

信用等级公告

联合[2015]380 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拟发行的 2015 年公司债券进行评级，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拟发行的 2015 年不超过 30 亿元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：

分析师：张计阳 徐海阳

二零一五年八月四日

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>

汕头花园集团有限公司

2015 年公司债券（第一期）信用评级分析报告

本次公司债信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：30 亿元（含 30 亿元）

本期发行规模：不超过 20 亿元（含 20 亿元），

其中基础发行规模不超过 10 亿元，超额配

售规模不超过 10 亿元

本期债券期限：5 年（3+2）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015 年 8 月 4 日

财务数据：

发行人

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	187.00	224.94	279.85	279.71
所有者权益(亿元)	56.66	61.67	74.04	75.32
长期债务(亿元)	33.52	62.24	65.97	75.64
全部债务(亿元)	56.83	73.37	108.19	108.27
营业收入(亿元)	45.07	72.01	55.89	8.28
净利润(亿元)	12.73	23.99	11.56	1.43
EBITDA(亿元)	20.43	37.88	18.33	--
经营性净现金流（亿元）	0.34	0.28	-6.11	0.59
营业利润率(%)	29.40	49.18	35.76	42.65
净资产收益率(%)	---	40.55	17.04	1.92
资产负债率(%)	69.70	72.58	73.54	73.07
全部债务资本化比率(%)	50.07	54.33	59.37	58.97
流动比率	1.38	1.69	1.20	1.30
EBITDA 全部债务比	0.36	0.52	0.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.25	4.42	2.36	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.68	1.26	0.61	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2015 年一季度财务数据未经审计且未年化。因发行人未提供 2011 年数据，故部分 2012 年财务指标未明确列示。

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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对汕头花园集团有限公司（以下简称“公司”或“汕头花园”）的评级反映了公司作为知名的房地产开发企业，具有丰富的房地产开发经验，土地储备规模较大；虽然近三年受限购政策影响，但公司房地产开发收入稳定增长，同时公司在建项目较多，未来可结转收入规模较大。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。同时，联合评级也关注到房地产行业受经济周期和行业政策影响较大、公司有息债务规模较大、资产负债率较高等因素对公司经营和财务造成的不利影响。

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

优势

1. 房地产行业未来仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。近期国内房地产限购政策全面放松，行业环境得到明显改善。

2. 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，同时公司控股多家不同区域城市的房地产公司，具备一定的规模优势和竞争力。

3. 公司土地储备及在建项目规模较大，未来可结转收入较多，公司盈利能力未来有望进一步提升。

关注

1. 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。

2. 公司有息债务规模较大、资产负债率较高，债务负担较重。

3. 公司投资性房地产规模较大，且用于担保抵押比率较高，近年来投资性房地产公允价值的波动性值得关注。

分析师

张开阳

电话：010-85172818

邮箱：zhangky@unitedratings.com.cn

徐海波

电话：010-85172818

邮箱：xuhb@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

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与汕头花园集团有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与汕头花园集团有限公司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，未因汕头花园集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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公司相关资料主要由汕头花园集团有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

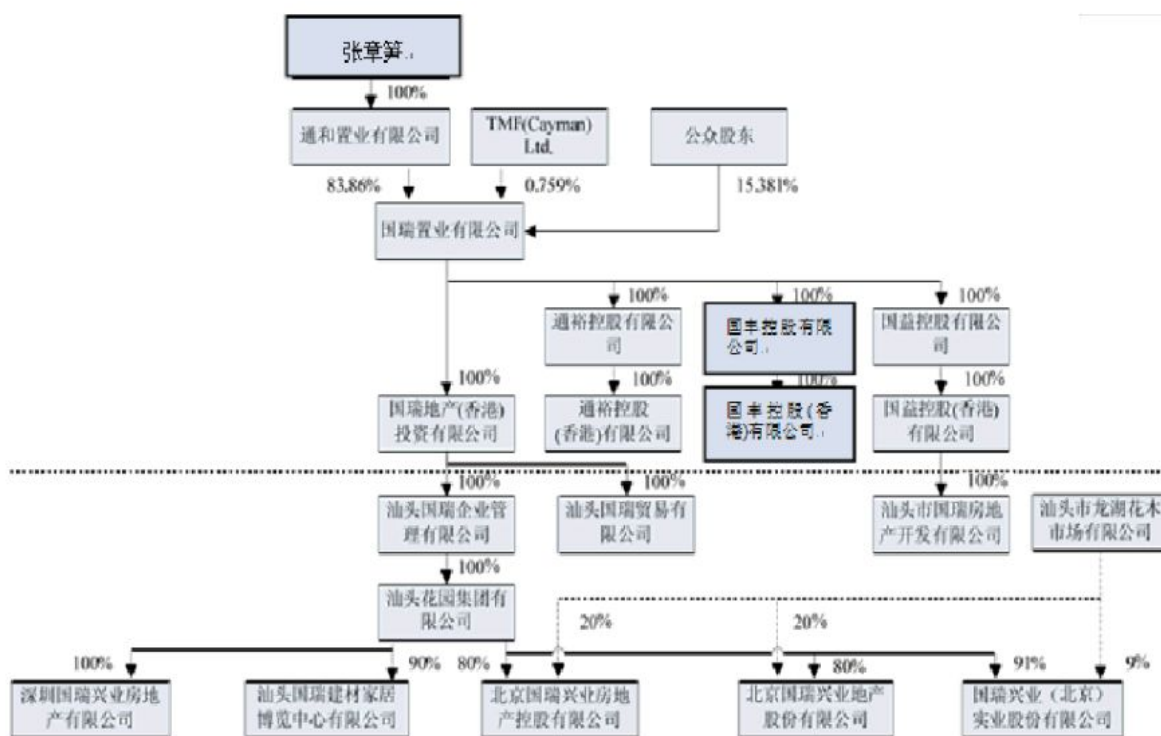
本次债券信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

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 3 月底，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 截至 2015 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：房地产经营，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 3 月底，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 32 家。截至 2014 年底，公司在职员工 1,349 人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 2,798,471.17 万元，负债合计 2,058,080.58 万元，所有者权益（含少数股东权益）740,390.59 万元；2014 年公司实现营业收入 558,938.76 万元，净利润（含

少数股东损益) 115,615.49 万元; 2014 年公司经营活动现金流量净额为-61,088.90 万元, 现金及现金等价物净增加额-30,851.12 万元。

截至 2015 年 3 月底, 公司合并资产总额 2,797,082.76 万元, 负债合计 2,043,834.84 万元, 所有者权益(含少数股东权益) 753,247.92 万元; 2015 年 1~3 月公司实现营业收入 82,760.82 万元, 净利润(含少数股东损益) 14,303.20 万元; 2015 年 1~3 月公司经营活动现金流量净额为 5,881.84 万元, 现金及现金等价物净增加额-6,602.59 万元。

公司注册地址: 汕头市衡山路 71 号; 法人代表: 张章笋。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“汕头花园集团有限公司 2015 年公司债券”, 面向合格投资者公开发行, 不向公司股东优先配售; 预计发行规模为不超过人民币 30 亿元(含 30 亿元), 其中第一期债券(以下简称“本期债券”)基础发行规模不超过人民币 10 亿元, 可超额配售不超过 10 亿元。发行人和主承销商将根据网下申购情况, 决定是否行使超额配售选择权, 即在基础发行规模 10 亿元的基础上, 由主承销商在本期债券基础发行规模上追加不超过 10 亿元的发行额度。

本期债券的期限 5 年期, 附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权, 发行利率由公司与主承销商根据国家有关规定和市场询价情况协商确定。本期债券为固定利率债券, 采用单利按年计息, 不计复利, 逾期不另计息, 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。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还金融机构借款和补充流动资金。

三、行业分析

公司主要业务为房地产开发与销售、物业出租、物业管理以及其他服务, 属于房地产行业。

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, 从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前, 我国房地产业主要体现以下特征:

第一, 区域性较强, 企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性, 大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地, 而中西部地区的房地产企业普遍规模较小, 数量也较少。另外, 我国房地产企业还呈现出较强的区域性, 某一地区的市场, 外地房地产企业较难进入。

第二, 受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多, 相对可开发土地较少, 房地产业发展相当迅速, 部分地区土地寸土寸金。另外, 房地产企业属资金密集型产业, 特别是民营房地产企业, 可用于开发的资金相当紧张, 银行贷款又受到一些政策的限制。所以, 土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与企业相关部门发生种种联系。

从近年房地产行业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月，一、二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。受2011年行业低迷影响，2012年房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.2%，增速较2011年放缓11.7个百分点。商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增长13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度明显回升，2013年全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.8%，增速较2012年提高3.6个百分点。商品房施工面积66.6亿平方米，比上年增长16.1%，增幅同比增长2.9个百分点；新开工面积20.1亿平方米，比上年增长13.5%，增幅同比增长20.8个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速不断放缓，2014年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资95,036亿元，名义同比增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速比2013年回落9.3个百分点。其中，房地产开发企业住宅施工面积72.65亿平方米，同比增长9.2%，房屋新开工面积17.96亿平方米，同比下降10.7%。

总的来看，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，目前受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，其增速有所放缓。

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，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。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，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业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。

