公司经营区域房地产景气度较高以及公司可售楼盘增加所致。从结转情况看，随着交付面积的持续扩大，公司近三年结转面积和结转收入逐年增长。结转均价方面，2017 年结转均价上升较大，主要系宁波房地产市场近年整体销售价格增长所致。近三年，公司签约销售回款率稳步提升，处于较高水平，主要系项目签约销售情况较好所致。

2019 年 1—9 月，公司实现签约销售面积 117.73 万平方米，签约销售金额 153.50 亿元，分别为 2018 年全年销售面积和销售金额的 1.64 倍和 1.15 倍，主要系可售楼盘增加，销售情况较好所致。2019 年 1—9 月，公司签约销售均价为 1.30 万元/平方米，较过去两年签约销售均价有较大幅度下滑，主要系本期公司销售项目如“嵩南府”等，区域位置相对下沉，且项目类型多为刚需盘，售价较低所致。公司未来一年销售项目区域位置相对优质，销售单价较高，预计未来销售均价将有所上升。当期签约销售回款率有所下滑，主要系公司 2019 年新开盘项目较往年大幅增长，部分项目暂未结项从而未达到银行按揭放款条件所致，2019 年新开盘项目的回款将在 2019 年底及 2020 年陆续回流。从结转情况看，2019 年 1—9 月，公司结转面积和结转收入分别为 11.89 万平方米和 22.04 亿元。

表 10 2016—2018 年及 2019 年 1—9 月公司销售情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
签约销售面积（万平方米）	24.59	28.93	71.65	117.73
签约销售金额（亿元）	34.01	52.78	133.00	153.50
签约销售均价（万元/平方米）	1.38	1.82	1.86	1.30
签约销售回款率（%）	90.53	91.76	93.53	80.59
结转收入面积（万平方米）	12.51	25.40	22.33	11.89
结转收入（亿元）	15.16	40.85	39.69	22.04

结转均价（万元/平方米）	1.21	1.61	1.78	1.85
--------------	------	------	------	------

注：1. 签约销售面积统计口径为权益口径，签约销售回款率=销售回款/签约销售金额，其中权益口径为公司股权占比统计的口径；
 2. 2018 年结转收入包括了房地产销售收入、租赁收入、物业管理收入及其他收入
 资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司在售项目共 38 个，大部分位于宁波（占 31.58%）、嘉兴（占 15.79%）和温州（占 13.16%），在售项目区域集中度较高；公司剩余可售面积为 90.27 万平方米。公司在售项目大部分去化良好，其中去化较慢的项目，如“竹径云山”去化率偏低，主要系河南焦作地区市场购房需求较为疲弱所致，但公司获取土地成本较低，整盘规模较小，对公司经营影响不大；“涌清府”“柳岸潮鸣”去化率较低，主要系开盘时间相对较晚，且定位为大户型高端楼盘，公司为保证利润率未采取激进措施加速去化所致；“东宸府”去化率较低，主要系公司根据台州市场情况适度控制推盘节奏所致。

表 11 截至 2019 年 9 月底公司在售项目情况（单位：万平方米）

项目	城市	建筑面积	总可售面积	开盘时间	2019 年 1—9 月销售面积	2019 年 9 月底剩余可售面积
四季珑玥华府	宁波	18.22	17.94	2018.12.8	8.86	5.87
印江南	杭州	14.02	14.38	2018.12.9	6.50	0.82
柳岸闻莺	杭州	8.5	8.17	2018.12.9	7.64	0.19
嘉兴荣安府	嘉兴	11.00	11.17	2017.12.13	0.54	0.09
金域兰庭	嘉兴	4.17	4.09	2018.7.22	1.29	0.29
崇德府	嘉兴	15.52	14.80	2018.9.30	5.75	4.50
海上明月	嘉兴	11.10	11.53	2018.7.13	3.56	4.07
荣安合苑	嘉兴	10.87	9.89	2018.12.28	7.56	1.76
竹径云山	焦作	6.74	4.84	2018.10.20	0.44	4.20
星院	宁波	2.42	2.31	2017.12.25	0.00	0.02
晴雪园	宁波	1.35	1.36	2018.8.5	0.88	0.05
桃花源郡	宁波	10.76	10.55	2017.10.20	9.11	0.14
桃李郡	宁波	5.60	5.56	2018.10.18	4.15	1.18
堇里	宁波	1.15	1.15	2018.12.13	0.98	0.03
星空里	宁波	11.04	3.80	2018.12.29	2.98	0.43
湖畔樾山	宁波	6.97	6.39	2019.3.15	3.97	2.43
桃源西溪里	宁波	5.28	5.20	2019.3.15	3.82	0.06
云堇台	宁波	8.01	7.69	2019.3.24	5.42	2.27
侯潮府	宁海	9.97	9.68	2019.1.26	3.76	5.92
涌清府	宁海	9.90	9.68	2019.4.26	1.93	7.74
台州一号	台州	34.53	34.17	2018.9.16	18.69	0.15
都会玖著	温州	13.02	12.85	2018.9.15	2.36	6.50
东宸佳园	温州	10.39	10.20	2018.10.28	2.55	6.99
国瑞府	温州	12.64	12.43	2018.8.26	4.78	1.65
都会雅园	温州	7.24	7.11	2018.11.11	3.73	2.70
紫宸府	余姚	8.48	8.25	2018.6.23	3.25	0.62
新悦府	余姚	14.39	13.64	2018.11.9	8.99	3.94
明月江南	重庆	7.22	7.43	2018.5.5	1.65	0.92
集美锦湾	重庆	11.90	11.88	2018.9.8	7.67	2.47
林语春风	重庆	19.40	18.64	2018.9.30	14.84	2.43
柳岸潮鸣	重庆	2.11	2.11	2019.6.22	0.10	2.01
紫宸	舟山	8.36	8.21	2018.4.29	1.19	2.90
君宸	舟山	5.37	5.25	2018.6.30	0.86	3.07
汇隽公馆	嘉兴	7.15	6.18	2019.3.27	5.36	0.82

