

信用等级公告

联合[2018]613 号

中庚地产实业集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中庚地产实业集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

中庚地产实业集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

中庚地产实业集团有限公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月十四日

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

中庚地产实业集团有限公司

2018 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 20 亿元（含）

本期发行规模：不超过 13 亿元（含）

本期债券期限：本期债券为 5 年期，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权

评级时间：2018 年 5 月 24 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	296.47	319.77	500.88
所有者权益（亿元）	51.13	50.97	79.57
长期债务（亿元）	90.78	120.23	198.35
全部债务（亿元）	113.75	146.62	228.44
营业收入（亿元）	51.56	51.48	62.69
净利润（亿元）	5.26	3.65	7.03
EBITDA（亿元）	12.10	11.12	16.62
经营性净现金流（亿元）	-4.15	-20.64	-6.95
营业利润率（%）	26.58	20.01	29.72
净资产收益率（%）	12.56	7.14	10.78
资产负债率（%）	82.74	84.06	84.11
全部债务资本化比率（%）	68.97	74.20	74.17
流动比率（倍）	1.58	1.77	1.62
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.08	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	1.40	0.97	1.32
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.60	0.56	0.83
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.93	0.86	1.28

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、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据。3、公司其他应付款中债务部分已调整至短期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中庚地产实业集团有限公司（以下简称“公司”或“中庚集团”）的评级，反映了公司作为具备较强综合实力的房地产开发公司，在区域布局、开发经验、品牌知名度等方面具备一定的优势；公司经营业务较为多元化，物业管理及酒店餐饮等业务稳定发展，降低了公司单一业务风险；此外随着上海城开中心商业综合体自持部分陆续对外出租，公司的收入和利润将形成一定补充。同时联合评级也关注到公司地产项目易受区域调控政策变化的影响、土地储备相对较少、在建项目尚需较大资金投入、债务负担较重、公司营业利润对投资收益和公允价值变动有一定依赖、资产受限比例较高、存在一定的或有负债风险、经营性现金流持续净流出及面临较大商誉减值风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着在建项目的陆续开盘销售，公司经营状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本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. 公司拥有多年的房地产开发经验，累计开发面积较大，在区域内有一定的品牌知名度。

2. 公司目前在建和在售项目所在区域经济发展较快，在建项目面积相对较大，同时，公司销售情况良好，签约销售金额逐年增长；可以为公司未来收入提供保障。

3. 公司业务板块较为多元化，酒店、物业出租及管理同时发展，随着上海城开中心商业综合体自持部分陆续对外出租，公司的收

入和利润将形成一定有益补充。

关注

1. 房地产行业高速发展的阶段已经过去，房地产政策面临局部性调整，调控政策趋紧，公司面临一定的政策风险和市场风险。

2. 公司土地储备较为集中且规模较小，对未来持续发展形成一定限制；公司自持物业出租率较低。

3. 公司部分在售项目存在一定去化压力。同时在建及拟建项目尚需大规模的资金投入，经营活动现金流持续为负，公司存在较大的外部融资需求；公司一级开发业务周期较长，对资金形成占用。

4. 公司近三年债务规模增长较快，债务负担较重；公司营业利润对投资收益和公允价值变动有一定依赖；资产受限比例较高；存在一定的或有负债风险；公司所有者权益中其他综合收益和未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

5. 公司2017年度收购河南东方银星投资股份有限公司形成商誉规模较大，同时于本年度计提商誉减值，未来若被收购企业后续经营不善，公司将面临较大商誉减值风险。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

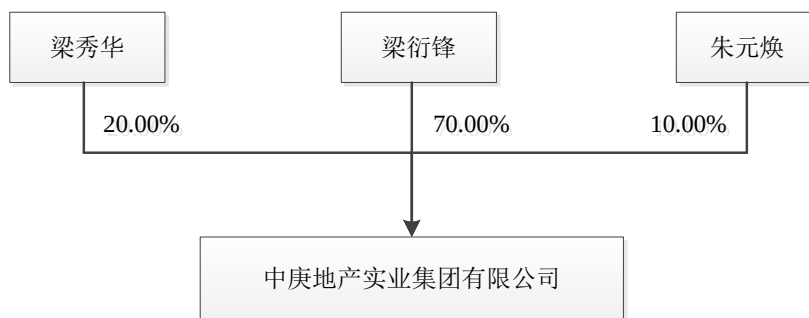


联合信用评级有限公司

一、主体概况

中庚地产实业集团有限公司（以下简称“公司”或“中庚集团”）前身系福建省泰盛实业发展有限公司（以下简称“泰盛公司”），由梁衍锋、黄金营于 1998 年 5 月共同出资设立，注册资本 777.00 万元，其中梁衍锋货币出资 532.00 万元，占注册资本的 68.47%，黄金营货币出资 245.00 万元，占注册资本的 31.53%。后经数次股权转让、增资以及注册地址变更等，公司注册资本于 2009 年 8 月增加至 8.00 亿元，股东梁衍锋、朱元焕以及梁秀华分别持有 70.00%、20.00%和 10.00%的股权。2015 年 5 月，公司名称变更为现名。2016 年 12 月 8 日，经有限公司股东会审议通过，同意将公司注册资本增加至 130,000 万元，增加部分由股东梁秀华以 50,000 万元债权转为股权作价出资。其中，梁衍锋向梁秀华借得 35,000 万元，朱元焕向梁秀华借得 5,000 万元。梁衍锋和朱元焕与梁秀华约定将上述债权全部转为股权增加公司注册资本。截至 2017 年底，公司注册资本为 13.00 亿元，其中梁衍锋持有 70.00%的股份，系公司实际控制人。公司股权结构如下图所示：

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：房地产开发、出售出租商品房及物业管理；针、纺织品，电子计算机及配件，通信设备，化工产品，汽车、摩托车零部件，建筑材料的批发；信息服务。

截至 2017 年底，纳入合并报表范围的子公司共有 54 家，其中一级子公司 18 家，二级子公司 25 家，二级以下子公司 11 家；公司设置运营管理中心、营销管理中心、客服物管中心、设计管理中心、财务管理中心、资金管理中心、投资管理中心、董事长办公室、商业及酒店管理中心等共计 9 个部门；公司合并范围内员工总数 2,998 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 500.88 亿元，负债总额 421.31 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 79.57 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 70.86 亿元。2017 年，公司实现营业收入 62.69 亿元，净利润（含少数股东损益）7.03 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.16 亿元；公司经营活动现金流量净额-6.95 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.72 亿元。

公司注册地址：福州市鼓楼区五四路 149 号骏建大厦三层；法定代表人：梁衍锋。

二、本次及本期债券概况

1. 本次及本期债券概况

本次债券名称为“中庚地产实业集团有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”，发行总额为不超过 20 亿元（含 20 亿元），拟分期发行，其中本期拟发行规模为不超过人民币 13 亿元（含 13 亿元），具体发行规模和分期方式由股东会根据公司资金需求情况和发行时市场情况，在上述

范围内确定。本次债券面值 100 元，按面值平价发行。

本期债券为 5 年期，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，具体票面年利率将根据簿记建档结果确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。公司有权决定在本期债券存续期的第 3 年末上调本期债券后 2 年的票面利率，公司将于本期债券第 3 个计息年度付息日前的第 20 个工作日刊登关于是否上调本期债券票面利率以及调整幅度的公告。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还银行贷款。

三、行业分析

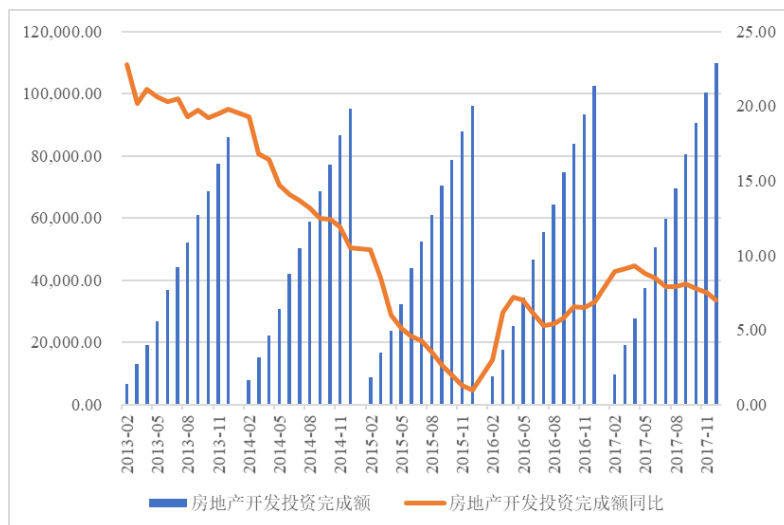
公司目前主营业务以房地产开发销售为主，基于此，本报告行业分析围绕房地产行业展开。

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2015 年，我国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速继续同比下滑 9.50 个百分点；受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 10,2581.00 亿元，名义同比增长 6.88%；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年同期上升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元（占比为 68.44%），同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点；办公楼投资 6,761 亿元（占比 6.16%），同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点；商业营业用房投资 15,639 亿元（占比 14.24%），同比减少 1.26%。

图 2 2013~2017 年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家

政策导向的影响，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；2016 年以来房地产投资增速有所回升，但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

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

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017 年，除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一二三线城市土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