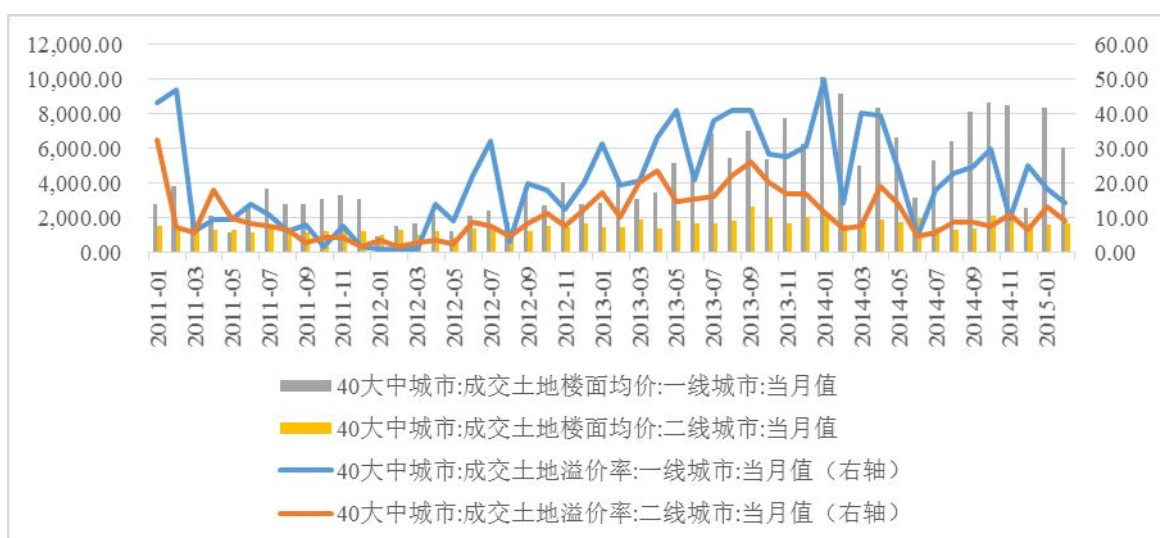
2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年同期下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2012年下半年以来，一线城市土地溢价率持续走高，也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012年全国300个城市住宅用地楼面均价为1,347元/平方米，同比上涨7.4%，其中12月达1,675元/平方米，为2010年4月调控以来最高值。受供应量增加影响，2013年土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

2013年重点城市地价升高，带动楼面均价整体水平明显高于上年。全国300个城市土地成交楼面均价1,174元/平方米，同比上涨27%。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，楼面均价领涨。2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞拍建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

进入2014年，受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌，各地土地出让情况出现恶化，土地出让溢价率和楼面地价明显回落，如下图所示。2014年12月，全国一线城市土地出让溢价率为24.97%，较2013年12月下降近6个百分点；一线城市楼面地价2,600.72元/平方米，较2013年12月下降58.54%。根据中国房产信息集团（CRIC）统计，2014年全国土地成交价款10,020亿元，同比增长1.00%。

总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，但整体保持在较高水平。值得注意的是，2013年由于土地供应量较大，土地成本较高，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

图2 2011年以来全国40个大中城市用地楼面均价及平均溢价率（单位：元/平方米、%）

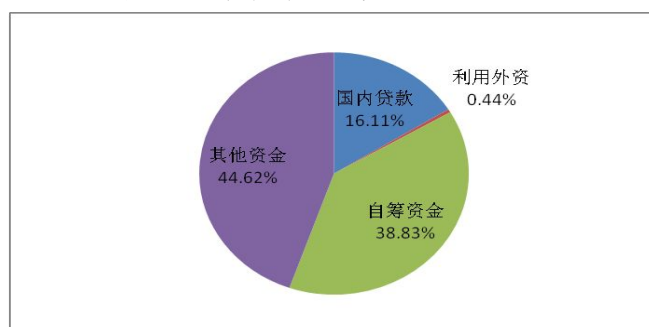


资料来源：Wind资讯

（2）开发资金来源状况

2008年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。从房地产资金来源情况看，房地产开发企业资金来源总体增速增长。据国家统计局数据显示，2013年房地产开发企业本年资金来源122,122.47亿元，比上年增长26.5%，增速较上年增长13.8个百分点，其中，国内贷款19,672.66亿元，比上年增长33.1%，增速较上年增长19.9个百分点；利用外资534.17亿元，增长32.8%，增速已经由负转正；自筹资金47,424.95亿元，增长21.3%，较上年增长9.6个百分点；其他资金54,490.70亿元，增长28.9%，增速较上年增长14.2个百分点。

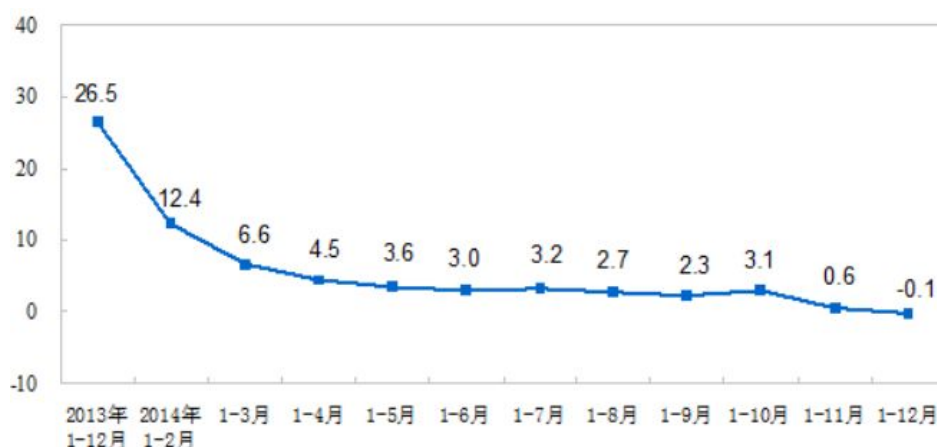
图3 2013年房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

2014年，房地产开发企业到位资金121,991亿元，比上年下降0.1%，1-11月份为增长0.6%，2013年为增长26.5%。其中，国内贷款21,243亿元，增长8.0%；利用外资639亿元，增长19.7%；自筹资金50,420亿元，增长6.3%；其他资金49,690亿元，下降8.8%。在其他资金中，定金及预收款30,238亿元，下降12.4%；个人按揭贷款13,665亿元，下降2.6%。

图4 2014年全国房地产开发企业本年资金到位增速 单位：%



资料来源：国家统计局

2015年1-5月份，房地产开发企业到位资金45,966亿元，同比下降1.6%，降幅比1-4月份收窄0.9个百分点。其中，国内贷款8,740亿元，下降6.8%；利用外资150亿元，同比持平；自筹资金18,389亿元，增长0.9%；其他资金18,688亿元，下降1.5%。在其他资金中，定金及预收款10,973亿元，下降4.2%；个人按揭贷款5,575亿元，增长4.4%。

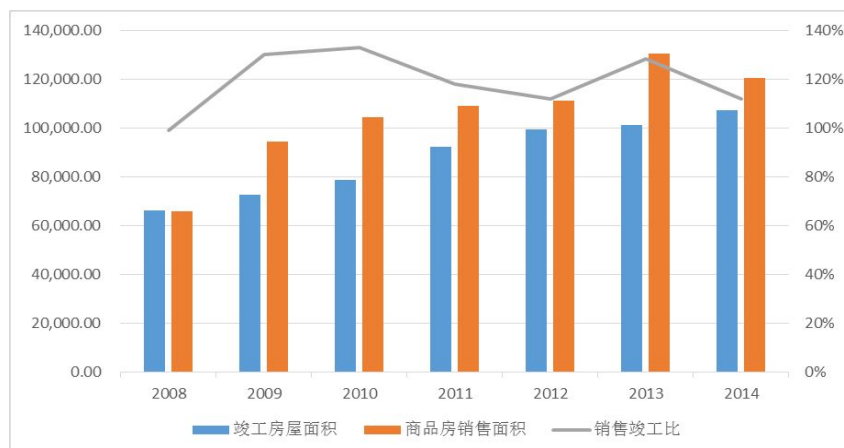
总的来看，作为资金密集型企业，房地产开发企业仍面临一定的资金压力。

(3) 市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2012年全国房地产开发企业房屋施工面积57.34亿平方米，比上年增长13.2%；房屋新开工面积17.73亿平方米，下降7.3%；房屋竣工面积9.94亿平方米，增长7.3%；其中，住宅竣工面积79,043万平方米，增长6.4%。与此同时，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积11.13亿平方米，比上年增长1.8%；其中，住宅销售面积增长2%，办公楼销售面积增长12.4%，商业营业用房销售面积下降1.4%。商品房销售额6.45万亿元，增长10%；其中，住宅销售额增长10.9%，办公楼

销售额增长 12.2%，商业营业用房销售额增长 4.8%。2013 年统计数据显示，房屋竣工面积 10.14 亿平方米，增长 2.0%，增速下降 0.5 个百分点；其中，住宅竣工面积 7.87 亿平方米，下降 0.4%。2013 年，商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.3%，增速较上年回落 0.5 个百分点。2013 年房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。

图5 2008~2014年全国商品住宅供求情况单位：万平方米

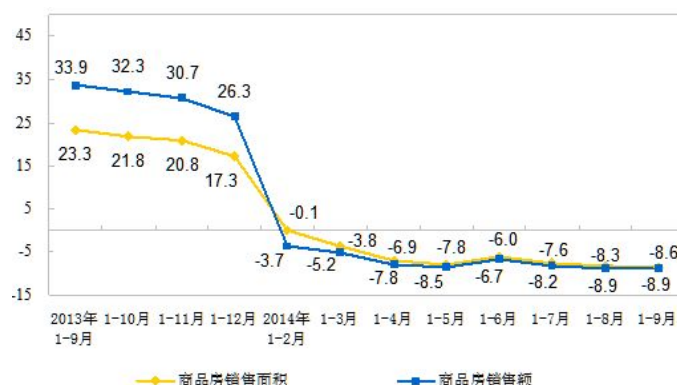


资料来源：国家统计局、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。1~9月份，商品房销售面积7.7亿平方米，同比下降8.6%，其中住宅销售面积下降10.3%；商品房销售额4.9万亿元，同比下降8.9%，其中住宅销售额下降10.8%。从供给方面看，2014年上半年商品房竣工面积仍保持增长，1~9月份，住宅竣工面积4.33亿平方米，同比增长5.1%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图6 全国商品房销售面积和销售额增速情况单位：%



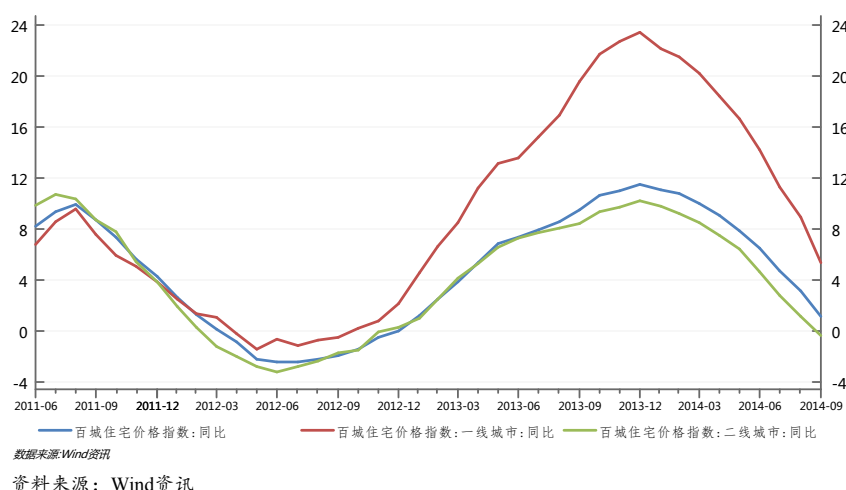
资料来源：国家统计局

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010 年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011 年 9 月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入 2012 年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于 2012 年 6 月实现环比小幅上

