跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1373 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：

二〇一九年六月二十一日

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2019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	当前余额	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	5,435万元	5年（3+2）	AA	AA	2018年6月25日
15花园02	32万元	5年（3+2）	AA	AA	2018年6月25日

跟踪评级时间：2019年6月21日

主要财务数据

项目	2016年	2017年	2018年
资产总额（亿元）	431.12	569.98	608.17
所有者权益（亿元）	108.59	121.34	126.34
长期债务（亿元）	162.98	118.44	136.56
全部债务（亿元）	185.82	261.73	216.79
营业收入（亿元）	68.82	38.93	41.55
净利润（亿元）	17.08	10.77	9.98
EBITDA（亿元）	24.99	17.53	17.10
经营性净现金流（亿元）	-37.18	-39.15	13.24
营业利润率（%）	29.74	28.86	29.23
净资产收益率（%）	17.14	9.37	8.06
资产负债率（%）	74.81	78.71	79.23
全部债务资本化比率（%）	63.12	68.32	63.18
流动比率（倍）	1.79	1.13	1.16
EBITDA全部债务比（倍）	0.13	0.07	0.08
EBITDA利息倍数（倍）	2.27	1.10	0.79
EBITDA/待偿本金合计（倍）	45.72	32.06	31.27

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

2018年，汕头花园集团有限公司（以下简称“公司”或“汕头花园”）加大了项目开发力度，公司项目储备充足且保持了较大规模的开工量，未来供货有保障；公司自持物业经营情况良好，受益于房产出租收入增多公司收入规模有所增长。公司大部分存续债券跟踪期内已回售偿付，公司整体债务规模下降。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到跟踪期内，公司签约销售减少，融资环境不佳，公司项目开发存在一定资金支出压力；公司土地储备以三四线城市为主，未来去化面临一定不确定性；货币资金减少，资产受限程度较高，流动性风险加大；公司营业利润对公允价值变动收益的依赖度仍高等因素可能对公司信用状况产生的不利影响。

未来，公司自持物业经营情况不断完善，同时，随着公司大量地产项目推向市场，以及在建项目陆续竣工，公司收入规模和盈利能力有望稳定。

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”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司项目储备较为充足，且楼面均价处于较低水平；公司近两年保持了较大规模的开工量，在建项目面积较大，未来供货有保障。