东宸府	台州	2.25	2.36	2019.3.30	0.48	1.88
都会传奇	温州	7.24	7.39	2018.12.22	3.01	4.02
劝学里	宁波	8.75	7.47	2019.6.29	4.87	2.60
嵩南府	宁波	7.84	8.49	2019.3.24	5.95	2.54
合计	--	360.87	344.24	--	169.47	90.27

注：表格中建筑面积、总可售面积、销售面积和剩余可售面积数据的统计口径为全口径；其中全口径为公司及其合营、联营企业所有项目计入业绩的统计口径

资料来源：公司提供

总体看，受益于浙江省房地产市场销售旺盛的影响，公司近三年房屋销售情况良好，签约销售面积大幅增长，签约销售均价有所提高；公司在售项目主要位于宁波及周边地区，项目销售去化受当地房地产市场景气度和调控政策影响。

3. 其他业务

(1) 房屋租赁

公司持有的投资性物业为位于杭州市的荣安大厦、位于宁波市鄞州区的荣安大厦和位于杭州市的望江南酒店，合计建筑面积达 8.59 万平方米。未来公司计划择机自行开发并持有高品质、升值潜力巨大的物业，同时也考虑对其他公司开发的具有升值潜力的物业进行投资，扩大房屋租赁业务经营规模。

表 12 2016—2018 年及 2019 年 1—9 月公司持有物业情况（单位：万平方米、元/平方米/天、%、万元）

项目	用途	建筑面积	租金及收入	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
宁波荣安大厦	写字楼	4.30	平均租金水平	1.45	1.60	1.64	1.58
			出租率	97.00	96.38	90.01	91.50
			物业收入	1,947.79	1,877.03	1,947.07	1,560.16
杭州荣安大厦	写字楼	3.70	平均租金水平	3.35	3.40	3.64	3.70
			出租率	94.00	95.87	93.03	91.13
			物业收入	3,084.05	3,370.27	3,670.59	2,551.68
杭州望江南酒店	酒店	0.59	平均租金水平	--	1.53	1.77	2.52
			出租率	--	100.00	100.00	100.00
			物业收入	--	217.99	354.23	367.86

资料来源：公司提供

公司投资性物业采用公司物业管理服务，经营情况良好，近三年平均租金水平稳步提升，出租率均保持在 90%以上。2016—2018 年，宁波荣安大厦平均租金水平逐年增长，单位租金处于当地平均水平；出租率逐年减少，主要系公司逐渐调整租户行业结构，按照政策指导要求清退部分 P2P 平台所致；实现租金收入波动减少，其中 2017 年较 2016 年减少 3.63%，主要系大厦出租率下降所致，2018 年较 2017 年增加 3.73%，主要系租金价格上涨所致。2016—2018 年，杭州荣安大厦出租率波动下降，其中 2017 年较 2016 年上升 1.87 个百分点，主要系公司招商力度加大所致，2018 年较 2017 年下降 2.84 个百分点，主要系公司清退部分 P2P 平台所致；受租金价格上涨的影响，杭州荣安大厦租金收入逐年增长。2017—2018 年，杭州望江南酒店实现租金收入分别为 217.99 万元和 354.23 万元，2018 年租金收入较上年增长 62.50%，主要系酒店在 2017 年有半年免租期，2018 年恢复正常租赁所致；杭州望江南酒店近两年出租率均保持在 100.00%的水平。2019 年 1—9 月，宁波荣安大厦、杭州荣安大厦和杭州望江南酒店分别实现租金收入 1,560.16 万元、2,551.68 万元和 367.86 万元，收入保持在比较稳定的水平；。

总体看，公司通过出租投资性物业能够获得持续稳定的收益及现金流，对公司现金流形成有益的补充。

（2）物业管理

公司开发的所有项目及所持有的投资性物业主要由子公司宁波荣安物业服务有限公司提供物业管理服务。随着公司开发交付项目的逐渐增加，公司物业管理经营规模稳步增长，物业服务收入持续增加。2016—2018 年，公司实现物业服务收入分别为 0.47 亿元、0.59 亿元和 0.71 亿元，物业服务收入毛利率分别为 3.64%、15.04%和 6.91%；其中 2018 年物业服务收入毛利率较上年下降了 8.13 个百分点，主要系在物业服务公司人员成本不变的情况下，观江园和凤凰城小区物业收缴率下降，物业费减少导致物业服务收入毛利率下降所致。2019 年 1—9 月，公司实现物业服务收入 0.53 亿元，物业服务毛利率为 22.14%，物业服务毛利率较 2018 年有所提升，主要系物业费收缴率大幅提升所致。公司的物业管理实施高品质管理，从长期运作成果来看，物业管理业务的提升对“荣安”品牌起到了积极作用。

（3）代建、建筑施工、房屋销售代理及品牌服务业务

公司主营业务中的其他业务收入包括代建、建筑施工、房屋销售代理和品牌服务业务。2016—2018 年其他收入分别为 1.14 亿元、0.66 亿元和 2.26 亿元，呈波动增长态势，主要系公司代建项目数量波动增长所致。近三年公司其他业务毛利率分别为 30.48%、40.07%和 11.57%，其中 2018 年其他业务毛利率较上年下降了 28.50 个百分点，主要系建筑施工毛利率下降所致。2019 年 1—9 月，公司其他收入 2.26 亿元，其他业务毛利率为 11.96%，均较 2018 年底变化不大。