涨，结束了连续 9 个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2013 年 12 月百城住宅均价为 10,833 元/平方米，同比上涨 11.51%。2014 年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 9 月百城住宅均价为 10,672 元/平方米，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，跌幅扩大 0.33 个百分点，如下图所示。

图7 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况单位：%



2015 年上半年，在中央定调稳增长、调结构、促消费的背景下，央行连续降准降息，放松信贷门槛，调整个人住房转让营业税免征期，构建宽松的市场环境。同时，地方也纷纷出台公积金放松、财政补贴等系列政策，刺激需求促进库存去化，改善性需求获积极支持。多重政策效应叠加影响下，楼市逐步回暖趋势基本确立。从新房销售情况看，价格方面，2015 年上半年百城住宅价格止跌转涨，累计上涨 0.82%，一线城市领涨全国，深圳涨幅尤为显著。成交方面，2015 年上半年 50 个代表城市月均成交约 2,600 万平方米，同比增长 25%，绝对量创历史同期新高。供应方面，10 个代表城市月均新批上市面积 566 万平方米，同比下降 14%，绝对量为 2010 年以来次高水平。全国来看，2015 年 1-5 月全国商品房销售显著回暖，累计销售额自 2014 年以来首现同比增长；开发投资同比增速回落趋缓，新开工同比降幅收窄。

总的来看，2015 年以来，全国房地产市场呈现回暖态势，房地产企业销售压力有所减轻，未来盈利能力有望提高。

3. 竞争格局

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。

进入 2014 年，行业集中度进一步提升。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 17.49%和 23.49%，较上年分别提高了 4.22 个和 5.24 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.26%和 13.51%，较上年分别提高了 1.89 和 2.39 个百分点（详见下表）。

表1 2010~2014年前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
前10大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	17.49%
前20大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	23.49%
前10大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	10.26%
前20大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.51%

资料来源：联合评级搜集整理

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，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，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，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表2 2015年中国房地产开发公司测评前10强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团有限公司	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会，中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

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

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。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参

与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。2009年以来主要的房地产调控政策如表3所示。

表3 2011年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2011年1月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011年1月	国务院“新国八条”
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
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3月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限

资料来源：联合评级搜集整理

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。2014年4月至5月间，无锡、天津、宁波、武汉、郑州等城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展。

2015年全国两会期间，国务院总理李克强在《政府工作报告》中指出，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。2015年3月27日国土部、住建部联合下发通知优化今年住房及用地供应结构。3月30日，央行联合住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例：二套房商业性贷款最低首付款比例调整为不低于40%，同时调整了住房公积金贷款政策，首套普通自住住房公积金贷款最低首付款比例为20%；对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的，最低首付款比例为30%。3月30日，财政部也联合国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限：个人将购买2年以上（含2年）的普通住房对外销售的，免征营业税。

总体看，为促进房地产行业的健康发展，2015年房地产行业调控政策已有所放宽，将在一定程度上缓解房价向下调整趋势。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进，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。

5. 行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入2014年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。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

利润愈发难以持续。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。

6. 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。

参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

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，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，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。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，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小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为国内中等规模的房地产开发企业，经过多年经营，逐步建立了以环渤海地区和珠三角地区为依托，其他具有高增长潜力的主要城市为重点的房地开发展布局，旗下拥有多家房地产开发子公司。公司专注于开发住宅项目以及在各城市商业中心开发大型多用途综合体项目，目前已开发和正在开发的项目有北京“国瑞城”、“富贵园”、“北京国瑞中心”，海口“海阔天空国瑞城”、“国瑞花园”、“国瑞江畔花园”，廊坊“永清国瑞城”，沈阳“国瑞城”，汕头“星湖雅居”、“国瑞城”，郑州“国瑞城”，万宁“国瑞城”等。

公司的间接控股股东为在香港证券交易所上市的国瑞置业有限公司（股票简称：“国瑞置业”，股票代码“02329”）2015年，国瑞置业有限公司被评为“2015中国大陆在港上市房地产企业财务稳健性TOP10”企业、“2015中国大陆在港上市房地产企业投资价值TOP10”企业。公司控股的房地产公司有20余家，其中，公司间接控股（持股80%）的北京国瑞兴业地产股份有限公司，

2014 年被评为“2014 年度全国最具投资价值地产企业”，2015 年被评为“中国质量信用 AAA 级企业”。

总体看，公司房地产开发经验较丰富，其间接控股股东为香港上市房地产企业，同时公司控股多家不同区域城市的房地产公司，具备一定的规模优势和竞争力。

2. 人员素质

公司现有高层管理人员 6 名，其中总裁 1 名，副总裁 4 名，财务负责人 1 名，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长张章笋先生，兼任公司总经理，59 岁，于 1969 年高中毕业，拥有逾 20 年房地产开发、管理及运营经验。于 1994 年创立公司，其后一直领导公司开发房地产项目。成立公司前，张先生曾于 1980 年至 1987 年在汕头市物资局任职。张先生亦为中国人民政治协商会议北京市委员会委员、中国人民政治协商会议北京市东城区常务委员会委员、汕头市全国人民代表大会代表、中华全国工商业联合会房地产商会理事兼副会长及北京潮商会会长。

公司财务总监董雪儿女士，38 岁。董女士于 1997 年 10 月加入公司，曾于 1997 年 10 月至 2003 年 1 月期间担任汕头国瑞企业管理有限公司总账会计，于 2003 年 2 月至 2008 年 7 月期间担任北京国瑞主管会计，并于 2008 年 8 月至 2010 年 2 月期间担任沈阳大东方置业有限公司财务总监。自 2010 年 3 月起，董女士担任公司财务总监，负责包括（但不限于）资金管理、贷款管理、资产管理及会计核算等整体财务管理。董女士于 2006 年 7 月获对外经济贸易大学颁发会计专业大专文凭。

截至 2014 年底，公司拥有在职员工 1,349 人，其中项目管理人员 83 人，占比 6.16%；销售人员 191 人，占比 14.16%；技术人员 385 人，占比 28.54%；财务人员 102 人，占比 7.57%；投融资及业务发展 33 人，占比 2.44%；行政人员 163 人，占比 12.08%；商业及物业管理 392 人，占比 29.05%。从人员学历结构看，大学本科及以上学历 35.14%，大学专科学历占比 28.91%，其余人员学历为专科以下。

总体来看，公司管理团队从业时间较长，具有丰富的从业经验，员工素质能够满足目前经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

根据《公司法》等法律法规的规定，公司建立起规范的公司治理结构。作为汕头国瑞企业管理有限公司的全资下属子公司，公司不设股东会；公司设董事会，成员 3 人，任期三年，董事长 1 人，由股东任命。董事会对公司的发展目标和重大经营活动做出决策，维护出资人的权益。公司设经理 1 人，由股东任命，经理对董事会负责并行使相应职权。

公司不设监事会，设监事 1 人，由股东任命，监事对公司的财务以及公司董事和高级管理人员履行职责的合法、合规性进行有效监督，并发表独立意见。

公司已建立起从公司治理层面到各业务流程层面的系统的内部控制制度。董事会负责内部控制的建立、健全及有效实施，监事会对董事会建立与实施内部控制进行监督，经理层负责组织领导企业内部控制的日常运行。

总体看，公司作为单一股东企业，法人治理结构较简单，符合法律要求，公司运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

2. 管理体制

公司下设总裁办公室、人力资源管理中心、运营与工程管理中心、招标采购中心、成本管理中心、资金与财务管理中心、营销策划管理中心等 13 个职能部门（见附件 1），拥有直接或间接控股子公司 32 家，子公司主要为区域公司。公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，制定了行政管理、人力资源管理、资金与财务管理制度、法律事务管理办法、信息化管理制度、内部审计管理制度、项目发展管理、项目工程管理等规章制度，在此基础上形成了符合现行法律法规的管理体制。

在资金与财务管理方面，公司制定了《资金与财务管理制度》，制度内容涵盖了货币资金管理、财务付款审批、贷款管理、销售财务管理等各个方面。公司财务管理实施垂直管理，公司所有下属子公司财务部门均纳入财务垂直管理范围。公司及其下属子公司货币资金由资金与财务管理中心归口管理，统一调配。公司资金与财务管理中心根据子公司上报之月度付款计划预留资金，子公司在月度计划范围内，按照《集团财务管理权限表》，在权限内按相应程序对支付进行审批，完成付款审批程序后，于每月 10 日、25 日集中对外付款。50 万元以内由子公司财务部直接付款；50 万元以上需通过总部资金与财务管理中心网银授权支付。

在项目管理方面，公司制订了《项目管理分册》，内容涵盖项目发展管理、项目经营目标管理、项目设计管理、项目工程管理、项目计划管理、项目成本管理、项目招标采购管理、项目销售管理、商业物业管理、销售物业管理等各个管理环节。基于公司对不同区域子公司的战略定位，子公司对所在地区项目发展负有收集、推荐、管理公共关系等责任，公司所有拟开发项目的最终决策权由决策管理委员会做出。

公司设立独立的审计中心，并制定了《内部审计管理制度》，对公司内部管理控制系统、制度流程的完整性和有效性进行检查；对管理制度的实用性和可操作性进行定期梳理，提出完善建议；制定年度审计计划，实施内部审计；定期和不定期对下属公司进行全面审计和专项审计，保证公司在经营过程中及时发现风险，有效化解风险，有效防范经营决策和管理风险，确保公司的规范运作和健康发展。同时，公司还设立法务部，负责对公司及下属子公司的法律与风险事务进行统筹管理，对公司各部门予以法律专业上的指导，对下属子公司的法律人员进行专业上的垂直管理。