2．公司的自持物业以大型商业综合体为主，主要位于一、二线城市，北京区域占比较高，物业质量较好，未来有望继续为公司贡献较为稳定的现金流入。

3．2018年，公司经营活动现金流转为净流入，并以此偿付大量到期债务，公司整体债务规模下降，短期偿债压力得以缓解。

关注

1．公司土地储备以三四线城市为主，未来去化面临一定不确定性。

2．公司在建及拟建项目规模较大，若未来公司项目销售和回款情况不佳，公司将存在一定的资金支出压力。

3．2018年，公司因偿还债务，账面资金大幅减少，同时，公司大量资产已融资受限，在融资环境未明显改善的情况下，公司面临一定流动性压力。

4．2018 年，受公允价值变动收益减少影响利润规模有所下降，公司营业利润对公允价值变动收益的依赖度仍高。

分析师

宋莹莹

电 话：010-85172818

邮 箱：songyy@unitedratings.com.cn

曹梦茹

电话：010-85172818

邮箱：caomr@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：宋陈莹、曹雪茹

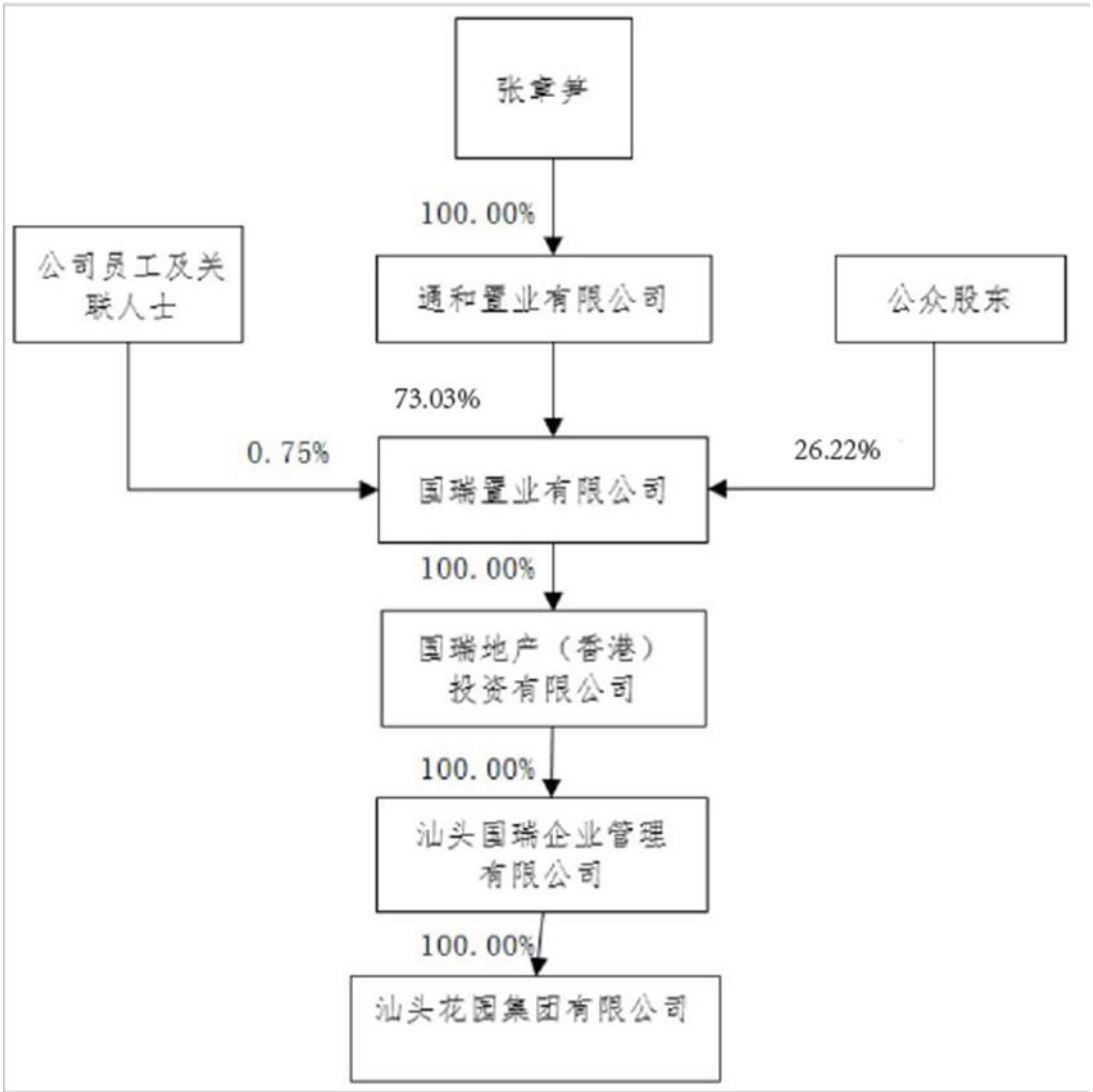
联合信用评级有限公司

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；公司在进行“汕头花园（集团）有限公司”名称核准的过程中，最终核准的名称为现名。

经多次变更经营范围、注册地址、股东和法定代表人，截至2018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。

图1　截至2018年底公司股权结构图



资料来源：公司债券年度报告

跟踪期内，公司经营范围和组织架构未发生重大变化；截至2018年底，公司在职员工合计1,125人。

截至2018年底，公司合并资产总计608.17亿元，负债合计481.82亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）126.34亿元，其中归属于母公司所有者权益100.65亿元。2018年，公司实现营业收入41.55亿元，净利润（含少数股东损益）9.98亿元，其中归属于母公司所有者的净利润7.19亿元；经营活动现金流量净额13.24亿元，现金及现金等价物净增加额-10.94亿元。

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 2018 年底，募集资金已使用完毕，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。

公司于 2018 年 11 月 12 日支付了“15 花园 01”自 2017 年 11 月 10 日至 2018 年 11 月 9 日期间的利息；于 2018 年 12 月 21 日支付了“15 花园 02”自 2017 年 12 月 21 日至 2018 年 12 月 20 日期间的利息。

“15 花园 01”和“15 花园 02”于 2018 年进入回售期，回售行权日分别为 2018 年 11 月 10 日和 2018 年 12 月 21 日，公司未调整票面利率，回售本金分别为 19.4565 亿元和 9.9968 亿元，回售后债券余额分别为 5,435 万元和 32 万元。

三、行业分析

1．行业概况

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 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。

土地供应方面，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。

资金来源方面，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；首套房及二套房房贷利率2019年以来连续下降，2019年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

市场供需方面，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 月上涨 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。

销售价格方面，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%。

竞争格局方面，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。

总体看，2018 年房地产开发投资增速维持高位，房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低；2018 年房地产整体融资环境较紧张，但年末以来显著改善；全年商品房销售增速有所放缓，分化加剧，一、二线城市销售增速有企稳回升迹象，三、四线城市呈下滑趋势；行业集中度进一步提升。

2．行业政策

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1月21日，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发表重要讲话，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。

2019年4月19日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署当前经济工作，会议再次提出，“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”，为未来的房地产市场定下了基调。

总体看，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年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

3．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

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，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

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，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。

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，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具

有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

四、管理分析

2018 年，公司董事、监事和高级管理人员及相关管理制度未发生变动。

总体看，2018 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

2018 年，公司实现营业收入 41.55 亿元，同比增长 6.74%，主要系物业出租收入增多所致；净利润 9.98 亿元，同比减少 7.30%，主要系公允价值变动收益减少所致；归属于母公司所有者的净利润 7.19 亿元。

从收入构成看，房地产开发仍为公司最主要收入来源，2018 年，公司实现房地产开发收入 34.57 亿元，同比减少 0.75%，变动不大；房地产开发收入占公司营业收入的 83.20%。2018 年，公司房产出租收入 5.14 亿元，同比增长 65.27%，主要系哈德门项目投入运营所致；房产出租收入占比提升至 12.37%。土地一级开发收入和物业管理及其他收入规模较小，对公司收入影响较小。

从毛利率来看，2018 年，公司综合毛利率为 37.60%，同比下降 2.66 个百分点，主要系房地产开发业务毛利率下降所致。2018 年，公司房地产开发业务毛利率为 31.11%，受结转项目波动影响同比下降 6.40 个百分点。2018 年，公司房产出租毛利率为 89.83%，同比提高 11.45 个百分点，随哈德门项目投入运营而有所提高。土地一级开发业务和物业管理业务收入占比较低，对公司毛利率影响很小。

