

信用等级公告

联合[2018]714号

鑫苑（中国）置业有限公司：

联合信用评级有限公司通过对鑫苑（中国）置业有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

鑫苑（中国）置业有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

鑫苑（中国）置业有限公司拟公开发行的 2018 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：

二零一八年六月四日

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>

鑫苑（中国）置业有限公司

公开发行 2018 年公司债券信用评级报告

公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次债券发行额度：不超过 10 亿元

本期债券期限：不超过 5 年（含 5 年）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 6 月 4 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	284.09	314.27	508.09
所有者权益（亿元）	64.81	71.74	80.87
长期债务（亿元）	60.19	71.95	138.35
全部债务（亿元）	73.74	99.26	160.88
营业收入（亿元）	69.16	117.42	93.58
净利润（亿元）	6.21	5.85	5.93
EBITDA（亿元）	10.56	14.12	14.24
经营性净现金流（亿元）	11.71	-12.21	37.48
营业利润率（%）	22.96	17.66	18.37
净资产收益率（%）	10.07	8.56	7.77
资产负债率（%）	77.19	77.17	84.08
全部债务资本化比率（%）	53.22	58.05	66.55
流动比率（倍）	1.69	1.85	1.67
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.14	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	1.52	1.44	1.07
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.06	1.41	1.42

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；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；3、公司其他非流动负债中的计息债务、长期应付款已计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对鑫苑（中国）置业有限公司（以下简称“公司”或“鑫苑中国”）的评级反映了公司作为鑫苑地产控股有限公司（以下简称“鑫苑控股”，股票代码为“XIN.N”）旗下核心企业，以鑫苑控股中国境内房地产开发业务板块为依托，签约销售金额、营业收入呈增长态势。同时，联合评级也关注到公司房地产项目地域较集中，负债水平较高，债务增长较快等因素给公司经营与信用水平带来的不利影响。

未来随着公司房产销售的推进，公司经营规模和盈利水平有望得到提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

优势

1. 公司以鑫苑控股上市公司为依托，在郑州、济南等区域房地产市场具有较强的竞争优势。2017 年，公司土地储备有所增加，且所处地区以经济活跃的二线城市为主，土地储备质量较高。

2. 公司在建/拟建项目较多，能够保证公司未来销售的需要。

3. 在房地产行业调整背景下，公司坚持快周转开发模式，2017 年，公司销售状况良好，签约销售面积与金额均有所提升；营业收入增长较快。

关注

1. 近期，房地产行业政策变化较大，部分地区启动新一轮限购或限贷政策。公司作为跨区域发展的房地产开发企业，受房地产行业调整的影响需持续关注。

2. 公司存货规模较大且房地产项目分布比较集中，地域集中风险较高。
3. 公司债务规模增长较快，负债水平较高。

分析师

刘 薇

电话：010-85172818

邮箱：liuw@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次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它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：



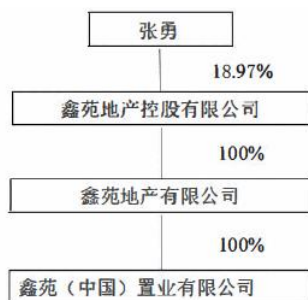
联合信用评级有限公司

一、主体概况

鑫苑（中国）置业有限公司（以下简称“鑫苑中国”或“公司”）前身为鑫苑地产（中国）咨询管理有限公司，是经河南省郑州开发区管委会批准（郑经政复[2006]24 号文）、由河南省政府核发《外商投资企业批准证书》（商外资豫府郑经字[2006]0010 号），于 2006 年 4 月在河南省郑州市设立的外商独资企业，初始注册资本 500 万美元。2006 年 8 月，鑫苑地产（中国）咨询管理有限公司根据河南省工商局核发的《企业名称预先核准通知书》申请变更企业名称为鑫苑地产（河南）发展有限公司，并依法办理工商变更登记；2006 年 11 月，鑫苑地产（河南）发展有限公司根据国家工商总局核发的《外商投资企业名称变更核准通知书》申请变更企业名称为鑫苑（中国）置业有限公司（现用名），并依法办理工商变更登记。

经过多次增资以及吸收合并，截至 2017 年底，公司注册资本为 30,700 万美元。公司控股股东为鑫苑地产有限公司（以下简称“鑫苑地产”），鑫苑地产则为鑫苑地产控股有限公司（以下简称“鑫苑控股”）的全资子公司；鑫苑控股于 2007 年 3 月成立，2007 年 12 月于美国纽交所上市，股票代码为“XIN.N”。公司实际控制人为张勇，如下图所示。

图1 截至2017年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：房地产开发与经营；企业管理咨询；企业营销策划。（涉及许可证经营项目，应取得相关部门许可后方可经营）。

截至 2017 年底，公司设立了资本运营中心、战略投资中心、运营管理中心、人力资源中心、信息管理中心、风险控制中心和董事会办公室（见附件 1）；截至 2017 年底，公司纳入合并报表范围 212 家子公司，本部在职员工 187 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 508.09 亿元，负债合计 427.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）80.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 77.36 亿元。2017 年，公司实现营业收入 93.58 亿元，净利润（含少数股东损益）5.93 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 6.77 亿元；经营活动产生的现金流量净额 37.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 48.99 亿元。

公司注册地址：郑州经济技术开发区第二大街西、经南一路南兴华科技产业园 2 号楼 9 层 909 号；法定代表人：张勇。

二、本次公司债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“鑫苑（中国）置业有限公司公开发行 2018 年公司债券”，本次债券发行规

模为不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），采用分期发行方式，本期债券名称为“鑫苑（中国）置业有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”，首期拟发行不低于 5 亿元，附设超额配售权不超过 5 亿元。每张票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券期限为 5 年期。本期债券为固定利率债券，将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价，具体由公司与主承销商根据市场情况询价协商确定。本期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。

本次债券为无担保债券。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金将用于偿还存续公司债券。

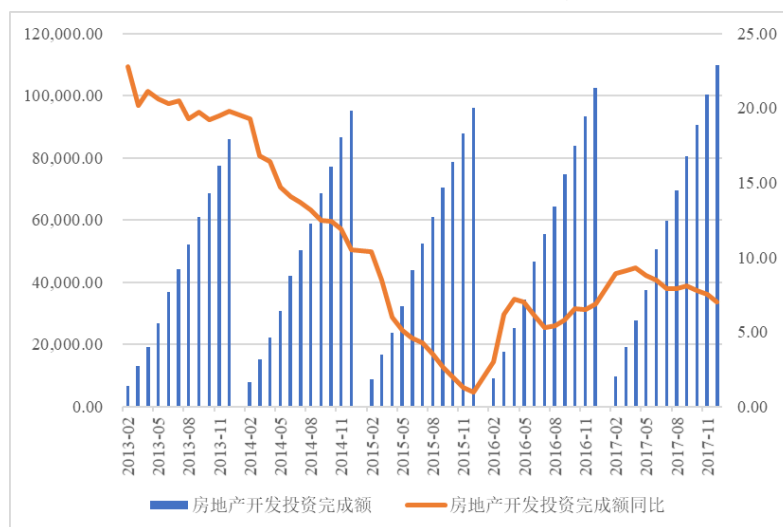
三、行业分析

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，2015 年，我国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速继续同比下滑 9.50 个百分点；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，名义同比增长 6.88%；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年同期上升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元（占比为 68.44%），同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点；办公楼投资 6,761 亿元（占比 6.16%），同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点；商业营业用房投资 15,639 亿元（占比 14.24%），同比减少 1.26%。

图 2 2013~2017 年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

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，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；2016 年

以来房地产投资增速有所回升，但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

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，土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。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能力，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。

2015 年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于上年，但楼面均价上涨幅度较大。其中，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金上升 1%外，二、三线城市土地出让金分别下降 7%和 19%。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 19%和 2 个百分点到 9,180 元/平方米和 27%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 18%和 10 个百分点到 1,560 元/平方米和 17%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 1%和 2 个百分点到 751 元/平方米和 8%。

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。

表 1 2015~2017 年全国 300 个城市土地交易情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
推出面积（万平方米）	113,235	103,212	111,907
同比（%）	-18	-9	8
成交面积（万平方米）	85,671	85,885	95,036
同比（%）	-21	-3	8
出让金（亿元）	21,793	29,047	40,623
同比（%）	-10	31	38
楼面均价（元/平方米）	1,384	1,904	2,374
同比（%）	14	40	26
土地平均溢价率（%）	16	43	29
同比	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。

（2）开发资金来源状况

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 296.53 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

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 8.2%，增速较上年同期下降 7.0 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.3%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.8%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.5%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.6%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.1%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.0%。

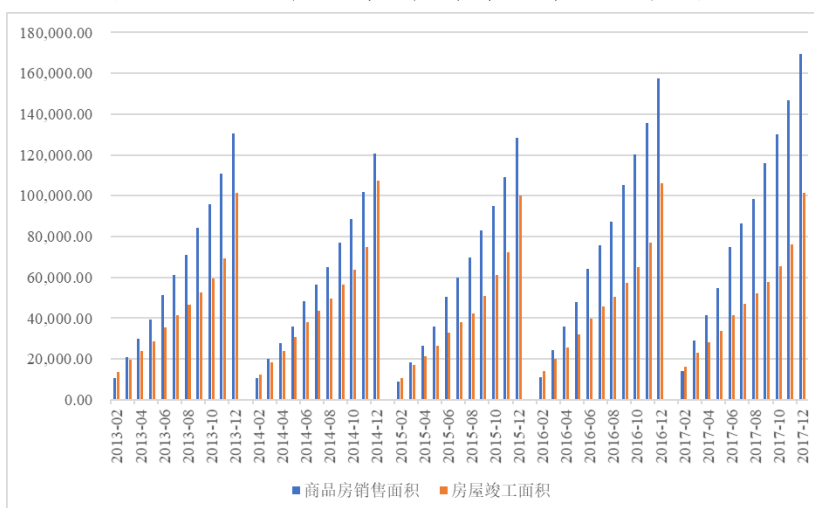
此外，2017 年 11 月 17 日，“一行三会一局”联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，反映出监管对于规范资管市场，打压非标资产的意愿。若非标融资渠道被严格约束，房地产资金缺位问题将凸显。