总体看，公司管理制度较完备，在资金与财务管理、项目管理以及子公司管理等方面均有相应制度予以规范，公司的管理体制能够支持自身正常经营并防范相关风险。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营住宅开发和销售，属于房地产开发企业。近三年受市场环境的影响，公司营业收入和净利润均呈波动态势，年均增长率分别为 11.36%和-4.70%。2014 年，公司实现营业收入 558,938.76 万元，同比下降 22.38%；净利润 115,615.49 万元，同比大幅下降 51.81%。公司近三年营业收入中房地产开发收入占比较高，2012~2014 年房地产开发收入占主营业务收入比重分别为 83.28%、66.47%和 90.77%，主营业务较为突出。

从主营业务收入构成情况来看，房地产开发为公司主营业务收入的主要来源。此外，公司主营业务还包括土地一级开发、房产出租和物业管理。2012~2014 年，公司房地产开发收入持续上升，年均增长 16.26%，近三年房地产开发收入占比分别为 83.28%、66.47%和 90.77%，主营业务较为突出，2013 年房地产开发收入占比较低，主要系 2013 年土地一级开发收入大幅上涨导致营

业收入上涨幅度高于房地产开发收入上涨幅度所致；2012~2014 年，公司土地一级开发收入分别为 36,079.13 万元、211,279.75 万元和 18,332.48 万元，年均下降 28.72%，主要系公司一级开发项目均需一定的拆迁周期所致。近三年，公司房产出租业务收入逐年增长，年均增长率为 9.85%，物业管理及其他收入占比较小，对主营业务基本无影响。

从主营业务毛利率变动来看，2012~2014 年，房地产开发业务毛利率分别为 39.68%、40.40% 和 48.20%，主要系公司每年销售的区域及物业组合不同所致。2013 年开始毛利率逐年提高是由于公司房地产开发收入中北京区域项目占比较大所致；土地一级开发业务毛利率分别为 4.76%、89.77% 和 4.76%，2013 年土地一级开发收入毛利率较高，主要系公司于 2013 年取得了北京哈德门项目 13 亿元补偿收入所致；公司房产出租业务毛利率均在 85% 以上，毛利率较高；公司物业管理毛利率近三年分别为 69.03%、39.33% 和 -0.04%，毛利率波动大幅下降，主要系近三年公司因股权变动剥离了宾馆酒店业务，从而导致物业及其他业务收入的毛利减少所致。2012~2014 年公司综合毛利率分别为 40.18%、56.57% 和 48.59%，呈现波动增长，主要系占比最高的房地产开发毛利率逐年上升、土地一级开发业务 2013 年毛利增长较快所致。

表 4 2012 年~2014 年公司主营业务收入情况 单位：万元、%

项目	2012 年			2013 年			2014 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	375,359.50	83.28	39.68	478,713.19	66.47	40.40	507,353.00	90.77	48.20
土地一级开发	36,079.13	8.01	4.76	211,279.75	29.34	89.77	18,332.48	3.28	4.76
房产出租	23,495.53	5.21	86.18	24,575.49	3.41	89.38	28,349.64	5.07	91.89
物业管理	11,381.72	2.53	69.03	4,910.54	0.68	39.33	4,760.92	0.85	-0.04
其他	4,391.44	0.97	53.84	662.91	0.09	63.57	142.73	0.03	97.66
合计	450,707.33	100.00	40.18	720,141.87	100.00	56.57	558,938.76	100.00	48.59

资料来源：公司年报，联合评级整理。

2015 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 82,760.82 万元、净利润 14,303.20 万元，较去年同期分别下降 19.30% 和上升 37.90%，主要系销售区域和项目不同所致。

总体看，公司近三年营业收入及毛利率有所波动，其中房地产开发业务收入和毛利率逐年上升；未来随着国内房地产市场环境逐步好转，以及公司在售楼盘的开发和销售渐次推进，预计公司营业收入规模将保持稳健增长。

2. 项目管理及土地储备情况

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公司实现营业收入和经营利润最为重要的环节。

从成本构成来看，和行业内其他房地产开发公司类似，公司的项目开发成本主要是土地成本、建安成本和相关税费等，其中土地成本和建安成本占比较高，合计占比 90% 以上。公司土地出让金按照每次土地招拍挂的合同约定支付，建安费用通常根据项目工程进度支付，一般每月按约 80% 的已完成工程向承包方付款，竣工验收前支付款项不超过 85%，项目决算后一般付满 95% 的款项，剩余 5% 作为工程质保金。

为确保公司发展规划，发展新项目犹为重要，目前公司拿地的方式有：1) 对公开市场取得土地、2) 一、二级开发联动、3) 项目转让与合作等多种取得的土地。无论哪种方式的新项目拓展均需按《项目发展管理制度》进行科学论证和决策后，由投资决策委员通过并制定《项目经营策划书》，策划书从前期的信息收集阶段开始规范各个流程的作业，确保参与决策的委员会成员在

信息对等的前提下进行民主决策，并具体开展土地收购工作。具体来看，公司通常会先做出土地开发预案，包括物业种类、产品定位、价格水平、销售预期、收入、税金及利润预算等，在经董事会批准后，实施土地收购。收购完成后，委托相关合作方进行项目设计，成本中心根据项目设计方案负责成本预算、招采中心通过公开招标的方式确定各环节的建筑安装公司和工程物资采购，招标完成后，会在现场负责工程的具体施工并进行监督，项目土地收购完成后营销策划部负责销售方案的制定，具备预售阶段进行项目的销售工作

从土地储备的具体情况来看，截至 2015 年 3 月底，公司持有的土地储备合计 736.45 万平米，其中廊坊、海口、沈阳、佛山占比最高，分别为 26.19%、21.50%、20.16%和 11.49%。公司平均土地收购成本较低，截至 2015 年 3 月底，公司土地收购成本平均为 1,505.70 元/平方米。

表 5 截至 2015 年 3 月底公司土地储备情况 单位：平方米

地区	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）	平均土地收购成本（人民币元/平方米）
	总建筑面积	余下未售建筑面积	总建筑面积	规划建筑面积			
北京	1,422,548	236,471	140,021	-	376,492	北京东城区	8,886.70
海口	508,788	90,561	386,117	1,106,902	1,583,579	海口龙昆南路、新埠岛、红城湖路	1,605.50
万宁	47,748	19,380	114,250	204,057	337,687	万宁市万城镇望海大道	351.20
廊坊	103,635	30,298	357,669	1,540,737	1,928,704	永清县韩村镇廊霸路	353.20
郑州	476,756	72,432	312,792	66,873	452,098	新郑市龙湖镇	395.00
沈阳	354,085	122,928	361,398	1,000,206	1,484,532	沈阳市大东区东建街东	1,108.10
佛山	-	-	275,033	571,426	846,460	佛山南海大沥太平大道、忠义路	2,491.00
西安	-	-	-	289,978	289,978	西安高新区锦业路以南	1,551.80
汕头	182,147	64,966	-	-	64,966	汕头市长平路、金砂路	287.90
总计	3,095,707	637,036	1,947,280	4,780,180	7,364,497		1,505.70

资料来源：公司提供

注：土地储备为竣工余下未售建筑面积、在建总建筑面积和代建规划建筑面积之和。

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。

3. 项目建设开发情况

从公司房地产开发建设情况来看，2012~2014 年，公司年度开复工面积、竣工面积均稳步提升，公司房地产开发业务增长明显。2014 年，公司新开工项目 8 个，较上年增长 2 个；开复工面积 207.9 万平方米，较上年增加 81.9 万平方米；竣工面积 59.2 万平方米，较上年增长 9.8 万平方米。

表6 2012~2014年公司项目开发情况

项目	2012 年末	2013 年末	2014 年末
在建开工项目数（个）（含当年竣工）	7	7	8
开复工面积（万平方米）	65.0	126.0	207.9
竣工项目数（个）（含分期项目）	3	6	8
竣工面积（万平方米）	24.5	49.4	59.2
在建项目数（个）	京禧阁 +海阔天空国瑞城+国瑞花园+万宁国瑞城+永清国瑞城+郑州国瑞城+沈阳国瑞城	京禧阁 +海阔天空国瑞城+国瑞花园+万宁国瑞城+永清国瑞城+郑州国瑞城+沈阳国瑞城	北京国瑞中心+南渡江海阔天空国瑞城+万宁国瑞城+永清国瑞城+郑州国瑞城+沈阳国瑞城+佛山国华新都

资料来源：公司提供

在建项目投资情况，截至 2014 年底，公司在建项目 10 个，计划总投资额 94.58 亿元，已投资 45.33 亿元，尚需投资 49.23 亿元，公司未来对开发资金的需求规模较大。

表 7 公司 2014 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	新郑国瑞城一组团	0.98	0.37	0.60
2	新郑国瑞城二组团	9.17	3.58	5.59
3	永清国瑞城四期-2 号地	11.06	4.94	6.11
4	沈阳国瑞城住宅 C 地块	19.65	15.18	4.48
5	万宁国瑞城	5.14	3.57	1.57
6	海阔天空国瑞城 S3	7.90	2.76	5.14
7	海阔天空国瑞城 S4	6.84	3.25	3.59
8	海阔天空国瑞城 S5	8.77	3.50	5.27
9	国华新都一期	11.75	5.22	6.54
10	江畔花园	4.22	2.96	1.26
	合计	94.58	45.33	49.23

资料来源：公司提供

4. 房产销售情况

公司采用自销、代销结合的方式销售。公司设有营销和策划管理中心，负责管理所有项目的全盘销售和策划推广安排。项目公司的销售团队负责落实总部的决策，组织具体销售流程。公司营销和策划管理中心及区域项目公司的销售团队于整个项目开发过程中均有参与，特别是在选址、产品定位、预算规划及项目设计等环节参与意见确保公司项目定位准确，符合客户期望，并可合理定价。此外公司亦委聘外部房地产销售代理参与销售。

在项目预售前，营销和策划管理中心负责制定营销战略和计划。公司主要通过户外广告、印刷媒体及互联网推销物业。区域项目公司的销售团队亦会准备基准项目单价和定价相关政策，并提交高级管理层审阅。公司已制定集中的营销费用和定价控制策略，在预售开始前，公司总裁根据区域项目公司的建议确定该项目的营销预算以及每个物业类型的基准售价，并根据市场情况每月调整。