表 1　2016~2018 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	63.15	91.76	38.28	34.83	89.47	37.51	34.57	83.20	31.11
土地一级开发	1.38	2.01	2.51	0.75	1.94	1.90	1.57	3.78	1.90
房产出租	3.01	4.37	85.26	3.11	7.98	78.38	5.14	12.37	89.83
物业管理及其他	1.28	1.86	16.79	0.24	0.62	65.23	0.27	0.65	81.71
合计	**68.82**	**100.00**	**39.22**	**38.93**	**100.00**	**40.26**	**41.55**	**100.00**	**37.60**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，受益于房产出租收入增多公司收入规模有所增长，但结转项目毛利率下降使得公司综合毛利率有所回落。

2．土地储备

2018 年，公司主要通过挂牌方式获得土地，新获取 3 个项目，分别位于北京、无锡和铜仁，新获取土地占地面积 83.80 万平方米，规划建筑面积 211.20 万平方米，权益建筑面积 156.35 万平方米。新获取土地楼面均价 2,132.78 元/平方米，整体获取成本合理。

表 2　2018 年公司取得土地情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

项目名称	取得时间	获取方式	占地面积	建筑面积	区域	楼面地价	权益占比	土地使用性质
北京-小瓦窑	2018/1/30	挂牌	2.72	14.90	北京	20,945.50	20.4	住宅
无锡国瑞洛社新城	2018/4/26	挂牌	3.07	9.05	无锡	4,860.60	39	住宅
铜仁国瑞智能生态城项目	2018/5/18	挂牌	78.04	187.23	铜仁	501.70	80	普通住宅/商业
合计			**83.80**	**211.20**	--	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司共有 7 个项目的土地储备，尚未开发建筑面积 507.30 万平方米（权益建筑面积约 394.87 万平方米），从公司过往开发节奏看，公司土地储备能够满足公司未来 2~3 年的开发需求，项目储备较为充足。从拿地成本来看，公司土地储备的楼面均价处于较低水平；从区域分布来看，铜仁、启东、廊坊等三四线城市占比较高，未来去化面临一定不确定性。

表 3　截至 2018 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

项目名称	区域	土地性质	占地面积	规划建筑面积	楼面均价	尚未开发的土地面积	尚未开发的建筑面积	享有权益
海南云龙	海口	多用途	108.42	77.68	1,305.37	96.74	66.77	72
万宁国瑞城	万宁	多用途	24.43	35.27	364.44	9.10	17.35	80
永清国瑞城	廊坊	多用途	91.96	130.32	409.08	35.06	78.94	80
沈阳国瑞城	沈阳	多用途	62.76	164.15	1,098.77	16.43	62.61	80
深圳南山	深圳	商业	2.02	41.56	2,039.36	1.81	37.28	80
崇明岛	启东	多用途	121.15	103.18	1,025.87	90.88	70.58	72
铜仁项目	铜仁	多用途	78.04	187.23	501.75	72.45	173.80	80
合计	--	--	**388.80**	**739.40**	--	**322.50**	**507.30**	--

资料来源：公司提供

总体看，公司项目储备充足，能够满足未来 2~3 年的项目开发需要，且楼面均价处于较低水平；但公司土地储备以三四线城市为主且部分地区面积较大，需关注未来去化压力。

3．项目建设开发情况

2018 年，公司项目开发建设节奏有所加快，当年新开工面积 192.29 万平方米，同比增长 30.71%；竣工面积 60.45 万平方米，同比增长 13.52%。截至 2018 年底，公司期末在建面积 401.70 万平方米，较年初增长 48.85%。

表4　2016~2018年公司房地产项目开发建设情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	116.00	147.11	192.29
竣工面积	90.10	53.25	60.45
期末在建面积	176.00	269.86	404.79

资料来源：公司提供

从在建项目投资情况来看，截至 2018 年底，公司在建及拟建项目计划总投资额超 849.02 亿元，已完成投资 520.27 亿元，尚需投资超 328.75 亿元。公司未来对开发资金的需求规模较大，若未来销售回款情况不佳，公司存在一定的资金支出压力，具体情况如下表所示。

表5 截至2018年底在建及拟建项目投资情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	用途	区位	开工时间	预计竣工时间	总建筑面积	计划总投资	已完成投资
在建项目							
国瑞熙墅东	住宅	北京	2017Q2	2019Q4	31.21	43.00	33.32
国瑞熙墅西	住宅	北京	2017Q1	2019Q2	23.98	35.00	27.37
丰台小瓦窑	住宅	北京	2018Q3	2021Q2	14.92	56.10	41.30
海淀翠湖	住宅	北京	2018Q3	2020Q4	27.14	99.02	68.00
丰台西铁营	住宅	北京	2018Q2	2019Q4	33.55	110.00	97.00
郑州项目	多功能	郑州	2018Q3	2020Q2	3.05	1.79	0.55
大兴瀛海	住宅	北京	2018Q1	2020Q1	20.17	48.51	43.13
永清国瑞城	多用途	廊坊	2017Q3	2018Q4	11.07	7.03	1.24
沈阳国瑞城	多用途	沈阳	2017Q3	2019Q4	9.45	9.78	7.93
国瑞.西安金融中心	商业	西安	2016Q1	2019Q1	29.00	27.00	11.00
苏州国瑞熙墅	多用途	苏州	2017Q1	2019Q2	24.03	56.00	50.48
国华新都	住宅	佛山	2017Q3	2019Q4	7.47	7.40	4.08
国瑞升平商业中心	多用途	佛山	2016Q4	2018Q4	35.14	46.00	24.00
佛山西樵	多用途	佛山	2018Q3	2019Q4	26.61	30.00	19.40
国瑞医院	医院	汕头	2017Q4	2019Q4	36.02	35.00	6.30
深圳南山	商业	深圳	2017Q2	2020Q2	4.28	--	--
崇明岛	多用途	崇明岛	2017Q3	2019Q4	32.61	26.00	13.82
海南云龙	多用途	海南	2018Q2	2019Q4	10.91	16.77	3.64
万宁国瑞城	多用途	万宁	2018Q3	2020Q2	1.72	3.36	0.67
无锡项目	住宅	无锡	2018Q3	2020Q2	9.05	8.90	5.02
铜仁项目	多用途	铜仁	2018Q3	2020Q2	13.43	10.67	1.55
拟建项目							
海南云龙	多用途	海口	2019Q2	2021Q1	66.77	43.23	5.73
万宁国瑞城	多用途	万宁	2019Q2	2020Q2	15.00	9.30	0.45
永清国瑞城	多用途	廊坊	2019Q3	2021Q2	78.94	待定	41.40
沈阳国瑞城	多用途	沈阳	2019Q2	2021Q2	62.61	20.70	1.51
深圳南山	商业	深圳	2020Q2	2022Q2	37.28	45.00	7.60
崇明岛	多用途	启东	2019Q2	2022Q4	70.58	52.00	1.65
铜仁项目	多用途	铜仁	2019Q2	2022Q2	173.80	待定	2.13
合计					**912.12**	**849.02**	**520.27**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司加大了开发投入力度，推动项目加快周转；公司在建项目对开发资金的需求规模较大，若未来销售回款情况不佳，公司面临一定资金压力。

