

跟踪评级公告

联合评字[2016]569 号

汕头花园集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对汕头花园集团有限公司主体长期信用状况和发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

汕头花园集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

汕头花园集团有限公司发行的“15 花园 01”和“15 花园 02”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 六月 七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 1201（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

汕头花园集团有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债券期限: 5 年

债项信用等级

债券简称	债券规模	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
15 花园 01	20 亿元	AA	AA	2015 年 8 月 4 日
15 花园 02	10 亿元	AA	AA	2015 年 12 月 14 日

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 7 日

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	279.85	339.32
所有者权益(亿元)	74.04	90.63
长期债务(亿元)	65.97	108.88
全部债务(亿元)	108.19	145.47
营业收入(亿元)	55.89	69.59
净利润(亿元)	11.56	14.74
EBITDA(亿元)	18.33	21.74
经营性净现金流(亿元)	-6.11	-17.50
营业利润率(%)	35.76	31.57
净资产收益率(%)	17.04	17.90
资产负债率(%)	73.54	73.29
全部债务资本化比率(%)	59.37	61.61
流动比率	1.20	1.52
EBITDA 全部债务比	0.17	0.15
EBITDA 利息倍数(倍)	2.36	2.66

注: 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。

评级观点

跟踪期内, 汕头花园集团有限公司(以下简称“公司”或“汕头花园”)经营情况良好, 销售收入和利润较快增长, 综合毛利率处于较高水平; 公司可售房源二、三线城市项目占比增加, 签约销售均价有所下降; 公司出租物业主要位于所在城市的核心区域, 物业贬值风险较小, 出租率较高; 公司在建项目较多, 在建面积较大, 能够保证公司未来销售的需要。同时, 联合评级也关注到公司未来对开发资金的需求规模较大、项目开发进度较为集中且资产负债率偏高对其信用水平产生的不利影响。

综上, 联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级, 评级展望维持“稳定”, 同时维持“15 花园 01”、“15 花园 02”的“AA”债项信用等级。

优势

1. 公司注重项目成本控制, 拿地成本相对较低; 2015 年, 公司拿地地区位于一线城市, 现有土地储备和在建项目能够满足未来一段时期内项目开发需要。

2. 2015 年, 公司经营情况良好, 销售收入和利润较快增长; 完成公司债券发行后, 公司债务结构有所优化。

3. 公司自持物业地理位置良好, 2015 年继续为公司贡献稳定的收益和较大规模租金流入。

关注

1. 公司可售房源二、三线城市项目占比增加, 签约销售均价有所下降。

2. 公司资产构成主要是开发成本和投资性房地产, 上述资产存在较多抵押情况, 资产流动性受限。

3. 公司未来对开发资金的需求规模较大、

开发较为集中且资产负债率偏高。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@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