在项目销售期间，区域项目公司的销售团队为客户提供全面协助，进行内部协调从而解答客户提出的疑问，收集客户和潜在客户的反馈信息以便进行产品评估，协助设计修改后续产品设计，从而应对市场需求的任何变化。

2012~2014 年，公司房地产销售面积呈现波动上升态势。2014 年，公司达预售项目 9 个，较

上年减少 2 个；协议销售面积 47.67 万平方米，较上年增长 24.17%；协议销售金额 62.06 亿元，较上年增长 22.72%；协议销售均价 13,017.5 元/平方米，较上年变动不大。结转方面，2014 年公司结转收入面积 43.7 万平方米，结转收入 50.74 亿元，分别较上年上升 14.10%和 6.00%。

表 8 2012~2014 年公司房地产销售数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
达预售项目（个）	12	11	9
签约销售面积（万平方米）	42.17	38.39	47.67
签约销售金额（亿元）	32.83	50.57	62.06
签约销售均价（元/平方米）	7,785.9	13,170.5	13,017.5
结转收入面积（万平方米）	54.9	38.3	43.7
结转收入（亿元）	37.54	47.87	50.74

从协议销售均价看，2013 年 13,170.5 元/平方米，较 2012 年大幅增长，主要系 2013 年可售产品的地区及业态组合与 2012 年不同所致，2014 年 13,017.5 元/平方米，与 2013 年接近，主要原因是 2013~2014 年公司销售的产品业态及地区基本趋同所致。

表 9 2012~2014 年公司分地区营业收入情况（单位：亿元）

2012 年		2013 年		2014 年	
地区	金额	地区	金额	地区	金额
北京	6.74	北京	39.96	北京	18.21
海南	10.25	海南	18.53	海南	13.37
万宁	-	万宁	-	万宁	1.59
郑州	0.40	郑州	8.09	郑州	12.07
沈阳	0.74	沈阳	4.56	沈阳	2.53
廊坊	-	廊坊	-	廊坊	7.66
汕头	1.93	汕头	0.88	汕头	0.48
重庆	7.92	重庆	-	重庆	-
石家庄	17.09	石家庄	-	石家庄	-
合计	45.07	合计	72.01	合计	55.89

资料来源：公司提供

总体看，公司营业收入主要来源于北京、海南、郑州和廊坊地区，2014 年公司营业收入来源最大的地区为北京，公司营业收入区域分布广泛，不存在区域集中风险。

5. 自持物业

公司自持物业主要是大型商业综合体，包括购物中心、写字楼、停车场和专业市场。自持物业总面积为 760,230 平方米，其中，购物中心有两家，分别是北京国瑞城和北京富贵园，出租率分别为 98%和 94%，其中北京国瑞城是面积最大的自持物业；写字楼主要是北京国瑞城，出租率为 86%；停车场分别是北京国瑞城和京禧阁，出租率分别是 70%和 72%；专业市场分别是沈阳国瑞城和汕头国瑞城，出租率分别为 100%和 85%。

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。

表 10 公司 2014 年底持有物业情况

序号	项目名称	建筑面积 (万平方米)	物业概况 (商业、写字楼、娱乐)	出租率 (%)	投资成本 (亿元)	账面金额 (亿元)
1	北京国瑞城	84,904	购物中心	98%	7.38	43.05
		9,808	写字楼	86%	0.81	3.48
		26,324	停车场	70%	0.46	2.14
		29,128	零售商业	83%	1.16	7.84
		7,219	四合院	62%	0.97	6.84
2	北京富贵园	26,146	购物中心	94%	1.30	8.48
3	沈阳国瑞城	50,841	专业市场	100%	1.86	3.36
		58,972	零售商业	-	2.23	3.25
4	汕头国瑞城	62,398	专业市场	85%	1.22	5.07
5	北京京禧阁	3,950	停车场	72%	0.22	0.35
6	北京国瑞中心	140,021	--		36.47	38.40
7	佛山南堤湾	260,519	--		5.59	5.98
	合计	760,230	--		59.66	128.22

资料来源：公司提供

从公司自持物业的收入及租金情况来看，2012~2014 年，北京国瑞城和北京富贵园平均租金水平逐年上涨，物业收入也逐年增加。截至 2014 年底，北京国瑞城和北京富贵园的租金水平分别为 5.37 元/平/天和 5.13 元/平/天，收入分别为 22,269.84 万元和 3,471.35 万元，分别占自持物业总收入的 78.55%和 12.24%；汕头国瑞城的租金水平呈波动上升，截至 2014 年底，汕头国瑞城租金水平为 1.35 元/平/天，收入为 2,608.45 万元，占自持物业总收入的 9.20%。上述物业的租金水平处于当地中上水平，近三年较为稳定。

整体看，公司出租物业相对分散，有效规避了区域集中风险，近三年物业收入相对稳定，未来有望继续为公司贡献较为稳定的现金流入。

表 11 2012~2014 年公司自持物业收入及租金情况

项目名称	租金及收入	2012 年	2013 年	2014 年
北京国瑞城	平均租金水平（元/平/天）	4.57	4.86	5.37
	物业收入（万元）	15,910.14	19,029.03	22,269.84
北京富贵园	平均租金水平（元/平/天）	4.74	4.89	5.13
	物业收入（万元）	3,409.85	3,276.01	3,471.35
沈阳国瑞城	平均租金水平（元/平/天）	0.14	0.12	---
	物业收入（万元）	129.21	113.18	---
汕头国瑞城	平均租金水平（元/平/天）	1.24	1.08	1.35
	物业收入（万元）	2,509.11	2,157.27	2,608.45
重庆国瑞城	平均租金水平（元/平/天）	1.07	---	---
	物业收入（万元）	1,537.22	---	---
合计	平均租金水平（元/平/天）			
	物业收入（万元）	23,495.53	24,575.49	28,349.64

资料来源：公司提供

6. 经营效率

由于公司营业收入上升幅度小于应收账款上升幅度，公司应收账款周转率逐年下滑，但仍属

较高水平，2013~2014 年分别为 65.70 次和 26.64 次；随着公司项目结转规模变化，公司成本有所波动，同期存货上升较快，公司存货周转率呈逐年下降态势，2013~2014 年分别为 0.29 次和 0.22 次；2013~2014 年公司总资产周转率分别为 0.35 次和 0.22 次，逐年下降，主要是应收账款、存货和投资性房地产增加较快带动总资产较快上升所致。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率处于行业较低水平；整体看公司经营效率尚可。

表12 房地产开发类上市公司2014年经营效率指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
汕头花园	27.17	0.22	0.22
万科 A	58.87	0.32	0.30
招商地产	597.69	0.30	0.30
保利地产	38.39	0.29	0.32
世茂股份	14.02	0.34	0.23
荣盛发展	121.17	0.34	0.34
东华实业	13.99	0.30	0.26
绿景控股	16.79	0.15	0.21

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，可比公司数据引自 wind，表格内的可比公司和汕头花园集团有限公司应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告正文及附表口径有一定差异。

7. 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 3 月底，公司合并口径的存货金额为 1,286,286.08 万元，占总资产的比重达 45.99%，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。

未来资本支出较大风险

截至 2014 年底，公司在建项目 10 个，计划总投资额 94.58 亿元，已投资 45.33 亿元，尚需投资 49.23 亿元，公司未来对开发资金的需求规模较大，存在一定的外部融资依赖。

8. 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；继续在北京、深圳、海南及佛山开发甲级写字楼；计划在经选定的省会城市开发甲级写字楼。

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，吸引、保留并激励人才，具体包括：开发标准化的产品线以缩短建设周期，并继续通过实时监督确保项目进度，同时通过与第三方地产中介的合作进一步提高营销能力；将战略性的增加专业人才所占比例，并改善总部与区域部门的轮岗制度，培养复合型中层管理人才；将提供系统和综合的培训计划，并以有竞争力的薪酬组合吸引及保留人才，如提高员工绩效奖金并引入新股权激励机制。

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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年度合并财务报表经德勤华永会计事务所（特殊普通合伙）审计，3 年出具的均为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。公司提供的 2015 年第一季度的合并财务报表未经审计。截至 2015 年 3 月 31 日，公司纳入合并范围内子公司共 32 家，近三年公司合并范围变化较大，与 2011 年相比，2012 年公司新增 4 家合并范围子公司，减少 9 家合并范围子公司；与 2012 年相比，2013 年公司新增 3 家合并范围子公司，减少 7 家合并范围子公司；与 2013 年相比，2014 年公司新增 3 家合并范围子公司，考虑到公司主营业务未发生重大变化，财务数据可比性较强。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 2,798,471.17 万元，负债合计 2,058,080.58 万元，所有者权益（含少数股东权益）740,390.59 万元；2014 年公司实现营业收入 558,938.76 万元，净利润（含少数股东损益）115,615.49 万元；2014 年公司经营活动现金流量净额为-61,088.90 万元，现金及现金等价物净增加额-30,851.12 万元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 2,797,082.76 万元，负债合计 2,043,834.84 万元，所有者权益（含少数股东权益）753,247.92 万元；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 82,760.82 万元，净利润（含少数股东损益）14,303.20 万元；2015 年 1~3 月公司经营活动现金流量净额为 5,881.84 万元，现金及现金等价物净增加额-6,602.59 万元。

2. 资产质量

2012~2014 年公司资产规模平稳增长，年均增长率达到 22.33%，资产构成以流动资产为主。截至 2014 年底，公司合并资产规模达 2,798,471.17 万元，其中流动资产占比 52.60%，非流动资产占比 47.40%。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产为 1,472,131.19 万元，以货币资金（占 4.12%）和存货（占 91.09%）为主（如下图所示）。

图 8 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2012~2014 年，公司货币资金总额逐年下降，年均减少 27.88%。截至 2014 年底，公司货币资金为 60,662.98 万元，较年初减少 32.73%，主要系公司支付佛山南堤湾地价款 7.4 亿元，以及佛山国华新都地价款 5 亿元，北京国瑞中心地价款 1.5 亿元，支付西安股权款 2.2 亿元所致。期末货币资金中使用受限的金额为 7,424.87 万元，占比 12.24%，主要为按揭担保保证金存款及部分预售监管资金。

