跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]862 号

汕头花园集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“15 花园 01”和“15 花园 02”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公开发行的“15 花园 01”和“15 花园 02”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十三日

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

汕头花园集团有限公司
公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
15 花园 01	20 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2016 年 6 月 7 日
15 花园 02	10 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2016 年 6 月 7 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 23 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	339.32	431.12
所有者权益（亿元）	90.63	108.59
长期债务（亿元）	108.88	162.98
全部债务（亿元）	145.47	185.82
营业收入（亿元）	69.59	68.82
净利润（亿元）	14.74	17.08
EBITDA（亿元）	21.74	24.99
经营性净现金流（亿元）	-17.50	-37.18
营业利润率（%）	31.57	29.74
净资产收益率（%）	17.90	17.14
资产负债率（%）	73.29	74.81
全部债务资本化比率（%）	61.61	63.12
流动比率（倍）	1.52	1.79
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.13
EBITDA 利息倍数（倍）	2.66	2.27
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.72	0.83

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

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”）经营稳定，可售项目去化水平良好，公司签约销售面积大幅增长，土地储备充足、土地储备成本较低、区域分布较好，自持物业经营情况良好。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产调控再度趋严，公司在建及拟建项目面临较大的资金支出压力受限资产占比较高，营业利润对公允价值变动损益较为依赖，经营性现金流呈持续净流出态势，公司债务负担较重存在集中到期的状况等因素可能对公司信用状况产生的不利影响。

未来，随着公司地产项目持续销售以及在建项目陆续竣工，公司收入规模和盈利能力有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司主体长期信用级别为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“15 花园 01”和“15 花园 02”“AA”的债项信用等级。

优势

1．公司房地产项目销售情况较好，整体去化水平良好，2016年签约销售面积和签约销售金额均大幅增长。

2．公司土地储备充足，主要位于我国经济发达地区；土地储备成本整体较低。

3．公司自持物业规模较大，公允价值稳定增长，出租率保持在较高水平。

关注

1．房地产行业高速发展的阶段已经过去；同时房地产政策面临整体调整，调控政策再度趋紧。公司房地产开发项目，将受到房地产市场波动影响。

2．公司在建及拟建项目规模较大，未来面临较大的融资压力。

3．公司受限资产占比很高，资产质量有待提高；公司公允价值变动损益对营业利润贡献较大，盈利能力易受自持物业市场价格波动影响。

4．公司有息债务规模较大，债务负担较重，且存在集中到期状况。同时公司经营活动现金流持续净流出。

分析师

张兆新
电话：010-85172818
邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

李　聪
电话：010-85172818
邮箱：lic@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其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：

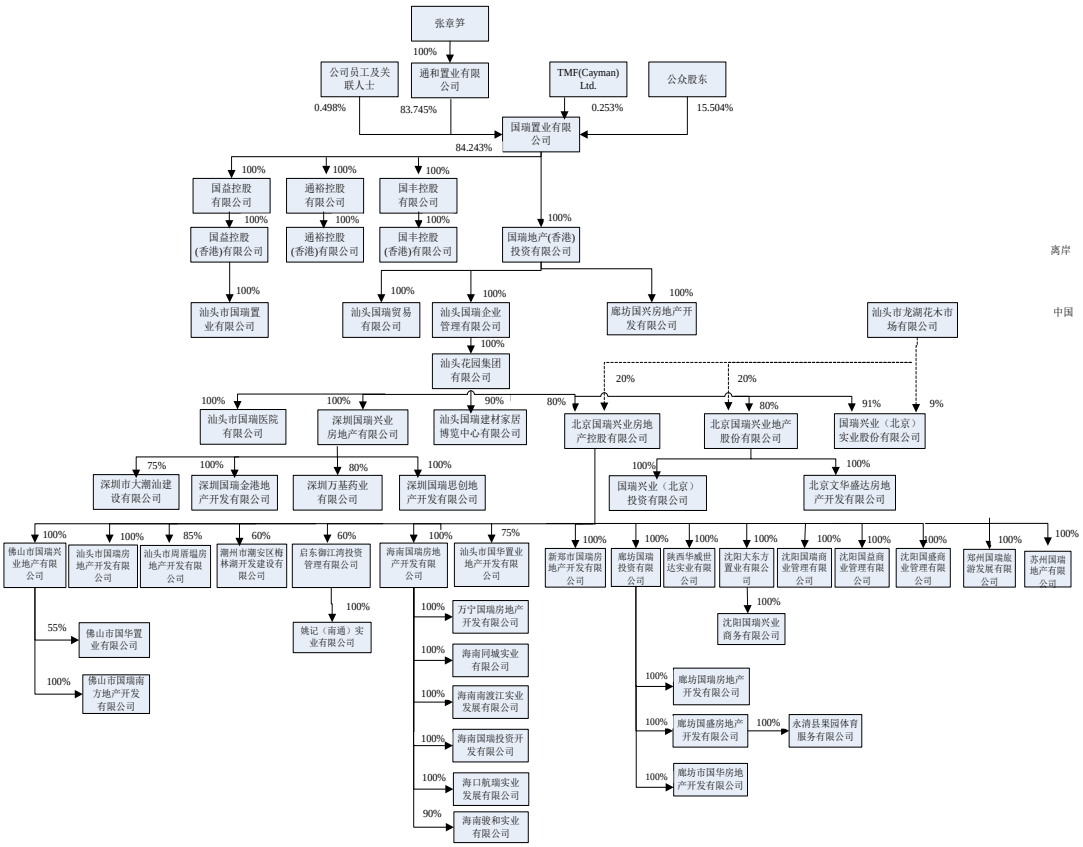
联合信用评级有限公司

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%）出资设立。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2016年底，公司注册资本为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%，实际控制人为张章笋先生，具体情况如下图所示：

图1　截至2016年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。截至2016年底，公司组织结构未发生变化，公司员工合计1,040人。

截至2016年底，公司合并资产总计431.12亿元，负债合计322.53亿元，股东权益（含少数股东权益）108.59亿元，其中归属于母公司的所有者权益为85.32亿元。2016年，公司实现营业收入68.82