总体看，2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧，需重点关注非标融资的政策变化情况。

（3）市场供需情况

2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

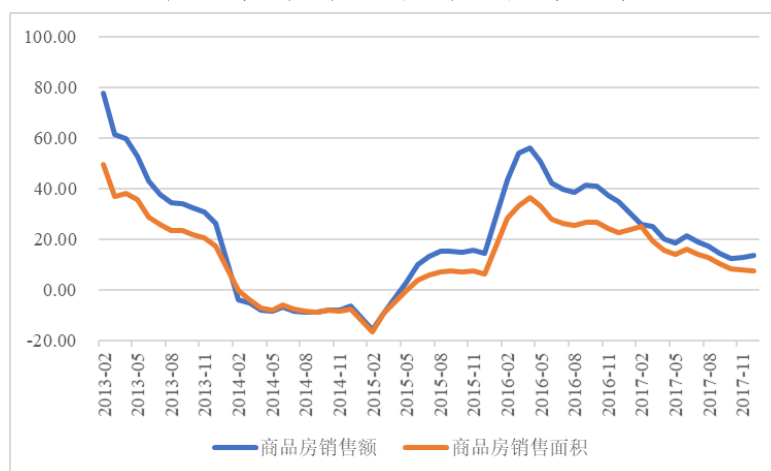
图3 2013~2017年全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind资讯

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106,128万平方米，同比增长6.1%。其中，住宅竣工面积77,185万平方米，同比增长4.6%。

图4 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资讯

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7.7%，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5.3%，办公楼销售面积增长24.3%，商业营业用房销售面积增长18.7%；住宅销售额增长11.3%，办公楼销售额增长17.5%，商业营业用房销售额增长25.3%。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3.0%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.4%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.3%，其中住宅待售面积同比减少25.1%，办公楼待售面积同比增加0.9%，商业营业用房待售面积同比减少4.0%。

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。

政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三、四线城市内部则出现分化，房企整体开工意愿下降，可售房源规模有所下滑。

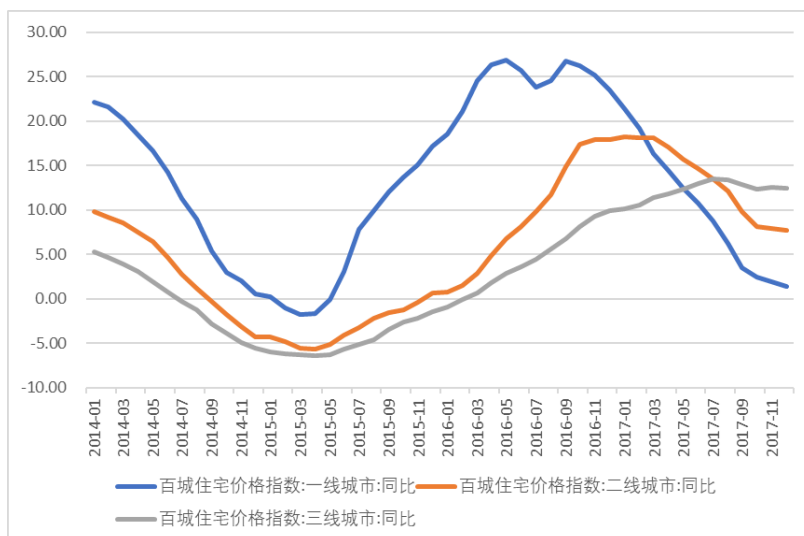
（4）销售价格情况

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 年底，百城价格指数为 13,035 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。

图 5 2014~2017 年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 资讯

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，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

3. 行业竞争

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。

2015 年，房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大。2016 年，房地产行业集中度进一步提升，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。

表 2 2014~2017 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81	24.10
前 20 大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33	32.50
前 10 大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19	15.38
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94	20.03

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 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 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。

表 3 2017 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	中国恒大	6	保利地产
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科地产	8	华夏幸福
4	绿地控股	9	华润置地
5	融创中国	10	龙湖地产

资料来源：克而瑞研究

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
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例

2015年9月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于25%
2015年9月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2016年2月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016年6月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
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	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，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

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。

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。

5. 行业关注

（1）行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年，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，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房

企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 未来发展

（1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

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。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，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。

（2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

（3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

（4）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

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. 区域经济及房地产发展概况

（1）郑州市区域经济

2017 年，郑州市经济继续保持增长态势，全年完成生产总值 9,130.2 亿元，比上年增长 8.2%；人均生产总值 93,143 元，比上年增长 6.5%。其中第一产业增加值 158.6 亿元，增长 2.6%；第二产业增加值 4,247.5 亿元，增长 7.6%；第三产业增加值 4,724.1 亿元，增长 9.0%。2017 年末全市城镇化率达到 72.2%，比上年提高 1.2 个百分点。全市年末总人口 988.1 万人，比上年增长 1.6%；城镇人口 713.7 万人，增长 3.4%；乡村人口 274.4 万人，下降 2.6%。全年净增人口 6.6 万人，增长 3.4%；人口自然增长率 6.74‰。

固定资产投资方面，2017 年，郑州市固定资产投资完成 7,573.4 亿元，比上年增长 8.2%。固定资产投资中，国有及国有控股单位完成投资 2,481 亿元，增长 8.1%；民间投资完成 4,951.9 亿元，增长 10.6%。分产业看，第一产业完成投资 83.7 亿元，增长 1.6%；第二产业完成投资 1,354.2 亿元，下降 8.9%；第三产业完成投资 6,135.5 亿元，增长 13%。

在工业发展方面，2017 年，郑州市全年规模以上工业企业完成增加值 3,191.3 亿元，增长 7.8%；分经济类型看，国有企业完成增加值 461.5 亿元，比上年增长 14.4%；集体企业完成增加值 23.3 亿元，增长 9.8%；股份制企业完成增加值 2,171.7 亿元，增长 7.8%；其他类型完成增加值 119.8 亿元，增长 1.8%。

随着郑州市经济的发展，郑州市财政实力逐步增强。2017 年，郑州市完成地方财政总收入 1,726.8 亿元，比上年增长 6.6%；地方财政一般公共预算收入 1,056.7 亿元，增长 9.6%。

总体看，郑州市作为我国人口大省河南省的省会，近年来经济发展迅速，财政实力不断提升，固定资产投资规模和力度不断加大，未来经济发展前景较好，为公司发展提供了良好的外部经济环境。

（2）郑州市房地产市场

房地产开发投资方面，2017 年，郑州市房地产开发投资 3,358.8 亿元，增长 20.9%，保持较快增长，比固定资产投资增速快 12.7 个百分点，增速较上年回落 18.0 个百分点。其中，住宅投资 2,418.7 亿元，同比增长 26.2%，增速较上年下降 17.0 个百分点，住宅占房地产开发投资的比重为 72.0%，较上年增加 3.0 个百分点；办公楼投资 140.0 亿元，同比下降 3.5%，比重为 4.2%，较上年下降 1.0 个百分点；商业营业用房投资 312.7 亿元，同比增长 7.5%，比重为 9.3%，较上年下降 1.2 个百分点。

土地购置方面，2017 年，郑州市房地产开发企业土地购置面积 442.5 万平方米，同比下降 6.6%；土地成交价款 412.5 亿元，同比增长 20.0%。

房屋新开工方面，2017 年，郑州市房屋新开工面积 5,449.6 万平方米，同比增长 3.1%。从构成看，住宅新开工面积 3,854.7 万平方米，同比增长 7.2%，占房屋新开工面积的比重为 70.7%，较上年提高 2.7 个百分点；办公楼新开工面积 276.8 万平方米，同比增长 36.5%；商业营业用房新开工面积 512.8 万平方米，同比下降 0.3%。

房屋施工方面，2017 年，郑州市房屋施工面积 16,394.8 万平方米，同比增长 15.2%。其中，住宅施工面积 11,231.3 万平方米，同比增长 16.9%，占房屋施工面积的比重为 68.5%，较上年提

高 1.0 个百分点；办公楼施工面积 1,064.6 万平方米，同比增长 9.3%；商业营业用房施工面积 1,613.1 万平方米，同比增长 12.1%。

房屋竣工方面，2017 年，郑州市房屋竣工面积 1,537.1 万平方米，同比增长 5.6%。其中，住宅竣工面积 1,025.6 万平方米，同比下降 2.9%，占房屋竣工面积的比重为 66.7%，较上年降低 5.9 个百分点；办公楼竣工面积 119.2 万平方米，同比增长 32.6%；商业营业用房竣工面积 162.0 万平方米，同比增长 35.3%。

房屋销售方面，受商品房限购限贷政策的影响，2017 年，郑州市商品房销售面积 3,097.8 万平方米，同比增长 8.3%，其增速低于上年 42.3 个百分点。其中，住宅销售面积 2,735.4 万平方米，同比增长 6.4%，比上年回落 45.3 个百分点，占商品房销售面积的比重为 88.3%，较上年比重回落 1.6 个百分点。