2012~2014 年，随着公司房地产开发项目的增加，公司存货规模逐年增加，复合增长率为 24.43%。公司存货构成主要为开发成本和开发产品，2014 年底两者占比分别为 75.27% 和 16.73%。截至 2014 年底，公司存货账面价值为 1,340,953.67 万元，较年初增长 5.41%。因为近几年房地产开发项目发生减值的风险较小，公司未对存货计提跌价准备。截至 2014 年底，公司已有账面价值 536,011.46 万元的存货用于担保，占比 39.97%。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产规模逐年增长，年均增长 34.46%。截至 2014 年底，公司非流动资产总额为 1,326,339.98 万元，主要包括投资性房地产（占 96.68%）、长期股权投资（占 1.43%）、固定资产（占 1.01%）和递延所得税资产（占 0.75%）等。

2012~2014 年，公司投资性房地产逐年上升，年均增长 35.41%，主要系 2014 年，公司新增北京国瑞中心和佛山南堤湾项目作为投资性物业持有，导致 2014 年末投资性房地产余额较 2013 年末大幅增加所致。截至 2014 年底，公司投资性房地产为 1,282,245.00 万元，较年初增长 60.57%，其中已有公允价值 1,213,130.00 万元的房屋及建筑物用于债务担保，占比较大。

2012~2013 年，公司无长期股权投资，截至 2014 年底，公司长期股权投资为 18,907.60 万元，主要系公司对渤海人寿保险股份有限公司和深圳市大潮汕建设有限公司的长期股权投资。

2012~2014 年，公司固定资产规模呈逐年下降趋势，年均减少 21.01%。截至 2014 年底，公司固定资产为 13,382.29 万元，从构成上看，房屋及建筑物占比 74.82%、运输设备占比 16.39%、电子设备、器具及家具合计占比 8.79%。公司固定资产成新率为 65.54%，成新率较低。

2012~2014 年，公司递延所得税资产波动增长，年均增长 14.62%。截至 2014 年底，公司递延所得税资产为 9,951.18 万元，较年初增长 62.86%。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 2,797,082.76 万元，较年初小幅减少 0.05%，其中公司流动资产 1,460,909.42 万元，较年初减少 0.76%；非流动资产 1,336,173.34 万元，较年初小幅增

加 0.74%。截至 2015 年 3 月底，公司流动资产和非流动资产占比分别为 52.23%和 47.77%，流动资产占比小幅下降。

总体看，公司资产规模较大，以流动资产为主；流动资产中，以房地产开发项目为主的存货占比较大；非流动资产以投资性房地产为主，整体资产质量尚可。

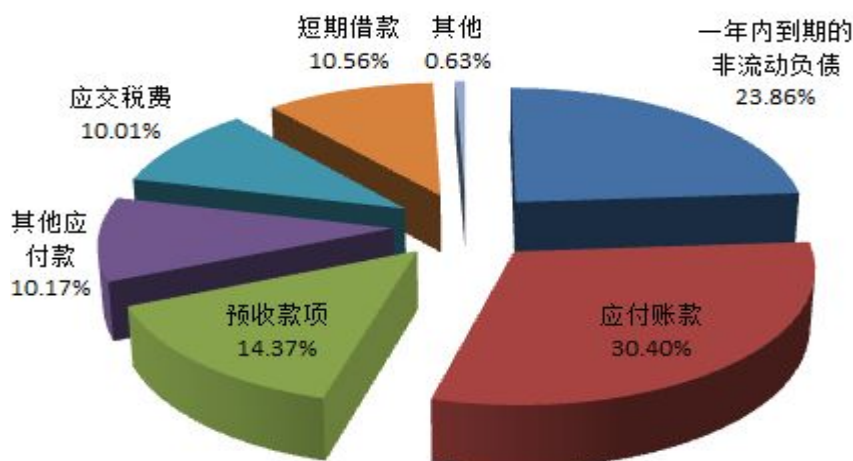
3. 负债及所有者权益

2012~2014 年，公司负债规模逐年增加，年均增长 25.66%。截至 2014 年底，公司负债合计 2,058,080.58 万元，较年初增长 26.05%。公司负债主要以流动负债为主，截至 2014 年底，公司流动负债和非流动负债分别占 59.59%和 40.41%。

流动负债

2012~2014 年，公司流动负债规模波动增长，年均增长 21.88%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 1,226,318.90 万元，以应付账款（占 30.40%）、一年内到期的非流动负债（占 23.86%）、预收款项（占 14.37%）、短期借款（占 10.56%）、其他应付款（占 10.17%）和应交税费（占 10.01%）为主（如下图所示）。

图9 2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2012~2014 年，公司应付账款大幅增长，年均增长 84.58%，主要系近三年施工面积增加导致公司应付工程款增长所致。截至 2014 年底，公司应付账款为 372,833.95 万元，较年初增长 59.90%。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债年均增加 13.83%，主要为房地产业务相关长期借款即将到期所致。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 292,626.00 万元，较年初增长 163.12%。

2012~2014 年，公司预收款项波动下降，年均减少 29.40%。公司预收款项主要系预收售楼款（预收售楼款是对已经对外销售，但未达到确认收入标准的项目所收取的房款，该款项在达到确认收入标准时结转计入营业收入）。截至 2014 年底，公司预收款项合计 176,167.86 万元，较年初增加 2.83%，由于这部分负债届时将结转为收入，因此公司不存在实际偿付压力。

2012~2014 年，公司短期借款年均增长 322.64%，截至 2014 年底，公司短期借款合计 129,500.00

万元，由信用借款（占比 16.60%）和抵押借款（占比 83.40%）组成。

2012~2014 年，公司其他应付账款金额呈波动态势，变动率为 2.01%。截至 2014 年底，公司其他应付账款余额为 124,754.66 万元，较年初减少 46.54%，主要为与关联方及第三方往来款、诚意金、股权转让款及保证金等。

2012~2014 年，公司应交税费波动增长，年均增长 282.30%，主要系近三年公司竣工交付结转面积增加，房屋销售收入增加导致应交税费增加所致。截至 2014 年底，公司应交税费为 122,764.40 万元，较年初增长 57.04%。

截至 2015 年 3 月末，公司流动负债 1,119,943.15 万元，较年初减少 8.67%。流动负债中，应付账款 333,420.08 万元，较年初减少 10.57%；预收款项 202,657.43 万元，较年初增加 15.04%；其他应付款 134,841.60 万元，较年初增加 8.09%；短期借款 108,000.00 万元，较年初减少 16.60%；一年内到期的非流动负债 218,325.00 万元，较年初减少 25.39%。

非流动负债

2012~2014 年，公司非流动负债逐年增长，年均增长 31.92%，主要系公司为项目开发而增加借款所致。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 831,761.69 万元，较年初增长 5.68%；非流动负债中，长期借款 659,735.01 万元，较年初增长 5.99%，占比 79.32%，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均匀，不存在集中兑付情况；递延所得税负债 172,026.67 万元，较年初增长 4.52%，占比 20.68%，递延税负债增加主要是由于投资性房地产公允价值变动的暂时性差异增加导致。

截至 2015 年 3 月底，公司非流动负债合计 923,891.69 万元，较年初增加 11.08%，主要系长期借款增加所致。

2012~2014 年，公司全部债务年均增长 37.98%，有息债务规模逐年增加。截至 2014 年底，公司全部债务为 1,081,861.01 万元，其中短期债务 422,126.00 万元（占比 39.02%）较年初增加 279.56%，主要系公司短期借款大幅增加所致；长期债务 659,735.01 万元（占比 60.98%）较年初增加 5.99%。截至 2014 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 73.54%、59.37%和 47.12%，公司有息债务处于较高水平。

截至 2015 年 3 月底，公司全部债务为 1,082,735.01 万元，规模较年初略有增长，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 73.07%、58.97%和 50.10%，以上指标较年初变化不大。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，整体负债规模逐年增长，负债水平较高，剔除预收房款因素的影响，公司实际负债水平会相应降低。

所有者权益

2012~2014 年公司所有者权益年均增长 14.31%。截至 2014 年底，公司所有者权益 740,390.59 万元，较年初增长 20.06%，其中归属于母公司所有者权益为 588,378.38 万元。截至 2014 年底，归属于母公司所有者权益中，股本占 0.82%，资本公积占 2.65%，盈余公积占 8.33%，未分配利润占 80.90%，其他综合收益占 7.32%，公司未分配利润占比较高，公司权益稳定性较差。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益 753,247.92 万元，较年初增长 1.74%，公司所有者权益结构变化不大。

总体看，公司资本规模较大，所有者权益结构稳定性较差。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入和营业成本呈均波动态势，年均增长率分别为 11.36%和 3.24%。

2014 年，公司实现营业收入 558,938.76 万元，同比减少 22.38%，主要系公司 2014 年并无一级土地开发项目的一次性补偿，而公司 2013 年通过哈德门项目获得了约 13 亿的补偿所致；实现营业成本 287,340.12 万元，同比减少 8.13%，主要系 2014 年公司一级土地建设及开发服务收入减少导致相应营业成本减少所致。

从利润构成看，2012~2014 年公司分别实现利润总额 179,246.80 万元、319,578.20 万元和 157,296.29 万元，年均减少 6.32%；净利润分别为 127,294.26 万元、239,935.12 万元和 115,615.49 万元，年均减少 4.70%，归属于母公司所有者的净利润分别为 102,953.97 万元、194,206.81 万元和 91,777.51 万元。

从期间费用来看，2012~2014 年，公司期间费用分别为 59,645.98 万元、98,021.43 万元和 68,429.64 万元，复合增长率为 7.11%，近三年公司费用收入比分别为 13.23%、13.61%和 12.24%，公司费用收入比呈波动下降态势。近三年，公司的销售费用、管理费用和财务费用年均增长率分别为 33.84%、-2.72%和 5.06%。由于 2014 年公司在售面积增加导致销售费用增长较快；同时公司加强对管理费用的控制，管理费用呈下降趋势；公司有息债务规模增加，财务费用呈上升趋势。

从各项盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率分别为 29.40%、49.18%和 35.76%，呈波动态势。2014 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 8.79%、7.18%和 17.04%，较上年有较大幅度下降，但目前仍处于良好水平。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 82,760.82 万元、净利润 14,303.20 万元。2015 年 3 月末，公司预收账款为 202,657.43 万元，未来随着项目陆续竣工，收入结转，公司的盈利能力有望提高。