亿元，净利润（含少数股东损益）17.08亿元，其中归属于母公司的净利润为13.08亿元；经营活动现金流量净额为-37.18亿元，现金及现金等价物增加额-9.61亿元。

公司注册地址：汕头市衡山路71号；法人代表：张章笋。

二、本次债券发行情况及募集资金用途

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2015]2360 号”批复核准，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 年末公司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 年末公司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”。

截至 2017 年 4 月 24 日，本次募集资金的使用与募集说明书的相关承诺、使用计划及其他约定一致。

2016 年 11 月 10 日，公司支付完毕“15 花园 01”2015 年 11 月 10 日至 2016 年 11 月 9 日期间的利息；2016 年 12 月 21 日，公司支付完毕“15 花园 02”2015 年 12 月 21 日至 2016 年 12 月 20 日期间的利息。截至本报告出具日，“15 花园 01”及“15 花园 02”尚未达到第二个付息日。

本次债券无担保。

三、行业分析

1．行业概况

2016 年初，全国房地产行业在信贷刺激与去库存政策等多项利好刺激下行业景气度持续回暖，增速呈快速增长态势；二线及部分三线热点城市房地产市场在 2016 年下半年后呈较为乐观态势，但不同区域房地产市场仍明显分化，去库存成为房地产行业共识；进入 2016 年四季度，政府担心房地产行业泡沫化，因城施策的房地产调控政策再起。

2016 年，全国房地产开发投资额 102,581.00 亿元，较上年名义增长 6.90%，增速较上年同期增长 5.9 个百分点，投资增速有所回升。房屋新开工面积 166,928.00 万平方米，较上年增长 8.10%。全年土地购置面积 22,025.00 万平方米，较上年下降 3.45%。总体看，房地产行业波动较大，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 年投资增速有所回升。

2016 年，全国 300 城市土地供需小幅下降，整体分化趋势没有改变，重点城市土地成交热度攀升带动地价及溢价率上涨，出让金总额较去年增加三成。2016 年，除二线城市外，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；二线城市土地出让金大幅上升 68%，三线城市土地出让金同比增长 7%，一线城市土地出让金同比下降 16%。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增长 9%和提高 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增长 74%和提高 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增长 19%和提高 18 个百分点，到 887 元/平

方米和 26%。

2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.05 亿元，同比增长 15.20%。其中，国内贷款 21,512.40 亿元，同比增长 6.40%；利用外资 140.44 亿元，同比下降 52.60%；自筹资金 49,132.85 亿元，同比增长 0.20%；其他资金 73,428.37 亿元，同比增长 31.90%。进入 10 月份，我国政府出于对房地产泡沫的担忧加强了对房地产企业资金来源的监管，10 月末起央行、银监会要求银行加强房地产贷款管理、控制银行理财投资非标比率、针对 16 个热点城市加强房地产领域理财资金监管；上交所、深交所分别出台《关于实施房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》和《关于试行房地产行业划分标准操作指引的通知》对房地产发债实施分类管理；发改委出台《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》，对从事商业性房地产项目的企业债融资实行一刀切，禁止其发债；中国基金业协会对私募资管计划直接或者间接用于房地产价格上涨过快的城市普通住宅地产项目的，暂不予备案；不得通过委托贷款、信托计划、收益权/受益权等方式向地产企业融资；向下穿透审查底层资产。监管加强对房地产企业融资有一定不利影响。

市场供需方面，2016 年，随着房地产行业持续回暖，全国商品房销售面积和销售金额呈快速增长态势。2016 年，全国商品房销售面积 157,348.53 万平方米，同比增长 22.50%，其中住宅销售面积增长 22.40%，办公楼销售面积增长 31.40%，商业营业用房销售面积增长 16.80%；全国商品房销售金额 117,627.05 亿元，同比增长 34.78%，其中住宅销售金额增长 36.10%，办公楼销售面积增长 45.80%，商业营业用房销售面积增长 19.50%。截至 2016 年底，全国商品房待售面积 69,539.00 万平方米，较上年末下降了 3.22%，主要系本年度房地产市场销售情况较好以及地方政府加大推进房地产行业去库存力度所致；其中，截至 2016 年底商品房住宅待售面积为 40,257.00 万平方米，较上年末下降了 11.00%，库存压力有所下降。

销售价格方面，2016 年以来全国房地产市场呈现持续企稳回暖态势。2016 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 13,035.00 元/平方米，较年初增长了 2,079.00 元/平米。一线城市住宅价格指数呈快速增长态势，全年同比增幅在 18%以上；二线城市住宅价格指数呈企稳快至速回升态势，同比增长率由 1 月份的 0.71%增长至年末的 17.89%；三线城市住宅价格指数呈企稳回升态势，同比增长率由 1 月份的-0.90%增长至年末的 9.24%。

2016 年，房地产行业集中度略有提升，2016 年房地产行业前 10 名企业销售额占比为 18.72%，较上年增长 1.85 个百分点；前 20 名企业销售额占比为 25.23%，较上年提高了 2.41 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 9.70%和 16.21%，较上年分别下降了 1.61 个百分点和提高了 1.59 个百分点（详见下表）。

表 1　2015~2016 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
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.72
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.23
前 10 大企业销售面积占比	11.31	9.70
前 20 大企业销售面积占比	14.62	16.21

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，2016 年房地产行业呈持续回暖态势，房地产投资完成额、销售金额及销售价格均呈快速增长态势；2016 年四季度以来政府主管部门加强了对房地产资金来源的监管，对房地产企业融资有一定不利影响；房地产行业集中度进一步提高。

2．行业政策

针对2016年我国房地产市场呈现的新局面，政策环境也呈新的变化，随着热点城市房价、地价快速上涨，政策分化进一步明显。中央层面，中央多次表态要抑制资产泡沫防范金融风险；地方层面，地方调控经历了从政策宽松到热点城市持续收紧的过程。

中央层面

2016年2月份，政府出台两项利好政策，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。

2016年3月，两会期间政府工作报告提出要以满足新市民需求为出发点，为“新市民”更好融入“新城镇”创造条件，并明确2016年深入推进新城镇化的三项重点工作。针对房地产方面，提出提高棚改货币化安置比率，完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性和改善性需求，因城施策化解房地产库存，促进房地产市场平稳发展。