总体看，公司其他业务收入规模占营业收入比例不大，可为公司营业收入和利润提供一定补充。

4. 经营效率

2016—2018 年，公司存货周转率分别为 0.21 次、0.42 次和 0.21 次，流动资产周转率分别为 0.19 次、0.38 次和 0.22 次，总资产周转率分别为 0.18 次、0.35 次和 0.21 次，均呈波动增长态势，主要系公司房地产结转收入波动增加所致。从同行业上市公司比较情况看，公司存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率均处于行业中等偏下水平。

表 13 2018 年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
万通地产	0.49	0.44	0.28
顺发恒业	0.69	0.24	0.21
珠江实业	0.41	0.31	0.22
粤泰股份	0.17	0.18	0.17
荣安地产	0.21	0.23	0.21

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异
 资料来源：Wind 资讯

总体看，公司经营效率一般。

5. 经营关注

（1）公司快速扩张，在目前严厉的调控政策背景下面临较大流动性压力

目前公司仍快速扩张，拿地和新开工增长较快，在建面积大，且公司土地储备面积较少，仅可满足不到半年的开发需求；公司剩余可售面积可满足不到两年的销售需求，未来公司将面临补库存的压力。未来资金支出压力大；目前房地产调控政策在融资方面较为严格，公司面临流动性压力较

大。

(2) 公司项目主要集中于浙江省，存在一定区域集中和盈利波动风险

近年来，公司拿地区域延伸至浙江省省外的重庆和西安，但是公司的在建项目与可售项目仍集中在宁波及周边区域，未来销售去化受当地房地产市场景气度和调控政策影响。

(3) 公司鄞州区土地获取成本较高，未来盈利空间可能收窄

公司主要通过公开市场招拍挂的方式获取土地，近年来，受土地市场价格上涨影响，公司部分宁波鄞州区项目拿地成本较高，虽然未来鄞州区将作为宁波核心发展区，但考虑到宁波受限价政策的影响，公司未来盈利空间可能收窄。

6. 未来发展

公司将继续坚持“以战略为导向，向管理要效益，控制风险，稳健发展”的经营发展思路，继续坚持以房地产开发为绝对核心主业，将房地产做大、做强、做精、做专，兼顾代建、建筑施工相关产业的发展。房地产开发业务注重更加全面均衡的发展，在规模快速增长的同时不断提升盈利能力，坚持快速开发策略，快速回笼资金，保证现金流绝对安全。2020年公司计划新增超过120亿元金额的权益土地储备。公司将以具备优势的全国化城市布局、充足高质量的土地储备、成熟的管理团队和管理体系、人性化的物业管理服务、高回报率的持有型物业经营，构筑长期竞争优势，充分发挥产品和品牌的溢价能力，有效利用规模化带来的成本控制优势，为公司长期稳定健康发展奠定坚实的基础。

在多元化投资方面，公司将继续加强对教育、大健康（医疗医药）等产业的研究，在对境内外并购项目进行深入调研和考察的同时，进行适度的财务投资。同时，加强投后管理，对已投项目进行跟踪管理。

总体看，公司对未来发展策略规划清晰，体现了公司的发展需要。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年度合并财务报表已经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见的审计报告。公司 2019 年三季度财务报告未经审计。2018 年，公司新设子公司 29 家；2019 年 1—9 月，公司新设子公司 11 家，公司新设子公司以房地产项目公司为主，公司主营业务未发生变化，财务数据可比性强。

截至2018年底，公司合并资产总额243.16亿元，负债合计195.47亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）47.69亿元，其中归属于母公司所有者权益47.49亿元。2018年，公司实现营业收入39.68亿元，净利润（含少数股东损益）5.48亿元，其中归属于母公司的净利润6.08亿元；经营活动产生的现金流量净额-27.16亿元，现金及现金等价物净增加额9.02亿元。

截至2019年9月底，公司合并资产总额396.48亿元，负债合计338.96亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）57.52亿元，其中归属于母公司所有者权益54.99亿元。2019年1—9月，公司实现营业收入25.24亿元，净利润（含少数股东损益）5.74亿元，其中归属于母公司的净利润6.50亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.79亿元，现金及现金等价物净增加额29.65亿元。

2. 资产质量

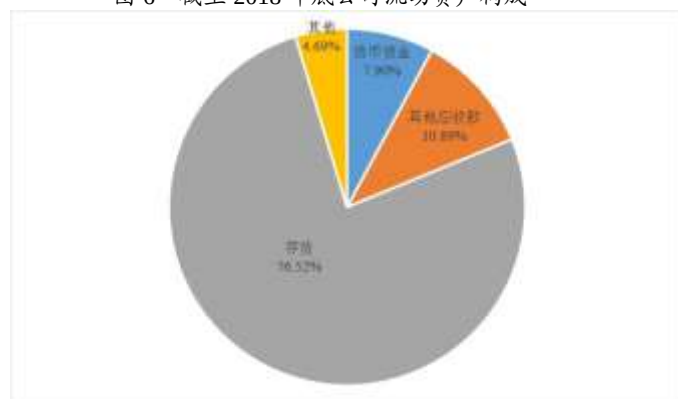
2016—2018年，公司资产规模持续扩大，年均复合增长47.96%。截至2018年底，公司资产总额

243.16亿元，较年初增加84.28%，主要系流动资产增加较快所致。从资产构成看，公司资产中流动资产占比为93.35%，资产结构仍以流动资产为主。

(1) 流动资产

2016—2018年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长50.06%。截至2018年底，公司流动资产合计226.99亿元，较年初增加88.18%，主要系货币资金及存货增加所致。公司流动资产构成如下图所示。