总体看，公司盈利规模受项目结算进度影响波动性较大，随着在建项目陆续竣工，相应收入实现结转，未来盈利水平有望提高。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 3,391.28 万元、2,751.62 万元和 -61,088.90 万元，经营活动现金流量净额呈下降趋势，2014 年经营活动现金流量为负，主要与公司所处行业的特点有关：房地产开发前期资本投入金额大、开发时间较长，待房地产产品实现预售逐步收回投资。公司的业务规模在房地产行业属于中等水平，重要项目的土地出让款支付、开发建设支出和预售款项收回会对当期现金流量产生重要影响。从收入实现质量来看，公司近三年现金收入比分别为 122.77%、105.81%和 96.10%，收入实现质量呈下降趋势，但仍处于正常水平。

从投资活动来看，2012~2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -49,699.40 万元、31,911.87 万元和 -194,951.14 万元。2014 年公司投资活动产生的现金流量净额大幅流出，主要系公司对外股权投资增加所致。

从筹资活动情况来看，2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 67,973.98 万元、-30,869.26 万元和 225,188.92 万元。近年来，公司业务不断发展，土地价款和工程费用等对公司造成较大的资金压力，经营活动产生的现金流净额持续下降，公司需要外部融资以满足经营活动的资金需求。2014 年度公司筹资活动产生的现金流量净额显著高于 2012 年和 2013 年，主要系 2014 年公司有息债务增加所致。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金净流入 5,881.84 万元；公司投资活动净流出 13,196.06 万元，筹资活动现金净流入 711.63 万元。

总体看，近年来公司经营活动现金流量由净流入转为净流出，存在对外部的融资依赖；投资

活动现金净流量波动较大；由于经营活动的现金流入不能完全满足公司投资需求，公司对融资的需求不断增长，筹资活动现金净流入的规模较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司流动比率呈波动状态，分别为 1.38 倍、1.69 倍和 1.20 倍，2014 年流动比率有所下降，主要系流动负债大幅增加所致；而速动比率呈下降趋势，分别为 0.33、0.19 和 0.11，2014 年速动比率有所下降，主要系存货增长所致；2014 年现金短期债务比为 0.14 倍，现金类资产对短期债务的保护程度较差。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，截至 2014 年末，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 73.54%、59.37%和 47.12%，公司 EBITDA 为 183,339.44 万元，EBITDA 利息倍数为 2.36 倍，EBITDA 对利息的保障程度较好；EBITDA 全部债务比为 0.17 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般。随着预收账款陆续结转收入，未来公司的收入水平将进一步提升，EBITDA 水平有望得到提升，其对利息和全部债务的覆盖程度有望提升。此外，公司拥有一定规模的土地储备和在建项目，一定程度上有利于提升公司对全部债务的保障能力。

截至 2015 年 3 月底，公司获得的银行授信额度为人民币 1,039,626 万元，已取得尚未使用的授信额度为人民币 678,282 万元。

截至 2015 年 3 月底，公司为关联方汕头市国瑞房地产开发有限公司提供的担保借款余额为 30,000.00 万元，该保证担保最高担保额为 80,000.00 万元。公司对外担保的公司经营情况稳定，代偿风险不大。

截至 2015 年 3 月底，公司无重大诉讼情况。

截至 2015 年 3 月底，根据中国人民银行出具的企业征信报告，公司历史上无违约情况，信用状况良好。

总体看，公司存货规模较大，短期偿债能力一般；公司有息债务规模较大，存在一定的长期偿债压力，但伴随未来相关项目结转收入，公司盈利水平有望提高，整体偿债能力也有望得到改善。

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债务的影响

截至 2015 年 3 月底，公司全部债务为 1,082,735.01 万元，本次拟发行债券规模不超过 300,000.00 万元（含 300,000.00 万元），相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大，对公司负债水平有一定的影响。

以 2015 年 3 月底财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 300,000.00 万元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 58.38%、64.74%和 75.68%，债务负担有所增加。考虑到本次债券募集资金将部分偿还银行贷款，实际最终增加的负债水平应不大，本次债券发行后，公司的债务结构将得到进一步优化。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年底的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 183,339.44 万元，为本次公司债券发行额度（300,000 万元）的 0.61 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较好；2014 年经营活

动产生的现金流入 551,405.11 万元，为本次公司债券发行额度（300,000 万元）的 1.84 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本次债券覆盖程度较高。

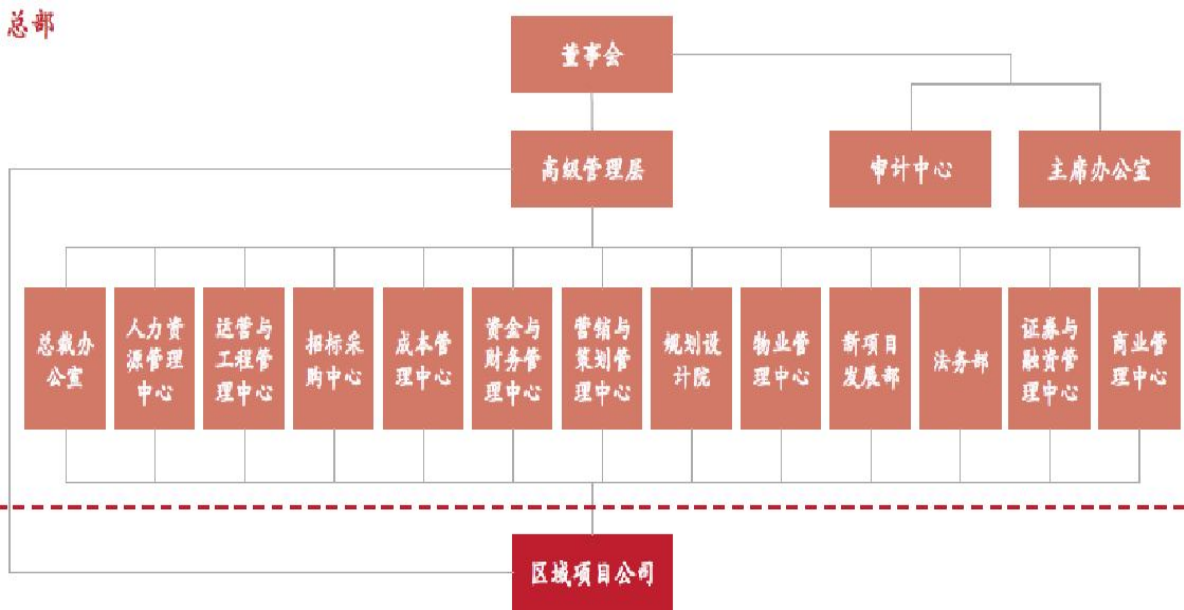
综合以上分析，考虑到公司在综合实力、土地储备、项目分布等方面具有一定的竞争优势，预计公司能够通过持续经营取得较高的盈利水平。联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力较强。

九、综合评价

汕头花园集团有限公司作为国内中等规模的房地产开发企业，具有丰富的房地产开发经验，土地储备规模较大；虽然近三年受限购政策影响，但公司房地产开发收入稳定增长，同时公司在建项目较多，未来可结转收入规模较大。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。同时，联合评级也关注到房地产行业受经济周期和行业政策影响较大、公司有息债务规模较大、资产负债率较高等因素对公司经营和财务造成的不利影响。

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

附件 1 汕头花园集团有限公司组织结构图



附件 2-1 汕头花园集团有限公司
2012~2015 年 3 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 3 月
流动资产：					
货币资金	116,633.98	90,184.70	60,662.98	-27.88	51,069.71
交易性金融资产	300.99	8.04	9.66	-82.09	9.66
应收票据					
应收账款	4,193.60	16,907.35	24,233.74	140.39	23,014.95
预付款项	20,737.63	10,774.74	12,556.60	-22.19	25,153.69
应收利息					
应收股利					
其他应收款	120,560.82	32,106.08	27,860.64	-51.93	72,499.73
存货	866,085.67	1,272,095.03	1,340,953.67	24.43	1,286,286.08
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	7,840.51	7,665.56	5,853.90	-13.59	2,875.60
流动资产合计	1,136,353.21	1,429,741.48	1,472,131.19	13.82	1,460,909.42
非流动资产：					
可供出售金融资产	1,200.00	500.00	500.00	-35.45	500.00
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资			18,907.60		18,907.60
投资性房地产	699,290.00	798,550.00	1,282,245.00	35.41	1,293,307.92
固定资产	21,445.79	13,774.57	13,382.29	-21.01	12,539.59
在建工程	27.65				
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	3,462.03	465.26	538.36	-60.57	511.09
商誉					
长期待摊费用	650.81	302.75	815.54	11.94	2,023.58
递延所得税资产	7,574.71	6,110.11	9,951.18	14.62	8,383.56
其他非流动资产					
非流动资产合计	733,650.99	819,702.69	1,326,339.98	34.46	1,336,173.34
资产总计	1,870,004.20	2,249,444.17	2,798,471.17	22.33	2,797,082.76

附件 2-2 汕头花园集团有限公司
 2012~2015 年 3 月合并资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 3 月
流动负债：					
短期借款	7,250.00	0.00	129,500.00	322.64	108,000.00
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	109,434.42	233,170.28	372,833.95	84.58	333,420.08
预收款项	353,474.29	171,323.28	176,167.86	-29.40	202,657.43
应付职工薪酬	333.09	2,171.33	3,344.31	216.87	1,440.62
应交税费	8,399.56	78,171.65	122,764.40	282.30	117,837.72
应付利息	877.10	2,265.30	4,327.71	122.13	3,420.71
应付股利	0.00	14,025.21	0.00		0.00
其他应付款	119,877.43	233,361.95	124,754.66	2.01	134,841.60
一年内到期的非流动负债	225,838.00	111,213.59	292,626.00	13.83	218,325.00
其他流动负债					
流动负债合计	825,483.88	845,702.59	1,226,318.90	21.88	1,119,943.15
非流动负债：					
长期借款	335,190.00	622,442.42	659,735.01	40.29	756,410.01
应付债券					
长期应付款					
递延收益-非流动负债					
预计负债					
递延所得税负债	142,721.89	164,590.68	172,026.67	9.79	167,481.67
其他非流动负债					
非流动负债合计	477,911.89	787,033.10	831,761.69	31.92	923,891.69
负债合计	1,303,395.77	1,632,735.68	2,058,080.58	25.66	2,043,834.84
所有者权益：					
股本	4,800.00	4,800.00	4,800.00	0.00	4,800.00
资本公积	4,643.25	11,820.59	15,567.12	83.10	15,567.12
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	24,980.59	38,086.03	48,986.92	40.04	48,986.92
未分配利润	448,998.85	395,100.21	475,976.84	2.96	485,998.41
其他综合收益	4,509.15	36,145.36	43,047.51	208.98	43,047.51
归属于母公司所有者权益合计	487,931.83	485,952.19	588,378.38	9.81	598,399.95
少数股东权益	78,676.60	130,756.29	152,012.20	39.00	154,847.97
所有者权益合计	566,608.43	616,708.49	740,390.59	14.31	753,247.92
负债和所有者权益总计	1,870,004.20	2,249,444.17	2,798,471.17	22.33	2,797,082.76