房屋实际销售面积 3,097.8 万平方米，增长 8.3%；销售金额 2,673.8 亿元，增长 14.6%；待售房屋面积 457 万平方米，增长 30.9%。

从区域房地产政策来看，2016 年以来，郑州市房地产价格暴涨，为了抑制房价过热，郑州市重启限购并且加大限贷力度。具体看，2016 年 10 月 2 日，郑州限购令重启，自 2016 年 10 月 2 日起，对郑州市市内五区和郑州航空港经济综合实验区、郑东新区、郑州经济开发区、郑州高新区范围内，对拥有 2 套及以上住房的本市户籍居民家庭和拥有 1 套及以上住房的非本市户籍居民家庭限购 180 平方米以下（不含 180 平方米）的住房。2016 年 10 月 3 日，郑州限贷令升级，自当天起，居民购买家庭住房位于郑州新版房地产调控政策规定的区域内，首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付比例为 30%；拥有一套住房且相应购房贷款未结清，再次买房，最低首付比例为 40%。2016 年 12 月 22 日，郑州限购令升级，自当天起，在市政府 64 号文中规定的限购区域内，180 平方米以上住房同时纳入限购；对于非郑州户籍个人或家庭，在限购范围内购房需提供连续 2 年以上社保或个税证明。2016 年 12 月 23 日，郑州限贷令再次升级，在市政府 64 号文中规定的限购区域内，居民家庭首次购买普通住房申请商业性质个人住房贷款，最低首付款比例为 30%，居民家庭有购房贷款记录、但申请贷款时实际没有住房，或者已拥有 1 套住房、无论有无购房贷款记录，为改善居住条件申请商业性个人住房贷款购买普通住房，最低首付比例调整为 60%。2017 年 5 月 3 日，市政府 58 号文在（郑政办[2016] 64 号）基础上增加新郑市、荥阳市、中牟县等限购区，限购区内严控企业炒房离婚买房，行政区内 5 月 3 日后购买房产自取得《不动产权证书》之日起不满 3 年的不得上市转让，赠予方式也是赠与人满 3 年后方可再次购买住房。

总体看，2016 年 10 月份以来，郑州市重启限购并加大限贷力度，政府调控意图明显，未来房地产市场不确定性上升。2017 年，郑州市房地产市场调控政策成效显著，呈现出房地产开发投资较快增长，施工面积和新开工面积低速增长，商品房销售低位运行的局面。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司拥有房地产开发一级资质。近几年，公司坚持采用“不囤地、不捂盘”的经营方式，通过“快速拿地、快速建设、快速销售”的经营策略实现公司高速增长，多次获得由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院三家研究机构联合颁布的中国房地产百强企业“盈利性 TOP10”，“成长性 TOP10”等诸多荣誉。目前，公司已经形成住宅地产、商业地产和物业管理三大核心产业，连续十一年入选“中国房地产百强企业”，品牌价值达到 80

亿元。

公司业务聚焦于国内一线城市和领先的二线城市，其核心区域可概括为四大区域，即郑州区域、山东区域、京津区域和上海区域。公司以城市扩张升级和城镇化进程为发展契机，在所进驻城市实行战略深耕和纵深发展，通过滚动持续开发，不断扩大在当地的市场份额、品牌积淀和客户基础。国内城市布局形成了以郑州、济南为中心，辐射华北、华东、华中、华南以及西北、西南的全国性业务版图。截至 2017 年底，公司累计竣工项目 60 个，完工面积逾 2,000 万平方米。

总体看，公司在行业内规模中等，在郑州、济南等区域市场具备较强的竞争力。

2. 人员素质

截至 2017 年底，公司董事、监事以及高级管理人员合计 4 人，其中包括执行董事张勇、监事巨小兵、首席执行官张立洲、首席财务官张爱。

公司执行董事张勇先生，1963 年 10 月出生，金融学博士、高级工程师。1985 年至 1997 年，张勇先生先后担任郑州市城建开发总公司工程师、郑州市第三建筑工程公司施工负责人、郑州安泰房地产开发有限公司项目部经理，1997 年至 2006 年担任河南鑫苑置业有限公司董事长，2006 年至今，担任公司执行董事。

公司首席执行官张立洲先生，1971 年 2 月出生，硕士研究生学历。1994 年至 2015 年，张立洲先生曾担任中国信达资产管理公司成都区域投行部副总经理、大连华南集团财务总监、大连中连地产公司总经理、万达集团城市公司总经理、万达集团总裁助理兼万达商业管理公司营运中心总经理、万达集团总裁助理兼北方项目管理中心总经理、Wanda One UK 有限公司总经理等职位。现任公司首席执行官。

截至 2017 年底，公司本部在职员工合计 187 人。按年龄构成划分，30 岁以下占比 19.51%，30~50 岁之间占比 78.65%，50 岁以上占比 1.84%；按文化程度划分，大专及其他学历以下占比 6.91%，本科学历占比 62.67%，研究生学历以上占比 30.41%；按岗位构成划分，管理人员占比 80.18%，研发设计人员占比 12.44%，销售人员占比 7.37%。公司本部主要执行管理职能，管理人员占比较高；总体看，公司人员构成能够满足公司管理需要。

总体看，公司高管人员具有丰富的工作背景及管理经验，员工整体素质尚可，岗位及学历构成较合理，能够满足目前经营的需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司系纽交所上市公司鑫苑控股旗下核心企业，在公司治理、内部控制方面按照上市企业要求执行。

公司股东（鑫苑控股）为公司的最高权力机构，公司执行董事根据投资方之决议执行与公司有关的一切重大事宜。公司不设董事会、监事会，设执行董事一名，监事一名。公司执行董事由投资方委派，是公司的法定代表人，每届任期 3 年，经委派方继续委派可以连任。公司监事由投资方任命，任期 3 年，任期届满，可以连任。

公司经营管理机构设首席执行官 1 名、首席财务官 1 名（均为公司高级管理人员），所有经营管理机构成员均对执行董事负责。公司高级管理人员由投资方提名、执行董事决定聘任，期满后执行董事决定继续聘任可以连任。

总体看，公司法人治理结构较简单，履行相关的监管规定，能够正常运行。

2. 管理体制

截至 2017 年底，公司设立了资本运营中心、战略投资中心、运营管理中心、人力资源中心、信息管理中心、风险控制中心和董事会办公室。公司已建立了较为完善和健全的内部管理制度，涵盖了财务管理、成本管理、工程管理、法务管理、人力资源管理、投资管理、行政管理、营销管理和信息化管理等方面。内部控制的检查、监督及信息披露等重大环节，确保了公司各项工作高效有序运行。公司已完成内部控制体系建设工作，现有的内部控制制度符合相关法规和证券监管部门的要求，符合当前公司经营实际情况需要，在企业管理各个过程、重大投资、重大风险等方面发挥了较好的控制与防范作用，能够对公司各项业务的健康运行及公司经营风险控制提供保证。公司内部控制系统完整，能够从制度上保证公司规范、安全、顺畅的运行。

财务管理方面，公司划分了制度建设、税务筹划、资金管理、预算管理和会计核算等职能。其中资金管理方面，对公司的资金进行统一管理、调度、配置和使用，保证资金在体系内的高效循环和流转，保证资金使用效益的最大化；组织制定集团年度、季度、月度的资金计划，并对各城市公司的资金使用状况进行监督，根据现金流情况提供风险预警。预算管理方面，公司年初制定预算，月度有资金计划，所有融资方案先报集团审批。公司财务人员由集团任免、薪酬由集团制定，整个财务体系由集团进行垂直管控。

成本管理方面，公司划分了目标成本管理、过程成本管理、招标采购管理等职能。其中目标管理方面，公司在可研阶段、设计阶段安排了成本测算制度，提出成本控制建议并编制项目决策文件；过程成本管理方面，安排了目标成本的动态管控制度，确保工程成本可控。

工程管理方面，投委会决定项目是否开工，公司一般拿到地后 5 个月以内开盘，拿到项目后所有的工程节点均已定好，由项目公司操盘，城市公司报批，随后动态周期监控。

投资管理方面，公司划分了市场分析预测、土地投资拓展职能，收集和评价重点城市房地产市场信息，并开展城市评价工作，制订、实施集团土地储备计划，指导和监督各城市公司的战略执行，依据公司战略和经营要求，制订公司投资项目的业态组合策略、运作经营模式、退出机制等并进行可行性研究，提出明确投资策略和开发方案供公司决策。

融资制度方面，公司制定了融资管理制度，在融资方案确定、融资合同签订及执行、融资档案管理等制定了较为详细的管理流程，以确保公司融资工作的正常运行。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理制度，内部管理比较规范。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事房地产开发与经营业务，以精品住宅开发和商业综合体建设运营为主营业务，长期坚持“不囤地、不捂盘”运作方式，通过“快速拿地、快速建设、快速销售”的开发策略实现公司业务扩张。2015~2017 年，公司实现营业收入分别为 69.16 亿元、117.42 亿元和 93.58 亿元，年均复合增长 16.32%，实现营业利润分别为 8.58 亿元、10.44 亿元和 8.32 亿元，年均复合下降 1.50%，主要系房地产项目竣工结转成本增长以及投资收益波动下降所致。

从公司营业收入的构成来看，房地产开发业务是公司主要收入来源，2015~2017 年公司房地产收入及占比波动上升。2017 年，房地产开发销售收入 89.18 亿元，较上年下降 21.74%，主要系结转面积大幅下降所致；公司房地产销售收入占公司主营业务收入的比例为 95.29%，较上年略有下降。公司物业管理业务和物业租赁业务收入规模较小，合计占营业收入的 4.56%，占比较 2016 年有所上升；其中 2017 年物业管理收入 3.66 亿元，较上年增长 45.87%，主要系公司物业管理面