2016年4月，政治局会议提出，按照加快提高人口城镇化率和深化住房制度改革的要求，有序消化房地产库存，注重解决区域性、结构性问题，实施差别化的调控政策。

2016年7月，政治局会议提出，去库存和补短板的指向要同有序引导城镇化进程和农民工市民化有机结合起来。

2016年10月，政治局会议提出，要坚持稳健的货币政策，在保持流动性合理充裕的同时，注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险。

2016年12月，中央经济工作会议强调“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和有效机制。

地方层面

2016年初，地方积极出台各类措施推动去库存化，随着一线及热点二三线城市房价地价上涨较快，地方政策开始陆续出台调控政策。

一线城市率先出台调控政策收紧措施，2016年3月，深圳与上海市限购加码；5月北京通州商住限购；调控政策收紧趋势逐步向热点二线城市蔓延，苏州、南京等地通过限价、限贷、加强监管等措施稳楼市。十一前后，22个城市密集出台新一轮调控政策，通过提高购房门槛、调整贷款首付比率等遏制投机性需求；随后嘉兴市及下辖县嘉善县、张家口怀来县等一线城市周边的三、四线城市也加入限购行列。中央经济工作会议后，各地方政府积极响应，继续升级调控，截至2016末，全国合计有25个地级市和多个县级市出台了房地产调整收紧政策。2017年3月以来，一线城市北京、广州，热点二三线及其部分县级市合计17地房地产调控政策再度升级，从限贷、限购两方面进行调控。

三、四线城市库存压力依然严峻，去库存促销售的政策范围不断扩大。2016年，全国大部分省市开始落实去库存措施，设施更有针对性的因地制宜政策，多省强调实施“一市（县）一策”。河北、安徽和成都等省市提出了有保有压的政策方向，非热点地区加强去库存力度；广西、山东和湖南省提出了支持农民工购房的政策方向；海南省提出差别化供地的政策方向；西安市和辽宁省提出住房租赁市场建设的政策方向；湖南、浙江省提出加大棚改货币化安置比率的政策方向；南昌、绍兴、石家庄市和福建省鼓励非住宅去库存。

总体看，2016年我国房地产政策进一步分化，对于热点城市呈持续收紧态势，通过限购、限贷、限价等方式进行调控；房地产库存压力较大的地区继续因地制宜实施去库存政策。

3．行业关注

（1）房地产调控政策再度趋严

进入 2016 年 10 月份，我国房地产调控政策再度趋严，全国热点一、二线城市陆续出台调控政策从限购、限价和限贷三个方面对房地产行业进行调控。不排除后续存在政策继续出台的可能性，房地产行业可能再度面临进入行业紧缩期的可能。

（2）房地产开发资金来源监管趋严

房地产行业开发资金来源监管趋严，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监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响。

（3）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相对较低；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。

（4）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。由于地产项目的成本高企，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

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。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，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。

总体看，未来我国房地产行业集中度会不断提高；短期政策调控仍会持续，长期看市场因素至关重要；行业内龙头企业、区域优势和特色房地产企业会获得生存空间。

四、管理分析

2016 年，公司董事会成员、监事及高级管理人员保持稳定，无人员变化。公司章程及相关管理制度无重大变化；公司组织结构及管理体制均无重大变化。

总体看，2016 年，公司高管团队稳定，相关管理制度延续以往模式，管理运作水平良好。

五、经营分析

1．经营概况

2016 年，公司实现主营业务收入 68.82 亿元，较上年下降 1.12%，主要系公司房地产业务收入略有下降所致。分业务来看，公司房地产开发业务收入较上年下降 1.08%至 63.15 亿元，主要系本年度结转二、线城市项目占比大，相应项目结转均价较低导致结转规模略有下降；公司房地产开发业务占公司主营业务收入的 91.76%，是公司主营业务收入的主要组成部分。2016 年，公司房产出租业务收入较上年增长 1.24%至 3.01 亿元，公司房产出租收入占比 4.37%，变化不大；公司土地一级开发收入较上年下降了 7.79%至 1.38 亿元，公司土地一级开发收入占比 2.01%。

从毛利率变化情况来看，2016 年，公司综合毛利率为 39.22%，较上年下降 5.52 个百分点，主要系房地产开发业务毛利率降低所致；公司综合毛利率水平仍维持较高水平。公司房地产开发业务毛利率较上年下降 5.46 个百分点至 38.28%，主要系当年结毛利水平相对较低二、三线城市项目占比较高所致。公司房产出租业务毛利率略有下降为 85.26%。公司土地一级开发业务毛利率下降幅度较大，较上年下降了 2.25 个百分点至 2.51%。

表 2　2015~2016 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	638,361.90	91.73	43.74	631,457.13	91.76	38.28
房产出租	29,729.45	4.27	86.22	30,096.63	4.37	85.26
土地一级开发	14,965.96	2.15	4.76	13,800.72	2.01	2.51
物业管理	6,594.17	0.95	8.54	12,820.66	1.86	16.79
其他	6,296.50	0.90	83.11	--	--	--
合计	**695,947.99**	**100.00**	**44.74**	**688,175.14**	**100.00**	**39.22**

资料来源：公司提供

总体看，公司经营情况保持稳定，受当年结转均价较低的二、三线城市项目占比较高的影响，主营业务收入和毛利率略有下降，但公司毛利率水平仍处较高水平。

2．项目储备情况

公司仍保持积极稳健的拿地风格，土地投资战略区域为长三角、珠三角、京津冀和郑州地区。

2016 年，公司获取土地面积 132.79 万平方米，对应规划建筑面积 146.72 万平方米，主要分布在长三角和珠三角的二、三线城市；当年公司购地支出合计 61.33 亿元，平均土地楼面价 4,180.15 元/平方米。2016 年 3 月，公司通过招拍挂获取汕头市龙湖区泰山路周边地块建筑规划面积 20.50 万平方米，楼面地价 609.30 元/平方米。2016 年 8 月，公司通过招拍挂获取苏州市吴中区地区地块建筑规划面积 24.26 万平方米，楼面地价 17,030.55 元/平方米，楼面地价较高。2016 年 9 月，公司通过收购获取南通启东市启隆乡地块建筑规划面积 101.96 万平方米，楼面地价 1,841.06 元/平方米。