4．房产销售情况

2018 年，公司实现签约销售面积 76.20 万平方米，同比减少 4.17%，变动不大；实现签约销售均价 2.05 万元/平方米，同比提高 24.99%，主要系当期北京项目销售占比提高所致；2018 年，公司实现签约销售金额 156.20 亿元，同比增长 19.77%。

表6　2016~2018年公司房地产销售数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
签约销售面积（万平方米）	71.52	79.52	76.20
签约销售均价（万元/平方米）	1.08	1.64	2.05
签约销售金额（亿元）	76.90	130.00	156.20
结转收入面积（万平方米）	70.07	29.73	31.70
结转收入（亿元）	63.15	34.83	34.56

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司在售/可售项目 20 个，在售/可售项目总可售建筑面积 834.67 万平方米，其中已售面积 346.10 万平方米，剩余可售面积 488.56 万平方米，剩余可售规模较大，未来供货有保障；已取得预售证面积 433.95 万平方米，去化率约 79.76%，去化情况良好。

表7　截至2018年底公司在售项目销售及库存情况（单位：万平方米、%）

项目名称	位置	总可售面积	已取得预售证面积	已售面积	剩余可售面积	权益占比
北京佑安府	北京市丰台区西铁营村	27.68	27.68	7.67	20.01	20
北京国瑞城	北京东城区	5.80	5.80	5.50	0.30	80
北京国瑞熙墅东	北京昌平区	21.88	12.99	10.98	10.90	80
北京国瑞熙墅西	北京昌平区	17.34	17.34	10.40	6.94	80
大兴瀛海项目	北京大兴区	14.88	11.12	10.49	4.39	80
永清国瑞城（不含二号地）	永清县韩村镇廊霸路	102.99	30.88	29.71	73.28	80
郑州国瑞城	新郑市龙湖镇	68.25	57.03	55.71	12.54	80
沈阳国瑞城	沈阳市大东区东建街东	117.03	80.56	67.24	49.79	80
苏州国瑞熙墅	吴中区木渎镇	17.41	15.57	6.80	10.61	80
贵州铜仁	贵州省铜仁市碧江区川硐街道凉湾五福大道旁	159.37	7.95	1.34	158.03	80
无锡项目	无锡市洛社新城	6.60	2.30	2.05	4.56	39
海南国瑞海阔天空	海口市龙昆南路东侧	58.17	58.17	51.68	6.50	80
江畔花园	海口市新埠岛	2.06	2.06	2.01	0.05	80
海口西海岸国瑞	海口市滨海西路南侧	2.07	2.07	2.07	0.00	80
万宁国瑞城	万宁市万城镇望海大道	32.11	15.11	14.92	17.19	80
佛山国华新都	佛山南海大沥太平大道	47.31	37.77	28.66	18.65	44
佛山国瑞升平商业中心	佛山市禅城区	14.23	0.17	0.17	14.06	80
汕头四季园	汕头市龙湖区	16.16	16.08	10.64	5.51	80
汕头国瑞园二期	汕头市金砂路	6.81	6.81	6.73	0.08	80
崇明岛国瑞瀛台	崇明岛启东市	96.52	26.49	21.34	75.19	72
合计		**834.67**	**433.95**	**346.10**	**488.56**	--

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司签约销售金额有所增长，但实现签约销售面积同比减少，在开发建设节奏加快的情况下，需关注公司项目去化情况。

5．自持物业

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。公司最大的自持物业为北京

国瑞购物中心，隶属崇文门商圈，为北京二环路内规模较大的购物广场。

截至 2018 年底，公司完工自持物业总可租面积 48.78 万平方米，位于北京、汕头、沈阳、佛山等地，其中，位于北京的自持物业总可租面积占比过半。公司运营较成熟的自持物业整体出租率处于较高水平，公司沈阳国瑞城和北京哈德门项目开业较晚目前仍处在项目培育期，出租率较低。整体看，公司出租物业中一线城市占比较大，物业评估增值较多。