表 1 2015~2017 年全国 300 个城市土地交易情况

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

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

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

（2）开发资金来源状况

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

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

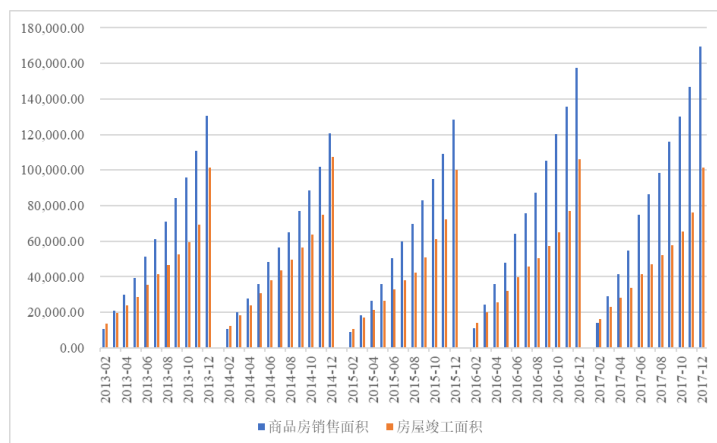
此外，2017 年 11 月 17 日，“一行三会一局”联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，反映出监管对于规范资管市场，打压非标资产的意愿。若非标融资渠道被严格约束，房地产资金缺位问题将凸显。

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

（3）市场供需情况

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

图3 2013~2017年全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

2016年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016年，全国商品房销售面积157,349.00万平方米，同比增长22.5%。其中，住宅销售面积增长22.4%，办公楼销售面积增长31.4%，商业营业用房销售面积增长16.8%。从供应来看，2016年，全国房屋竣工面积106,128.00万平方米，同比增长6.1%。其中，住宅竣工面积77,185.00万平方米，同比增长4.6%。

图4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind资讯

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长5.30%，办公楼销售面积增长24.30%，商业营业用房销售面积增长18.70%；住宅销售额增长11.30%，办公楼销售额增长17.50%，商业营业用房销售额增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，其中住宅待售面积同比减25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市内部则出现分化，房企整体开工意愿下降，可售房源规模有所下滑。

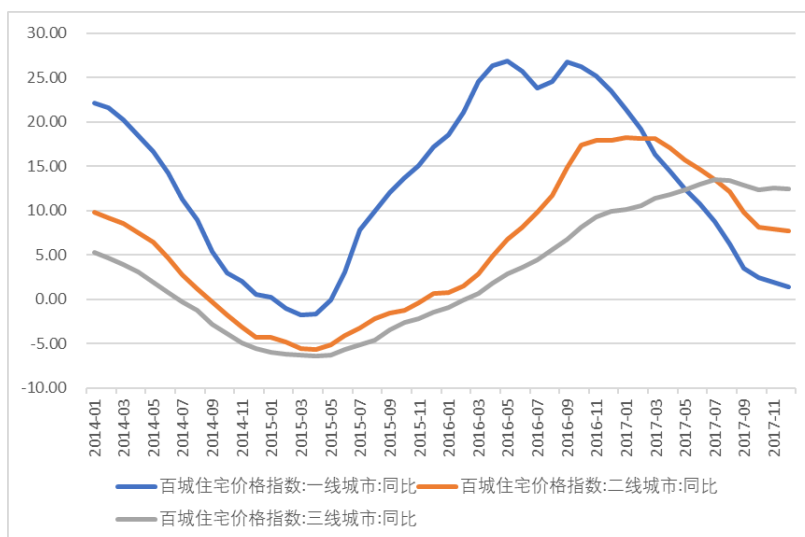
（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

图 5 2014~2017 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

3. 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。

2015 年，房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大。2016 年，房地产行业集中度进一步提升，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81% 和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19% 和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%，分别较上年

提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。

表 2 2014~2017 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

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

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售

表 3 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

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

资料来源：克而瑞研究

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套住房首付比例
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》

2016年2月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016年6月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016年“十一假期”	2016年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计21个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016年11月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017年3月	2017年3月以来，全国一线及重点二、三线约30个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017年4月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017年7月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017年8月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017年10月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017年12月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018年3月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。

5. 行业关注

（1）行业债务水平较高，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

企业存续期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公司债违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

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

（3）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。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观，去库存仍然是目前三、四线房地产市场调控的核心任务之一。

（4）中小房企面临被整合风险

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

6. 行业发展

（1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

（2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

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

（3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

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

（4）转变盈利模式，提升经营收益

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

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业

集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家集房地产开发、酒店投资建设、商业运营和物业管理为一体的综合性企业，产业分布福建、北京、大连、江苏、重庆、上海等省市。公司拥有 20 年的房地产开发经验，子公司拥有地产开发一级、二级等不同资质，在福州当地知名度高，产品认可度好。截至 2017 年底，公司累计开发地产项目 32 个，总建筑面积 769.17 万平方米。

公司产品业态目前主要以住宅为主，辅以少量的商业、写字楼和酒店等。公司的产品已经形成了“香”系列和“中庚”系列的两大产品品牌，其中“香”系列主要有香江明珠、香山春天、香海小镇、香城美地、香山天地、香江万里等，为住宅项目。“中庚”系列主要有中庚·财富天下、中庚·青年广场、重庆中庚城等项目，为商业地产、办公地产和城市综合体等；福州中庚·红鼎天下、大连中庚·当代艺术、旅顺中庚·香海壹品等项目则是中庚系列住宅产品，为别墅和高端豪宅项目。公司的酒店项目主要有超五星级的福州中庚喜来登酒店和精品五星级的中庚聚龙酒店。

公司凭借精细化的产品设计，近年来获得多个奖项。2014 年，公司获得福州市热心公益事业“大榕树金质奖”称号。2015 年，公司获得“功勋企业”称号。2017 年 3 月，公司获得由中国房地产业协会组织评选的“2017 中国房地产开发企业 100 强”名单第 65 名。

总体看，公司综合实力较强、区域品牌知名度较高，具有一定的行业竞争力；公司开发项目拥有较好的影响力和较高的品牌美誉度。

2. 人员素质

截至 2017 年底，公司现有董事、监事以及高级管理人员共 4 人，其中执行董事兼总裁 1 人、监事 1 人和副总裁 2 人。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。

公司执行董事兼总裁梁衍锋先生，1965 年 10 月生，专科学历，工程师，历任福州住宅建筑工程公司技术员、福建省直房地产公司工程处项目经理等，1998 年 5 月至今任公司法人代表、执行董事及总裁。

截至 2017 年底，公司在职员工总数 2,998 人。从学历构成来看，硕士及以上 39 人，本科 398 人，大专 451 人，高中及以下 2,110 人；从岗位构成看，管理人员 633 人，研发人员 298 人，生产人员 1,762 人，销售人员 305 人；从年龄分布看，30 岁以下 629 人，30~50 岁 1,934 人，50 岁以上 435 人。

总体看，公司高层管理人员大都具有较长的房地产行业从业经历和丰富的专业知识，综合素质较高；员工专业水平和文化素质能够满足公司目前经营需要。

五、公司治理

1. 公司治理

公司按照《中华人民共和国公司法》、有关法律法规以及现代企业制度要求，制订了《公司章

程》并建立了由股东会、经营层组成的法人治理结构体系。

股东会由全体股东组建，是公司的权力机构，享有法律法规和公司章程规定的合法权利，决定公司经营方针、投资计划，选举和更换非由职工代表担任的执行董事、监事，审议批准执行董事的报告、公司年度预算方案、利润分配方案以及修改公司章程等重大事项的权利。

公司不设董事会，设执行董事 1 名，对股东会负责。执行董事由股东会选择产生，任期 3 年，任期届满，可连选连任。执行董事行使如下权利：负责召集股东会，向股东会报告工作，执行股东会决议，审定公司的经营计划、投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案、内部管理机构和基本管理制度等一切重大事宜。

公司不设监事会，设监事 1 名，由公司股东会选举产生，执行董事、高级管理人员不得兼任监事，监事任期三年，可以连选连任。监事对股东会负责，检查公司的财务，对执行董事、高管执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规或者股东会决议的执行董事、高管提出罢免建议等。

公司总经理负责组织实施股东会的决议事项，在公司董事长的领导下，全面负责公司的日常生产经营管理工作和组织领导企业内部控制的日常运行。

总体看，公司法人治理结构相对简单，符合法律要求，能够满足日常经营需求。

2. 管理体制

公司总部下设运营管理中心、营销管理中心、客服物管中心、设计管理中心、财务管理中心、资金管理中心、投资管理中心、董事长办公室、商业及酒店管理中心等共计 9 个部门。公司通过成立项目公司从事房地产项目开发，并在项目当地设立子公司。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。公司根据自身发展需要，结合工作制度、流程以及企业文化等多重因素，将项目拓展、规划设计、营销管理、工程建设以及成本控制等工作环节紧密衔接配合，保证公司从拿地、设计、建造、招商、销售、运营等工作在同一条线上统筹，使得公司工作进展的较为顺畅。

对子公司管理方面，公司实行多区域分权式的两级管理模式，房地产业务的具体实施由各子公司承担，公司负责在“投资、方案、施工、销售”四个关键环节进行把控，同时拥有对子公司管理层的考核权及子公司财务的控制权。“有管有放”的管理模式可以保证公司总部决策的力度和时效性，便于及时了解一线的市场信息和业务动态，同时给予项目子公司充分授权。