表 3　2016 年公司购地情况（单位：万平方米、万元、元/平方米）

获取时间	土地位置	土地面积	对应建筑面积	用途	购地支出	楼面地价
2016 年 3 月	汕头市龙湖区泰山路汕汾路交界西南侧	4.22	20.50	住宅	12,492.00	609.30
2016 年 8 月	苏州市吴中区木渎镇竹园路北侧金枫路西侧	7.42	24.26	多用途综合体	413,097.00	17,030.55
2016 年 9 月	江苏南通启东市启隆乡	121.15	101.96	住宅/商业	187,717.00	1,841.06
合计	**--**	**132.79**	**146.72**	**--**	**613,306.00**	**4,180.15**

资料来源：公司提供

截至 2016 年末，公司土地储备（规划建筑面积）合计 690.91 万平方米，其中竣工待售面积 35.72 万平方米、在建尚未销售面积 176.05 万平方米、已取得土地尚未开工建设项目建筑规划面积 479.14 万平方米，公司土地储备规模较大，可以满足公司未来较长时间的开发建设。公司土地储备主要分布于北京、廊坊、海口、沈阳、佛山、汕头、南通启东市等一线、二线及三线热点城

市，公司土地储备区域位置较好。公司土地储备均价 2,696.11 元/平方米，土地储备成本相对较低。

表 4　截至 2016 年末公司土地储备地域情况（单位：平方米、元/平方米）

城市	竣工	在建	待建	总土地储备	主要地理位置（环路、商圈、开发区等）	楼面均价
	待售面积	总建筑面积	规划建筑面积			
北京	15,477.99	420,520.61	352,404.56	922,413.03	北京二环内项目、昌平北七家镇	3,933.73
海口	165,437.32	22,023.18	1,084,162.44	1,267,267.77	龙昆南路、红城湖路	1,774.77
万宁	22,321.97	--	204,057.00	226,378.97	万城镇望海大道	351.20
廊坊	17,508.96	7,951.19	443,488.18	468,948.33	永清县韩村镇廊霸路	897.65
郑州	35,929.69	25,522.00	28,324.18	89,775.87	新郑市龙湖镇	406.54
沈阳	43,779.67	204,417.58	791,415.65	1,136,387.70	沈阳市大东区东建街东	1,053.35
佛山	54,493.92	352,890.19	245,075.99	648,344.14	南海大沥太平大道、禅城区忠义路	2,418.20
西安	--	289,978.21	--	289,978.21	西安高新区锦业路以南	1,551.84
汕头	2,277.50	282,984.58	359,528.00	707,269.46	龙湖区中山路、汕樟路、金砂路、泰山路	4,655.27
深圳	--	42,763.00	132,237.00	175,000.00	南山区科技中二路	3,428.57
苏州	--	111,490.82	131,071.62	242,562.44	吴中区木渎镇竹园路	17,030.55
启东市	--	--	1,019,616.00	1,019,616.00	南通市启隆乡	1,841.06
总计	**357,227.02**	**1,760,541.36**	**4,791,380.62**	**6,909,149.00**	--	**2,696.11**

资料来源：公司提供

总体看，公司新增土地储备规模较大，主要位于长三角和珠三角的二、三线城市，但是苏州地块楼面价较高；公司土地储备充足，土地储备区域分布较好，土地成本相对较低。

3．项目建设情况

公司仍采用总公司、城市公司的两级管理架构，房地产项目开发的前期准备由总公司进行，待项目进入后期建设阶段转由城市公司进行管理。

从房地产开发建设情况看，受签约销售面积规模扩大拉动影响，2016 年公司新开工面较上年提高了 45.00 万平方米至 116.00 万平方米，当年新开工项目 8 个；公司当年新开工项目主要是苏州国瑞熙墅、国瑞西安金融中心、汕头国瑞园二期、北京国瑞熙墅东和郑州学校组团等。2016 年，公司竣工项目 5 个，竣工面积 90.10 万平方米，较上年略有下降；公司期末在建项目 13 个，期末在建面积 176.00 万平方米，较上年增加 26.00 万平方米。

表 5　2015~2016 年公司项目开发建设情况（单位：万平方米、个）

项目	2015 年	2016 年
当期新开工面积	71.00	116.00
当期新开工项目数量	4	8
当期竣工面积	93.00	90.10
当期竣工项目数量	4	5
期末在建面积	150.00	176.00
期末在建项目数量	9	13

资料来源：公司提供

从公司在建项目分布看，公司主要在建项目位于北京、海口、佛山、西安、沈阳等城市，预

计于2017~2018年竣工。公司主要在建项目计划总投资266.42亿元，尚未完成投资93.86亿元，尚未完成投资规模较大；同时，考虑到公司尚未开发的土地储备大，未来公司面临较大的资金压力。

表 6　截至 2016 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	开工时间	预计竣工时间	总投资	已完成投资
1	北京哈德门中心	2014Q1	2017Q1	49.00	45.51
2	北京国瑞熙墅东	2016Q2	2019Q2	41.44	26.97
3	北京国瑞熙墅西	2016Q2	2018Q4	32.51	21.32
4	海口西海岸国瑞	2015Q3	2017Q2	2.49	1.70
5	永清国瑞城 2 期	2013Q3	2018Q4	1.86	0.20
6	郑州国瑞城（学校组团）	2016Q1	2017Q4	0.87	0.18
7	沈阳国瑞城（A 地块 AB 座/B 地块）	2015Q3/2016Q3	2017Q2/2018Q4	12.91	6.06
8	佛山国华新都二期	2015Q4	2017Q4	14.28	4.39
9	佛山国瑞升平商业中心	2016Q4	2017Q4	29.08	17.15
10	国瑞.西安金融中心	2016Q1	2018Q4	23.86	6.89
11	汕头国瑞园二期	2016Q3	2018Q3	1.48	0.02
12	汕头四季园	2016Q3	2018Q1	4.74	0.39
13	苏州国瑞熙墅	2016Q4	2018Q4	51.90	41.78
--	**合计**	--	--	**266.42**	**172.56**