表8　截至2018年底公司自持物业基本情况（单位：平方米、亿元）

项目	位置	总可租面积	业态	入账成本	公允价值
北京国瑞城	北京	46,366	购物中心	7.38	45.64
		8,520	写字楼	0.70	4.16
		26,324	停车场	0.46	2.28
		29,546	零售商铺	1.38	9.42
		7,219	四合院	0.97	7.44
京禧阁	北京	3,431	停车场	0.23	0.37
北京富贵园	北京	26,146	购物中心	1.30	9.27
		3,170	零售商铺	0.12	1.00
汕头国瑞城	汕头	62,398	专业市场	1.34	5.74
沈阳国瑞城	沈阳	50,841	零售商铺	2.85	5.08
		58,972	零售商铺	2.54	3.81
北京哈德门	北京	108,450	商业、写字楼、停车场	47.13	65.85
佛山国瑞升平商业中心	佛山	34,989	零售商铺	14.07	17.25
深圳 南山	深圳	--	写字楼	8.00	9.57
北五楼	北京	10,916	零售商铺	0.36	3.98
海阔天空国瑞（S5）	海南	10,545	写字楼	0.76	2.18
合计	**--**	**487,833**	**--**	**89.60**	**193.05**

资料来源：公司提供

表9　2016~2018年公司主要自持物业经营情况（单位：%、亿元、元/平方米/天）

项目名称	2016 年			2017 年			2018 年		
	出租率	收入	单位租金	出租率	收入	单位租金	出租率	收入	单位租金
北京国瑞城	83.13	2.39	6.46	84.96	2.43	6.63	87.51	2.54	6.69
北京富贵园	77.79	0.40	4.81	84.63	0.40	4.37	78.79	0.40	4.68
北京北五楼	--	--	--	--	--	--	100.00	0.23	6.27
汕头国瑞城	89.68	0.22	1.08	95.79	0.24	1.09	98.56	0.28	1.23
沈阳国瑞城	--	--	--	36.35	0.00	0.01	35.07	0.06	0.46
北京哈德门	--	--	--	56.46	0.04	8.72	61.03	1.63	6.42
合计	**--**	**3.01**	**--**	**--**	**3.11**	**--**	**--**	**5.14**	**--**

资料来源：公司提供

整体看，公司的自持物业以大型商业综合体为主，主要位于一、二线城市，北京区域占比较高，物业质量较好，未来有望继续为公司贡献较为稳定的现金流入。

6. 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。

公司土地储备以三四线城市为主，未来去化面临一定不确定性

从公司土地储备区域分布看，铜仁、启东、廊坊等三四线城市占比较高，未来去化面临一定不确定性。

未来资本支出较大风险

2018 年，公司加大了开发投入力度，期末在建项目较多，但当年实现签约销售面积同比减少，为了大量项目推向市场或将面临一定去化压力。若销售或销售回款情况不及预期，公司大量在建项目后续投入压力较大。

7. 未来发展

在当前金融政策收紧的环境下，公司将优先保障现金流稳健，增强投资风险管控，谨慎筛选优质项目投资。在城市布局方面，公司将继续深耕已战略进入的城市，重点关注京津冀、长三角、珠三角及一带一路经济走廊四大区域内的重点城市。现阶段针对北上广深等一线城市政策和金融压力较大，公司将严格把控风险，谨慎逆周期拿地，杜绝高价地。对于二线城市，公司认为，当前二线城市核心区竞争情况已可与一线城市比肩，同时二线城市的外扩发展趋势已显现，城市溢出效应明显，二线城市的新区是良好投资方向，同时二线城市周边改善型低密度产品的需求量正开始逐步提升，未来存在一定的发展机遇。对于三四线城市，公司将选择具有强势配套资源的土地，比如政府、学校、医院、地铁、商业核心区等区域性强势周边，规避三四线城市市场容量有限的风险。

总体看，跟踪期内，公司能够结合外部资金环境和市场环境，对其战略做出适当调整，未来发展规划较为明确。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2018 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。2018 年公司合并范围新设 16 家子公司，处置 1 家子公司，公司合并范围变动不大，主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至2018年底，公司合并资产总计608.17亿元，负债合计481.82亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）126.34亿元，其中归属于母公司所有者权益100.65亿元。2018年，公司实现营业收入41.55亿元，净利润（含少数股东损益）9.98亿元，其中归属于母公司所有者的净利润7.19亿元；经营活动现金流量净额13.24亿元，现金及现金等价物净增加额-10.94亿元。

2．资产质量

截至2018年底，公司资产总额608.17亿元，较年初增长6.70%，流动资产与非流动资产均有所增长；其中，流动资产占比60.61%，非流动资产占比39.39%，流动资产占比较年初变动不大。

截至2018年底，公司流动资产368.63亿元，较年初增长6.94%，主要系合同资产、存货和其他应收款增长所致；流动资产主要由其他应收款（占比12.27%）和存货（占比77.23%）构成。

截至2018年底，公司货币资金7.77亿元，较年初减少62.14%，主要系偿还到期债务所致；其中，

现金占比0.51%，银行存款占比42.33%，其他货币资金占比57.17%，其他货币资金主要为按揭贷款担保保证金及部分预售监管资金，公司不能随意支取；公司货币资金规模一般，受限资金占比较高。

截至2018年底，公司其他应收款45.23亿元，较年初增长23.56%，主要系应收项目合作款和押金及保证金增多所致；其他应收款主要由与关联方往来（占比67.97%）、押金及保证金（占比18.59%）和应收项目合作款（占比9.42%）构成；其中，账龄在1年以内的其他应收款占比75.53%，账龄在1~2的其他应收款占比21.06%，账龄在2年以上的其他应收款占比3.41%，整体账龄一般，公司未对其他应收款计提坏账准备。