财务管理方面，公司财务管理中心对公司财务会计工作实施统一管理，根据公司的发展计划编制中长期财务计划和年度财务预算，过程中会“自下而上、自上而下”反复讨论，程序上“上下结合、分级编制、逐级汇总”。财务管理中心是预算执行的监督机构，定期开展预算执行分析，全面掌握财务预算的执行情况，研究、落实解决财务预算执行中存在问题，纠正财务预算的执行偏差。

内部审计方面，为加强公司内部的审计监督，完善内部自我约束机制，公司结合自身实际情况制定审计制度。内部审计遵循“独立、客观、公正”的原则，保证工作合法、合理、有效，完善公司内部约束机制，加强内部管理。根据公司审计任务要求成立临时审计小组，并向公司管理层报告工作，在执行董事的指导和监督下独立开展审计工作，对所属单位财务管理、内控制度的建立和执行情况进行内部审计监督。

采购管理方面，为规范采购业务操作、降低经营风险，公司制定工程采购管理办法、供应商管理制度以及工程采购实施细则等文件。公司采购模式有战略合作、集中采购和分散采购三种，

采购方式分为邀请招标（含实时竞价）、竞争性谈判、直接委托、零星采购四种。公司制定年度采购计划，从全局的角度对战略合作和集中采购进行规划，确定本年度计划进行的战略合作规划及集中采购产品目录，子公司采购管理部门根据本公司发展情况，于年底将下一年度战略合作规划和集中采购产品目录报公司批准。对于采购决策，公司实行三权分立原则，即由项目管理部门负责提出采购要求；由成本管理部门负责成本分析或成本监督，制定成本参考价；由采购管理部门负责采购流程执行；由采购决策小组集体决策。公司年终会对当年采购资料进行内部评估，并邀请第三方进行审计，将结果上报公司，并存档供后期参考。

工程管理方面，公司依照国家有关规定制定工程监管中心管理手册等文件，要求项目公司按公司要求编制《项目开发管理规划》方案，后经项目公司总经理、公司相关中心和分管副总裁审核、执行董事审批后备案。在确定总包、监理后，公司会对项目经理、负责人等进行集中培训，严格按照公司的工程管理的原则、模式进行。项目公司每月对工程质量、进度、安全等进行综合考评，考评结果进入工程类供方评价档案，并报工程监管中心备案。

对外投资方面，公司财务管理中心协同投资管理部确定投资目的并对投资环境进行考察，投资管理部在充分调查研究的基础上编制投资意向书，上报公司战略与投资决策委员会讨论，并报执行董事批准，后续由投资管理部实施项目运作及跟踪管理。各地方公司有投资建议权，无对外投资决定权。投资管理部接受地方公司书面投资建议并在批准立项后 7 日内进行考察，最后与投资决策委员会讨论，形成投资决策建议，并报执行董事批准后组织实施。经批准后的对外长期投资项目，一律不得随意增加投资，如确需增资，必须重新申报投资意向书和可行性研究报告。

对外担保方面，公司一切对外担保行为必须按程序经公司执行董事批准，未经批准公司不得对外提供担保。公司决定提供担保前，应充分了解申请担保单位的资信状况。公司财务管理中心负责对申请担保单位的资信状况进行审查并对担保事项风险进行分析、评估，财务管理部应要求申请担保单位提供相关资料并进行审查、分析。公司及下属子公司原则上不得为他人提供担保，确实因业务需要为他人提供担保的，必须由相关子公司或相关职能中心进行审查并提出申请报告，申请报告必须明确表明核查意见，申请报告经子公司总经理或公司职能中心总经理同意后，报财务管理中心总经理及分管财务资金工作副总裁签署意见，报集团执行董事审批同意并公告。

总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司目前已经形成了以房地产开发销售为主，酒店餐饮和物业以及一级土地开发为辅的经营格局，主营业务突出。公司 2015~2017 年营业收入规模波动增长，分别为 51.56 亿元、51.48 亿元和 62.69 亿元，其中 2017 年大幅增长主要系房地产销售结转收入增长所致；净利润受经营规模波动增长及结转房地产项目毛利率波动的共同影响，分别为 5.26 亿元、3.65 亿元和 7.03 亿元。

从公司营业收入构成上来看，近三年房地产销售收入在公司营业收入中的比重维持在 85%左右，收入规模逐年稳步增长，分别为 43.61 亿元、46.34 亿元和 53.02 亿元，主要系江苏海德公园项目、重庆的中庚城以及福州的红鼎天下等项目竣工结转收入增加所致。公司一级土地开发业务收入近三年波动下降，分别为 4.41 亿元、1.98 亿元和 2.45 亿元，其中大连旅顺新港新城项目近三年分别确认收入 2.91 亿元、0.92 亿元和 2.45 亿元，由于 2016 年大连市旅顺开发区财政局资金短缺，当期公司工程进度有所滞后，收入确认较少；福州琅岐岛雁行江北岸开发项目于 2015 年确认收入 1.50 亿元，2016 年确认收入 1.06 亿元。公司酒店餐饮和物业服务收入整体收入规模占比小，

波动不大。整体看，公司的营业收入主要为房地产销售，其他业务在公司营业收入中所占的比重均较小，对营业收入规模影响不大。

毛利率方面，分业务来看，近三年公司房地产销售的毛利率分别为 28.10%、22.12%和 34.78%，波动上升，2016 年有所下降，主要系公司结转福州项目较多，结转均价下降所致；2017 年有所上升主要系结转上海地区项目的均价较高所致。2015~2017 年，公司酒店餐饮业务毛利率分别为 76.44%、80.65%和 80.49%，变化不大；物业服务业务毛利率较高，成本主要为人工成本，2017 年物业服务毛利率大幅下降至 27.92%，主要系 2016 年公司按集团统一财务核算口径，大部分工薪计入管理费用核算，2016 年底集团成立单独的物业核算体系，统一将对应楼盘物业收入的工薪计入成本核算，且 16 年底上海物业中心正式开始运营成本增加所致。近三年公司一级土地开发业务毛利率逐年下降，其中 2015 年一级土地开发收入里面新增福州琅岐北岸项目，收入确认法为投资回报净额法，无对应开发成本，毛利率较高；2016 年较上年变化不大；2017 年大幅下降至 6.18%，主要系价税分离¹以及 2017 年度利息支出增加所致。受房地产销售业务毛利率变化的影响，公司近三年整体毛利率有所波动，分别为 34.32%、26.98%和 33.52%。

表 5 2015~2017 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

名 称	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	43.61	84.58	28.10	46.34	90.01	22.12	53.02	84.59	34.78
酒店餐饮	1.04	2.02	76.44	0.91	1.77	80.65	1.00	1.60	80.49
物业服务	0.72	1.39	85.46	0.97	1.88	73.99	1.70	2.71	27.92
一级土地开发	4.41	8.55	59.80	1.98	3.85	57.35	2.45	3.91	6.18
其他	0.39	0.75	50.84	0.38	0.73	61.63	3.88	6.19	14.88
主营业务小计	50.16	97.28	32.88	50.57	98.23	25.83	62.06	98.99	32.95
其他业务	1.40	2.72	85.78	0.91	1.77	90.71	0.63	1.01	89.61
合 计	51.56	100.00	34.32	51.48	100.00	26.98	62.69	100.00	33.52

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从公司的营业收入区域分布来看，2015~2017 年，公司营业收入区域占比变化较大。2015 年公司在福州、江苏、重庆承接的项目增多，占比分别为 32.96%、29.90%和 27.25%。2016 年，随着香海新城 A 区、香山天地和香江万里等项目的销售结转，福州地区销售收入占比上升至 63.10%。2017 年，新增上海城开中心项目写字楼的销售结转，上海地区销售占比达到 39.78%；福州地区占比 39.96%。

表 6 2015~2017 年公司房地产营业收入分地区情况（单位：亿元、%）

区域	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
福州	14.37	32.96	27.78	59.96	21.19	39.96
盐城	13.04	29.90	4.57	9.87	0.44	0.82
重庆	11.88	27.25	5.52	11.92	3.91	7.37
大连	4.10	9.41	8.46	18.26	6.23	11.75
北京	0.21	0.48	--	--	0.17	0.32
上海	--	--	--	--	21.09	39.78
合计	43.61	100.00	50.57	100.00	53.02	100.00

资料来源：公司提供

¹ 2016 年 5 月 1 日营改增，累计价税分离产生的增值税。

总体看，近年来公司主营业务收入规模稳定增长但收入区域占比变化较大，房地产主业毛利率随结转项目不同有所波动；酒店餐饮、物业服务等业务发展平稳，对公司整体收入和盈利形成了有益补充。

2. 房地产业务

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。

(1) 土地储备情况

土地储备策略方面，公司每年根据开发能力和土地市场行情对土地收储政策进行调整，并本着保持适度增长的原则进行土地收储。从土地储备的区域来看，近三年，公司主要关注区域重点城市的土地收储机会，但是也会适时关注二、三线城市中具有良好盈利前景的土地出让信息并审慎参与收储。公司会对拟进入城市的现状、发展趋势、人口、消费能力以及对房地产的承载能力等进行综合分析及判断，决定是否进入。