图 6 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长50.33%。截至2018年底，公司货币资金账面价值17.92亿元，较年初增加116.54%，变化较大，主要系项目开发贷款发放所致。公司受限货币资金为6,241.00万元，为银行承兑保证金和保函保证金，公司货币资金受限比率很低。截至2018年底，公司货币资金在预售监管账户中的资金规模为3.46亿元。

2016—2018年，公司预付款项波动减少，年均复合减少74.45%。截至2017年底，公司预付款项9.96亿元，较年初大幅增加146.67%，主要为预付的土地款，期限一年以内的占99.99%。截至2018年底，公司预付款项为0.26亿元，较年初大幅减少97.35%，主要系预付土地款转入存货所致。

公司其他应收款主要由应收合营公司款、保证金及押金构成。2016—2018年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长385.45%。截至2018年底，公司其他应收款24.73亿元，较年初增加57.21%，主要系公司合作项目增多所致。其他应收款账龄以一年以内为主（占92.75%）。公司按照信用风险特征组合与账龄计提坏账准备，坏账准备期末余额合计1.60亿元，计提比例6.09%；公司实际资产质量较高，实际坏账率较低。

表 14 截至 2018 年底其他应收款期末余额前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项的性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额比例	坏账准备期末余额
杭州市国土资源局	保证金及押金	6.48	1年以内	24.61	0.32
浙江锦森投资管理有限公司	应收合营企业款	3.42	1年以内3.10亿元，1—2年0.32亿元	13.00	0.19
台州市中梁宇置业有限公司	应收合营企业款	2.73	1年以内	10.35	0.14
宁波市鄞州区财政局非税资金专户	保证金及押金	2.30	1年以内	8.73	0.12
宁波东方集团有限公司	保证金及押金	1.94	1年以内0.50亿元，1—2年1.44亿元	7.37	0.17
合计	--	16.87	--	64.06	0.94

资料来源：公司提供

2016—2018年，公司存货规模逐年增长，年均复合增长54.17%，主要系公司获取土地较多及持续开发建设所致。截至2018年底，公司存货173.69亿元，较年初大幅增加122.28%，主要系当年加大土地投资力度所致。公司存货主要由开发成本（占98.25%）和开发产品（占1.32%）构成。截至2018年底，公司累计计提存货跌价准备36.13万元，为对荣安华府项目的跌价准备，其中主要为对车位的跌价准备；考虑到公司会对剩余车位有一定优惠销售措施，加快去化，存货跌价风险较低。存货中有期末账面价值94.73亿元受限，主要用于抵押借款，受限比例54.54%，受限程度较高。

公司其他流动资产主要由预缴及待抵扣税款和理财产品构成。2016—2018年，公司其他流动资产波动减少，年均复合减少20.29%。截至2017年底，公司其他流动资产账面价值8.09亿元，较年初下降42.92%，主要系收回理财产品所致。截至2018年底，公司其他流动资产账面价值9.00亿元，较年初增加11.30%，主要系预缴及待抵扣税款增加所致。公司其他流动资产构成为理财产品（376.30万元）和预缴及待抵扣税款（89,668.96万元）。

（2）非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产规模逐年增长，年均复合增长25.52%。截至2018年底，公司非流动资产合计16.17亿元，较年初增长42.71%，主要系长期股权投资大幅增长所致。公司非流动资产构成如下图所示。

图 7 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

公司可供出售金融资产全部按成本计量。2016—2018年，公司可供出售金融资产波动减少，年均复合减少1.53%。截至2017年底，公司可供出售金融资产账面价值3.33亿元，较年初下降3.78%，主要系公司处置对宁波同诚置业有限公司投资所致。截至2018年底，公司可供出售金融资产账面价值3.36亿元，较年初增加0.78%，变化不大。

公司长期股权投资主要由公司投资的合作开发地产项目构成。2016—2018年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长362.34%。截至2018年底，公司长期股权投资为5.02亿元，较年初大幅增加862.22%，主要系新增合作项目所致；其中追加投资合计5.46亿元，权益法下确认的投资损益合计-0.96亿元。

2016—2018年，公司投资性房地产逐年减少，年均复合减少5.45%，主要系折旧所致。截至2018年底，公司投资性房地产为4.62亿元，较年初减少5.66%。公司投资性房地产主要为写字楼，目前公司拥有的投资性物业主要为宁波荣安大厦和杭州荣安大厦，分别于2012年和2013年建成转入投资性物业，公司对投资性房地产按成本法计量。

2016—2018年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长52.98%。截至2018年底，递延

所得税资产账面价值为 2.94 亿元，较年初增长 21.49%，主要是由于内部交易未实现利润和可抵扣亏损增加所致。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 99.98 亿元，占总资产比率为 41.12%，受限比率较高；其中，受限制的货币资金 0.64 亿元，投资性房地产 4.61 亿元，存货 94.73 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总计 396.48 亿元，较年初增长 63.06%，主要系存货增加所致；其中，流动资产占 94.23%，非流动资产占 5.77%，资产结构较年初变化不大。公司货币资金 47.29 亿元，较年初大幅增长 163.83%，主要系投资净回款以及融资贷款发放增加所致。公司其他应收款 13.33 亿元，较年初减少 46.10%，主要系部分合作项目归还公司财务资助款所致。公司存货账面价值为 296.18 亿元，较年初增长 70.52%，主要系本期公司土地储备增加以及项目开发投入增加所致。公司长期股权投资 8.14 亿元，较年初增加 62.09%，主要系合作项目增多，参股公司增加所致。截至 2019 年 9 月底，荣安集团及其一致行动人所持公司股权累计质押股数为 12.26 亿股，占荣安集团及其一致行动人合计持有公司股份的 49.61%；公司子公司也存在股权受公司质押的情况，其中海盐荣安置业有限公司股权受限比例为 97.99%，桐乡荣安置业有限公司股权受限比例为 1.72%，重庆康锦置业有限公司、象山荣安置业有限公司和瑞安荣安置业有限公司股权受限比例均为 100%，质押原因均为融资所需。