截至2018年底，公司存货账面价值284.70亿元，较年初增长5.99%，主要系房地产开发成本增长所致；存货主要由房地产开发成本（占比89.41%）和房地产开发产品（占比10.59%）构成，公司未对存货计提跌价准备。

截至2018年底，公司非流动资产239.54亿元，较年初增长6.33%，主要系投资性房地产增长所致；非流动资产主要由投资性房地产（占比80.59%）和其他非流动资产（占比10.47%）构成。

截至2018年底，公司投资性房地产账面价值193.05亿元，较年初增长5.44%，主要系公允价值变动所致；投资性房地产主要分布于北京，入账成本89.60亿元，累计增值率115.46%，增值幅度较大，投资性房地产公允价值变动受国家宏观经济形势、房地产政策等影响较大，存在一定的估值波动风险。

截至2018年底，公司其他非流动资产25.07亿元，较年初增长5.83%，主要系可抵扣进项税增多所致。

截至2018年底，公司受限资产合计315.64亿元，占总资产比重为51.90%；其中，货币资金4.44亿元，存货123.52亿元，投资性房地产176.75亿元，无形资产2.79亿元，固定资产8.15亿元。公司资产受限程度高。

表 10　截至 2018 年底直接或间接持有的子公司股权受限情况（单位：亿元、%）

子公司名称	子公司报告期末资产总额	子公司报告期营业收入	母公司直接或间接持有的股权比例合计	母公司持有的股权中权利受限的比例	受限原因
汕头市国瑞医院有限公司	16.11	0.00	100.00	100.00	股权质押融资
北京国瑞德恒房地产开发有限公司	44.21	0.00	80.00	80.00	股权质押融资
廊坊国瑞房地产开发有限公司	28.20	0.09	80.00	80.00	股权质押融资
佛山市国华置业有限公司	45.64	5.97	44.00	44.00	股权质押融资
海南国瑞投资开发有限公司	30.87	5.12	80.00	80.00	股权质押融资
深圳万基药业有限公司	10.37	0.00	80.00	80.00	股权质押融资
国瑞兴业（北京）实业股份有限公司	51.41	0.40	91.00	91.00	股权质押融资
佛山市国瑞南方地产开发有限公司	31.64	0.66	80.00	80.00	股权质押融资
汕头市国瑞房地产开发有限公司	13.77	10.73	80.00	80.00	股权质押融资
苏州国瑞地产有限公司	46.82	3.54	80.00	80.00	股权质押融资
海南骏和实业有限公司	5.19	0.00	80.00	80.00	股权质押融资
国瑞兴业（北京）投资有限公司	303.54	6.36	80.00	80.00	股权质押融资
北京文华盛达房地产开发有限公司	33.56	0.00	80.00	80.00	股权质押融资
合计	**661.31**	**32.87**	--	--	--

资料来源：公司债券年报

总体看，2018年，公司资产规模保持增长，资产结构仍以流动资产为主，流动资产中存货占比较大，公司货币资金规模一般且受限程度较高；非流动资产中投资性房地产占比较高、增值幅度较大，存在一定的估值波动风险；公司受限资产比重高，整体资产质量较为一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至2018年底，公司负债合计481.82亿元，较年初增长7.40%，流动负债与非流动负债规模均有所增长；其中，流动负债占比66.02%，非流动负债占比33.98%，流动负债占比较年初有所下降。

截至2018年底，公司流动负债318.12亿元，较年初增长3.98%，变动不大；流动负债主要由短期借款（占比5.98%）、应付票据及应付账款（占比9.78%）、合同负债（占比21.56%）、应交税费（占比6.96%）、其他应付款（占比36.33%）和一年内到期的非流动负债（占比19.01%）构成。

截至2018年底，公司短期借款19.02亿元，较年初增长533.94%，主要系公司新增两笔一年期借款所致；短期借款全部为抵押借款。

截至2018年底，公司应付票据及应付账款31.12亿元，较年初减少13.03%，主要系完工项目支付工程款所致。

公司自2018年1月1日起实行新收入准则，原预收款项下的预收售楼款重分类至合同负债。截至2018年底，公司合同负债68.60亿元，全部为预收售楼款。

截至2018年底，公司应交税费22.14亿元，较年初增长11.75%，主要系应交企业所得税、土地增值税等增多所致。

截至2018年底，公司其他应付款115.58亿元，较年初增长57.00%，主要系与关联方往来款增长所致；其中，应付关联方往来款107.33亿元，公司与关联方之间资金往来数额较大。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债60.48亿元，较年初减少56.89%，主要系偿还到期债务所致。

截至2018年底，公司非流动负债163.70亿元，较年初增长14.72%，主要系长期借款增多所致；非流动负债主要由长期借款（占比83.09%）和递延所得税负债（占比16.58%）构成。

截至2018年底，公司长期借款136.01亿元，较年初增长25.39%；长期借款全部为抵押借款，从长期借款剩余期限结构看，剩余期限在1~2年的42.54亿元，剩余期限在2~3年的15.56亿元，剩余期限在3~4年的5.65亿元，剩余期限在4~5年的7.79亿元，剩余期限在5年以上的64.48亿元，公司2020年面临一定的长期借款集中到期压力。