积增加所致；2017年，公司物业租赁收入和佣金收入规模仍较小，对公司收入与利润影响不大。

毛利率方面，2015~2017年，公司房地产毛利率持续下降，主要系结转项目毛利率不同所致；2017年，公司房地产开发业务毛利率为23.18%，较上年有所下降，主要系不同项目结转影响所致；2015~2017年，物业管理毛利率持续上升。2017年，公司物业管理毛利率26.25%，较上年稍有上升，变化不大。2015~2017年，物业租赁毛利率持续下降，主要系行业竞争日趋激烈所致。综上，公司整体毛利率逐年下降。

表5 2015~2017年公司营业收入情况（单位：万元，%）

业务板块	2015年			2016年			2017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
房地产开发	656,307.77	94.89	29.26	1,139,454.82	97.04	23.45	891,792.88	95.29	23.18
物业管理	22,141.88	3.20	19.88	25,101.41	2.14	22.02	36,614.83	3.91	26.25
物业租赁	13,184.80	1.91	90.43	8,090.86	0.69	80.63	6,114.95	0.65	47.49
佣金收入	--	--	--	1,511.21	0.13	59.85	1,304.50	0.14	47.44
合计	691,634.44	100.00	33.29	1,174,158.30	100.00	23.86	935,827.16	100.00	23.50

资料来源：公司提供

总体看，近三年公司房地产开发业务收入波动增长，使得公司营业收入波动增长；随着房地产开发业务毛利率持续下降，公司综合毛利率持续下降。

2. 土地储备

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实现预期收入和利润规模最为重要的环节。从公司土地储备决策流程方面来看，主要分为机会识别阶段、立项审批阶段、合同谈判阶段、尽职调查阶段和项目移交。机会识别阶段针对不同类型项目分为城市公司和业务发展部主导，针对地块进行信息获取和筛选整理，并进行立项调研，经过城市公司总经理审批或业务发展部总经理审批后提交总裁会议进行决策，其后由上述业务部门和城市公司撰写《立项可行性研究报告》提交房地产项目委员会立项评审；立项审批阶段，由房地产项目委员会将审议通过的项目通过法律事务部和财务部设计交易方案，并对拟定的合同进行三轮审核后，交由公司高层进行评审。针对评审通过后的地产项目授权城市公司和业务发展部进行合同谈判和尽职调查，完成后通过项目移交会议汇集运营中心等相关部门对于项目进行评定，并将项目资料建档移交至相关部门。

在土地储备策略方面，随着开发规模不断扩大以及发展战略的调整，公司拿地规模逐年上升。2015~2017年，公司土地购置占地面积及对应建筑面积（规划面积）均持续增长。

表6 2015~2017年以及2018年1~3月公司土地储备获取情况（单位：万平方米，亿元，元/平方米）

时间	土地购置 占地面积	规划建 筑面积	用途	购地支 出	土地均 价	期末土地储备 占地面积
2015年	5.10	19.20	商业	6.98	3,635.42	35.34
2016年	31.40	104.80	住宅、商业	33.50	3,196.56	43.66
2017年	122.25	504.27	住宅、商业	182.27	3,614.53	64.02
2018年1~3月	1.41	13.18	商业	6.60	5,007.59	65.43

资料来源：公司提供

在土地储备区域方面，2015年以来，公司主要关注二线城市的土地采购机会，筛选市场容量

大、存量压力小的部分二线区域中心城市增加土地储备，包括郑州、济南、西安、苏州、成都等城市，并重点在这些城市资源集中、物业保值升值潜力大的核心地段增加优质项目的土地储备。同时，也会适时关注一线城市具有良好盈利前景的土地出让情况并审慎参与其中。公司会对拟进入城市的现状、发展趋势、人口、消费能力以及对房地产的承载能力等进行综合分析及判断，并决定是否进入该城市。

截至 2018 年 3 月底，公司土地储备占地面积合计 65.43 万平方米，对应规划建筑面积 322.84 万平方米，公司土地储备主要位于二线城市，区域分布较好，具体情况详见下表。

表7 截至2018年3月底公司土地储备区域分布情况（单位：万平方米、亿元）

区域	项目名称	拿地时间	面积		地价	土地性质
			储备面积	对应规划建筑面积	储备面积对应地价	
北京	北京梨园项目	2016/5/9	4.24	11.56	11.24	住宅
郑州	郑州名城三期	2017/12/21	2.76	11.77	6.22	住宅
郑州	黑朱庄项目一期	2017/5/20	4.52	45.58	23.8	住宅
郑州	中牟项目	2017/12/28	13.67	48	7.7	住宅
郑州	德润项目	2017/12/28	3.71	10.3	6.20	住宅
昆山	中宇大厦项目	2017/5/30	2.93	16.33	8.96	商业
太仓	银河湾花园项目	2017/8/31	2.38	7.51	3.95	住宅
苏州	吴江丽湾域项目	2017/12/7	1.67	8.56	6.4	住宅
西安	鑫苑曲江世家一期	2017/4/11	8.07	31.17	6.8	商住
成都	五彩城项目	2017/12/29	20.07	118.88	34	住宅
珠海	珠海王子酒店项目	2018/1/3	1.41	13.18	6.6	商业
合计			65.43	322.84	121.87	--

资料来源：公司提供

总体看，从每年新开工规模来看，公司土地储备规模能够满足 2 年开发需求；公司土地储备主要以二线城市为主，土地获取价格较为合理。

3. 项目开发

公司采用总公司、区域公司、项目公司的三层管理架构，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由区域公司完成，公司对区域公司及下属项目的建设、销售等制定计划、进行管控指导并组织考核。截至 2017 年底，公司业务范围已拓展至北京、上海、天津、郑州、西安、长沙、三亚、成都、济南、昆山、苏州、徐州等 10 余座城市。

在市场准入方面，公司锁定国内一、二线城市，以及具有良好经济基础、发展潜力和人口基数的二线发达城市，以城市扩张升级和城镇化进程为发展契机，在所进驻城市实行战略深耕和纵深发展，通过滚动持续开发，不断扩大在当地的市场份额、品牌积淀和客户基础。同时，以进驻城市为中心和原点，逐步辐射周边市镇或区域，形成以点带面的区域化发展和扩张，通过同区域内管理资源和业务资源的共享，以及管理权限向业务前端的延伸和下探，有效提升区域公司的能动性和竞争力。

在用地开发方面，公司选择的地块均位于城市核心地段，或者具有巨大发展潜力和政策利好的新兴区域，以客户生活的品质和便利性为衡量杠杆和出发点，全面平衡和配置项目的购物、娱乐和便民资源。同时，基于对区位规划的科学分析和判断，有效地与市政配套形成对接和互补，包括发达畅捷的交通路网，以及全面优质的教育和医疗资源等，从而将优质地段加工成为客户满意的优质产品。

从房地产开发建设情况看，近三年公司新开面积逐年增长，竣工面积和期末在建面积波动上升，主要系公司在手项目规模较大，公司加快开发节奏所致。2017 年期末在建面积较上年增长，主要系环保限产导致期末竣工面积较上年下降所致。

2016 年，公司新开工郑州的鑫家东苑与鑫家西苑、昆山鑫都汇等项目，新开工建筑面积 143.26 万平方米，较上年有所上升；2016 年，公司竣工面积 163.37 万平方米，较上年大幅增长 61.13%，主要竣工项目为长沙的鑫苑名家、苏州的湖居世家以及蒙阳的郑西鑫苑名家-首开区等项目。与此同时，公司期末在建面积稍有下降。

2017 年，公司新开工国际鑫城三期、芙蓉鑫家、世家公馆三期等项目，新开工建筑面积 181.07 万平方米，较上年有所上升。2017 年，公司竣工面积 128.14 万平方米，较上年有所下降，主要竣工项目为西安大都会、郑州名城一期、成都鑫都汇、三亚崖州湾等项目。与此同时，公司期末在建面积有所上升，截至 2017 年底，公司期末在建项目 25 个，期末在建面积 358.02 万平方米，较上年有所上升。

表8 2015~2017年公司项目开发情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
当期新开工面积（万平方米）	115.33	143.26	181.07
当期新开工项目数量（个）	6	7	6
当期竣工面积（万平方米）	101.39	163.37	128.14
期末在建面积（万平方米）	286.53	266.42	358.02
期末在建项目数量（个）	17	24	25

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司在建/拟建项目主要分布在郑州、济南、苏州、天津、青岛、长沙等活跃二线城市。公司在建/拟建项目预计总投入365.31亿元，已完成投入217.09亿元，尚需投资148.22亿元，2018年公司计划投资60.75亿元，资金来源为自有资金加外部融资，以目前销售回款来看，公司资金支出压力一般。

表9 截至2017年底公司在建/拟建项目情况（单位：万平方米，亿元，%）

城市公司	项目名称	总建筑面积		预计总投入	已完成投入	销售面积占比	开工时间	预计竣工时间
		地上	地下					
郑州	郑州名城一期	166,956.00	59,455.00	10.85	9.63	88.79	2015-09-15	2018-03-31
郑州	郑州名城二期（南地块）	82,272.00	28,888.00	6.23	4.92	88.31	2016-06-24	2018-10-20
郑州	郑州名城二期（北地块）	120,504.29	54,085.00	10.12	3.14	33.46	2017-05-25	2019-09-25
郑州	鑫家二期西苑	111,071.18	42,334.30	7.33	5.04	83.15	2016-09-01	2018-12-31
郑州	十里铺开发区（一期）	361,999.83	117,267.41	34.89	13.96	90.00	2016-06-13	2019-06-30
郑州	十里铺安置区（一期）	325,792.00	104,771.00	17.92	3.31	--	2016-06-30	2018-12-31
郑州	十里铺开发区（二期）	174,444.00	48,068.00	20.71	6.27	79.09	2017-04-26	2019-12-30