总体看，随着公司逐步拿地和项目开发规模扩大，公司资产规模不断增长；流动资产中存货规模较大，集中在宁波和杭州，受当地房地产市场景气度和房地产政策影响较大；非流动资产以投资性房地产和可供出售金融资产为主，投资性房地产以成本计量，有一定增值空间；但公司整体资产受限程度较高，整体资产质量一般。

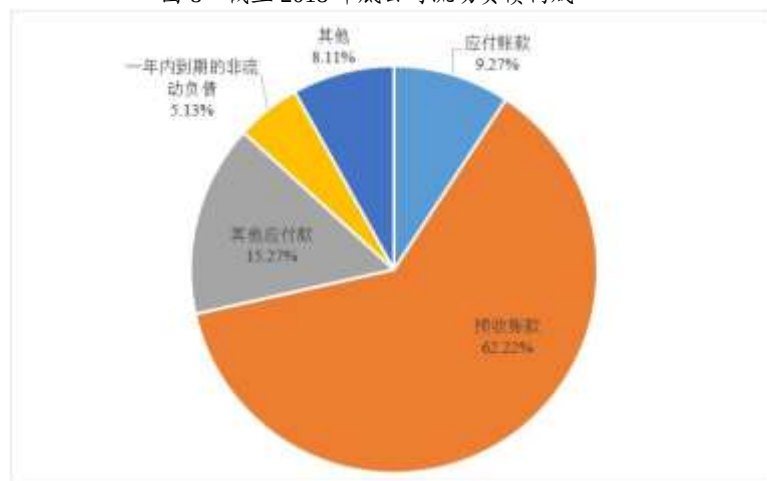
3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2016—2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 62.20%。截至 2018 年底，公司负债合计 195.47 亿元，较年初增长 118.22%，主要系流动负债增长所致。公司流动负债占 81.75%，公司负债构成以流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 67.86%。截至 2018 年底，公司流动负债 159.80 亿元，较年初大幅增长 156.58%，主要系预收账款大幅增长所致。公司流动负债构成如下图所示。

图 8 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016—2018年，公司应付账款波动增长，年均复合增长5.76%。截至2017年底，公司应付账款账面余额为7.22亿元，较年初下降45.45%，主要系当期公司无土地出让金支付所致。截至2018年底，公司应付账款账面余额为14.81亿元，较年初增加105.03%，主要系应付工程及材料款增加所致。

2016—2018年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长68.74%，主要系随着公司推盘逐年增加，签约销售金额增加所致。截至2018年底，公司预收款项账面余额99.43亿元，较年初增长120.05%。公司较大规模的预收账款为其未来营业收入增长提供较好的支撑。

公司其他应付款主要由少数股东往来款构成，少数股东借款不带息。2016—2018年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长174.07%。截至2017年底，公司其他应付款1.90亿元，较年初减少41.52%，主要系合作开发项目减少所致。截至2018年底，公司其他应付款24.40亿元，较年初大幅增加11.84倍，主要系合作开发项目增加所致。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长497.28%，主要系长期借款于一年内到期转入所致。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债8.21亿元，较年初增加105.33%，全部为一年内到期的长期借款。

2016—2018年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长42.41%。截至2018年底，公司非流动负债35.67亿元，较年初增加30.69%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占78.58%）和应付债券（占18.75%）构成。

2016—2018年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长123.32%。截至2018年底，公司长期借款账面余额28.03亿元，较年初增加88.57%，主要系抵押借款和抵押担保借款增长所致。公司长期借款中，2020年到期11.33亿元，2021年到期11.27亿元，2022年及以后到期5.43亿元。根据公司公告，截至2019年5月底，公司累计新增借款超过2018年末净资产的60%，新增借款金额为31.07亿元，已计入长期借款中。

2016—2018年，公司应付债券波动减少，年均复合减少25.09%。截至2017年底，公司应付债券11.94亿元，较年初增长0.17%，主要系公司应付债券因溢价摊销而小幅上涨。截至2018年底，公司应付债券6.69亿元，较上年减少43.98%，主要系公司回售债券所致，回售总金额为5.62亿元。公司应付债券为“15荣安债”，将于2020年8月7日到期。

2016—2018年，公司全部债务规模逐年增长，年均复合增长51.27%。截至2018年底，公司全部债务为51.53亿元，较年初增长63.32%，其中短期债务为16.81亿元，较年初增加254.17%；公司长期债务为34.72亿元，较年初增加29.53%；全部债务以长期债务为主。从偿债指标来看，2016—2018年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均逐年上升。近三年，公司资产负债率分别为66.90%、67.88%和80.39%，其中2018年末较年初升高12.50个百分点，主要系预收账款增加所致；公司全部债务资本化比率分别为37.98%、42.68%和51.94%，其中2018年较年初升高9.26个百分点，主要系公司扩大经营规模，增加长期借款所致；公司长期债务资本化比率分别为32.30%、38.74%和42.13%。公司债务负担有较大幅度的提高。

截至2019年9月底，公司负债合计338.96亿元，较年初增加73.41%；其中，流动负债278.32亿元（占82.11%）、非流动负债60.64亿元（占17.89%）。截至2019年9月底，公司应付账款24.26亿元，较年初增长63.90%，主要系应付土地款增加所致。公司预收款项186.26亿元，较年初增长87.33亿元，主要系在售项目销售回款增加所致。公司其他应付款40.78亿元，较年初增长67.15%，主要系收到合作项目保证金及少数股东往来增加所致。公司长期借款52.06亿元，较年初增长85.73%，主要系融资贷款增加所致；按长期借款期限结构看，2021年到期16.20亿元，2022年到期29.56亿元，2023年及以后到期6.30亿元。债务方面，截至2019年9月底，公司全部债务合计82.95亿元，其中短期债务24.18亿元，长期债务58.76亿元，公司债务结构仍以长期债务为主。公司资产负债率、全部债务资本化率