公司土地获取方式有直接参与土地竞拍、股权收购和合作竞拍三种。近三年，公司获取土地主要是通过土地竞拍方式以及股权收购等方式。2015~2016 年，公司通过招拍挂分别拿到福州地区香山天地（福州闽侯县）、香海新城 A 区（福州市马尾区）、香开长龙（福州市台江区）、香汇融江（福州市福清）琅岐岛 A-07 地块五块土地，土地规划建筑面积分别为 22.89 万平方米、37.69 万平方米、10.16 万平方米、59.88 万平方米和 33.15 万平方米，土地均价分别为 3,493 元/平方米、1,598 元/平方米、23,600 元/平方米、1,386 元/平方米和 2,063 元/平方米，其中，香开长龙项目土地均价较高，主要系该项目位于福州台江区金融街，附近有台江万达等大型综合体，属于中心城区稀有楼盘地块。2017 年，公司获得土地 7 块，其中福州 6 块、北京 1 块，新增土地储备面积 48.55 万平方米，规划建筑面积 158.88 万平方米。

截至2017年底，公司土地储备占地面积63.98万平方米，建筑面积191.92万平方米，分布在福州和北京。从土地性质看，公司储备的土地性质主要以商住、住宅为主。从土地储备成本来看，香山新时代项目楼面价格较高，主要系该项目土地通过招拍挂竞得，土地成交价和周边地块市场价相近所致，其余项目公司土地储备楼面地价较为合理。从规模上来看，公司土地储备规模较小，对未来持续发展形成一定制约。

表 7 截至 2017 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

地块名称	所属区域	取得时间	土地占地面积	规划总建筑面积	土地出让金	楼面价格	规划用途类型	享有权益
琅岐岛 A-07 地块	福州市马尾区	2016	15.43	33.15	6.84	2,063.35	住宅	49
中庚香江城一期项目	连江江南乡	2017	8.40	34.07	1.25	366.89	住宅、商业	99
中庚香江城二期项目	连江江南乡	2017	11.25	27.22	1.67	613.52	商业	99
连江新地块	连江通港大道与金凤路交叉口西南角	2017	6.92	21.39	10.05	4,698.46	住宅	100
香匯新时代	福州（福清）	2017	3.62	11.05	4.53	4,099.55	住宅、商业	70
香匯融江三期香瀾	福州（福清）	2017	8.12	30.31	11.09	3,658.86	住宅、商业	70
香山新时代	福州市晋安区	2017	3.15	11.05	17.37	15,719.46	住宅用地	100

朝阳区黑庄 户乡新地块	北京市朝阳区	2017	7.09	23.68	6.00	2,533.78	棚改安置房	50
合计		--	63.98	191.92	58.80		--	--

数据来源：公司提供

注：上述土地面积及权益规划面积未按权益口径折算。

总体看，公司土地储备集中在福州，除香开长龙和香山新时代外，其他项目土地成本较为合理，但剩余土地储备规模较小，对未来持续发展形成一定制约。

（2）项目开发情况

公司在房地产行业有多年的开发经验，开发项目以住宅为主，并辅以少量酒店餐饮以及商业。公司开发产品一般位于各城市的中心及基础设施完善、发展成熟的周边区域，住宅类型多为刚需及改善型。

从开发情况来看，2015~2017年，公司新开工面积分别为37.69万平方米、70.04万平方米和158.14万平方米，公司新开工面积逐年增长，主要系整体房地产行业回暖，公司加大开工力度所致；随着新开工面积的增长，公司期末在建面积有所增加，分别为165.12万平方米、174.58万平方米和332.71万平方米。2015~2016年，公司竣工面积分别为73.76万平方米和60.58万平方米，2017年，公司无竣工面积。

表8 近三年公司项目开发情况（单位：万平方米、个）

项目	2015年	2016年	2017年
新开工面积	37.69	70.04	158.14
期末在建面积	165.11	174.57	332.71
竣工面积	73.76	60.58	0
新开工项目个数	1	2	2
期末在建项目个数	7	7	9
竣工项目个数	2	2	0

资料来源：公司提供

注：公司竣工口径为按项目整体竣工统计，分期开发，整体未竣工项目不计入竣工面积；2017年，上海城开中心22.62万平米、大连当代艺术17.94万平米、大连旅顺香海金鼎7.56万平米、重庆中庚城17.77万平米

截至2017年底，公司在建项目主要包括大连市当代艺术、香海金鼎、中庚城、香汇融江、香山小镇以及上海城开中心等9个项目，总建筑面积共420.42万平方米。截至2017年底，公司在建项目计划总投资额度336.68亿元，已投资244.88亿元，尚需投资91.80亿元。拟建项目计划总投资175.20亿元，截至2017年底已投资48.55亿元，尚需投资126.65亿元。在建及拟建项目未来尚需投入资金较大，存在一定的资金支出压力及融资需求。

表9 截至2017年底公司在建及拟建项目投资概况（单位：万平方米、亿元）

在建项目						
项目名称	位置区域	项目总建筑面积	待售面积	预计总投资	截至2017年底已投资金额	后续投资额
当代艺术	大连市东港区	53.84	22.27	80.13	67.06	13.07
香海金鼎	大连市旅顺口区	63.04	14.90	27.43	21.97	5.46
香海壹品	大连市旅顺口区	2.00	1.43	4.15	3.38	0.77
中庚城	重庆市北碚区	87.42	14.45	35.62	30.04	5.58
城开中心	上海市闵行区	54.13	44.78	83.96	72.29	11.67
香开长龙	福州市台江区	10.16	9.19	28.79	21.43	7.36
香汇融江	福州市福清区	59.88	10.54	32.32	18.96	13.37

香海世界C区	福州市马尾区	28.98	10.97	16.28	6.78	9.49
香山小镇	福州市罗源县	60.97	48.16	28.00	2.95	25.05
合计	--	420.42	176.68	336.68	244.88	91.80

拟建项目

项目名称	位置区域	项目总建筑面积	待售面积	预计总投资	截至2017年底已投资金额	后续投资额
琅岐岛A-07地块	福州市马尾区	33.15	26.69	26.57	7.41	19.16
中庚香江城一期项目	福州市连江县	34.07	10.82	28.39	6.86	21.54
中庚香江城二期项目	福州市连江县	27.22		23.33	7.67	15.67
连江新地块	福州市连江县	21.39	11.98	21.44	11.05	10.39
香匯新时代	福州市福清市	11.16	7.75	7.18	2.27	4.91
香匯融江三期香瀾	福州市福清市	30.31	19.84	17.79	6.00	11.79
香山新时代	福州市晋安区	11.05	7.48	23.50	7.30	16.20
朝阳黑庄户地块	北京市朝阳区	23.68	23.68	27.00	-	27.00
合计		192.03	108.23	175.20	48.55	126.65

资料来源：公司提供

总体看，随着房地产行业回暖，公司房地产开发规模逐年扩大，在建及拟建项目规模较大，未来公司将面临的较大的资金支出压力。

(3) 房产销售情况

公司产品主要分为“香”系列和“中庚”系列，其中前者主要是城市精品项目，针对客户是首次购房或者改善型客户，后者则是业态较为全面。公司的营销管理中心负责各项目的营销策划与市场推广工作，营销管理中心针对不同的产品类型采用不同的营销策略。在营销推广中，公司采用自销为主、代销为辅的销售模式，具体的营销团队由项目公司在当地招聘，营销总监每个季度会现场巡视，以便把控销售进度达成绩效。从销售数据来看，近三年公司合同销售面积波动增长，合同销售面积分别为 58.00 万平方米、38.69 万平方米和 116.15 万平方米，2016 年签约销售面积较上年降幅较大，主要系公司推出小户型低单价产品相对上年有所减少以及 2016 年下半年房地产限购政策影响所致；2017 年增幅较大，主要系新增香匯融江和香海世界项目所致。2015~2017 年，公司合同销售金额持续增长，分别为 42.03 亿元、43.62 亿元和 125.56 亿元，2015 年签约销售项目新增闽侯的香山天地、江苏的海德公园等项目；2016 年签约销售新增上海城开中心以及香海新城 A 区等项目；2017 年签约销售新增香匯融江项目以及香海世界等项目。从签约销售单价来看，近年来公司签约销售单价波动上升，其中 2015 年签约销售单价较低，主要系大连以及重庆项目均价较低所致；2016 年签约销售单价涨幅较大，主要系房地产市场回暖以及上海城开中心写字楼签约单价较高所致；2017 年小幅下降主要系香海金鼎项目以及香匯融江项目均价相对较低所致。

从结转情况来看，公司售房款一般于工程竣工交房时确认收入，近三年公司结转面积持续下降，其中 2015 年主要系江苏的海德公园、大连先锋的香海金鼎以及重庆的中庚城等项目；2016 年为大连当代艺术、重庆中庚城、江苏海德公园、福州香江万里、福州香海新城 A 区及福州香山天地项目；2017 年为上海城开中心项目。但由于结转项目价格较高，公司近三年实现的结转收入逐年增加分别为 43.61 亿元、46.34 亿元和 53.02 亿元。近三年，公司销售回款率均在 80%以上。

表 10 近三年公司房地产销售情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
签约销售金额（亿元）	42.03	43.62	100.23
签约销售面积（万平方米）	58.00	38.69	91.02

平均签约销售价格（元/平方米）	7,247.12	11,274.23	11,012
销售回款率（%）	86.03	87.22	82.39
结转收入（亿元）	43.61	46.34	53.02
结转面积（万平方米）	64.32	51.28	41.86