附件3 汕头花园集团有限公司 2012~2015 年 3 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 1-3 月
一、营业收入	450,707.33	720,141.87	558,938.76	11.36	82,760.82
其中: 主营业务收入	450,707.33	720,141.87	558,938.76	11.36	82,760.82
其他业务收入					
减: 营业成本	269,591.74	312,770.14	287,340.12	3.24	38,075.97
其中: 主营业务成本	269,591.74	312,770.14	287,340.12	3.24	38,075.97
其他业务成本					
营业税金及附加	48,625.69	53,200.74	71,730.93	21.46	9,388.41
销售费用	10,185.46	18,096.84	18,244.59	33.84	4,784.65
管理费用	28,002.99	23,567.68	26,500.91	-2.72	6,733.33
财务费用	21,457.52	56,356.92	23,684.13	5.06	4,732.48
资产减值损失	206.26	120.00	0.00	-100.00	
加: 公允价值变动收益	104,309.65	38,525.57	27,093.61	-49.04	
投资收益	0.40	24.91	-689.46		
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益			-692.40		
汇兑收益					
二、营业利润	176,947.71	294,580.03	157,842.22	-5.55	19,045.98
加: 营业外收入	4,263.03	26,829.82	772.87	-57.42	80.72
减: 营业外支出	1,963.94	1,831.65	1,318.79	-18.05	50.45
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	179,246.80	319,578.20	157,296.29	-6.32	19,076.25
减: 所得税费用	51,952.53	79,643.08	41,680.80	-10.43	4,773.06
四、净利润	127,294.26	239,935.12	115,615.49	-4.70	14,303.20
减: 少数股东损益	24,340.29	45,728.31	23,837.98	-1.04	2,835.77
归属于母公司所有者的净利润	102,953.97	194,206.81	91,777.51	-5.58	11,467.43
加: 其他综合收益		39,545.26	8,627.69	--	
综合收益总额	127,294.26	279,480.38	124,243.18	-1.21	14,303.20
减: 归属于少数股东的综合收益总额	24,340.29	53,637.36	25,563.52	2.48	2,835.77
归属于母公司普通股股东的综合收益总额	102,953.97	225,843.02	98,679.65	-2.10	11,467.43

附件 4 汕头花园集团有限公司
2012~2015 年 3 月合并现金流量表
 （单位：人民币万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 1-3 月
一、经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	553,316.06	762,005.56	537,145.94	-1.47	117,729.86
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	160.04	263.79	14,259.17	843.92	17,125.10
经营活动现金流入小计	553,476.10	762,269.35	551,405.11	-0.19	134,854.96
购买商品、接受劳务支付的现金	466,189.60	708,800.56	445,021.22	-2.30	95,393.11
支付给职工以及为职工支付的现金	15,469.35	13,346.06	19,244.99	11.54	6,565.24
支付的各项税费	34,842.86	29,107.37	68,836.66	40.56	22,668.95
支付其他与经营活动有关的现金	33,583.02	8,263.74	79,391.14	53.75	4,345.83
经营活动现金流出小计	550,084.82	759,517.73	612,494.01	5.52	128,973.13
经营活动产生的现金流量净额	3,391.28	2,751.62	-61,088.90		5,881.84
二、投资活动产生的现金流量：					
向关联方收回的现金	4,545.66	24,371.53	449.85	-68.54	22,620.00
非关联方收回的现金	13,442.36	86,657.15		-100.00	
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1,005.86	29,720.74	2,810.81	67.17	0.00
处置可供出售金融资产收到的现金		700.00			
收回按揭担保保证金收到的现金	14,787.08	50,131.17	54,319.35	91.66	
收到其他与投资活动有关的现金	1,669.50	842.06	393.75	-51.44	0.00
投资活动现金流入小计	35,450.46	192,422.64	57,973.76	27.88	22,620.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5,277.02	1,832.05	69,322.38	262.45	525.97
投资支付的现金	0.00	0.00	19,600.00		0.00
取得子公司支付的现金净额	-16.23	11,949.56	64,664.00		0.00
支付前期收购子公司对价	0.00	34,485.81	34,951.11		1,000.00
收到前期处置子公司对价	-2,000.00			-100.00	
处置子公司支付的现金净额	44,903.75	-19,118.69		-100.00	
向关联方支付的现金	608.52	20,200.77	6,163.57	218.26	34,015.33
向非关联方支付的现金	14,003.38	70,109.20		100.00	
取得可供出售金融资产支付的现金	700.00				
存入按揭担保保证金支付的现金	21,673.41	41,052.07	58,223.84	63.90	274.76
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	85,149.86	160,510.77	252,924.90	72.35	35,816.06
投资活动产生的现金流量净额	-49,699.40	31,911.87	-194,951.14	98.06	-13,196.06

三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	6,580.00	400.00	0.00	-100.00	0.00
发行债券所收到的现金					
向银行借款收到的现金	184,780.00	258,800.00	449,769.00	56.02	152,675.00
向非银行金融机构借款收到的现金	59,200.00	206,906.01	127,070.00	46.51	30,500.00
向关联方收到的现金	1,087.11	5,636.54	12,398.29	237.71	21,810.39
向非关联方收到的现金	29.80	0.00	0.00	-100.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	251,676.91	471,742.55	589,237.29	53.01%	204,985.39
偿还银行借款支付的现金	128,320.40	234,423.00	127,484.00	-0.33	163,801.00
偿还非银行金融机构借款支付的现金	0.00	47,780.00	101,150.00		18,500.00
偿还关联方支付的现金	1,020.00	24,870.23	10,080.57	214.37	1,367.63
偿还非关联方支付的现金	6,624.94	393.90	0.00	-100.00	0.00
支付前期股权收购款	0.00	8,135.23	0.00		0.00
取得少数股东股权支付的现金	0.00	6,800.00	2,991.66		0.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	47,737.59	180,209.45	122,342.13	60.09%	20,605.12
支付其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流出小计	183,702.93	502,611.81	364,048.36	40.77	204,273.76
筹资活动产生的现金流量净额	67,973.98	-30,869.26	225,188.92	82.01	711.63
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	21,665.86	3,794.23	-30,851.12		-6,602.59

附件 5 汕头花园集团有限公司
2012 年~2014 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	127,294.26	239,935.12	115,615.49	-4.70
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,898.86	1,869.28	1,840.63	-1.55
无形资产摊销	155.64	91.49	76.26	-30.00
长期待摊费用摊销	8.31	29.78	236.18	433.05
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-93.79	-26,572.48	5.78	--
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	-104,309.65	-38,525.57	-27,093.61	-49.04
财务费用	23,003.94	57,254.17	23,890.07	1.91
投资损失	-0.40	-24.91	689.46	--
资产减值损失	206.26	120.00	0.00	-100.00
递延所得税资产减少	7,535.01	1,464.60	-3,841.07	--
递延所得税负债增加	25,472.85	8,687.03	4,560.10	-57.69
存货的增加	-140,400.75	-356,946.74	-266,377.86	37.74
经营性应收项目的减少	44,686.65	169,807.41	3,428.93	-72.30
经营性应付项目的增加	17,934.09	-54,437.56	85,880.73	118.83
其他				
经营活动产生的现金流量净额	3,391.28	2,751.62	-61,088.90	--

附件 6 汕头花园集团有限公司 主要财务指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	---	65.70	26.64	3.44
存货周转次数 (次)	---	0.29	0.22	0.03
总资产周转次数 (次)	---	0.35	0.22	0.03
现金收入比率 (%)	122.77	105.81	96.10	142.25
盈利能力				
总资本收益率 (%)	---	23.92	8.79	---
总资产报酬率 (%)	---	18.30	7.18	---
净资产收益率 (%)	---	40.55	17.04	1.92
主营业务毛利率 (%)	40.18	56.57	48.59	53.99
营业利润率 (%)	29.40	49.18	35.76	42.65
费用收入比 (%)	13.23	13.61	12.24	19.64
财务构成				
资产负债率 (%)	69.70	72.58	73.54	73.07
全部债务资本化比率 (%)	50.07	54.33	59.37	58.97
长期债务资本化比率 (%)	37.17	50.23	47.12	50.10
偿债能力				
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.25	4.42	2.36	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.36	0.52	0.17	--
经营现金债务保护倍数 (倍)	0.01	0.00	-0.06	0.01
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.08	0.05	-0.24	-0.01
流动比率 (倍)	1.38	1.69	1.20	1.30
速动比率 (倍)	0.33	0.19	0.11	0.16
现金短期债务比 (倍)	0.50	0.81	0.14	0.16
经营现金流流动负债比率 (%)	0.41	0.33	-4.98	0.53
经营现金利息偿还能力 (倍)	0.07	0.03	-0.79	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.96	0.40	-3.29	--
本次公司债券偿债能力				
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.68	1.26	0.61	---

注：2015 年 3 月指标未年化

附件 7 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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次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 / 本次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 / 本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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 8 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 汕头花园集团有限公司 2015 年公司债券（第一期）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，联合评级将在本期债券存续期内，每年汕头花园集团有限公司审计报告出具后 2 个月内对汕头花园集团有限公司 2015 年公司债券（第一期）进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

汕头花园集团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。汕头花园集团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汕头花园集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现汕头花园集团有限公司或本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，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如汕头花园集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至汕头花园集团有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合评级公司网站和证券交易所网站予以公布并同时报送汕头花园集团有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一五年八月四日