资料来源：公司提供

总体看，公司新开工面积大幅增长，在建面积持续扩大；公司主要在建项目尚未完成投资金额较大，同时考虑到公司尚未开发的土地储备较多，未来公司面临较大的资金压力。

4．项目销售情况

2016年，公司房屋销售情况较好，全年实现销售面积71.52万平方米，较上年增长20.75%，主要系2016年房地产市场持续回暖以及公司加大推盘力度所致。2016年，公司房屋签约销售均价为1.08万/平方米，较上年小幅增长3.82%；受益于签约销售面积大幅增长，公司签约销售金额76.90亿元，较上年增长25.33%。2016年，公司结转面积70.07万平方米，较上年增长17.90%；公司结转收入为63.15亿元，较上年小幅下降1.08%，主要系当年结转楼盘以单价较低的二、三线城市为主所致。

表 7　2015~2016 年公司销售情况

项目	2015 年	2016 年
签约销售面积（万平方米）	59.23	71.52
签约销售金额（亿元）	61.36	76.90
签约销售均价（元/平方米）	10,356.00	10,751.90
结转收入面积（万平方米）	59.43	70.07
结转收入（亿元）	63.84	63.15

资料来源：公司提供

从公司可售情况来看，公司主要在售房地产项目 13 个，主要位于北京市、海口市、万宁市、郑州市、佛山市、沈阳市和汕头市。公司主要在售项目去化情况较好，整体去化水平约在 85%以上，剩余可售面积规模不大。

表 8　截至 2016 年末公司主要在售项目情况（单位：万平方米）

项目名称	位置	建筑面积	开盘时间	2015 年销售面积	2016 年销售面积	2016 年末剩余可售面积
北京国瑞城	北京东城区	88.16	2005 年 5 月	1.68	0.65	1.55
北京国瑞熙墅东	北京昌平区	8.52	2017 年 1 月	--	7.81	0.71
北京国瑞熙墅西	北京昌平区	7.21	2016 年 12 月	--	6.22	0.99
海南国瑞海阔天空	海口市龙昆南路东侧	80.02	2010 年 9 月至 2013 年 8 月	10.55	10.34	16.47
江畔花园	海口市新埠岛	2.17	2015 年 10 月	0.06	0.44	1.92
海甸岛国瑞花园	海口市海甸岛	7.19	2010 年 6 月	0.05	--	0.08
海口西海岸国瑞	海口市滨海西路南侧	2.07	2015 年 8 月	--	0.45	1.63
万宁国瑞城	万宁市万城镇望海大道	16.20	2013 年 1 月/2014 年 6 月	4.33	5.42	2.23
永清国瑞城	永清县韩村镇廊霸路	39.90	2013 年 11 月/2015 年 5 月	7.15	14.82	1.35
郑州国瑞城	新郑市龙湖镇	77.82	2011 年 9 月至 2014 年 12 月	15.83	9.87	3.59
沈阳国瑞城	沈阳市大东区东建街东	71.64	2008 年 4 月至 2014 年 5 月	11.40	8.06	4.38
佛山国华新都	佛山南海大沥太平大道	27.40	2014 年 11 月至 2014 年 5 月	8.16	7.44	5.45
汕头国瑞园	汕头市金砂路	3.38	2006 年 12 月	0.02	--	0.23
合计	**--**	**431.68**	**--**	**59.23**	**71.52**	**42.77**

资料来源：公司提供

总体看，受益于全国房地产市场持续回暖以及公司加大推盘力度，公司签约销售面积与签约销售金额呈快速增长态势；公司可售面积不大，整体去化水平良好。

5．物业租赁情况

公司的自持物业定位于提供一站式生活及消费体验的综合体项目，业态包括零售商铺、购物商场、写字楼和专业市场在内的商业物业，项目均位于城市的核心商圈。2016 年以来，公司在北京国瑞城不断打造具有竞争力的自营项目模式，如机器人主题乐园、儿童游乐馆、水族馆和电影乐园等；在品牌合作方面，公司与多个餐饮及娱乐品牌、服饰专卖店以及零售连锁等租户签订了战略协议；公司拟在其他自持物业复制上述经营模式。公司沈阳国瑞城项目正在打造全国最大机器人主体乐园。

2016 年，公司已落成自持物业数量与建筑面积未发生变化，公司已落成自持物业公允价值增长 2.75 亿元至 98.44 亿元（不含在建项目的公允价值变动）。公司自持物业出租率整体保持在中高水平，沈阳国瑞城和深圳南山项目在装修、改造阶段，尚未对外出租。2016 年，公司自持物业中在建物业 2 处，分别为位于北京市的哈德门中心写字楼项目与位于佛山市的南堤湾商业综合体，上述项目的建筑面积分别为 14.00 万平方米和 26.05 万平方米，账面价值分别为 56.83 亿元和 11.47 亿元。

表 9　截至 2016 年末公司自持物业基本情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目	建筑面积	物业概况	出租率	投资成本	账面金额
北京国瑞城	8.49	购物中心	93.72	7.38	44.43

	0.85	写字楼	80.65	0.70	3.73
	2.63	停车场	80.00	0.46	2.19
	3.48	零售商铺	84.24	1.49	9.53
	0.72	四合院	31.15	1.34	7.02
京禧阁	0.40	停车场	70.01	0.22	0.36
北京富贵园	2.61	购物中心	77.79	1.30	8.77
	0.32	零售商铺	81.51	0.12	0.96
汕头国瑞城	6.24	专业市场	89.68	1.16	5.38
沈阳国瑞城	5.08	专业市场	--	1.86	3.51
	5.90	零售商铺	--	2.23	3.36
深圳.南山	4.28	写字楼	--	7.99	9.20
合计	**41.00**	**--**	**--**	**26.25**	**98.44**

资料来源：公司提供

从公司主要自持物业经营情况看，北京国瑞城和汕头国瑞城平均租金水平有所下降。北京富贵园平均租金水平有所提升；受北京国瑞城和北京富贵园出租率较上年有所提高影响，北京国瑞城和北京富贵园物业收入有所增长。