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司房地产项目总可供出售面积合计 443.46 万平方米，剩余可出售面积共计 144.78 万平方米。公司在建在售项目主要分布在福州、大连、重庆和上海等地。其中，大连地区部分项目去化相对缓慢，主要系当代艺术项目去化速度较慢，主要系项目周边市政配套尚未到位所致。香海壹品项目主要产品为沿海洋房、别墅，户型面积普遍较大，客户群体较少，销售比例低，但体量不大。金鼎 17 地块为 2016 年新开盘，目前销售比例较低。重庆中庚城 A 地块主要为写字楼，受限于区域发展较慢，周边配套尚未到位，导致去化率较低。香汇融江和上海城开中心为分期开发推出，剩余可售面积暂未推出产品，已推出产品去化较快。其他项目总体销售情况较好。

表11 截至2017年底公司房地产在售项目情况（单位：元/平方米、万平方米、%）

项目名称	地区分布	类型	楼面地价	开工时间	总可供出售面积	累计出售面积	剩余可售面积	销售比例
海德公园	江苏盐城盐都区	住宅/商业	1,916	2011.01	57.88	51.95	5.93	89.75
香海壹品	大连旅顺	别墅	2,197	2010.04	1.69	0.26	1.43	15.38
中庚当代艺术		住宅	63,96.67	2012.05	31.39	22.37	9.02	71.26
金鼎 17 地块		住宅	502.98	2013.01	6.84	2.82	4.02	41.23
金鼎 06 地块		住宅	817.72	2011.11	15.57	15.57	0	100
金鼎 14 地块		住宅	735.86	2012.04	6.98	6.98	0	100
金鼎 04 地块		住宅	812.48	2013.05	11.02	11.02	0	100
中庚城 D 地块	重庆北碚区	住宅/商业	1339	2013.11	9.51	9.25	0.26	97.27
中庚城 A 地块		商业/办公	414.68	2012.06	8.78	6.2	2.58	70.62
中庚城 C 地块		住宅	694.78	2012.06	21.06	21.06	0	100
中庚城 E 地块		住宅	679	2011.12	9.96	9.96	0	100
中庚城 F 地块		住宅/商铺	176.9	2013.04	19.52	19.52	0	100
香江万里	福州台江区	住宅	9154	2013.04	6.41	5.88	0.53	91.73
香山天地	福州闽侯	住宅/商业	3,943.43	2014.11	19.51	17.07	2.44	87.47
香海世界	福州马尾	住宅/商业	1,597.61	2015.06	30.23	28.7	1.53	94.94
香汇融江	福州福清	住宅/商业	1,386.22	2016.01	46.45	35.61	10.84	76.66
红鼎天下	福州仓山区	住宅/商业	10,184	2011.06	10.61	8.32	2.29	78.42
城开中心	上海闵行区	商业/办公/酒店	4,886	2013.12	50.68	5.9	44.78	11.64
香海新城 C 区	福州马尾	住宅	2,063.35	2017.03	22.39	11.42	10.97	51.00
香山小镇	福州罗源	住宅/商业	1,312	2017.09	56.98	8.82	48.16	15.48
合计			--	--	443.46	298.68	144.78	--

资料来源：公司提供

总体看，公司近年房产签约销售金额逐年增长，签约销售单价和面积有所波动；公司部分项目存在一定的去库存压力。

3. 酒店及餐饮业务

公司酒店业务全部集中于福州市的中庚喜来登酒店。中庚喜来登酒店为超 5 星级酒店，现有 396 间客房，建筑面积 7.29 万平方米。2015~2017 年，中庚喜来登酒店营业收入分别为 1.04 亿元、0.91 亿元和 1.02 亿元，整体相对较为平稳；入住率略有提升但仍处于较低水平，2017 年入住率为 44.67%；平均房价逐渐下降，主要系国家限制“三公消费”，公司酒店房价有相应调整所致。

表 12 2015~2017 年底公司酒店经营概况（单位：亿元、%、元/间/天）

酒店名称	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	入住率	平均房价	收入	入住率	平均房价	收入	入住率	平均房价
中庚喜来登	1.04	37.65	640.61	0.91	37.81	561.95	1.02	44.67	535

资料来源：公司提供

总体看，公司酒店的总体经营基本平稳，可为公司提供较为稳定的收入和现金流入，酒店入住率较低，受政策影响，房价逐年下降。

4. 物业服务业务

公司物业服务主要是自持的商场、写字楼以及酒店等，截至 2017 年底，公司持有型物业共计 10 个项目，自持面积共计 28.91 万平方米，主要有商业、办公、餐饮以及酒店等，主要分布于福州、福清、大连以及上海，其中以福州为主，上海城开中心商业综合体目前正在招商中，后续商业将陆续出租。截至 2017 年底，公司自持物业公允价值为 121.19 亿元，整体增值率 64.58%，从评估单价来看，增值较为合理。

表 13 公司 2017 年自持物业收入概况（单位：平方米、万元、元/平方米/月、%）

项目名称	自持面积	开业时间	出租率	租金水平	入账成本	最新账面评估价值	增值率	评估单价
财富天下	5,431.67	2010	97.29	96.34	19,362	21,500	11.04	39,582.67
国际华府	718.26	2011	100	142.2	1,954	2,140.70	9.55	29,803.97
大连世贸大厦	1,731.27	2007	68.52	69	3,093	3,387.75	9.53	19,568.00
骏建大厦	1,726.61	2013	100	120.22	7,720	8,728.16	13.06	50,550.85
福建国际青年交流中心	1,1230.1	2013	29.96	116.49	34,726	37,962	9.32	33,803.80
聚龙酒店	4,3505.2	2015	100	137.91	91,200	97,936	7.39	22,511.33
福州中庚城	2,1065.5	2013	100	57	48,299	53,235	10.22	25,271.18
红鼎天下	1,3098.6	2015	15.20	90	33,348	36,012	7.99	27,493.01
香山春天	1,538.16	2016	0	62.49	5,208	5,649	8.47	36,725.70
上海城开	189,011	2017	31.36	170	31,3634	945,328	201.41	50,014.44
合计	289,056.56	--	--	--	558,544	1,211,878	116.97	41,925.29

资料来源：公司提供

出租率方面，国际华府、财富天下、骏建大厦、聚龙酒店和福州中庚城出租率均处于较高水平；大连世贸大厦，出租率为 68.52%，主要系部分办公场所公司自用所致；福建国际青年交流中心出租率为 29.96%，主要系部分办公、商业在升级改造中；上海城开于 2017 年投入使用，由于招租时间较短，出租率为 31.36%；香山春天出租率为 0，主要系项目目前在升级改造过程，未来拟考虑出售。

总体看，公司的自持物业规模面积较大，整体但受宏观经济增速下行等影响，租金收入水平不高，写字楼整体出租率处于较低水平。

5. 一级土地开发业务

公司一级土地开发业务主要包括两个项目，分别由子公司大连中庚投资有限公司（以下简称“中庚投资”）和福州城开实业有限公司（以下简称“福州城开”）负责实施。

公司 2012 年 1 月与大连旅顺经济开发区管委会签署《辽宁省大连市旅顺口区西部临港新城旧城改造暨核心区基础设施建设及土地开发协议书》，根据协议公司负责大连市核心区基础设施建设工程建设，具体由中庚投资负责施工进度、工程质量、资金支付，该项目所需资金有“核心区基础设施建设费”和“核心区基础设施建设征地、征林、动迁费、安置补偿费”两部分，全部由公司筹措，前者由中庚投资直接对外支付，后者由公司拨付给政府，政府再对外支付。中庚投资每个月 20 日向政府和公司上报工程形象进度、投资完成量，经双方审核签字确认后作为完成情况以及资金投入依据，政府每三个月进行计量、结算结果的审计。该项目规划用地面积 7.5 平方公里，预计投资 60 多亿元，建设工期 3 年左右。拆迁工作由政府执行，企业不参与。根据协议，双方约定以年 15% 计算财务成本（作为公司的投资回报），政府分 2012~2014 年底三阶段进行回购，由于工程进度有所滞后，双方签订补充协议约定建设期延长至 2017 年底，双方每年 3 月底前对账并确定上年公司累计投入资金的本息，政府在每年年底之前进行回购。

大连旅顺临港新城项目以项目投入成本加投资回报确认收入，2015~2017 年，该项目分别确认收入 2.91 亿元、0.92 亿元和 2.45 亿元。由于 2016 年，大连市旅顺开发区财政局资金短缺，当期公司工程进度有所滞后，收入确认较少。截至 2017 年底，公司已累计投入本息 11.03 亿元，扣除政府回购 9.59 亿元，旅顺开发区财政局尚有 1.44 亿元未回购。

表 14 公司近三年一级土地开发情况（单位：亿元）

物业类型	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本
大连旅顺临港新城	2.91	1.77	0.92	0.84	2.45	2.30
琅岐岛雁行江北岸开发	1.50	--	1.06	--	--	--
合计	4.41	1.77	1.98	0.84	2.45	2.30