郑州	十里铺安置区（二期）	739,700.00	249,400.00	--	17.45	-	2017-09-01	2018-01-05
郑州	十里铺开发区（三期）	222,075.00	71,444.00	26.43	10.04	46.75	2017-07-10	2020-12-30
郑州	十里铺开发区（A-11-03）	46,861.15	27,262.09	--	1.29	--	2017-09-19	2020-12-30
荥阳	荥阳名家一期	118,535.00	34,944.00	5.44	4.64	71.63	2013-11-01	2018-03-31
荥阳	荥阳名家二期	153,537.00	45,679.00	7.85	5.94	59.42	2014-09-01	2018-12-30
荥阳	荥阳名家三期	121,580.00	33,089.00	5.50	2.85	66.86	2017-03-01	2019-08-30
昆山	鑫都汇鑫都汇	96,404.60	26,113.35	10.35	9.63	83.05	2016-07-10	2018-12-30
济南	济南世家公馆	420,463.00	136,837.00	40.18	26.35	89.44	2014/6/30	2019/12/31
济南	济南鑫中心	193,835.00	67,451.16	21.91	15.57	65.28	2014/8/31	2018/6/30
青岛	青岛惠普项目一期	383,546.01	213,127.29	41.85	14.91	--	2017-09-14	2022-12-31
徐州	徐州景城一期	124,279.00	49,058.00	8.72	7.79	94.14	2013-09-16	2019-05-30
广州	环球电商城项目一期	56,950.10	16,193.00	16.00	9.60	--	2017-02-12	2019-12-10
天津	天津武清一期	139,392.88	33,300.31	12.08	7.45	79.53	2015-02-25	2019-10-30
天津	天津武清二期	143,639.43	36,512.20	11.38	2.83	--	2017-03-31	2021-04-30
西安	西安项目二期	137,846.38	53,150.86	11.60	11.10	61.72	2015-07-31	2018-01-31
长沙	长沙梅溪湖一期	265,836.55	52,749.64	22.61	17.72	90.47	2014-8-27	2018/6/30
长沙	木莲世家木莲世家	92,659.29	32,509.18	9.20	4.00	59.11	2017-5-/19	2019/4/15
长沙	长沙人民东路项目一期	73,882.00	13,598.00	6.16	1.65	--	2017-7-18	2020/3/31
合计		4,874,061.69	1,647,286.79	365.31	217.09	--	--	--

资料来源：公司提供

注：销售面积占比=累计销售面积/可售面积

总体看，公司期末在建/拟建项目较多，期末在建/拟建面积较大，能够保证公司未来 1~2 年的销售的需要。

5. 房产销售

公司下辖项目的销售采用代理销售和自主销售相结合的方式，以代理销售为主，另加 400 人左右的置业顾问。公司制定年度销售计划，并分解至季度和月度，落实到区域公司和项目，由区域公司营销部门负责协调代理公司执行销售计划，公司营销中心负责计划的制定、销售监督、业绩考核和人员激励。公司定期与内部销售人员及代理公司销售团队召开销售会议，协调销售进度，解决遇到的问题。销售人员的考核主要关注销售进度和资金回笼情况。公司高效严密的计划和考核体系保证了房款回收的速度。

在销售手段方面，公司基层销售人员可以按照项目的去化情况、周边市场变化以及项目类型等对项目进行包装、促销和蓄客，但所有促销方案均由区域公司上报至集团总部进行审批后方能执行。

从 2015~2017 年销售情况看，公司销售面积有所增长。2016 年实现签约销售面积 126.87 万平方米，较 2015 年增长 20.01%；实现签约销售金额 121.38 亿元，较 2015 年增长 19.01%，主要系 2016 年房地产行业景气度有所回升所致。从销售价格上看，2016 年签约销售均价为 9,582.38 元/平方米，较 2015 年稍有下降。2017 年公司签约销售面积、签约销售金额、销售均价均有所增长，主要系 2017 年公司房产项目所处区域市场景气度较高所致。结转收入有所下降，主要系项目未达竣工交付所致。

表10 2015~2017年公司项目销售情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
签约销售面积（万平方米）	105.72	126.87	130.30
签约销售金额（亿元）	101.99	121.38	152.88
签约销售均价（元/平方米）	9,647.18	9,582.38	11,132.32
结转收入面积（万平方米）	61.34	123.89	121.49
结转收入（亿元）	65.63	113.95	89.18
回款率（%）	101.99	97.30	90.65

资料来源：公司提供

注：回款率=实收销售金额/签约销售金额*100%

从可售项目情况来看，截至 2017 年底，公司在售项目共有 18 个，主要位于郑州、济南、长沙等二线城市。截至 2017 年底，公司总可售面积 292.25 万平方米，已取得预售证 272.21 万平方米，此外，公司土储中未取得预售证面积合计 356.38 万平方米，主要位于二线城市，去化情况良好。部分项目去化率较低，其中公司的郑州名城二期北地块去化较慢主要系分期开盘，大部分预售证是年末获得所致，西安项目去化较慢主要系商铺去化慢，天津武清项目去化较慢主要系天津限购限价所致。截至 2017 年底公司房地产在售项目情况如下表所示。

表11 截至2017年底公司在售项目去化情况（单位：万平方米，亿元）

序号	项目名称	开盘时间	总可售面积	已取得预售证面积	已售面积	去化率	销售单价
1	郑州名城一期	2015/09/15	17.84	17.84	15.84	88.79	8,600.00
2	郑州名城二期（南地块）	2016/06/24	9.00	9.00	7.95	88.31	11,000.00
3	郑州名城二期（北地块）	2017/05/25	11.85	8.85	3.96	33.46	9,500.00
4	鑫家二期西苑	2016/09/01	10.88	10.88	9.05	83.15	10,300.00
5	十里铺开发区（一期）	2016/06/13	31.15	31.15	28.16	90.39	10,900.00
6	十里铺开发区（二期）	2017/04/26	18.42	18.42	14.57	79.09	13,700.00
7	十里铺开发区（三期）	2017/07/10	21.38	15.38	9.99	46.75	14,100.00
8	荣阳名家一期	2013/11/01	9.04	9.04	8.96	99.11	5,400.00
9	荣阳名家二期	2014/09/01	8.76	8.76	8.15	93.04	6,000.00
10	荣阳名家三期	2017/03/01	12.35	12.35	8.26	66.86	7,200.00
11	鑫都汇	2016/07/10	8.92	8.92	7.41	83.05	20,300.00
12	济南世家公馆	2014/6/30	41.64	41.64	37.24	89.44	7,700.00
13	济南鑫中心	2014/8/31	18.98	18.98	16.56	87.25	9,900.00
14	徐州景城一期	2013/09/16	13.02	13.02	12.25	94.14	9,400.00
15	天津武清一期	2015/02/25	16.32	16.32	12.98	79.53	8,300.00
16	西安项目二期	2015/07/31	7.03	7.03	4.34	61.72	8,800.00
17	长沙梅溪湖一期	2014/8/27	26.42	26.42	23.90	90.47	7,300.00
18	木莲世家	2017/5/19	9.25	7.25	5.47	59.11	11,900.00
合计			292.25	272.21	235.04	--	--

资料来源：公司提供

总体看，近三年公司销售情况良好。公司期末在建/拟建面积较大，随着项目陆续开工建设竣工与销售，预计未来销售量及回款将继续保持增长态势，但公司部分项目仍存在一定的去化压力。

6. 经营效率

2015~2017 年，公司营业收入波动增长，营业成本持续增长、存货波动增长，公司流动资产周转率分别为 0.29 次、0.42 次和 0.24 次，波动下降；存货周转率分别为 0.28 次、0.49 次和 0.30 次，波动上升；总资产周转率分别为 0.27 次、0.39 和 0.23 次，波动下降。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率处于行业中游水平。

表12 2017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
北辰实业	0.18	0.25	0.18
深振业 A	0.30	0.27	0.26
世茂股份	0.31	0.36	0.19
深深房 A	0.86	0.42	0.59
鸿坤伟业	0.32	0.29	0.22
鑫苑中国	0.28	0.29	0.27

资料来源：Wind 资讯；

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，公司经营效率一般，尚存在一定的提升空间。

8. 经营关注

公司房地产项目地域分布集中度高

公司未售的房产项目主要位于郑州、济南和成都等二线城市，占比相对较高。上述城市大多已经出台房地产调控政策，可能会对公司销售回款以及未来收益造成不利影响。

9. 未来发展

未来，公司仍坚持以精品刚需和改善住宅开发为主营业务，在国内坚持“做大做强”的发展理念，立足于主要二线城市，以深耕区域中心城市为市场拓展策略，通过区域聚焦稳步提升市场份额和土地储备。在主营业务不断壮大的基础上，公司积极探索地产相关多元化业务，以期与主营业务互为补充，通过创新产品模式的孵化和研发，形成新的业务增长点。物业管理服务方面，公司运用互联网思维对社区服务体系进行全面的升级和改造，通过线下体验中心和线上 APP 的互动结合，为客户带来全新的智慧社区生活体验。未来，公司的物业管理服务将在全国范围内逐步扩大市场份额和品牌影响力，为公司轻资产运营和管理输出业务的发展成熟打下基础。

总体看，公司未来仍以房地产开发为主业，加强物业管理服务，同时逐渐涉足其他领域，进行多元化发展，公司发展战略能够支持公司的可持续发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015 年度合并财务报表由北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2016~2017 年度合并财务报表由中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留的审计意见。公司经审计的财务报表按照财政部发布的《企业会计准则—基本准则》42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。合并范围方面，2015