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

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

分析师：



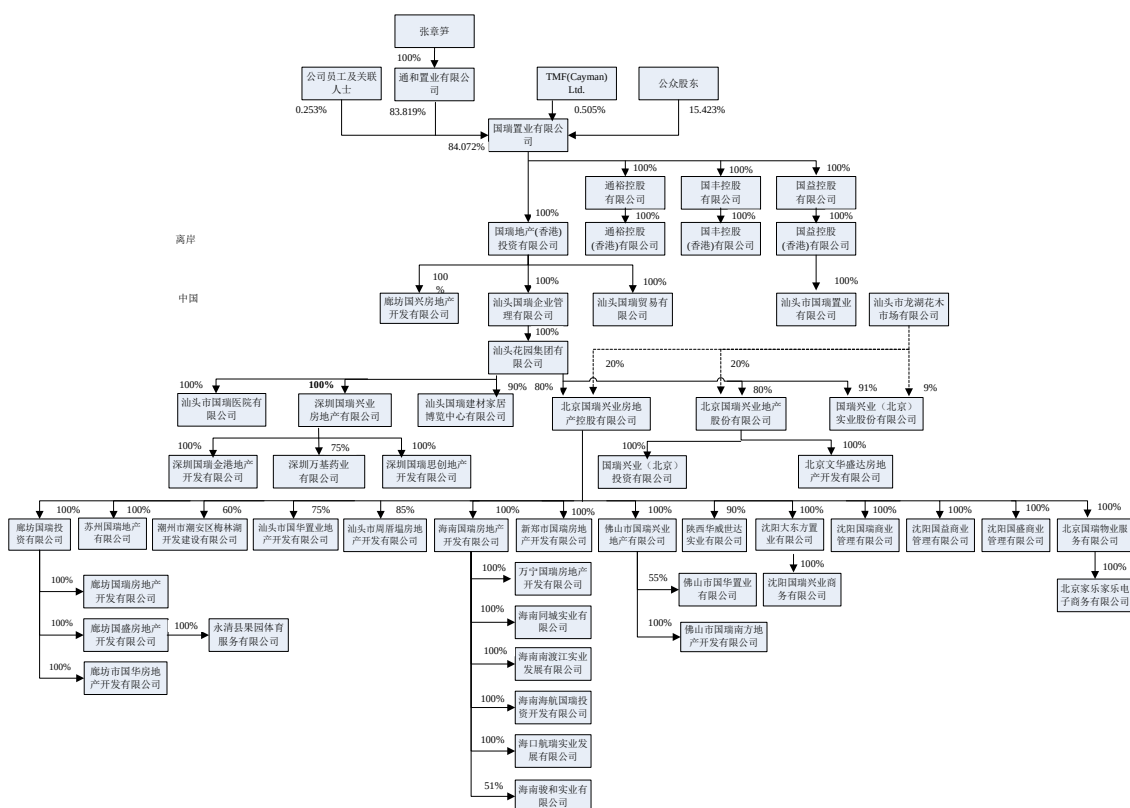
联合信用评级有限公司

一、主体概况

汕头花园集团有限公司（以下简称“汕头花园”或“公司”）原名汕头市三金企业总公司，系1994年4月1日在汕头市工商行政管理局注册成立的私营企业，注册及实收资本为人民币800.00万元，由两个自然人股东张章笋（持股75.00%）和张英悦（持股25.00%）出资构成。根据1998年7月15日汕头市三金企业总公司股东会决议，股东决定将汕头市三金企业总公司名称变更为汕头市三金有限公司。根据1999年5月10日汕头市三金有限公司股东会决议，股东决定将汕头市三金有限公司名称变更为汕头市花园有限公司。1999年6月10日，汕头市花园有限公司、汕头市花园酒店管理有限公司、汕头市金园区大和有限公司、汕头市龙湖花木市场有限公司、澄海迎宾馆有限公司签署了《组成企业集团协议书》，同意将汕头市花园有限公司改建为“汕头花园（集团）有限公司”，以汕头市花园有限公司为核心企业改建企业集团，开展经营活动。

后经多次变更经营范围、注册地址、股东和法定代表人,截至 2015 年底,公司注册资本 4,800.00 万元,控股股东为汕头国瑞企业管理有限公司,持股比例为 100.00%,公司实际控制人为张章笋先生。公司股权结构如下图所示:

图1 公司最新股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：房地产经营，建筑工程施工，销售：建筑材料、金属材料。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动。）

截至 2015 年底，公司本部下设运营与工程管理中心、招标采购中心、成本管理中心等 13 个职能部门（见附件 1），拥有直接或间接控股子公司 37 家。截至 2015 年底，公司在职员工 1,605 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 339.32 亿元，负债合计 248.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益）90.63 亿元，归属于母公司所有者权益合计 72.54 亿元；2015 年公司实现营业收入 69.59 亿元，净利润（含少数股东损益）14.74 亿元，归属于母公司所有者的净利润 11.78 亿元；2015 年公司经营活动现金流量净额为-17.50 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.85 亿元。

公司注册地址：汕头市衡山路 71 号；法人代表：张章笋。

二、债券发行情况及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2015]2360 号”批复核准，汕头花园集团有限公司（以下简称“公司”）获准向合格投资者公开发行面值不超过 30 亿元（含 30 亿元）的公司债券。本次债券名称为“汕头花园集团有限公司 2015 年公司债券”（以下简称“本次债券”），面向合格投资者公开发行，不向公司股东优先配售；本次债券发行规模为人民币 30 亿元，采取分期发行的方式。第一期发行规模为 20 亿元，于 2015 年 11 月 11 日发行完毕，期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；存续期前 3 年为固定利率 7.25%，采用单利按年计息，不计复利，第一期债券证券简称为“15 花园 01”，证券代码为“136028.SH”。第二期发行规模为 10 亿元，已于 2015 年 12 月 21 日发行完毕，期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；存续期前 3 年为固定利率 7.47%，采用单利按年计息，不计复利，第二期债券证券简称为“15 花园 02”，证券代码为“136114.SH”。

本次募集资金用于偿还金融机构借款，跟踪期内使用情况正常，除沈阳 4.5 亿借款未到期偿还外皆以偿还。

截至本报告出具日，“15 花园 01”、“15 花园 02”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

1. 行业概况

2015 年，我国经济增速放缓，存在一定下行压力，但政府持续实行适度宽松的货币政策，连续降准降息，同时降低二套房首付比例，构建相对宽松的金融信贷环境。全国住宅市场整体价格涨幅明显增加，同比增长 10%，但不同城市间及区域间住宅市场价格明显分化。一线城市房价涨幅继续扩大，二线城市涨幅有所收窄，去库存效果显现，而三四线城市楼市依然低迷，存量不减反增，去库存压力加大。