资料来源：公司提供

2013 年 6 月，福州城开与福州马尾区政府签署《琅岐岛雁行江两岸片区综合整治开发建设项目投资合作协议》，根据协议福州城开主要承担琅岐岛雁行江两岸片区综合整治开发建设项目，负责项目的投资、融资、建设并承担风险，待工程竣工验收后按约定移交给政府指定单位，马尾区政府按约定支付投资建设综合成本和投资回报。双方约定以实际投资成本（包括建筑安装工程费、工程建设其他费用、建设用地费和实际发生的预备费用总和，不含财务费用）为基础，按 23% 的年固定投资回报率计取福州城开的投资回报，当地政府可调剂非本项目平衡用地土地出让金收入资金用于一并归还福州城开投资综合成本和投资回报。马尾区政府同意将琅岐岛雁行江北岸地块经营性出让用地作为返还琅岐岛雁行江北岸片区综合整治开发建设项目投资建设综合成本的平衡性用地，根据约定，马尾区政府将每期土地出让所得的地价款用于支付当期应付的投资建设综合成本，当土地出让所得价款不够支付约定的全部投资费用时，则从以后出让的每期出让用地实际所得价款予以优先支付，直到上述费用全额支付。该项目项目开发周期为 3 年，回款时间与政府土地招拍挂时间关联。

琅岐岛雁行江两岸片区综合整治开发项目北岸占地 2,300 亩、南岸占地 2,040 亩，项目总投资额 30.48 亿元。具体拆迁由政府执行，企业负责土地平整及基础设施建设。2015 年，公司琅岐岛雁行江北岸项目开发共确认收入 1.50 亿元，2016 年确认收入 1.06 亿元，按合同约定以投资金额年回报率 23% 计提收入外加财务费用共同组成，公司 2017 年未确认收入，主要系公司琅岐岛雁行江北岸项目 2016 年已完成项目开发建设投资，南岸建设尚未开始，2017 年未发生投资建设所致。

总体看，公司一级土地开发整体规模较小，回款速度较慢，占用公司的部分营运资金；此外，

公司一级土地开发业务项目储备较少，未来该项收入来源可持续性一般。

6. 经营效率

2015~2017 年，公司存货周转率分别为 0.18 次、0.19 次和 0.19 次，略有上升但仍在较低水平；流动资产周转率三年均为 0.21 次，保持稳定；总资产周转率分别为 0.18 次、0.17 次和 0.16 次，变化不大。公司与同行业上市公司 2017 年经营效率指标对比中处于下游水平，经营效率有待提高。

表 15 房地产开发类上市公司 2017 年经营效率指标（单位：次）

股票简称	存货周转次数	流动资产周转次数	总资产周转次数
滨江集团	0.38	0.28	0.25
信达地产	0.26	0.25	0.22
广宇发展	0.43	0.52	0.48
中粮地产	0.27	0.24	0.21
中庚集团	0.19	0.21	0.15

资料来源：Wind 资讯及公司审计报告

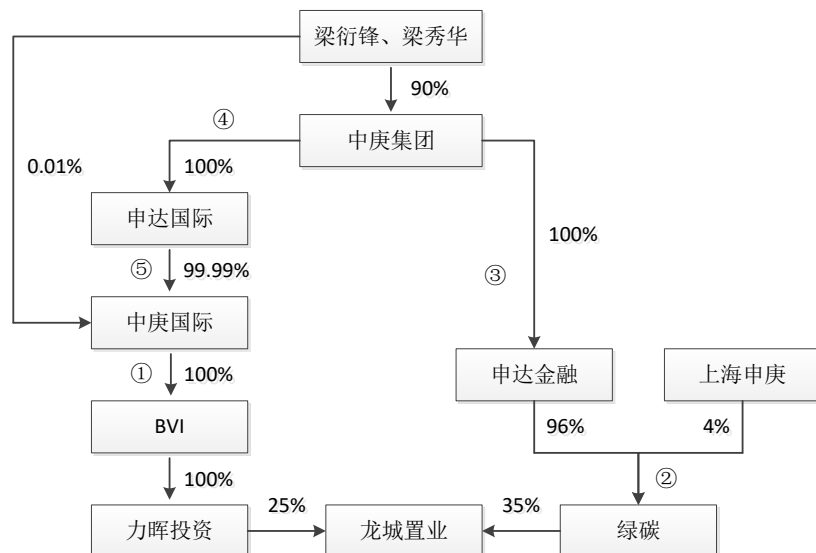
总体看，公司经营效率有待提高。

7. 重大事项

（1）收购上海城开龙城置业有限公司股权

2016 年一季度，公司收购了上海城开龙城置业有限公司（以下简称“龙城置业”）60%的股权，将龙城置业纳入并表范围，对公司资产产生重大影响。公司收购龙城置业 60%股权分两步走，第一步是收购力晖投资有限公司（以下简称“力晖投资”）持有龙城置业 25%的股权，第二步收购城开绿碳（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“绿碳”）持有龙城置业 35%的股份。

图 6 公司收购龙城置业 60%股权简易图



资料来源：联合评级根据公司审计报告整理

2013 年 6 月 21 日，中庚国际集团有限公司（以下简称“中庚国际”）出资人民币 117,450.00 万元收购力晖投资母公司 BVI（估值基准日 2013 年 4 月 30 日资产总额账面值 7.22 亿元，估值 6.73 亿元），而力晖投资拥有龙城置业 25% 的股份。2016 年 2 月 2 日由中庚集团出资 10.00 万元港币在

香港成立全资控股公司“申达国际有限公司”（以下简称“申达国际”），后者于 2016 年 2 月 18 日投资港币 9.99 万元港币对中庚国际进行扩股，扩股后股东申达国际占中庚国际股权比为 99.9%，原股东梁衍锋、梁秀华占中庚国际股权比为 0.1%，至此公司完成对龙城置业 25%的股权收购。

2015 年 12 月 25 日，福州申达金融服务外包有限公司（以下简称“申达金融”）出资 160,000 万元入伙城开绿碳（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“绿碳”），2016 年 01 月 13 日，绿碳合伙人变更为申达金融和上海申庚实业发展有限公司（以下简称“上海申庚”）。2016 年 1 月 27 日中庚集团完成对申达金融（控股股东为集团一致行动人）的全资收购，实现对申达金融 100%控股。通过上述流程，中庚集团实现了对龙城置业另外 35%股权的实际控制。

中庚集团实际控制了拥有龙城置业 25%股份的力晖投资以及拥有龙城置业 35%股份的绿碳，从而实现了对龙城置业的 60%控股。2016 年 5 月 12 日，上海实业控股有限公司发布公告称，公司非全资附属子公司上海城开（集团）有限公司以 19.07 亿元向中庚集团出售龙城置业剩余 40%股本权益，至此城开中心全部归属中庚集团。

（2）收购河南东方银星投资股份有限公司股权

2017 年 3 月 1 日，中庚集团召开股东会，全体股东一致同意：中庚集团以 21.5 亿元的价格（即每股 56.03 元）受让晋中东鑫建材贸易有限公司（以下简称“晋中东鑫”）持有的河南东方银星投资股份有限公司（以下简称“东方银星”）38,374,400 股，占东方银星总股本的 29.98%，2016 年 3 月 3 日，双方签订了《股权转让协议》。

截至 2017 年 5 月 31 日，中庚集团通过上海证券交易所系统累计增持公司股份 2,585,615 股，占东方银星总股本的 2.02%。本次增持后，公司合计持有东方银星股份 40,960,015 股，占东方银星总股本的 32%，形成非同一控制下企业合并，同时形成商誉 21.08 亿元。根据福建华成房地产土地资产评估有限公司出具的《中庚地产实业集团有限公司商誉减值测试项目》资产评估报告（闽华成评报（2018）资字第 T1021 号资产评估报告），截止 2017 年底，按照评估基准日最近的收盘价并综合考虑按市场法确定的公司对东方银星控股权溢价后，公司持有对东方银星 32%的权益的可收回金额为 2.16 亿元，小于含商誉的资产组的账面价值，本年计提商誉减值 0.70 亿元。

东方银星成立于 1996 年 10 月 11 日，是一家上海证券交易所上市公司（证券代码：600753.SH）。公司经营范围为房地产项目投资；实业投资；化工产品（不含危险化学品）、建筑材料、装饰材料、塑钢门窗、五金、机电产品（不含汽车）、金属材料（不含稀有金属）的销售。（以上范围凡需审批的，未获审批前不得经营）。

总体看，公司并购上海城开中心项目后，未来收入和盈利规模有望大幅增长；但考虑到项目所在区域整体发展较成熟，市场竞争激烈，加上上海城开中心项目体量大，整体建设周期长，未来仍需较大的资金投入，公司面临的经营风险也将加大；公司收购东方银星形成大额商誉并发生减值，若未来被收购企业后续经营不善，公司将面临较大商誉减值风险。

8. 经营关注

（1）公司项目主要分布在福州、大连、重庆和上海等地，易受所在区域房地产市场政策波动影响，（其中香海壹品项目以及金鼎 17 地块等项目存在一定的去库存压力），如上述地区房地产行业出现不利变化，导致在建项目去化周期变长，将可能导致公司资金回笼周期拉长，影响整体经营状况。

（2）目前公司土地储备规模相对较小且较为集中，对公司未来持续发展形成一定的制约；公司自持物业中写字楼出租率以及酒店入住率在较低水平。

(3) 公司在建及拟建项目规模较大, 在建及拟建项目未来尚需投入资金较大, 存在一定的资金支出压力及融资需求。同时, 公司一级土地开发整体规模较小, 回款速度较慢, 对公司的资金有一定的占用。