表 10　2015~2016 年公司主要自持物业租金收入情况

项目名称	租金及收入	2015 年	2016 年
北京国瑞城	平均租金水平（元/平/天）	7.14	6.46
	物业收入（万元）	23,728.20	23,854.34
北京富贵园	平均租金水平（元/平/天）	4.04	4.81
	物业收入（万元）	3,727.11	4,031.51
汕头国瑞城	平均租金水平（元/平/天）	1.18	1.08
	物业收入（万元）	2,274.14	2,210.78

资料来源：公司提供

总体看，公司自持物业规模较大，公允价值稳定增长；公司不断创新自持物业经营模式，公司自持物业出租率保持在较高水平；公司自持物业经营情况尚可，租金收入略有增长。

6．经营关注

（1）房地产行业政策变动对公司未来销售影响较大

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。2016 年四季度以来，全国一线及二线重点城市先后颁布了房地产调控政策，房地产调控政策再次趋严，不排除后续地产再次出现不景气的市场态势。公司土地储备、在建项目主要位于北京、海口、深圳、西安、苏州、佛山、郑州等限购城市，若未来随着上述城市限购政策效果逐渐显现，市场预期发生变化，则对公司未来销售去化影响较大。

（2）公司部分土地储备楼面均价较高

公司位于苏州市的土地储备楼面均价为 17,030.55 元/平米，楼面均价较高，若未来苏州市房地产市场预期发生变化则对公司盈利能力产生一定影响。

（3）公司房地产项目建设面临较大的融资需求

公司房地产在建项目尚未完成投资额规模较大，考虑到公司尚未开发土地储备规模大，未来

公司房地产建设项目面临较大的融资需求。

7．未来发展

战略布局方面，公司战略布局于2016年已经基本完成，形成了以京津冀为核心、以泛珠三角为立足点，以长三角和长江经济带为两翼的立体发展战略。未来，公司一方面将努力深耕现有市场，扩大所在区域的市场份额；另一方面公司将在管理半径所及的资源溢出和承接型区域拓展新项目。

业务定位方面，公司坚持以住宅开发为基础，以优质商业物业持有运营为辅助的模式，积极探索文旅、医疗、智能科技等新业务，适时顺势推进业务多元化的企业集团。

产品定位方面，公司将集中精力研发产品线，提升精细化管理水平，将现有成熟的、客户认可度高的产品，包括精品住宅及城市中心区域综合体项目的成功经验复制到新项目中。

总体看，公司战略结合自身发展历史和当前行业环境，能够支持公司的可持续发展。

六、财务分析

1．财务概况

公司2016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。2016年，公司合并范围新增7家子公司，新设公司以房地产项目公司为主；处置2个子公司；公司主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至2016年底，公司合并资产总计431.12亿元，负债合计322.53亿元，股东权益（含少数股东权益）108.59亿元，其中归属于母公司的所有者权益为85.32亿元。2016年，公司实现营业收入68.82亿元，净利润（含少数股东损益）17.08亿元，其中归属于母公司的净利润为13.08亿元；经营活动现金流量净额为-37.18亿元，现金及现金等价物增加额-9.61亿元。

2．资产质量

截至2016年底，公司资产总额合计431.12亿元，较年初增长27.05%，主要是流动资产规模增长所致。从资产构成上看，公司的资产仍以流动资产（占资产总额的57.53%）为主。

截至2016年底，公司流动资产合计248.00亿元，较年初增长35.35%，主要系存货大幅增加所致；公司流动的资产主要由货币资金（占比4.47%）和存货（占比88.90%）构成。

截至2016年底，公司货币资金账面价值为11.08亿元，较年初大幅下降45.27%，主要系公司购置土地、房屋建设支出规模扩大以及收购项目公司支付现金所致。公司货币资金主要由银行存款（占比85.97%）和其他货币资金（占比13.62%），其他货币资金全部为按揭担保保证金、部分预售监管资金和少量借款保证金，公司受限资金占比较高。

截至2016年底，公司存货账面价值220.47亿元，较年初大幅增长86.79%，主要是年内在建项目大幅增加以及土地购置所致；其中，开发产品和开发成本分别占比13.72%和80.09%，存货未计提跌价准备，公司土地储备及在建项目位于一、二线城市且土地成本相对较低，存货跌价风险较小，公司苏州新拿地地楼面地价较高，但是计提减值风险不大。

截至2016年底，公司非流动资产合计183.12亿元，较年初增长17.31%，主要系投资性房地产增加所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占比91.06%）和其他非流动资产（占比4.31%）构成。

截至2016年底，公司投资性房地产账面价值166.75亿元，较年初增长10.68%，主要系公允价

值增加8.76亿元（含在建项目公允价值变动）和在建状态的自持物业持续建设所致。公司投资性房地产位于北京、深圳及沈阳和汕头，经营情况较好。

截至2016年底，公司其他非流动资产账面价值7.89亿元，较年初大幅增长10.28倍，主要系公司收购深圳大潮汕建设有限公司（以下简称“深圳大潮汕”）所致。公司其他非流动资产全部由深圳大潮汕深圳市的“三旧改造项目”支付款构成。

截至2016年底，公司受限资产合计282.88亿元，占总资产比重为65.62%，是公司所有者权益的2.61倍，资产受限比重高。

表 11　截至 2016 年底公司受限资产情况（单位：万元、%）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	15,088.72	按揭保证金、政府项目监管资金和借款保证金
存货	1,324,765.46	抵押借款
投资性房地产	1,482,409.03	
无形资产	212.13	
固定资产	6,324.48	
合计	**2,828,799.82**	--

资料来源：公司提供

总体看，公司资产规模较大，以流动资产为主；流动资产中存货占比较大，跌价风险较低；公司非流动资产以投资性房地产构成为主，投资性房地产位于北京、深圳及二线城市，经营情况较好；公司受限资产比重高，资产质量有待提高。

3．负债及所有者权益

负债

截至2016年底，公司负债合计322.53亿元，较年初增长29.69%，主要系公司非流动负债规模增长所致；公司负债仍以非流动负债（占比57.08%）构成为主。

截至2016年底，公司流动负债合计138.44亿元，较年初增长14.61%，主要系应付账款和其他应付款增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占比26.49%）、预收账款（占比8.31%）、应交税费（占比13.79%）、其他应付款（占比34.16%）和一年内到期的非流动负债（占比16.50%）构成。