和长期债务资本化比率分别为85.49%、59.05%和50.53%，较年初分别上升5.10、7.11和8.40个百分点。

表15 截至2019年9月底公司有息债务到期分布情况（单位：亿元）

时间	到期借款金额	到期债券金额
2019年9—12月	7.20	0.00
2020年	16.20	6.71
2021年及以后	52.06	0.00
合计	75.46	6.71

注：1. 到期借款不含到期债券；2. 有息债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券
 资料来源：公司提供

总体看，近年来，受公司增加长期借款和预收售房款增长影响，公司负债规模有所扩大；公司债务结构仍以长期债务为主，债务结构较为合理；整体上看，公司债务负担大幅提高。

（2）所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益年均复合增长13.89%，主要系未分配利润增加所致。截至2018年底，公司所有者权益47.69亿元，较年初增长12.53%，主要系未分配利润增长所致。公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益47.49亿元，其中股本31.84亿元，资本公积为-17.06亿元，资本公积为负系历史原因造成，主要系2015年中期利润分配时，公司以资本公积金向全体股东每10股转增18股所致；盈余公积0.95亿元，未分配利润31.75亿元。公司所有者权益中未分配利润规模较大，稳定性有待提高。

截至2019年9月底，公司所有者权益57.52亿元，较年初增长20.62%，主要系未分配利润增加所致。与年初相比，公司所有者权益结构变化不大。

总体看，近三年公司所有者权益规模有所增长，但未分配利润占比高，权益结构稳定性较弱。

4. 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入规模波动增长，三年分别为17.28亿元、42.64亿元和39.68亿元，年均复合增长51.55%，其中2018年，公司营业收入同比减少6.95%，主要系公司房地产销售收入减少所致。2016—2018年，公司净利润分别为1.49亿元、5.42亿元和5.48亿元，年均复合增长91.85%；其中2017年净利润同比大幅增长263.61%，主要系多个项目交付，收入增加所致；2018年净利润同比增长1.22%，变化不大。

从期间费用来看，2016—2018年，随着公司业务规模扩大，公司费用总额不断增长，年均复合增长34.61%。2018年，公司发生期间费用3.62亿元，同比增长52.96%，主要系销售费用增加所致；其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为37.68%、36.85%和25.48%。2016—2018年，销售费用逐年增长，年均复合增长127.12%，主要系公司房屋销售签约销售额快速增长而增加广告宣传费所致；随着人员增加及工资成本上升，公司管理费用逐年增长，年均复合增长36.87%；财务费用逐年减少，年均复合减少4.98%，主要系受利息收入和银行手续费波动变化所致。2016—2018年，公司平均融资成本分别为5.90%、5.56%和7.02%，2019年1—9月，公司融资成本为7.00%。

从利润构成看，2016—2018年，公司投资收益分别为0.72亿元、0.66亿元和-1.19亿元，分别占当期营业利润的比例为36.70%、10.08%和-16.75%，投资收益对公司营业利润有一定影响；其中2018年公司取得投资收益-1.19亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益为负所致。合作开发项目亏损主要系项目目前暂未交付，且部分权益法单位需确认股东借款利息所致。2016—2018年，公司资产减值损失分别为0.08亿元、0.82亿元和0.50亿元，主要为坏账损失，占营业利润比重分别为4.31%、12.47%和7.05%，资产减值损失对利润有一定侵蚀。

从盈利指标来看，2016—2018年，公司营业利润率分别为19.30%、21.31%和30.95%，逐年增长，主要系结转项目毛利率上升所致。2016—2018年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均波动增长；其中总资本收益率分别为4.35%、9.68%和8.31%，总资产报酬率分别为3.16%、6.34%和4.68%，净资产收益率分别为4.08%、13.69%和12.17%；上述三项指标均在2017年大幅增长，主要系当年利润规模大幅增加所致，在2018年有所减少主要系所有者权益和全部债务增加所致。与国内同行业房地产开发类上市公司比较，公司各项盈利指标均处于行业中等水平。

表16 2018年房地产开发类上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券名称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
万通地产	34.06	4.63	5.70
顺发恒业	46.80	16.48	8.39
珠江实业	38.47	8.18	3.50
粤泰股份	31.13	4.93	2.96
荣安地产	34.15	13.57	4.21

注：Wind 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 数据
 资料来源：Wind

2019年1—9月，公司实现营业收入25.24亿元，同比增长8.58%，主要系本期公司结转项目交付所致；公司实现净利润5.74亿元，同比增长44.26%，主要系公允价值净收益和其他业务收入增加所致。

总体看，近三年，公司营业收入规模波动增长，净利润呈上升趋势，公司盈利规模有所上升；投资收益对公司营业利润有一定影响，资产减值损失侵蚀部分利润；公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为118.98亿元、372.61亿元和276.09亿元，年均复合增长52.33%，主要系收到退回土地拍卖保证金波动增加所致；其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为35.38亿元、54.59亿元和98.04亿元，年均复合增长66.47%，主要系房屋销售收入不断增加所致。2016—2018年，公司经营活动现金流出波动增长，三年分别为117.16亿元、375.23亿元和303.24亿元，年均复合增长60.88%，主要系支付土地拍卖保证金波动增加所致；其中购买商品、接受劳务支付的现金分别为29.90亿元、45.51亿元和106.76亿元，年均复合增长88.94%，主要系公司在建项目增加所致。受上述因素影响，2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为1.82亿元、-2.62亿元和-27.16亿元，近两年经营性净现金流持续为净流出，且流出规模有所扩大。