2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1%，增速较上年同期下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。房屋新开工面积 154,454 万平方米，比上年下降 14%。2015 年房地产行业波动较大，自 2014 年起房地产行业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。作为房地产市场景气度的前导指标，房地产开发投资增速的下降预示房地产开发商对未来房地产市场的谨慎态度和未来可售房源的下降。

2015 年，土地供应出现一定的下滑趋势。2015 年，全国 300 个城市共推出土地 31,686 宗，同比下降 14%；土地面积 113,235 万平方米，同比下降 18%；出让金总额为 21,793 亿元，同比下降 10%。土地需求减少，成交总量低位运行。2015 年，全国 300 个城市共成交土地 23,924 宗，同比下降 18%；成交面积 85,671 万平方米，同比下降 21%。土地溢价率方面，2015 年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，但土地供应量有所减少，土地市场溢价率相应有所好转，全国 300 个城市土地平均溢价率 16%，较去年同期上升 6 个百分点。但土地市场分化明显，一线城市呈现上升态

势，较同期上升2个百分点至27%；二线城市较上年同期上升10个百分点至17%；三四线城市较上年同期上升2个百分点至8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨19%至9,180元/平方米；二线城市同比上涨18%至1,565元/平方米；三四线城市同比上涨1%至751元/平方米。总体看，在去库存压力下，土地供求量均出现较大下滑；但城市分化比较明显，一、二线城市土地市场热度较高，三、四线城市土地市场相对较为疲软。

在开发资金来源状况上，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，房企银行间市场中中期票据发行开闸，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，大大降低发行债券门槛，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297亿元，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%。同时，房企通过发行公司债降低了融资成本，央企国企背景企业低成本公司债通道畅通，如中海地产发行的70亿元“15中海01”公司债，利率仅为3.4%，民营房企通过发行公司债，将融资成本控制在3%-7%之间，相较于过去信托渠道的融资方式成本也大大降低。2015年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道等特点，资金压力获得一定缓解。

在市场供需上，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，商品房销售面积12.85亿平方米，同比增长6.5%，增速比1-11月份回落0.9个百分点；商品房销售额87,281亿元，同比增长14.4%，增速回落1.2个百分点。其中，住宅销售额增长16.6%，办公楼销售额增长26.9%，商业营业用房销售额下降0.7%。

销售价格上，2015年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%。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。其中，以深圳市为首的一线城市住宅平均价格仍呈快速增长态势，截至2015年底，一线城市房价为32,891.25元/平方米，同比增长17.2%。总体看，2015年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，一线城市房价呈快速增长态势。

从行业集中上看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，房地产行业集中度进一步提升。2015年，房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为16.87%和22.82%，前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到11.31%和14.62%。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。

2. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力，在此背景下中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。

2015年上半年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于3月、8月和9月三次调整购房首付比例，

调整信贷政策,直接刺激需求。相应,地方政府除放松限购限贷、调整公积金外,也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度,以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外,在人口政策方面,全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策,从长期供求关系进行调整。

2015年11月,中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存,促进房地产持续健康发展,是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态,预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月份,政府即出台两项利好政策,包括降低非限购城市首付比例,最低可至20%;同时调整契税税率,降低购房成本等。

总体看,在我国房地产市场去库存的背景下,中央及地方相继出台了多重利好政策,使得房地产业政策环境有所好转。但行业在可预见的未来仍将受政策影响,体现出比较明显的行业波动。

3. 行业关注

商品房待售面积依然较高,企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据,2015年末,全国商品房待售面积71,853万平方米,比11月末增加2,217万平方米,总体待售面积仍然保持在较高水平,全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

行业资产负债率较高,需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制,导致房地产企业融资成本高企,2015年三季度,按Wind资讯整体法¹计算的房地产板块资产负债率为77.93%,较2014年底提高了3.18个百分点,房地产板块整体债务率较高。

市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓;而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升,甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时,大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显,中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化,房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升,将很难提升其利润率,获得超额利润。

4. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

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

地产金融化、资本化尝试催生大地产格局,地产金融属性加速释放

2015年,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。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

¹ Wind 行业内标的公司: (成分股*总负债)/(成分股*总资产)。

式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。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。