截至2018年底，公司递延所得税负债27.14亿元，较年初增长11.91%，主要系公司投资性房地产公允价值增加，应纳税暂时性差异相应增长所致。

截至2018年底，公司全部债务216.79亿元，较年初减少17.17%，主要系偿还到期债务所致；其中，短期债务80.23亿元（占比37.01%），长期债务136.56亿元（占比62.99%），短期债务规模和占比较年初均有所下降。截至2018年底，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79.23%、63.18%和51.94%，较年初分别提高0.51个百分点、下降5.14个百分点和提高2.55个百分点。公司债务结构有所优化，公司债务负担有所下降，但仍属较重。

总体看，2018年，公司负债规模有所增长，负债结构中流动负债占比有所下降；债务结构有所优化，债务负担有所下降，但仍属较重。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 126.34 亿元，较年初增长 4.12%，变化不大；其中归属于母公司所有者权益 100.65 亿元，占比 79.67%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 0.48%、资本公积占比 2.70%、未分配利润占比 77.74%、盈余公积占比 10.51%、其他综合收益占比 8.57%。公司所有者权益构成较年初变化不大，未分配利润占比仍高，权益稳定性较弱。

总体看，2018 年，公司所有者权益规模和结构较年初变化不大；所有者权益中实收资本占比很低，未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。

4．盈利能力

2018年，公司实现营业收入41.55亿元，同比增长6.74%，主要系物业出租收入增多所致；净利润9.98亿元，同比减少7.30%，主要系公允价值变动收益减少所致；归属于母公司所有者的净利润7.19亿元。

从期间费用上看，2018年，公司期间费用总额5.30亿元，同比增长2.08%；其中，销售费用占比25.69%，管理费用占比57.12%，财务费用占比17.19%。2018年，公司销售费用1.36亿元，同比减少16.79%，主要系部分咨询代理费确认为取得合同的成本所致；管理费用3.03亿元，同比增长23.79%，主要系员工薪酬、折旧等增加所致；财务费用0.91亿元，同比减少17.95%，主要系资本化利息费用和利息收入增长所致。

从利润构成上看，2018年，公司公允价值变动收益7.55亿元，同比减少21.02%，全部为投资性房地产公允价值变动；公允价值变动收益占营业利润的52.86%，公司营业利润对公允价值变动损益依赖度高。

盈利指标方面，2018年，公司营业利润率为29.23%，同比增长0.38个百分点，变动不大。2018年，公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为3.35%、2.77%和8.06%，分别同比减少0.38个百分点、0.66个百分点和1.31个百分点，主要系利润规模减少所致。

总体看，2018年，公司收入规模有所增长，受公允价值变动收益减少影响利润规模有所下降，公司营业利润对公允价值变动收益的依赖度仍高。

5．现金流

从经营活动看，2018年，公司经营活动现金流入83.86亿元，同比增长2.92%，变动不大；经营活动现金流出70.62亿元，同比减少41.45%，主要系土地支出减少所致。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额13.24亿元，由净流出转为净流入。

从投资活动看，2018年，公司投资活动现金流入37.94亿元，同比增长166.22%，主要系向关联方收回的现金增长所致；投资活动现金流出27.94亿元，同比减少54.04%，主要系向关联方支付的现金减少所致。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额10.01亿元，由净流出转为净流入。

从筹资活动看，2018年，公司筹资活动现金流入206.50亿元，同比增长17.81%，主要系取得借款收到的现金和向关联方收回的现金增多所致；筹资活动现金流出240.69亿元，同比增长183.46%，主要系偿还债务支付的现金增多所致。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额-34.19亿元，由净流入转为净流出。

总体看，2018年，因土地支出减少，公司经营活动现金流转为净流入；因关联方净流入增加投资活动现金流转为净流入；受偿还到期债务增多影响，公司筹资活动现金流由净流入转为净流出。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017~2018 年，公司流动比率分别为 1.13 倍和 1.16 倍，速动比率分别为 0.25 倍和 0.26 倍，流动比率和速动比率变动不大；现金短期债务比分别为 0.14 倍和 0.10 倍，2018 年底下降主要系偿还到期债务现金类资产减少所致。整体看，公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 17.10 亿元，同比减少 2.46%，变动不大；其中，折旧和摊销占比 4.43%，计入财务费用的利息支出占比 12.87%，利润总额占比 82.70%，EBITDA 仍以利润总额为主。2017~2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.07 倍和 0.08 倍，变动不大，EBITDA 对债务覆盖程度较弱；EBITDA 利息倍数分别为 1.10 倍和 0.79 倍，EBITDA 对利息的保障程度较弱。总体看，公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2018 年底，公司金融机构综合授信额度 285.51 亿元，已使用额度 200.69 亿元，剩余额度 84.82 亿元，公司间接融资渠道有待拓展。

截至 2018 年底，公司无重大未决诉讼。

截至 2018 年底，公司为房产购买人提供阶段性按揭担保余额 46.06 亿元，占净资产的 36.46%；对关联方提供担保总额 15.40 亿元，占净资产的 12.19%。公司对外担保余额较大，面临一定或有负债风险。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1044050700068410M），截至 2019 年 6 月 4 日，共在 6 家金融机构办理过信贷业务，目前均已结清；已结清信贷信息中，存在 1 笔欠息，最近一次结清日期为 2009 年 4 月 24 日。

总体看，2018 年，公司短期偿债能力指标和长期偿债能力指标表现较弱。考虑到公司土地储备规模较大、自持物业区域位置分布较好、土储成本相对较低、在建项目规模较大等因素，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2018年底，公司现金类资产7.77亿元，约为“15花园01”和“15花园02”余额合计（5,467万元）的14.21倍，现金类资产对“15花园01”和“15花园02”余额的覆盖程度良好；净资产126.34亿元，约为“15花园01”和“15花园02”余额合计（5,467万元）的231.10倍，净资产对“15花园01”和“15花园02”余额保障程度良好。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为17.10亿元，约为“15花园01”和“15花园02”余额合计（5,467万元）的31.27倍，EBITDA对“15花园01”和“15花园02”余额保障程度良好。