截至2016年底，公司应付账款账面余额36.67亿元，较年初增长19.61%，主要系公司在建项目规模扩大，导致应付工程款大幅增长所致。

截至2016年底，公司预收款项账面余额11.51亿元，较年初大幅下降27.32%，主要系公司当年项目结转规模较大所致。

截至2016年底，公司应交税费账面余额19.09亿元，较年初增长17.71%，主要系应付所得税与土地增值税大幅增加所致。

截至2016年底，公司其他应付款账面余额47.29亿元，较年初大幅增长130.01%，主要系公司与关联方往来款大幅增长所致。公司往来款大幅增加主要系国瑞置业集团内部资金统一管理使用，使得内部关联方之间的往来增加。

截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债账面余额22.84亿元，较年初下降36.92%，主要由一年内到期的长期借款构成。

截至2016年底，公司非流动负债为184.09亿元，较年初增长43.92%，主要系应付债券与长期

借款大幅增加所致；公司非流动资产主要由长期借款（占比66.91%）、应付债券（占比21.62%）和递延所得税负债（占比11.47%）构成。

截至2016年底，公司长期借款账面余额123.18亿元，较年初大幅增长55.71%，主要系新开工项目规模大幅增长导致公司融资以进行项目后续建设所致。公司长期借款年利率在4.66~10.00%之间。公司长期借款1~2年到期占比85.50%、2~5年占比10.94%、5年以上占比3.56%，公司长期借款主要在未来1~2年内到期，存在一定集中到期风险。

截至2016年底，公司应付债券账面余额39.80亿元，较年初增长33.69%，主要系公司于2016年9月28日发行10亿元汕头花园集团有限公司2016年非公开发行公司债券（第一期）（品种二）（债券简称“16花园02”）所致。公司应付债券情况如下表所示，公司应付债券30亿元于2018年、10亿元于2019年债券持有人有权回售债券，若债券持有人选择回售，届时公司将面临资金压力。

表 12　截至 2016 年底公司应付债券情况（单位：亿元、%）

债券代码	债券简称	债券余额	起息期日	期限	发行利率
135862.SH	16花园02	10.00	2016/9/29	5年（3+2）	5.30
136114.SH	15花园02	10.00	2015/12/21	5年（3+2）	7.47
136028.SH	15花园01	20.00	2015/11/10	5年（3+2）	7.25

资料来源：Wind资讯、联合评级整理

截至2016年底，公司递延所得税负债账面余额21.11亿元，较年初增长10.93%，主要系公司投资性房地产公允价值增加所致。

截至2016年底，公司全部债务为185.82亿元，较年初增长27.74%，其中公司短期债务较年初下降37.57%至22.84亿元，主要系公司调整债务结构增加长期债务所致；公司长期债务较年初增长49.69%至162.98亿元，主要系公司增加长期借款以及发行债券所致。截至2016年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为74.81%、60.01%和63.12%，较年初分别增长了1.52个百分点、5.44个百分点和1.50个百分点，公司债务负担较重，债务负担较年初略有增长。

总体看，公司负债持续增长，构成以非流动负债为主；公司长期借款和应付债券到期分布较为集中，存在一定集中到期风险；公司有息债务规模持续增长，债务负担较重。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益为 108.59 亿元，较年初增长 19.82%，主要系 2016 年公司利润规模有所增长导致未分配利润增长较快以及少数股东权益增长较快所致，其中归属于母公司的所有者权益合计 85.32 亿元，占比 78.57%。归属于母公司所有者权益中，股本占比 0.56%、资本公积占比 2.38%、未分配利润占比 81.18%、盈余公积占比 9.49%、其他综合收益占比 6.39%。公司所有者权益构成较年初变化不大，未分配利润占比高，公司所有者权益稳定性有待提高。

总体看，受益于利润持续增长影响以及少数股东权益有所提高，公司所有者权益增长较快。公司所有者权益中未分配利润占比高，所有者权益稳定性有待提高。

4．盈利能力

受结转均价较低的二、三线城市项目占比较高的影响，公司全年营业收入小幅下降。2016年，公司实现营业收入68.82亿元，较上年小幅下降1.12%。2016年，公司营业成本41.83亿元，较上年增长8.76%。2016年，公司营业利润率为29.74%，较上年下降1.83个百分点；公司实现净利润17.08亿元，较上年增长15.89%，其中归属于母公司所有者的净利润为13.08亿元，较上年增长11.12%。

从期间费用上看，2016年，公司期间费用总额5.78亿元，较上年下降15.50%。2016年，公司销售费用为2.13亿元，较上年下降10.66%，主要系市场景气度较高相关营销推广费支出减少所致；管理费用为2.47亿元，较上年下降19.45%，主要系由于相关条件未达到，导致期权的股权激励未实现，2016年承担的员工股权激励成本减少所致；财务费用为1.19亿元，较上年下降15.09%，主要系当年资本化利息大幅提高所致。2016年，公司费用收入比为8.40%，较上年下降1.43个百分点，公司费用控制能力有所提高。

2016年，公司公允价值变动损益为8.76亿元，较上年增长71.14%，主要系投资性房地产增值所致。2016年，公司投资性房地产公允价值变动占营业利润比率为37.36%，较上年提高了12.13个百分点。公司营业利润对公允价值变动损益依赖度较高。

盈利指标方面，2016年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为6.90%、6.39%和17.14%，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较上年分别下降了0.81、0.55和0.75个百分点，主要系公司留存盈利、增加有息债务以支持公司经营规模大幅扩张所致。

总体看，受结转项目规模略有下降影响，公司营业收入较上年小幅下降，结转项目毛利率相对较低导致营业利润率有所降低；公司费用控制能力有所提高，但仍属较高水平；公司公允价值变动损益对对公司营业利润贡献大，公司盈利能力受公允价值波动风险影响较大。