转变盈利模式，挖掘全产业链服务价值

伴随中国房地产正从新房开发交易为主的市场逐步向以存量房交易为主转变，行业增长也由外向增长逐渐演变为内生驱动。为提前应对行业变化带来的挑战，房企 2015 年转型服务商力度空前，结合互联网挖掘上下游产业链服务价值、拓展服务型产业为客户提供更为全面的服务，成为其谋求突破的新风口。房企积极转型服务商，围绕现有客户资源，升级物业服务体系、拓展客户延伸服务，打造全产业链增值服务模式。

兼并重组，房企高效盘活存量、优化资源配置，开启行业整合新时代

2015 年，房地产市场运行环境日趋宽松，但房地产行业拐点已悄然来临，有效供给的挖掘和消费需求升级为行业带来结构性发展机会，技术、产品、业态等各类创新为主的“结构性改革”成为未来发展的主旋律，为行业新的发展动力。在此背景下，房企以互联网、资本为重要切入点，开启收购、并购与整合之路进行资源整合，以较低成本盘活存量，为房企规模化扩张、进一步做大做强提供契机。一是推进内部重组，集中优势资源壮大核心业务。二是借道存量市场兼并收购以扩大业务版图。房企兼并完成后，对资源、财务和管理的高效整合也能够实现双方资源互补，最大化企业价值。

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，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演更重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、管理分析

2015 年，公司无重大管理变更事项。整体来看，公司高管团队基本稳定，相关管理制度延续以往模式。

五、经营分析

1. 经营概况

2015 年，公司主营业务收入仍以房地产开发业务收入为主，房地产开发业务收入较上年上涨 25.82%，占公司主营业务比重小幅提升，主营业务较为突出；土地一级开发收入较上年下降 18.36%，占公司主营业务比重小幅下降，主要系公司一级开发项目均需一定的拆迁周期所致；房屋出租业务较上年上涨 4.87%，占公司主营业务比重小幅下降。2015 年，公司实现营业收入 69.59 亿元，较上年增加 24.51%，主要系公司在售楼盘的开发和销售渐次推进，前期预售的开发产品已验收交房，由预售结转至收入所致；公司实现净利润 14.74 亿元，较上年增加 27.45%，基本与营业收入增幅保持一致。

表 1 2014 年~2015 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	507,353.00	90.77	48.20	638,361.90	91.73	43.74
土地一级开发	18,332.48	3.28	4.76	14,965.96	2.15	4.76
房产出租	28,349.64	5.07	91.89	29,729.45	4.27	86.22
物业管理	4,760.92	0.85	-0.04	6,594.17	0.95	8.54
其他	142.73	0.03	97.66	6,296.50	0.90	83.11
合计	558,938.76	100.00	48.59	695,947.99	100.00	44.74

资料来源：公司年报，联合评级整理。

从毛利率变化情况来看，公司毛利率较上年下降 3.85 个百分点至 44.74%，主要是人工成本波动及二、三线城市项目均价相对较低所致。其中，房地产开发毛利率较上年下降 4.46 个百分点，土地一级开发毛利率保持不变，房屋出租毛利率下降 5.67 个百分点，主要受当地租金影响。

整体看，公司 2015 年经营情况良好，销售收入较快增长，毛利率有所下降，但综合利润率仍处于较高水平。

2. 业务运营

项目储备情况

从土地储备的具体情况来看，截至 2015 年底，公司土地储备合计 617.5 万平方米，其中海口、沈阳、佛山、北京和廊坊占比最高，分别为 23.0%、19.6%、14.2%、13.8%和 12.4%。公司平均土地收购成本较低，截至 2015 年底，公司土地收购成本平均为 2,442.5 元/平方米。

2015 年，公司共获取了 3 块土地，分别位于深圳和北京市，土地面积合计约 18.77 万平方米，收购土地的楼面地价约为 7,990.40 元/平方米，土地购买成本相对一线城市房产销售均价位于较低水平。

表 2 2015 年公司土地获取情况（单位：平方米、人民币元/平方米）

获取时间	土地位置	建筑面积	用途	土地价格
2015-6	深圳南山区科技中二路 39 号	175,000.00	多用途综合体	4,000.00
2015-11	北京市昌平区北七家镇	284,118.00	住宅/商业	9,150.20
2015-11	北京市昌平区北七家镇	208,041.00	住宅/商业	9,763.30

资料来源：公司提供

总体看，公司注重项目成本控制，拿地成本较低；现有土地储备能够满足未来一段时期内项目开发需要，公司土地储备充足。

项目建设情况

2015 年公司新开工面积为 70.59 万平方米，较上年下降 66.05%，下降速度较快；竣工面积为 93.00 万平方米，较去年上升 57.09%，上升较多，主要系 2014 年新增的土地储备集中开工所致。截至 2015 年底，公司在建面积达到 150.00 万平方米，较上年下降 27.88%，土地储备仍属充足，具体情况如下表所示。