年，公司新增合并子公司 17 家；2016 年，公司新增合并子公司 9 家；2017 年，公司新增合并子公司 30 家。公司新增合并子公司主要涉及房地产开发经营、投资管理与咨询，收入绝大部分仍来自房地产开发与销售，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 508.09 亿元，负债合计 427.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）80.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 77.36 亿元。2017 年，公司实现营业收入 93.58 亿元，净利润（含少数股东损益）5.93 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 6.77 亿元；经营活动产生的现金流量净额 37.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 48.99 亿元。

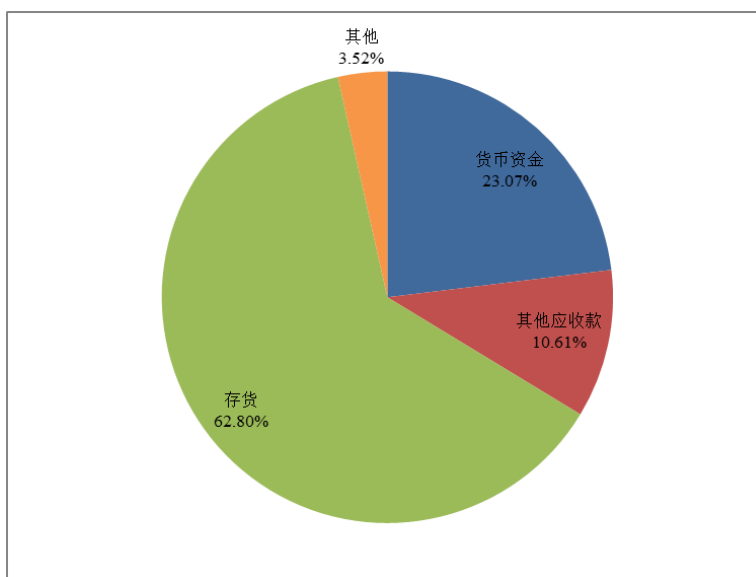
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额年均复合增长率为 33.73%，呈逐年增长态势，主要系流动资产增加所致。截至 2017 年底，公司资产总额 508.09 亿元，较年初增长 61.68%；从资产构成看，流动资产占比 93.99%，非流动资产占比 6.01%，以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产年均复合增长率为 34.16%，呈逐年增长态势，主要系货币资金和存货大幅增长所致。截至 2017 年底，公司流动资产合计 477.53 亿元，较年初增长 62.31%，主要系存货和货币资金增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 23.07%）、其他应收款（占 10.61%）和存货（占 62.80%）构成。

图 6 截至 2017 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金年均复合增长率为 54.80%，呈逐年增长态势。截至 2017 年底，公司货币资金余额为 110.16 亿元，较年初增长 111.27%，主要系公司母公司资金划拨、销售回款、新增长期借款及发行公司债券所致；公司货币资金主要由银行存款（占比 91.82%）构成；公司货币资金中使用受限的货币资金为 9.03 亿元（主要为公司贷款保证金），占货币资金的 8.19%，受限比例不大。

2015~2017 年，公司其他应收款年均复合增长率为 43.55%，呈波动增长态势，主要系往来款和拿地保证金增加所致。截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 50.66 亿元，较年初下降 7.21%，主要系公司前期拿地保证金收回。公司其他应收款按照组合计提坏账准备，其中关联方及

政府组合占比 54.24%，账龄组合占比 15.00%，备用金、押金及保证金组合占比 30.68%。截至 2017 年底，公司其他应收款已计提坏账准备 0.42 亿元，计提比例为 0.83%。公司其他应收账款中前五名应收余额为 33.79 亿元，合计占应收账款总额的 66.14%，集中度较高。从账龄来看，一年以内占比 55.98%，1~2 年占比 13.98%，3~4 年占比 24.22%。公司其他应收款规模较大，1 年以上占比比较高，对公司营运资金形成一定的占用。

表 13 截至 2017 年底公司其他应收款前五名单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	款项性质
-鑫苑国际地产投资有限公司	16.97	33.23	往来款
郑州市国土资源局	9.37	18.35	保证金
河南沃森置业有限公司	2.94	5.75	保证金
广州黄龙信息科技有限公司	2.50	4.89	往来款
河南德润置业有限公司	2.00	3.92	保证金
合计	33.79	66.14	--

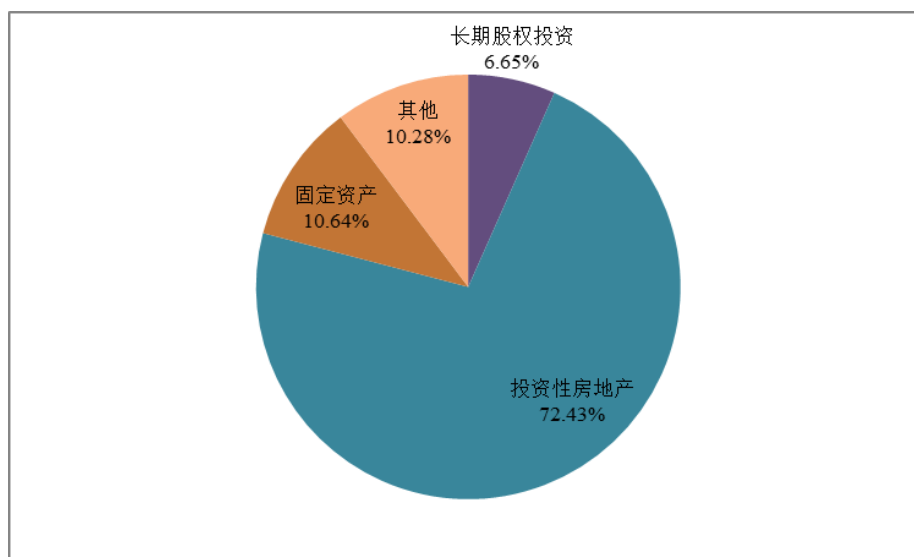
资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货账面价值年均复合增长率为 26.37%，呈波动增长态势，主要系公司积极拿地且对在建项目投入持续增加的共同影响所致。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 299.89 亿元，较年初增长 70.82%，主要由开发成本（占比 78.57%）和开发产品（占比 21.34%）构成；公司计提存货跌价准备 23.60 万元。公司存货规模增长较快，郑州等地区项目可能存在一定的去化压力。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产年均复合增长率为 27.54%，呈逐年增长态势，主要系投资性房地产增加所致。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 30.56 亿元，较年初增长 52.41%；主要由长期股权投资（占 6.65%）、投资性房地产（占 72.43%）和固定资产（占 10.64%）构成。

图 7 截至 2017 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2015~2016 年，公司无长期股权投资。截至 2017 年底，公司长期股权投资为 2.03 亿元，被投资单位分别为郑州鑫慈健康服务有限公司和芜湖鹏宏投资中心（有限合伙），投资金额分别为 0.08

亿元和 2.00 亿元，权益法下确认的投资损益分别为-57.16 万元和-455.62 万元。

2015~2017 年，公司投资性房地产（按公允价值法计量）年均复合增长率为 82.74%。截至 2017 年底，公司投资性房地产 22.13 亿元，较年初增长 51.78%，主要系存货转入增加 4.27 亿元、公允价值变动增加 3.28 亿元所致。截至 2017 年底，评估增值导致投资性房地产累计增值 9.80 亿元，对应账面成本 12.48 亿元，增值率 78.55%，公司投资性房地产主要位于西安区域以及河南区域，增值率一般。

2015~2017 年，公司固定资产年均复合下降 4.80%。截至 2017 年底，公司固定资产 3.25 亿元，较年初下降 3.52%，变化不大，主要系公司处置部分固定资产所致；公司固定资产主要由房屋建筑物、运输工具和机器设备构成，固定资产累计折旧 2.33 亿元，固定资产成新率不到 60%，成新率一般。

截至 2017 年底，公司受限资产规模 113.24 亿元，占比 22.29%，比例一般，主要为存货、投资性房地产。公司受限资产均为项目融资需求。

总体看，随着公司开发规模持续扩大，公司资产规模稳定快速增长，以流动资产为主，受限资产规模较大；流动资产中货币资金较充足，存货占比较高，部分项目可能存在一定的去化压力；其他应收款规模较大，对公司营运资金形成一定的占用。整体看，公司整体资产质量一般。

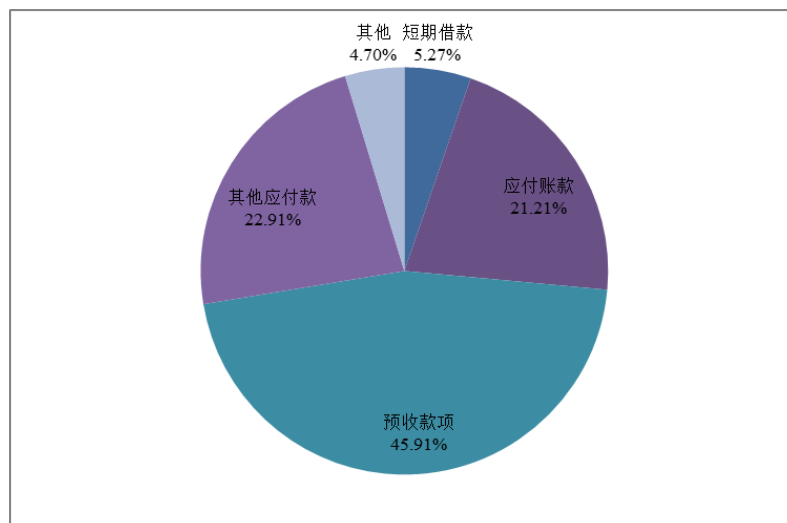
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，公司负债年均复合增长率为 39.58%，呈逐年增长态势，主要系流动负债和非流动负债均增长所致。截至 2017 年底，公司负债合计为 427.22 亿元，较年初增长 76.15%；其中，流动负债 286.17 亿元（占比 66.99%）、非流动负债 141.05 亿元（占比 33.01%）。