从投资活动情况来看，2016—2018年，公司投资活动现金流入量分别为180.55亿元、376.04亿元和45.45亿元，年均复合减少49.83%，主要系公司收回理财投资金额同比波动减少所致。2016—2018年，公司投资活动现金流出分别为177.85亿元、380.82亿元和40.14亿元，年均复合减少52.49%，主要系投资理财产品波动减少所致。近三年，公司投资活动现金净流量分别为2.70亿元、-4.78亿元和5.31亿元，2018年由净流出转为净流入。

从筹资活动情况来看，2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流入逐年增长，分别为6.75亿元、26.41亿元和65.22亿元，主要系公司扩大经营规模导致融资需求扩大所致。2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流出分别为6.15亿元、18.66亿元和34.34亿元，逐年增长，主要系偿还债务所致。综上，2016—2018年，公司筹资活动现金净额分别为0.60亿元、7.75亿元和30.87亿元。

2019年1—9月，公司经营活动产生的现金流量净额-6.79亿元，继续保持净流出状态；投资活动

产生的现金流量净额9.32亿元，筹资活动产生的现金流量净额27.12亿元。

总体看，2016—2018年，受公司支付土地保证金大幅增长和项目开发的力度加强的影响，经营活动现金转为净流出；受公司减少购买理财产品的影响，投资活动现金流量净额由负转正；筹资活动现金流量净额持续为净流入状态，考虑到公司在建和拟建项目未来仍有一定资金支持压力，公司仍存在一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为1.42倍和0.33倍，分别较上年的1.94倍和0.68倍有所下降，主要系公司预收账款增长所致。截至2018年底，公司现金短期债务比为1.07倍，较年初的1.74倍大幅下降，公司现金对短期债务的覆盖程度一般。公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，2018年，公司EBITDA为9.10亿元，同比增长13.79%，主要系公司利润总额增长所致。2018年，公司EBITDA主要由利润总额和计入财务费用的利息支出构成，占比分别为77.72%和18.80%；EBITDA对全部债务的保障程度为0.18倍，覆盖水平较上年的0.25倍有所下降；EBITDA利息倍数由上年的5.48倍下降至3.08倍，主要系2018年公司增加土地储备及开工投入导致项目开发贷款增加所致；公司长期偿债能力较强。

截至2019年9月底，公司共取得银行综合授信额度197.82亿元，已使用76.28亿元；此外，公司作为上市公司，直接融资渠道通畅。

截至2019年9月底，公司对外担保合同余额合计9.19亿元，占净资产比重为15.98%，系对浙江德盛置业有限公司、宁波涌韬置业有限公司等合营企业的连带责任保证；其中部分被担保企业由于项目未竣工交付或未销售等原因，目前暂无收入，公司存在一定或有负债风险。

表 17 截至 2019 年 9 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	合同余额	担保起始日	担保到期日	担保类型
浙江德盛置业有限公司	40,000.00	2018/6/27	2021/6/27	连带责任保证
宁波涌韬置业有限公司	17,150.00	2018/11/1	2020/11/1	连带责任保证
乐清昌悦置业有限公司	10,500.00	2018/10/26	2020/10/26	连带责任保证
台州经开方远荣安置业有限公司	4,250	2019/8/15	2021/8/15	连带责任保证
温州金耀房地产开发有限公司	2,000.00	2018/11/24	2020/11/24	连带责任保证
合计	91,900.00	--	--	--

资料来源：公司提供

截至2019年9月底，公司子公司宁波欢乐购广场开发有限公司在一起股权转让纠纷诉讼中负有连带责任，涉案金额5,000万元，目前诉讼在庭外调解中，公司或有负债风险较高。

根据公司提供的中国人民银行2019年9月19日出具的企业信用报告（机构信用代码：G1033020300077720B），公司未结清贷款中存在1笔欠息贷款，公司提供证明，该欠息已被豁免，系银行系统问题未撤销；已结清信贷中，存在10笔欠息、5笔垫款、关注类1笔、不良/违约类15笔。公司提供说明，上述不良记录均是公司借壳上市前原上市公司时期产生。

总体看，公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力较强；考虑到公司存货规模较大、预收账款规模持续增长等因素，公司整体偿债能力很强。

八、本次公司债券偿还能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 9 月底，公司全部债务总额为 82.95 亿元，本次拟发行债券规模为不超过 6.70 亿元（含），相对于目前公司债务规模，本次债券发行对公司整体债务水平影响一般。

以 2019 年 9 月底财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 6.70 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别 85.73%、60.91 和 53.23%，较年初分别增加 0.24 个百分点、1.86 个百分点和 2.69 个百分点，债务负担有所增加，但仍处于较低水平。考虑到本次发行公司债券的募集资金将用于偿还公司债券，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本次公司债券偿还能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 9.10 亿元，为本次公司债券发行额度（6.70 亿元）的 1.36 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2018 年公司经营活动产生的现金流入 276.09 亿元，为本次公司债券发行额度（6.70 亿元）的 41.21 倍；销售商品、提供劳务收到的现金 98.04 亿元，为本次公司债券发行额度（6.70 亿元）的 14.63 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为区域房地产开发龙头企业，在综合实力、区域品牌知名度、在建项目的规模等方面具有较强的区域竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