(4) 公司收购方银星总股本的 32%, 为东方银星第一大股东, 形成非同一控制下企业合并, 同时形成商誉 21.08 亿元。截止 2017 年底, 根据最新资产评估报告, 公司持有对东方银星 32% 的权益小于含商誉的资产组的账面价值, 本年计提商誉减值 0.70 亿元。若未来被收购企业后续经营不善, 公司将面临较大商誉减值风险。

9. 未来发展

公司未来将持续深耕地产, 以上海、福州为主体并做好现有已开发的区域。未来三年, 公司将通过进一步拓展产业区域发展布局与业态布局, 实现综合实力进入地产行业前 50 强的目标。在其他业务板块上, 继续开拓商业运营、金融贸易、智慧城市、能源等领域, 实现公司业务多元化。

公司房地产业务方面, 以福州为中心的海西经济圈是公司主要的核心发展区域, 以上海为中心的长三角经济圈是公司近年的重点拓展区域。公司重点发展成熟区域与人口高净流入区域, 降低投资风险, 进行优质资产配置。

总体看, 公司战略结合自身发展的比较优势和当前行业环境, 能够支持公司的可持续发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年的财务报表已经中审亚太会计事务所(特殊普通合伙)审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》(财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订)、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。

从合并范围看, 2015 年公司新纳入合并范围的子公司 1 家, 不再纳入合并范围的子公司 0 家; 2016 年度公司新纳入合并范围的子公司 13 家, 不再纳入合并范围的子公司 0 家; 2017 年度公司新纳入合并范围的子公司 18 家, 不再纳入合并范围的子公司 2 家。2016 年度, 公司通过重组取得了龙城置业的控制权。下述财务分析部分 2015 年数据将使用备考财务报表, 以提高财务数据可比性。中审亚太会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2015 年度备考财务报告出具了标准无保留意见审计报告。

截至 2017 年底, 公司合并资产总额 500.88 亿元, 负债总额 421.31 亿元, 所有者权益(含少数股东权益)合计 79.57 亿元, 其中归属于母公司所有者权益合计 70.86 亿元。2017 年, 公司实现营业收入 62.69 亿元, 净利润(含少数股东损益)7.03 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 6.16 亿元; 公司经营活动现金流量净额-6.95 亿元, 现金及现金等价物净增加额 9.72 亿元。

2. 资产质量

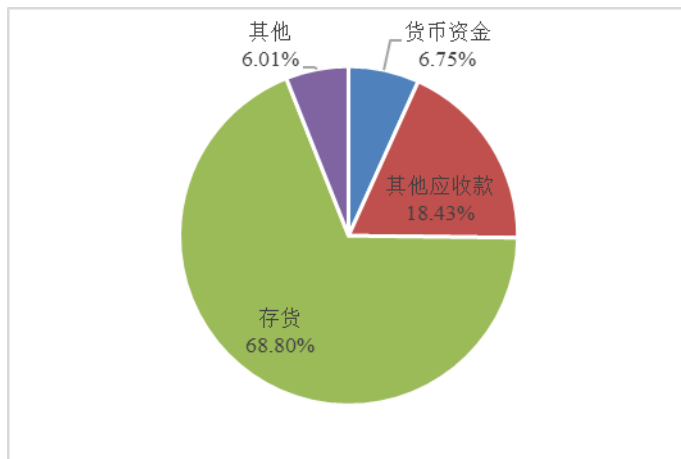
2015~2017 年, 公司资产总额逐年增长, 年均复合增长 29.98%, 流动资产和非流动资产均有所增长。截至 2017 年底, 公司资产总额 500.88 亿元, 较上年底增长 56.64%; 其中流动资产占比 66.89%, 非流动资产占比 33.11%, 公司资产构成以流动资产为主, 符合房地产行业特征。

流动资产

2015~2017 年, 公司流动资产逐年增长, 年均复合增长 19.88%。截至 2016 年底, 公司流动

资产 251.82 亿元，较上年底增长 8.02%，主要系存货增长所致。截至 2017 年底，公司流动资产 335.06 亿元，较上年底增长 33.05%，主要系其他应收款增长所致；流动资产主要由货币资金（占比 6.75%）、其他应收款（占比 18.43%）和存货（占比 68.80%）构成。

图 7 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 63.55%。截至 2016 年底，公司货币资金 9.93 亿元，较上年底增长 17.42%，主要系公司加大融资力度所致。截至 2017 年底，公司货币资金 22.63 亿元，较上年底增长 127.80%，主要系销售回款增加及增加借款所致；货币资金主要由银行存款（占比 80.37%）和其他货币资金（占比 17.51%）构成，其中受限货币资金 2.97 亿元（占比 13.13%），系公司支付给厦门国际信托有限公司的质押保证金。

2015~2017 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 41.77%。截至 2016 年底，公司其他应收账款 13.88 亿元，较上年底下降 54.84%，主要系公司为降低关联方资金往来风险、积极缩减应收关联方往来款所致。截至 2017 年底，公司其他应收款 61.77 亿元，较上年底增长 345.01%，主要系公司向地方政府部门预付的保证金、代收代付款项及政府部门往来款项等增长所致；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额 24.85 亿元（占比 39.70%），其中账龄在 1 年以内的占比 90.01%，账龄在 1~2 年的占比 5.59%，账龄在 2 年以上的占比 4.40%，整体账龄较短，公司对该部分累计计提坏账准备 0.41 亿元（计提比例 1.72%），计提较为充分；采用其他方法计提坏账准备的其他应收款余额 37.33 亿元（占比 59.62%），主要为备用金、押金、保证金、政府部门往来款和关联方往来款等，公司未对该部分计提坏账准备；按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款余额合计 26.78 亿元，占其他应收款年末余额合计数的 42.78%，集中度较高。

表 16 截至 2017 年底其他应收款前五大客户情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	金额	账龄	占比	坏账准备 年末余额
福清市国土资源局	政府部门往来	7.81	1 年以内	12.48	0.00
福州市公共资源交易服务中心	政府部门往来	6.80	1 年以内	10.85	0.00
中科建设开发总公司	其他往来款	5.00	1 年以内	7.99	0.00
宁波友邦华富农业开发有限公司	其他往来	4.28	1 年以内	6.83	0.00
大连市甘井子区革镇堡中革镇堡村民委员会	政府部门往来款	2.90	1-2 年	4.63	0.00
合计	--	26.78	--	42.78	0.00

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 13.94%。截至 2016 年底，公司存货账面价值 213.77 亿元，较年初增长 20.38%，主要系“上海城开中心”、“香开长龙”项目开发成本增加所致。截至 2017 年底，公司存货账面价值 230.53 亿元，较年初增长 7.84%，主要系“香海壹品”、“当代艺术”及“重庆中庚城”等项目投入增加所致；存货主要由开发成本（占比 84.26%）和开发产品（占比 15.49%）构成，开发成本和开发产品主要位于一、二线城市的核心区域，公司未对存货计提跌价准备；账面价值 83.91 亿元的存货已被用于借款抵押，占比 36.40%。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产规模逐年增加，年均复合增长 61.80%，主要系投资性房地产增加所致。截至 2017 年底，公司非流动资产 165.82 亿元，较年初增长 144.02%；非流动资产主要由投资性房地产（占比 79.91%）和商誉（占比 12.39%）构成。

2015~2017 年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长 62.22%。截至 2016 年底，公司投资性房地产 53.11 亿元，较上年底增长 5.48%，主要系受公允价值变动影响所致；截至 2017 年底，公司投资性房地产 132.50 亿元，较上年底增长 149.49%，主要系 2017 年公司将上海城开中心办公楼 1 号楼、2 号楼部分开发产品转为投资性房地产拟用于出租所致。2015~2017 年，公司投资性房地产公允价值变动收益分别为 0.36 亿元、2.76 亿元和 4.43 亿元，投资性房地产公允价值变动受国家宏观经济形势、房地产政策影响较大，如未来房地产价格下降，可能引起投资性房地产公允价值变动波动；账面价值 78.29 亿元的投资性房地产已被用于借款抵押，占比 59.09%。

2015~2017 年，公司商誉大幅增长，年均复合增长 1,017.84%。截至 2016 年底，公司商誉 0.16 亿元，较年初无变化。截至 2017 年底，公司商誉 20.54 亿元，较年初增长 20.38 亿元，主要系公司 2017 年度收购东方银星形成商誉所致；截至 2017 年底，公司累计计提商誉减值准备 0.70 亿元，主要系根据福建华成房地产土地资产评估有限公司出具的《中庚地产实业集团有限公司商誉减值测试项目》资产评估报告（闽华成评报（2018）资字第 T1021 号资产评估报告），截止 2017 年底，按照评估基准日最近的收盘价并综合考虑按市场法确定的公司对东方银星控股权溢价后，公司持有对东方银星 32% 的权益的可收回金额为 2.16 亿元，小于含商誉的资产组的账面价值，本年计提商誉减值 0.70 亿元。

截至 2017 年底，公司资产中所有权或使用权受限的资产合计 168.67 亿元，其中货币资金 2.97 亿元，投资性房地产 78.30 亿元，存货 83.91 亿元，固定资产 3.36 亿元，无形资产 0.14 亿元；受限资产合计占总资产比重为 33.67%，受限比例较高。