表 3 2015 年公司项目开发情况

项目	2014 年	2015 年
当期新开工面积（万平方米）	207.90	70.59
当期新开工项目数量（个）	8	4

期末在建面积（万平方米）	208	150
期末在建项目数量（个）	8	9
当期竣工面积（万平方米）	59.20	93.00

资料来源：公司提供

从公司房地产在建项目情况来看，公司截至 2015 年底共计 9 个在建地产项目，计划总投资额 243.00 亿元，已投资 149.81 亿元，尚需投资 93.19 亿元，公司未来对开发资金的需求规模较大，具体情况见下表。

表 4 公司 2015 年底在建项目投资情况 单位：亿元

序号	项目	计划总投资额	已完成投资额	尚需投资额
1	北京哈德门中心	45.73	35.00	10.73
2	海阔天空国瑞城	44.48	28.06	16.42
3	海口西海岸	3.07	1.49	1.59
4	江畔花园	4.22	3.34	0.88
5	永清国瑞城	31.68	14.35	17.33
6	新郑国瑞城	22.72	19.47	3.24
7	沈阳国瑞城	40.97	25.62	15.35
8	佛山国华新都	28.00	12.51	15.49
9	佛山南堤湾	22.13	9.97	12.16
	合计	243.00	149.81	93.19

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目较多，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要，但对开发资金的需求规模较大，资金压力较大。

项目销售情况

公司 2015 年实现签约销售面积 59.23 万平方米，较 2014 年增加 24.25%，主要是房屋销售二、三线城市面积占比增加所致；实现签约销售金额 61.36 亿元，较上年下降 1.13%，销售金额增幅低于销售面积增幅。从签约销售价格上看，公司项目二、三线城市项目占比增加，签约销售均价有所下降。

表 5 公司 2014~2015 年销售概况

项目	2014 年	2015 年
达预售项目（累计数、个）	9	11
签约销售面积（万平方米）	47.67	59.23
签约销售金额（亿元）	62.06	61.36
签约销售均价（元/平方米）	13,017.50	10,356.00
结转收入面积（万平方米）	43.70	59.43
结转收入（亿元）	50.74	63.84

资料来源：公司提供

从销售的区域看，公司重点销售的区域为北京、海南、郑州、沈阳，与公司土地储备重点区域一致，分别占比 26.43%、26.47%、19.01%和 19.51%。

表 6 2014~2015年公司分地区营业收入情况（单位：亿元）

2014 年		2015 年	
地区	金额	地区	金额
北京	18.21	北京	18.39
海南	13.37	海南	18.42
万宁	1.59	万宁	3.54
郑州	12.07	郑州	13.23
沈阳	2.53	沈阳	13.58
廊坊	7.66	廊坊	2.02
汕头	0.48	汕头	0.4
合计	55.89	合计	69.59

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月 31 日，公司主要项目待售面积 79 万平方米，销售前景较好。

总体看，公司销售收入主要分布在二三线城市，规模适当，销售前景较好；公司销售组织有序、管理得当、执行情况良好。

自持物业情况

截至 2015 年底，公司自持物业情况比较稳定，产生租金收入的物业主要包括北京国瑞城、北京富贵园、汕头国瑞城。2015 年，北京国瑞城和北京富贵园的租金水平分别为 7.14 元/平/天和 4.04 元/平/天，收入分别为 23,728.20 万元和 3,727.11 万元，分别占自持物业总收入的 79.81%和 12.54%，上述物业的租金水平处于当地中上水平，租金整体上涨主要受各地宏观环境影响，但较 2014 年相比较为稳定。2015 年公司投资性房地产价值增加较大，

表 7 2014~2015 年公司自持物业收入及租金情况

项目名称	租金及收入	2014 年	2015 年
北京国瑞城	平均租金水平（元/平/天）	5.37	7.14
	物业收入（万元）	22,269.84	23,728.20
北京富贵园	平均租金水平（元/平/天）	5.13	4.04
	物业收入（万元）	3,471.35	3,727.11
汕头国瑞城	平均租金水平（元/平/天）	1.35	1.18
	物业收入（万元）	2,608.45	2,274.14
合计	平均租金水平（元/平/天）	--	4.81
	物业收入（万元）	28,349.64	29,729.45

资料来源：公司提供

总体看，公司租金收入稳定，为公司的收入提供了补充。

3. 经营关注

经济周期和行业政策变动风险

房地产行业受经济周期和行业政策影响较大，同时房地产项目开发周期较长，涉及政府审批环节较多，存在一定的行业波动性和政策管理风险。

存货去化风险及跌价风险

截至 2015 年底，公司合并口径的存货金额为 118.03 亿元，占总资产的比重达 34.78%，主要为开发成本和开发产品等。虽然目前全国房地产市场有所回暖，但假若经济下行，未来房地产价