5．现金流

经营活动方面，2016年，公司经营活动现金流入76.82亿元，较上年增长14.12%；其中，销售商品、提供劳务收到的现金71.52亿元，较上年增长8.76%，主要系本年度公司房屋新签约销售金额增长所致；收到其他与经营活动有关的现金5.30亿元，较上年增长240.46%，主要系公司关联方往来款项增加所致所致。2016年，公司经营活动现金流出114.00亿元，较上年增长34.41%；其中，受公司土地成本支出增加以及在建项目规模扩大影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金92.34亿元，较上年增长36.29%；公司支付各项税费10.57亿元，较上年增长1.15%；公司支付其他与经营活动有关的现金8.80亿元，较上年增长80.57%，主要系公司关联方往来款项增加所致。综合以上，2016年公司经营活动产生的现金流量净额为-37.18亿元，呈持续净流出态势，净流出同比增加112.47%。

投资活动方面，2016年，公司投资活动现金流入4.60亿元，较上年下降57.14%，主要系向关联方收回现金以及取得投资收益收到的现金大幅下降所致；公司投资活动现金流出26.60亿元，较上年增长55.21%，主要系收购深圳大潮汕45%的股权以及取得启东御江湾投资管理有限公司100%的股权支付的现金。综合以上，2016年公司投资活动现金净流出22.01亿元，净流出同比增加242.84%。

筹资活动方面，2016年公司筹资活动现金流入为130.21亿元，较上年增长20.13%，主要系向银行取得借款、发行债券所致；公司筹资活动现金流出为80.63亿元，较上年增长14.19%。综合以上，2016年公司筹资活动现金净流入49.57亿元，净流入同比增加31.25%。

总体看，受公司拿地力度较大以及在建项目持续支出影响，公司经营活动现金流呈净流出态势，现金流情况一般；公司增加对外投资力度，投资现金呈净流出态势；受上述因素影响，公司融资压力较大，筹资活动现金流呈净流入态势。

6．偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2016 年底，受公司优化债务结构降低短期债务占比、房地产在建项目规模有所增长影响，公司流动比率由 2015 年末的 1.52 倍增长至 1.79 倍。受公司在建项目大

规模增加导致现金支出增多影响，公司速动比率由 2015 年末的 0.54 倍下降至 0.20 倍；截至 2016 年底，公司现金短期债务比由 2015 年末的 0.57 倍下降至 0.48 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度较一般。综合以上，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2016 年公司 EBITDA 为 24.99 亿元，较 2015 年增长 14.95%，主要系利润总额增长所致；公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占比 4.93%）和利润总额（占比 93.59%）构成。公司 EBITDA 全部债务比较上年有所下降为 0.13 倍；EBITDA 利息倍数有所下降，由上年的 2.66 倍下降至 2.27 倍；EBITDA 对全部债务保障情况一般，对利息支出的保障程度尚可，公司长期偿债能力尚可。

根据公司提供的中国人民银行 2017 年 2 月 27 日出具的企业信用报告（机构信用代码：G1044050700068410M），截至 2017 年 2 月 27 日，公司无未结清不良贷款。

截至 2016 年底，公司不存在重大未决诉讼事项。

截至 2016 年底，公司对外担保 65.50 亿元；其中，公司为客户按揭贷款担保 52.44 亿元；对关联方汕头国瑞置业有限公司、廊坊国兴房地产开发有限公司和控股股东公司国瑞置业有限公司担保合计 13.06 亿元。公司对关联方以及控股担保金额占归属于母公司的所有者权益比率为 15.31%，占比较小，公司或有负债风险不大。

总体看，短期偿债能力一般，长期偿债能力尚可，公司或有债务规模不大。考虑到公司土地储备规模较大、区域位置分布较好、土储成本相对较低、在建项目规模较大、房地产销售去化情况较好等因素，公司整体偿债能力很强。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年底，公司现金类资产（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）达11.08亿元，约为“15花园01”和“15花园02”本金合计（30亿元）的0.37倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度较高；净资产达108.59亿元，约为“15花园01”和“15花园02”债券本金合计（30亿元）的3.62倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15花园01”和“15花园02”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为24.99亿元，约为“15花园01”和“15花园02”债券本金合计（30亿元）的0.83倍，公司EBITDA对债券本金的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入76.82亿元，约为“15花园01”和“15花园02”债券本金合计（30亿元）的2.56倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度很强。

综合以上分析，并考虑到公司土地储备与在建项目规模较大、土地储备成本较低、房地产项目分布区域较佳、销售去化情况较好等因素，公司对“15花园01”和“15花园02”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司经营稳定，可售项目整体去化水平较好，公司签约销售面积大幅增长，土地储备充足，土地储备成本低，土地储备区域分布较好，自持物业经营情况良好。同时联合评级也关注到房地产调控再度趋严，在建及拟建项目面临较大的融资压力，受限资产占比较高，营业利润对公允价值变动损益较为依赖，经营性现金流呈持续净流出态势，公司债务负担较重存在集中

到期状况等因素可能对公司信用状况产生影响。未来，随着公司地产项目持续销售以及在建项目陆续竣工，公司收入规模和盈利能力有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司主体长期信用级别为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“15 花园 01”和“15 花园 02”“AA”的债项信用等级。

附件 1 汕头花园集团有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	339.32	431.12
所有者权益（亿元）	90.63	108.59
短期债务（亿元）	36.59	22.84
长期债务（亿元）	108.88	162.98
全部债务（亿元）	145.47	185.82
营业收入（亿元）	69.59	68.82
净利润（亿元）	14.74	17.08
EBITDA（亿元）	21.74	24.99
经营性净现金流（亿元）	-17.50	-37.18
应收账款周转次数（次）	19.18	20.65
存货周转次数（次）	0.31	0.25
总资产周转次数（次）	0.22	0.18
现金收入比率（%）	94.49	103.93
总资本收益率（%）	7.71	6.90
总资产报酬率（%）	6.94	6.39
净资产收益率（%）	17.90	17.14
营业利润率（%）	31.57	29.74
费用收入比（%）	9.83	8.40
资产负债率（%）	73.29	74.81
全部债务资本化比率（%）	61.61	63.12
长期债务资本化比率（%）	54.57	60.01
EBITDA 利息倍数（倍）	2.66	2.27
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.13
经营现金债务保护倍数（倍）	-0.12	-0.20
流动比率（倍）	1.52	1.79
速动比率（倍）	0.54	0.20
现金短期债务比（倍）	0.57	0.48
经营现金流动负债比率（%）	-14.49	-26.85
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.72	0.83

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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

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