2015~2017 年，公司流动负债年均复合增长 35.15%，呈逐年增长态势。截至 2017 年底，公司流动负债合计 286.17 亿元，较年初增长 79.96%，主要系应付账款、预收账款和其他应付款增长所致，流动负债主要由短期借款（占 5.27%）、应付账款（占 21.21%）、预收款项（占 45.91%）和其他应付款（占 22.91%）构成。

图 8 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款年均复合增长 24.39%，呈逐年增长态势。截至 2017 年底，公

司短期借款 15.08 亿元，较年初增长 4.01%，变化不大，主要为信托贷款。

2015~2017 年，公司应付账款年均复合增长 32.89%，呈逐年增长态势。截至 2017 年底，公司应付账款 60.69 亿元，较年初增长 62.83%，主要系公司开发规模增大，应付工程款规模增大所致。

2015~2017 年，公司预收款项年均复合增长 17.42%，呈波动增长态势。截至 2017 年底，公司预收款项为 131.38 亿元，较年初增长 42.31%，主要系房产销售规模扩大所致，预收房屋销售款增长，未来无实际偿付压力。

2015~2017 年，公司其他应付款年均复合增长 100.53%，呈波动增长态势。截至 2016 年底，公司其他应付款较年初下降 19.97%，主要系往来款减少所致。截至 2017 年底，公司其他应付款较年初增长 402.49%，主要系公司合作开发项目增加所致；其中一年以内其他应付款占 93.59%。其他应付款中，关联往来款项占比 42.08%，比例较高；其中应付鑫苑（地产）控股有限公司 21.45 亿元，占其他应付款比重为 32.72%，性质为海外母公司对公司的资金划拨。

2015~2017 年，公司非流动负债年均复合增长 50.10%，呈逐年增长态势，主要系长期借款和应付债券的共同影响所致。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 141.05 亿元，较年初增长 68.91%，主要系长期借款、应付债券和其他非流动负债增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占比 54.09%）、应付债券（占 35.51%）和其他非流动负债（占 7.72%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款年均复合增长率为 23.20%，呈波动增长态势。截至 2016 年底，公司长期借款较年初下降 15.01%，主要系公司偿还长期借款所致；截至 2017 年底，公司长期借款 76.29 亿元，较年初增长 78.60%，主要系新增抵押借款所致。其中，到期日在 1~2 年的占 64.12%，2~3 年的占 22.22%，3 年以上的占 13.66%，2019 年公司长期借款将面临一定集中偿付压力。公司长期借款均为由于项目建设需要形成的抵押和保证借款。

2015~2017 年，公司应付债券年均复合增长率为 124.55%，呈持续增长态势。截至 2017 年底，公司应付债券余额 50.09 亿元（其中本金 48.30 亿元），较年初增长 31.68%，主要系公司新增 11.30 亿元的公司债券所致。截至 2017 年底，公司应付债券 50.09 亿元。若投资者行使回售权，公司应付债券于 2018 年到期 36.30 亿元（占 72.47%），2019 年到期 12.00 亿元（占 23.96%）。截至 2018 年 4 月底，“16 鑫业 01”、“17 鑫业 01”均实现零回售，以此时点起测算，公司应付债券于 2018 年到期 25 亿元（占 49.91%），2019 年到期 23.3 亿元（占 46.52%），公司仍会面临长期债务到期集中偿付压力。截至 2017 年底公司存续债券情况如下表所示。

表 14 截至 2017 年底公司存续债券情况（单位：亿元、%、年）

债券代码	发行日期	发行规模	票面利率	期限	到期时间
15 鑫苑 01	2015/12/28	10.00	7.50	3+2	2020/12/28
16 鑫苑 01	2016/1/27	7.00	7.47	3+2	2021/1/27
16 鑫苑 02	2016/3/14	5.00	7.09	3+2	2021/3/14
16 鑫业 01	2016/8/15	15.00	8.20	1+1+1	2019/8/15
17 鑫业 01	2017/4/7	11.30	8.20	1+1+1	2020/4/7
合计	--	48.30	--	--	--

资料来源：Wind 资讯

注：截至 2018 年 4 月，“16 鑫业 01”、“17 鑫业 01”均实现零回售。

2015~2016 年，公司无其他非流动负债。2017 年，公司其他非流动负债为 10.89 亿元，由芜湖鹏华拾号委托贷款 10.01 亿元（占 91.96%）和平安信托贷款 0.88 亿元（占 8.04%）构成。

有息债务方面，由于经营规模的扩大以及在建项目的持续投入增加，2015~2017 年，公司有

息债务分别为 73.74 亿元、99.26 亿元和 160.88 亿元，年均复合增长率为 47.71%，呈逐年增长态势；截至 2017 年底，公司有息债务中的长期债务占比 85.99%，短期债务占比 14.01%。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 77.19%、77.17%和 84.08%；全部债务资本化比率分别为 53.22%、58.05%和 66.55%；长期债务资本化比率分别为 48.15%、50.07%和 63.11%，债务负担有所加重，并处于较高水平。

总体看，随着公司销售的增长和项目投入的增长，公司负债规模持续增长，负债结构以流动负债为主；债务规模增长较快，债务结构以长期债务为主，债务负担较重，考虑到公司短期债务、长期借款和应付债券的共同影响，2018~2019 年公司将面临一定的债务集中偿付压力。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益年均复合增长率为 11.70%，逐年增长。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 80.87 亿元，较年初增长 12.74%，主要系未分配利润增长所致。其中归属于母公司所有者权益占比 95.66%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 29.17%，未分配利润占 62.68%。

总体看，随着利润的累积，公司所有者权益持续增长；所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司分别实现营业收入 69.16 亿元、117.42 亿元和 93.58 亿元，年均复合增长率为 16.32%，呈波动增长态势，主要系公司竣工结转节奏波动影响所致；同期，公司分别实现净利润 6.21 亿元、5.85 亿元和 5.93 亿元，年均复合下降 2.27%，与营业收入变动趋势不一致主要系 2016 年公司所得税费用较高所致。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用总额分别为 8.57 亿元、9.53 亿元和 12.11 亿元，年均复合增长率为 18.86%，呈逐年增长态势，主要系公司业务和债务规模扩大带动管理费用、销售费用和财务费用均增长所致；2017 年，公司期间费用中销售费用为 4.38 亿元、管理费用为 7.11 亿元、财务费用为 0.61 亿元。2015~2017 年，公司销售费用年均复合增长率为 11.70%，主要系公司销售规模扩大所致；管理费用年均复合增长率为 26.05%，主要系随着公司经营规模的扩大，相应的职工薪酬、办公类费用等增加所致；财务费用分别为 0.58 亿元、-0.08 亿元和 0.61 亿元，2016 年由正转负主要系当年利息收入规模较大所致；2017 年由负转正主要系当年利息支出规模扩大所致。

2015~2017 年，公司资产减值损失主要为坏账损失，三年分别为-0.05 亿元、2.47 亿元和-0.18 亿元，对营业利润有一定影响但不具持续性；公司公允价值变动收益主要为按公允价值计量的投资性房地产评估增值，三年分别为 0.19 亿元、1.56 亿元和 2.63 亿元，对公司营业利润有一定影响；公司投资收益分别为 1.03 亿元（主要是委托贷款收益）、0.14 亿元（主要是出售金融资产取得收益）和 0.37 亿元（主要是出售金融资产取得收益），对营业利润影响不大；公司营业外收入对利润总额的影响较小。

从各项盈利指标看，2015~2017 年，公司营业利润率波动下降，分别为 22.96%、17.66%和 18.37%，2016 年有所下降主要系销售毛利率下降所致；公司总资本收益率分别为 5.60%、5.56%和 5.14%，总资产报酬率分别为 3.66%、4.47%和 3.18%，2017 年公司总资本收益率和总资产报酬率下降主要系公司债务与资产规模扩大所致；净资产收益率分别为 10.07%、8.56%和 7.77%，持续下降主要系所有者权益逐年增长所致。与同行业上市公司相比，公司销售毛利率和净资产收益率处于一般

水平，总资产报酬率均处于较低水平（见下表）。

表15 公司与房地产开发类上市公司2017年盈利指标对比（单位：%）

公司简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
北辰实业	32.88	9.40	3.18
深振业 A	29.71	15.24	8.15
世茂股份	44.91	10.71	6.27
深深房 A	28.38	6.76	6.03
鸿坤伟业	35.87	6.69	3.20
鑫苑中国	23.50	9.19	2.18

资料来源：Wind资讯

总体看，公司营业收入波动增长，净利润维持一定水平，公允价值变动收益对营业利润有一定的影响；公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入分别为 102.06 亿元、194.52 亿元和 274.13 亿元，年均复合增长率为 63.89%，主要系公司预售项目增加，获得签约销售金额增加，以及海外母公司通过资金池划转资金、收回拍地保证金从而收到其他与经营活动有关的现金增加所致；经营活动现金流出分别为 90.34 亿元、206.72 亿元和 236.64 亿元，年均复合增长率为 61.85%，主要系公司购买土地、在建项目较多，经营支出增加以及拍地保证金支出增加，使支付其他与经营活动有关的现金增加所致。受上述因素的影响，2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 11.71 亿元、-12.21 亿元和 37.48 亿元，2017 年由负转正。