格仍有进一步下跌的可能性。公司存货减值或销售不畅可能对公司的经营和财务状况造成较大的不利影响。

4. 未来发展

公司未来发展主要围绕外部发展和内部优化两个方面展开。

从外部发展方面来看，公司未来将专注于环渤海和珠江三角市场，并积极研究其他高增长低风险的潜力市场，具体包括：继续拓展北京及其周边市场，包括祈年大街西一级土地开发项目及廊坊的永清国瑞城项目；立足于佛山及汕头市场，计划实行以深圳和广州为中心的珠江三角洲扩张计划；继续开发高端住宅项目和多用途综合体项目。同时，公司将在中国一线及二线省会城市的中央商业区开发甲级写字楼，具体包括：继续建设北京国瑞中心和沈阳国瑞城甲级写字楼项目并兴建西安国瑞金融中心，总建筑面积分别为 14 万、47 万和 29 万平方米。

从内部优化来看，公司未来将持续优化供出售物业与投资性物业配置，进一步提升知名度，具体包括：通过选择性地长期持有优质商业物业获得稳定租金收入；战略性地增加投资性物业所占总收入的比例；定期开展业主满意度调研，并根据客户反馈意见提高产品和服务质量，提升品牌知名度；利用强势的品牌推广及与大型机构客户之间的良好关系，增加住宅物业的批发销售及整栋写字楼的销售。同时，公司将持续提升运营效率，采取多种措施吸引、保留并激励人才。

总体看，公司未来发展规划明确，公司将稳健经营现有房地产开发业务，随着公司在建住宅项目实现销售，公司整体盈利能力有望增强。

六、财务分析

公司 2015 年度合并财务报表已经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留审计意见，公司经审计的财务报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及 2014 年最新会计准则修订指引编制。2015 年，廊坊国兴房地产开发有限公司和汕头国瑞房地产开发有限公司不再纳入合并范围；公司于 2015 年 5 月 30 日以现金人民币 5 亿元和一笔转让债权人民币 2 亿元作为对价收购深圳市雅海科技有限公司及其一致行动人持有的子公司深圳万基药业有限公司 87.5% 的股权。公司 2015 年财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 339.32 亿元，负债合计 248.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益）90.63 亿元，归属于母公司所有者权益合计 72.54 亿元；2015 年公司实现营业收入 69.59 亿元，净利润（含少数股东损益）14.74 亿元，归属于母公司所有者的净利润 11.78 亿元；2015 年公司经营活动现金流量净额为-17.50 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.85 亿元。

1. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额 339.32 亿元，较年初增长 21.25%，主要是流动资产增加较快所致。从资产构成上看，公司的资产仍以流动资产为主，流动资产合计占 54.00%，非流动资产合计占 46.00%，公司资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业特征。

截至 2015 年底，公司流动资产总额为 183.23 亿元，主要由货币资金（占比 11.05%）、预付款项（占比 16.33%）和存货（占比 64.42%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金规模 20.24 亿元，较年初增长 233.62%，主要是年内发行债券募资资金到账以及销售回款较多所致。截至 2015 年底，公司货币资金主要以银行存款（占比 94.56%）和其他货币资金（占比 5.24%）为主，其中其他货币资金全部为受限资金，即客户按揭

贷款保证金及预售监管资金，公司货币资金受限比例较低。

截至 2015 年底，公司存货余额 118.03 亿元，较上年末减少 11.98%，主要是开发成本减少所致。公司存货构成主要为开发成本和开发产品，2015 年底两者占比分别为 76.96%和 23.04%。公司存货以开发成本居多。由于近几年房地产开发项目主要分布在北京、海南等地区，发生减值的风险较小，故公司未对存货计提跌价准备。存货中已作债务抵押的存货为 44.50 亿元，占比 37.70%，受限规模较高。

截至 2015 年底，公司预付款项 29.93 亿元，较年初增长 2,283.55%，主要是预付工程款随着在建项目的投入而增长。

截至2015年底，公司非流动资产156.09亿元，较年初增加17.69%，主要由投资性房地产（占比96.52%）构成。

公司投资性房地产主要包括对合营项目公司的投资，属自持物业。截至 2015 年底，公司投资性房地产 150.66 亿元，较年初增长 17.50%，增长主要由于公允价值变动及收购所致，其中用于抵押的投资性房地产 136.28 亿元，占比 90.46%，受限比例高。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主。公司资产主要是开发成本和投资性房地产，且资产受限比率较高，资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