从现金流情况来看，2018年，公司经营活动产生的现金流入83.86亿元，约为“15花园01”和“15花园02”余额合计（5,467万元）的153.39倍，经营活动现金流入量对“15花园01”和“15花园02”余额保障程度良好。

总体看，本报告跟踪债项本金余额较小，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、自持物业项目分布区域较佳等因素，公司对“15花园01”和“15花园02”的偿还能力很强。

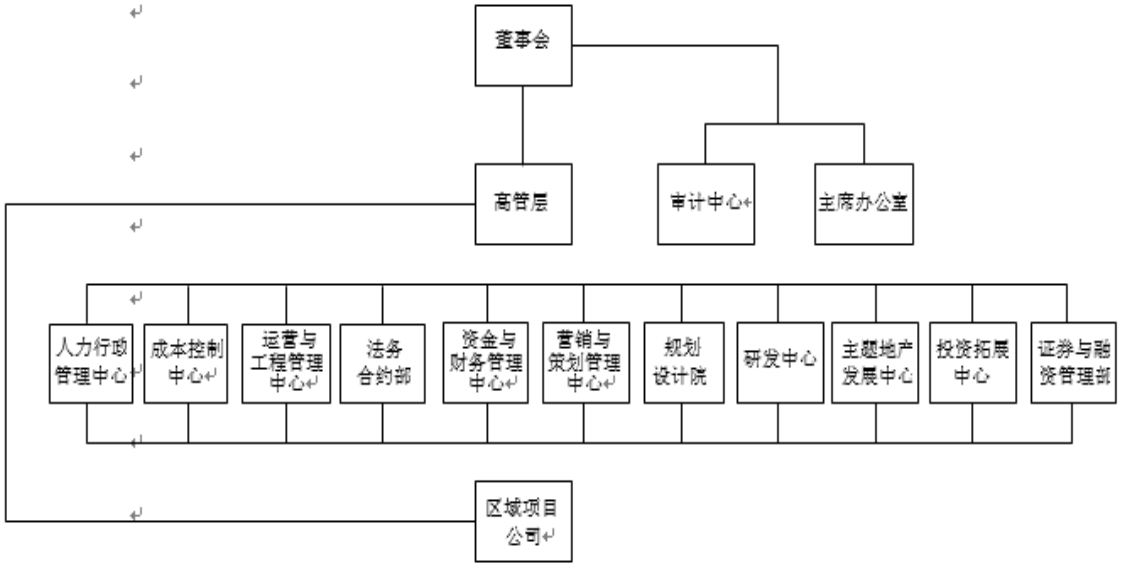
八、综合评价

2018 年，公司加大了项目开发力度，公司项目储备充足且保持了较大规模的开工量，未来供货有保障；公司自持物业经营情况良好，受益于房产出租收入增多公司收入规模有所增长，公司大部分存续债券跟踪期内已回售偿付，公司整体债务规模下降。同时联合评级也关注到跟踪期内，公司签约销售减少，融资环境不佳，公司项目开发存在一定资金支出压力；公司土地储备以三四线城市为主，未来去化面临一定不确定性；货币资金减少，资产受限程度较高，流动性风险加大；公司营业利润对公允价值变动收益的依赖度仍高等因素可能对公司信用状况产生的不利影响。

未来，公司自持物业经营情况不断完善，同时，随着公司大量地产项目推向市场，以及在建项目陆续竣工，公司收入规模和盈利能力有望稳定。

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”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　汕头花园集团有限公司组织结构图



附件 2　汕头花园集团有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	431.12	569.98	608.17
所有者权益（亿元）	108.59	121.34	126.34
短期债务（亿元）	22.84	143.29	80.23
长期债务（亿元）	162.98	118.44	136.56
全部债务（亿元）	185.82	261.73	216.79
营业收入（亿元）	68.82	38.93	41.55
净利润（亿元）	17.08	10.77	9.98
EBITDA（亿元）	24.99	17.53	17.10
经营性净现金流（亿元）	-37.18	-39.15	13.24
流动资产周转次数(次)	0.32	0.13	0.12
存货周转次数（次）	0.25	0.10	0.09
总资产周转次数（次）	0.18	0.08	0.07
现金收入比率（%）	103.93	157.98	192.78
总资本收益率（%）	6.90	3.73	3.35
总资产报酬率（%）	6.39	3.43	2.77
净资产收益率（%）	17.14	9.37	8.06
营业利润率（%）	29.74	28.86	29.23
费用收入比（%）	8.40	13.34	12.76
资产负债率（%）	74.81	78.71	79.23
全部债务资本化比率（%）	63.12	68.32	63.18
长期债务资本化比率（%）	60.01	49.40	51.94
EBITDA 利息倍数（倍）	2.27	1.10	0.79
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.07	0.08
流动比率（倍）	1.79	1.13	1.16
速动比率（倍）	0.20	0.25	0.26
现金短期债务比（倍）	0.48	0.14	0.10
经营现金流动负债比率（%）	-26.85	-12.80	4.16
EBITDA/待偿本金合计（倍）	45.72	32.06	31.27

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 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
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	自由负债/自有资产×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	
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+一年内到期的非流动负债
全部债务=长期债务+短期债务
EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级