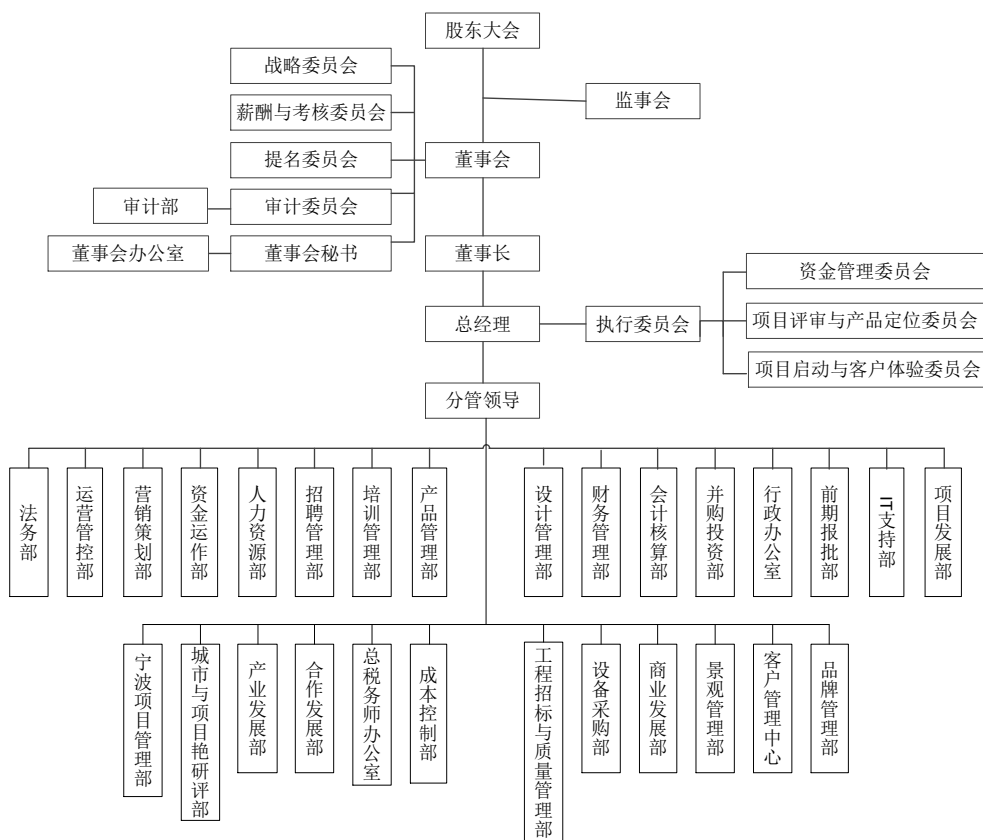
九、综合评价

公司作为上市房地产开发企业，项目开发经验丰富，在宁波地区具有品牌知名度高的优势。近年来，公司房地产项目签约销售面积和签约销售金额逐年增加，同时，2018 年以来加大拿地力度，将房地产业务拓展到省外核心城市和省内优质二线城市。此外，公司债务负担处于合理水平，债务期限结构较好，自持物业按成本法计量，未来有一定的增值空间，对公司债务偿还提供一定支撑。同时联合评级关注到房地产调控政策较严格，公司现有房地产项目分布较为集中，经营易受单一地区房地产市场调控影响；公司获取部分项目土地成本较高；在建项目规模较大，同时考虑其补库存需求，公司存在一定的资金支出压力；资产受限比例较高以及债务规模增长较快等因素对公司信用状况产生的不利影响。

未来，随着公司在售项目实现销售以及在建项目逐步竣工，业务向省外核心城市和省内优质二线城市拓展，公司收入规模有望持续保持稳定。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平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 截至 2019 年 9 月底荣安地产股份有限公司 组织结构图



附件 2 荣安地产股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	111.07	131.95	243.16	396.48
所有者权益（亿元）	36.77	42.38	47.69	57.52
短期债务（亿元）	4.98	4.75	16.81	24.18
长期债务（亿元）	17.54	26.80	34.72	58.76
全部债务（亿元）	22.52	31.55	51.53	82.95
营业收入（亿元）	17.28	42.64	39.68	25.24
净利润（亿元）	1.49	5.42	5.48	5.74
EBITDA（亿元）	3.30	8.00	9.10	--
经营性净现金流（亿元）	1.82	-2.62	-27.16	-6.79
流动资产周转次数（次）	0.19	0.38	0.22	--
存货周转次数（次）	0.21	0.42	0.21	--
总资产周转次数（次）	0.18	0.35	0.21	--
现金收入比率（%）	204.79	128.01	247.10	454.21
总资本收益率（%）	4.35	9.68	8.31	--
总资产报酬率（%）	3.16	6.34	4.68	--
净资产收益率（%）	4.08	13.69	12.17	--
营业利润率（%）	19.30	21.31	30.95	38.40
费用收入比（%）	11.59	5.56	9.14	16.19
资产负债率（%）	66.90	67.88	80.39	85.49
全部债务资本化比率（%）	37.98	42.68	51.94	59.05
长期债务资本化比率（%）	32.30	38.74	42.13	50.53
EBITDA 利息倍数（倍）	3.00	5.48	3.08	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.25	0.18	--
流动比率（倍）	1.78	1.94	1.42	1.34
速动比率（倍）	0.49	0.68	0.33	0.28
现金短期债务比（倍）	1.59	1.74	1.07	1.96
经营现金流动负债比率（%）	3.20	-4.20	-16.99	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.49	1.19	1.36	--

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. 2019 年三季度未经审计相关指标未年化

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 + 销售费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债 + 拆入资金

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 荣安地产股份有限公司 2020 年 面向合格投资者公开发行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（期）债券存续期内，在每年荣安地产股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

荣安地产股份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。荣安地产股份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荣安地产股份有限公司的相关状况，如发现荣安地产股份有限公司或本次（期）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（期）债券的信用等级。

如荣安地产股份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，直至荣安地产股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）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荣安地产股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年一月二日