负债

截至2015年底，公司负债合计248.70亿元，较年初增长20.84%，其中流动负债占比48.57%，非流动负债占比51.43%，负债结构以非流动负债为主。

公司2015年底流动负债规模较年初减少1.51%，主要是短期借款和应付账款的减少。截至2015年底，公司流动负债总额为120.78亿元，主要由应付账款（占比25.38%）、预收款项（占比13.11%）、应交税费（占比13.43%）、其他应付款（17.02%）和一年内到期的非流动负债（占比29.98%）组成。

截至2015年底，公司应付账款金额为30.66亿元，较年初下降17.77%，主要是新开工面积下降所致。应付账款中1年以内的占比92%，1~2年的占比7%，2~3年的占比1%。

公司预收款项主要是预售房款，截至 2015 年底，公司预收款项余额 15.83 亿元，较上年末下降 10.13%，主要系销售回款和竣工结算所致。

截至 2015 年底，公司其他应付款 20.56 亿元，较上年末增长 64.79%，主要系与关联方的往来款增加所致。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债余额36.21亿元，较上年末增加23.76%，主要系长期借款将要到期偿还所致。

截至2015年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比61.85%）和应付债券（占比23.27%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款余额较上年末增加 19.91%。截至 2015 年底，公司的长期借款全部为抵押形式从银行取得的借款，公司长期借款到期日均匀，不存在集中兑付情况。

截至 2015 年底，公司新增应付债券 29.77 亿元，主要系公司于 2015 年 11 月 11 日、2015 年 12 月 21 日发行“15 花园 01”、“15 花园 02”公司债所致。

截至 2015 年底，公司全部债务为 145.47 亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为 25.15%和 74.85%，以长期债务为主。截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务

资本化率分别为 73.29%、61.61%和 54.57%，均较 2014 年底呈现上升的态势，有息债务较高，债务负担较重。

总体看，随着公司业务规模的扩大，公司负债规模快速增长，流动负债占比快速增长，债务结构有待完善；公司整体负债水平较高，有息债务规模较大。

所有者权益

2015 年，公司所有者权益规模快速增长，较 2014 年年初增长 22.41%，主要是 2015 年营业收入大幅增长使得未分配利润增加较多所致。截至 2015 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 72.54 亿元，占比 80.04%；少数股东权益为 18.08 亿元，占比 19.96%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 0.66%，资本公积占 2.86%，未分配利润占比 79.51%，盈余公积占 9.09%。

总体看，公司所有者权益结构变动以未分配利润和盈余公积为主。

3. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 69.59 亿元，较上年增长 24.51%，主要系公司前期预售确认结转收入所致；2015 年，公司营业成本为 38.46 亿元，较上年增长 33.85%，与营业收入变动趋势保持一致。2015 年，公司净利润为 14.74 亿元，较上年增长 27.45%，与公司营业收入变动趋势保持一致。

近两年，公司费用收入比分别为 12.24% 和 9.83%，公司费用控制能力整体较高，主要是财务费用下降所致。2015 年，公司管理费用、销售费用和财务费用分别占比 44.75%、34.78% 和 20.46%，其中管理费用较上年提升 15.51%，主要是员工工资增加所致；销售费用较上年提升 30.40%，主要是销售人员工资增加所致、财务费用较上年下降 40.90%，主要是 2015 年利息资本化较大所致。

近两年，公司公允价值变动损益分别为 2.71 亿元和 5.12 亿元，为以公允价值计量的投资性房地产价值变动。公允价值变动损益在营业利润中占比分别为 17.16% 和 25.23%。

2015 年，公司总资本收益率和总资产报酬率分别为 7.71% 和 6.94%，较上年有所下降；净资产收益率为 17.90%，较上年均有所上升。营业利润率为 31.57%，较上年有所下降。

总体看，跟踪期内，公司经营情况良好，收入规模和盈利能力均有所提升，盈利指标良好，公允价值变动损益在营业利润中占比较大。

4. 现金流

受公司销售规模和建设投入增加的影响，2015 年公司经营性现金流入和流出分别为 67.32 亿元和 84.81 亿元，较 2014 年分别增加 22.08% 和 38.47%。2015 年公司经营性现金净流量为 -17.50 亿元，较 2014 年多流出 11.39 亿元，主要系 2015 年在建项目增加，人工、建材成本以及土地成本的持续上升所致。

投资活动方面，从投资活动情况来看，2014~2015 年公司投资活动现金流入分别为 5.79 亿元和 10.72 亿元，主要系向关联方收回的现金和取得投资收益收到的现金增加；同期，公司投资活动现金流出分别为 25.29 亿元和 17.14 亿元，主要系 2014 年公司对外股权投资增加所致。公司投资活动产生的现金流净额分别为 -19.50 亿元和 -6.42 亿元。