从投资活动情况来看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入分别为 3.57 亿元、2.24 亿元和 10.62 亿元，年均复合增长率为 72.39%，呈现波动增长态势，2017 年，公司投资活动现金流入较上年增长 3.74 倍，主要系收回委托贷款规模增加所致。投资活动现金流出分别为 6.12 亿元、2.48 亿元和 29.62 亿元，年均复合增长率为 120.01%，2017 年，公司投资活动现金流出较上年增长 10.95 倍，主要系公司投资支付现金以及取得子公司及其他营业单位支付的现金增长所致。受上述因素的影响，2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-2.55 亿元、-0.24 亿元和-19.00 亿元，呈现持续净流出状态。

从筹资活动情况看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 55.10 亿元、94.63 亿元和 100.99 亿元，年均复合增长率为 35.38%，2016 年筹资活动现金流入增长主要系公司发行债券和取得借款收到的现金增加所致，2017 年筹资活动现金流入增长主要系公司取得借款收到的现金增加所致；公司筹资活动现金流出分别为 49.85 亿元、76.02 亿元和 70.48 亿元，年均复合增长率为 18.90%，呈波动增长态势，主要系公司偿还债务波动所致。2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 5.25 亿元、18.61 亿元和 30.51 亿元，呈现持续净流入状态。

总体看，公司经营现金流波动较大；伴随公司持续开发项目，公司对外投资规模增加，公司仍面临一定的资金支出压力，有一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 1.69 倍、1.85 倍和 1.67 倍，呈波动下降态势，2016 年流动比率上升主要系公司货币资金和其他应收款增长导致流动资产增长所致，2017 年流动比率下降主要系公司预收款项规模和其他应付款增加所致。2015~2017 年，公司

速动比率分别为 0.49 倍、0.75 倍和 0.62 倍，呈波动增长态势，其中，2016 年上升主要系货币资金和其他应收款增长导致速动资产增长所致，2017 年有所下滑主要系公司预收款项规模和其他应付款增加导致流动负债增长所致。2015~2017 年，公司现金短期债务比分别为 3.39 倍、1.99 倍和 4.97 倍，2016 年该指标下滑主要系短期债务增加所致，2017 年该指标提升主要系现金类资产增加所致，公司现金对短期债务的覆盖程度较高。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 10.56 亿元、14.12 亿元和 14.24 亿元。2017 年公司 EBITDA 构成中，折旧占 5.89%、摊销占 2.22%、计入财务费用的利息支出占 32.79%、利润总额占比 59.10%，公司 EBITDA 以利润总额和计入财务费用的利息支出为主。2015~2017 年，EBITDA 利息倍数分别为 1.52 倍、1.44 倍和 1.07 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度较低。2015~2017 年，EBITDA 全部债务比分别为 0.14 倍、0.14 倍和 0.09 倍。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2018 年 3 月底，公司有一笔未决诉讼，涉诉金额 9,500 万元，公司作为收购纠纷的被告对方诉讼理由为“显失公平”，目前案件尚在审理中。截至 2018 年 3 月底，公司向广州黄龙信息科技有限公司提供保证担保 6.90 亿元，目前被担保企业 2017 年净利润为亏损，广州黄龙信息科技有限公司为公司子公司的关联企业，公司间接持有该公司股份，但未达到合并报表要求。整体来看，公司存在一定或有负债风险。

截至 2017 年底，公司获得银行综合授信 305.84 亿元，其中未使用额度为 110.56 亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据公司提供的人民银行征信报告（机构代码：G1041010500845630Q），截至 2018 年 4 月 16 日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，短期偿债能力尚可，长期偿债能力较弱，存在一定或有负债风险。考虑公司现金类资产规模较大，随着公司在售项目达到结转条件，公司收入水平有望提升，整体偿债能力很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年底，公司全部债务总额为 160.88 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 10 亿元，占目前公司全部债务的 6.22%，公司债务负担有所加重。

以 2017 年底财务数据为基础，若募集资金总额为 10.00 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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为 84.39%、67.88%和 64.72%，较发债前分别提高 0.31 个百分点、1.33 个百分点和 1.61 个百分点，债务负担有所加重。考虑到公司本次债券的筹集资金将用于偿还存续公司债券，因此公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率可能低于上述值。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 14.24 亿元，为本次债券发行额度的 1.42 倍，EBITDA 对本次债券额度的覆盖程度尚可。2017 年公司经营活动产生的现金流入量为 274.13 亿元，为本次债券发行额度的 27.41 倍，对本次债券覆盖程度高。

综合以上分析，考虑到公司作为鑫苑控股中国境内房地产开发业务的主要运营实体，在签约销售规模以及经营活动现金流等方面具有一定的优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

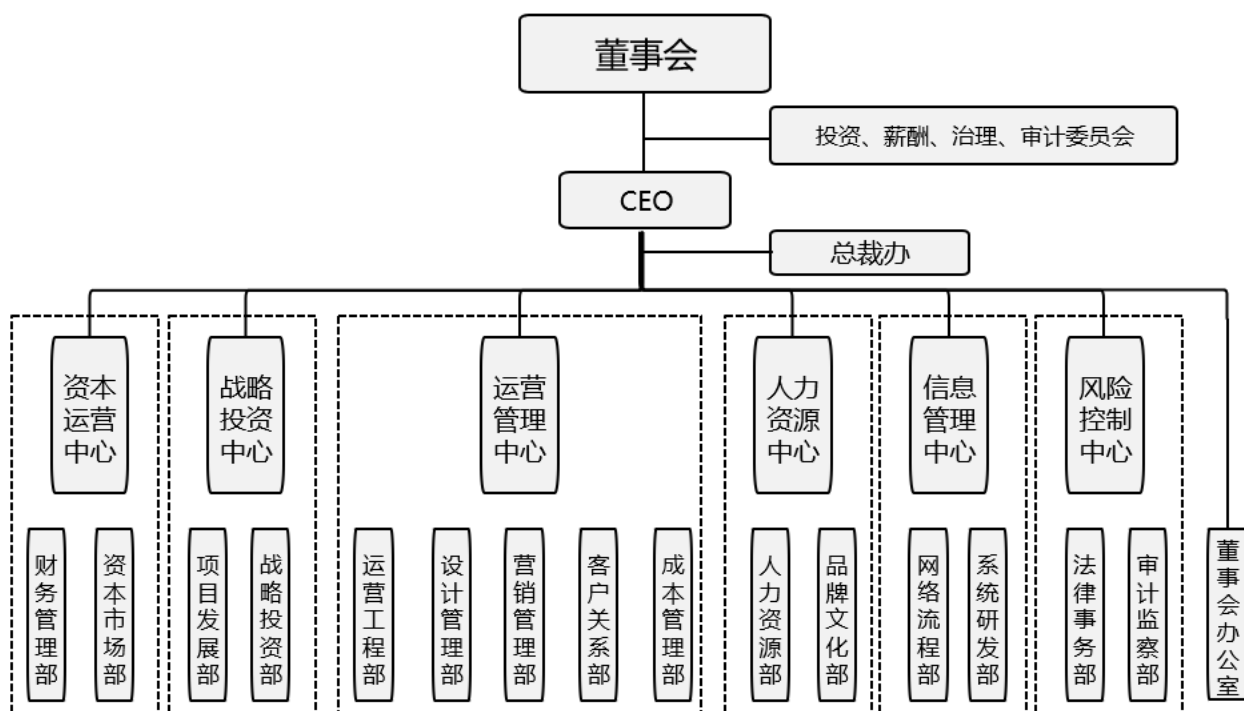
九、综合评价

公司作为鑫苑控股旗下核心企业，以鑫苑控股中国境内房地产开发业务板块为依托，签约销售金额、营业收入呈增长态势。同时，联合评级也关注到公司房地产项目地域较集中，负债水平较高，有息债务增长较快等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司房产销售的推进，公司经营规模和盈利水平有望得到提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

附件 1 鑫苑（中国）置业有限公司 组织结构图



附件 2 鑫苑（中国）置业有限公司

主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	284.09	314.27	508.09
所有者权益（亿元）	64.81	71.74	80.87
短期债务（亿元）	13.55	27.31	22.54
长期债务（亿元）	60.19	71.95	138.35
全部债务（亿元）	73.74	99.26	160.88
营业收入（亿元）	69.16	117.42	93.58
净利润（亿元）	6.21	5.85	5.93
EBITDA（亿元）	10.56	14.12	14.24
经营性净现金流（亿元）	11.71	-12.21	37.48
流动资产周转次数（次）	0.29	0.42	0.24
存货周转次数（次）	0.28	0.49	0.30
总资产周转次数（次）	0.27	0.39	0.23
总资产收益率（%）	5.60	5.56	5.14
总资产报酬率（%）	3.66	4.47	3.18
净资产收益率（%）	10.07	8.56	7.77
营业利润率（%）	22.96	17.66	18.37
费用收入比（%）	12.39	8.12	12.94
资产负债率（%）	77.19	77.17	84.08
全部债务资本化比率（%）	53.22	58.05	66.55
长期债务资本化比率（%）	48.15	50.07	63.11
EBITDA 利息倍数（倍）	1.52	1.44	1.07
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.14	0.09
流动比率（倍）	1.69	1.85	1.67
速动比率（倍）	0.49	0.75	0.62
现金短期债务比（倍）	3.39	1.99	4.97
经营现金流动负债比率（%）	7.48	-7.68	13.10
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.06	1.41	1.42

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。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。

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	
总资产收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

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

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 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 鑫苑（中国）置业有限公司 公开发行 2018 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（期）债券存续期内，在每年鑫苑（中国）置业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。

鑫苑（中国）置业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。鑫苑（中国）置业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鑫苑（中国）置业有限公司的相关状况，如发现鑫苑（中国）置业有限公司或本次（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。

如鑫苑（中国）置业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，可宣布信用等级暂时失效，直至鑫苑（中国）置业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鑫苑（中国）置业有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一八年六月四日