筹资活动方面，公司主要通过筹资活动满足资金需求，包括股东投入、银行借款和债券。2014~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 22.52 亿元和 37.77 亿元，2015 年发行债券较为集中导致筹资活动整体净流入增加。

总体看，2015 年，公司经营活动现金流持续净流出，与公司开发进度紧密相关，未来可能流出规模继续扩大；公司存在一定规模的对外融资需求。

5. 偿债能力

截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.52 倍和 0.54 倍，流动比率和速动比率均有所上升，处于一般水平。2015 年，公司现金短期债务比 0.57 倍，但考虑到公司流动负债中预收款项占比较大，主要为预收购房款，实际无需偿付。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，2015 年，公司 EBITDA 为 21.74 亿元，较 2014 年增长，其中 2015 年公司 EBITDA 由折旧（占比 0.59%）、摊销（占比 1.04%）、计入财务费用的利息支出（占比 6.44%）和利润总额（占比 92.39%）构成；EBITDA 全部债务比由上年 0.17 倍下降至 0.15 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度待提升。EBITDA 利息倍数由上年 2.36 增至 2.66 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度处于较高水平。公司长期偿债能力一般。

截至 2015 年底，公司为关联方提供的担保借款余额为 72,821.63 万元（具体信息见下表），占净资产比例为 8.03%。公司对外担保的公司经营情况稳定，代偿风险不大。

表 8 截至 2015 年底公司对外担保情况

担保单位	被担保单位	贷款金融机构	担保借款余额	借款到期日
汕头花园集团有限公司	汕头国瑞	中国银行股份有限公司汕头分行	40,000.00	2020-01-06
北京国瑞兴业地产控股有限公司、廊坊国瑞房地产开发有限公司	廊坊国兴	平安银行股份有限公司石家庄分行	19,000.00	2018-10-11
北京国瑞兴业地产股份有限公司	国瑞置业	中国农业银行香港分行	13,821.63	2017-07-18

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司无重大诉讼情况。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（报告号：NO.B201604290131917883），截至 2016 年 4 月 29 日，公司历史上无违约情况，信用状况良好。

总体看，公司资产负债率处于较高水平，有息债务负担较重；公司盈利能力尚可，未来收入较有保证，公司整体偿债能力一般。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 20.94 亿元，约为“15 花园 01”、“15 花园 02”本金合计（30 亿元）的 0.70 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；净资产达 90.63 亿元，约为债券本金合计（30 亿元）的 3.02 倍。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 21.74 亿元，约为债券本金合计（30 亿元）的 0.72 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度一般。

从现金情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入为 67.32 亿元，约为债券本金合计（30 亿元）的 2.24 倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司具有多年的房地产开发经验，其间接控股股东为香港上市房地产企业，公司对“15 花园 01”、“15 花园 02”公司债的偿还能力较强。

八、综合评价

跟踪期内，公司经营情况良好，销售收入和利润较快增长，综合毛利率处于较高水平；公司

可售房源二、三线城市项目占比增加，签约销售均价有所下降。公司出租物业主要位于所在城市的核心区域，物业贬值风险较小，出租率较高。公司在建项目较多，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要。同时，联合评级也关注到公司未来对开发资金的需求规模较大、项目开发进度较为集中且有息负债规模较大对其信用水平产生的不利影响。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”，同时维持“15花园 01”、“15 花园 02”的“AA”债项信用等级。

附件1 汕头花园集团有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	279.85	339.32
所有者权益（亿元）	74.04	90.63
短期债务（亿元）	42.22	36.59
长期债务（亿元）	65.97	108.88
全部债务（亿元）	108.19	145.47
营业收入（亿元）	55.89	69.59
净利润（亿元）	11.56	14.74
EBITDA（亿元）	18.33	21.74
经营性净现金流（亿元）	-6.11	-17.50
应收账款周转次数(次)	26.64	19.18
存货周转次数（次）	0.22	0.31
总资产周转次数（次）	0.22	0.22
现金收入比率（%）	96.10	94.49
总资本收益率（%）	8.79	7.71
总资产报酬率（%）	7.18	6.94
净资产收益率（%）	17.04	17.90
营业利润率（%）	35.76	31.57
费用收入比（%）	12.24	9.83
资产负债率（%）	73.54	73.29
全部债务资本化比率（%）	59.37	61.61
长期债务资本化比率（%）	47.12	54.57
EBITDA 利息倍数（倍）	2.36	2.66
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.15
流动比率（倍）	1.20	1.52
速动比率（倍）	0.11	0.54
现金短期债务比（倍）	0.14	0.57
经营现金流动负债比率（%）	-4.98	-14.49

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本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 3 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。