总体看，公司资产规模有所增加，资产构成以流动资产为主。流动资产中存货占比较高，其他应收款主要系公司与其他主体的往来拆借款，对公司资金形成一定的占用；非流动资产中，投资性房地产受公允价值变动影响大，易受房地产市场波动影响；公司受限资产总额占比较高，商誉发生减值，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

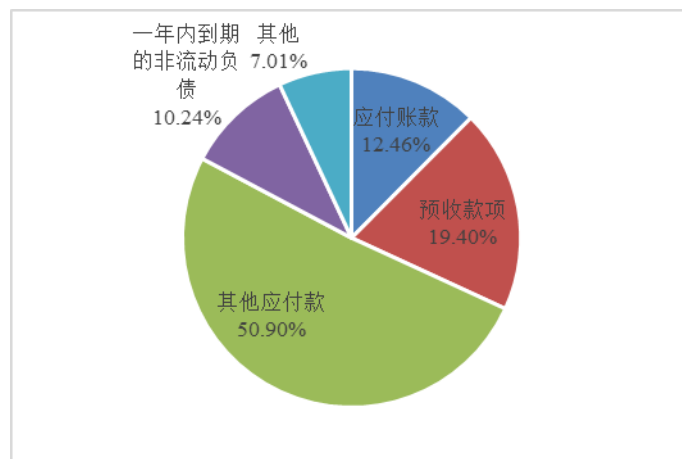
负债

2015~2017 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 31.06%。截至 2016 年底，公司负债总额 268.80 亿元，较上年末增长 9.59%，主要系非流动负债增长所致。截至 2017 年底，公司负债总额 421.31 亿元，较年初增长 56.73%，流动负债和非流动负债均有所增长；其中流动负债占比 48.95%，非流动负债占比 51.05%，非流动负债占比较高。

2015~2017 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 18.05%。截至 2016 年底，公司流动

负债 142.00 亿元，较上年底下降 4.05%，主要系预收款项和其他应付款减少所致。截至 2017 年底，公司流动负债 206.21 亿元，较年初增长 45.22%，主要系预收款项和其他应付款增长所致；流动负债主要由应付账款（占比 12.46%）、预收款项（占比 19.40%）、其他应付款（占比 50.90%）和一年内到期的非流动负债（占比 10.24%）构成。

图 8 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 18.38%，主要系随着公司在建项目增加、应付工程款增长所致。截至 2017 年底，公司应付账款 25.70 亿元，较上年底增长 17.43%；应付账款主要由应付工程及材料款（占比 99.45%）构成。

2015~2017 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 13.40%。截至 2016 年底，公司预收款项 22.72 亿元，较上年底下降 26.96%，主要系重庆中庚城、福州香江万里以及香海新城 A 区等项目销售结转从而转出部分预收房款所致。截至 2017 年底，公司预收款项 39.99 亿元，较年初增长 76.05%，主要系预收购房款增长所致；预收款项主要由预收购房款（占比 98.77%）构成。

2015~2017 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 16.96%。截至 2016 年底，公司其他应付款 69.61 亿元，较上年底下降 9.27%，主要系公司偿还部分到期往来款所致。截至 2017 年底，公司其他应付款 104.95 亿元，较年初增长 50.78%，主要系应付合并范围外关联方等增长所致；其他应付款主要由合作方经营往来款（占比 31.70%）、合并范围外关联方（占比 23.88%）、购房意向金（占比 7.35%）和其他²（占比 36.38%）构成。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 6.46%，主要系到期期限在 1 年以内的长期借款转入所致。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 21.11 亿元，较上年底增长 3.53%；一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款。

2015~2017 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 48.68%，主要系长期借款增长所致。截至 2017 年底，公司非流动负债 215.10 亿元，较上年底增长 69.62%；非流动负债主要由长期借款（占比 88.03%）和递延所得税负债（占比 7.78%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 44.42%，主要系公司为满足日常经营需要增加长期融资款所致。截至 2017 年底，公司长期借款 189.35 亿元，较上年底增长 57.49%；其中，抵押借款占比 78.63%，保证借款占比 15.72%，质押借款占比 5.65%；从长期借款期限分布看，剩余期限在 1~2 年的长期借款 10.62 亿元（占比 5.61%），剩余期限在 2~3 年的长期借款 154.11

² 主要为 54 家合并报表范围公司的非关联方日常往来款项。

亿元（占比 81.39%），剩余期限在 4~5 年的长期借款 15.00 亿元（占比 7.92%），剩余期限在 5 年以上的长期借款 9.62 亿元（占比 5.08%），公司 2020 年将面临较大集中偿付压力。

2015~2017 年底，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 41.71%。截至 2017 年底，公司全部债务 228.44 亿元，较上年底增长 55.80%，其中短期债务和长期债务分别占比 13.17%和 86.83%，债务结构以长期债务为主。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 82.74%、84.06%和 84.11%，逐年增长；全部债务资本化率分别为 68.97%、74.20%和 74.17%，波动增长；长期债务资本化率分别为 63.95%、70.23%和 71.37%，逐年增长。总体看，公司债务负担重。

总体看，公司流动负债以其他应付款为主；非流动负债以长期借款为主；公司债务结构以长期债务为主，公司整体债务负担较重。

所有者权益

2015~2017 年底，公司所有者权益（包括少数股东权益）呈波动增长，年均复合增长 24.69%。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 50.97 亿元，较上年底下降 0.42%，变化较小。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 79.57 亿元，较上年底增长 56.11%，主要系其他综合收益增长所致；截至 2017 年底，公司其他综合收益 37.32 亿元，较上年底增长 116.94%，主要系公司于 2017 年将上海城开中心办公楼 1 号楼、2 号楼部分开发产品转为投资性房地产，其公允价值超过其原账面价值之间的差额计入其他综合收益所致。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益合计 70.86 亿元，占比 89.05%；归属于母公司所有者权益中，股本占比 18.35%，其他综合收益占比 52.67%，未分配利润占比 28.63%，所有者权益稳定性较为一般。

总体看，受投资性房地产评估增值的影响，公司所有者权益规模波动增长，以其他综合收益和未分配利润为主，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司分别实现营业总收入 51.56 亿元、51.48 亿元和 62.69 亿元，波动增长，年均复合增长 10.27%；2017 年同比增长 21.77%，主要系随公司经营规模扩大房地产销售结转收入增长所致。2015~2017 年，公司分别实现净利润 5.26 亿元、3.65 亿元和 7.03 亿元，波动增长，年均复合增长 15.67%；2016 年同比减少 30.63%，主要系结转项目毛利率较低所致，2017 年同比增长 92.87%，主要系收入规模增长和结转项目毛利率较高共同作用所致。

期间费用方面，2015~2017 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 6.85%，主要系销售费用波动增长所致。2017 年，公司期间费用总额 11.12 亿元，同比增长 14.34%；其中，销售费用占比 23.20%、管理费用占比 35.22%、财务费用占比 41.58%。2015~2017 年，公司销售费用波动增长，年均复合增长 21.91%，其中 2016 年同比减少 13.77%主要系应付职工薪酬和日常费用减少所致，2017 年同比增长 72.37%主要系销售佣金、物业管理费等增长所致；同期，公司管理费用逐年增长，年均复合增长 6.01%，主要系随公司经营规模扩大、日常行政办公等费用增长所致；同期，公司财务费用分别为 4.52 亿元、4.59 亿元和 4.62 亿元，变动不大。

从利润构成看，2015~2017 年，公允价值变动收益占公司营业利润的比例分别为 5.08%、48.71%和 38.40%，公允价值变动收益全部来源于投资性房地产评估增值，对公司营业利润影响较大；2015~2017 年，投资收益占公司营业利润的比例分别为 41.13%、40.04%和 0.97%，2015 年度与 2016 年度投资收益较高，主要系福州中鼎投资有限公司和首开中庚(福州)房地产开发有限公司实现较高的净收益所致，投资收益对公司营业利润影响较大；营业外收入对公司利润影响很小。

从盈利指标看，2015~2017 年，公司总资产收益率分别为 6.23%、4.52%和 4.58%，总资产报

酬率分别为 3.91%、3.26%和 3.90%，净资产收益率分别为 12.56%、7.14%和 10.78%，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均波动下降，主要系利润规模波动所致；从同行业比较情况看，公司主要盈利指标在上市房地产企业中处于较低水平。

表 17 房地产开发类上市公司 2017 年盈利指标情况（单位：%）

股票简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
滨江集团	30.40	12.64	5.62
中粮地产	36.33	15.10	4.77
广宇发展	27.87	36.33	6.67
信达地产	28.16	10.72	3.93
中庚地产	33.52	10.78	3.90

资料来源：Wind 资讯，审计报告。

注：上市公司数据引自 Wind 资讯，公司数据由联合评级根据公司审计报告计算。

总体看，2015~2017 年，公司经营规模有所扩大，营业收入波动增长；营业利润对投资收益和公允价值变动收益依赖度较高；整体盈利能力较为一般。

5. 现金流

从经营活动看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 56.53%；2016 年，公司经营活动现金流入 65.96 亿元，同比增长 16.85%，主要系收到往来款等其他与经营活动有关的现金增长所致；2017 年，公司经营活动现金流入 138.33 亿元，同比增长 109.70%，主要系销售回款和收到往来款增长所致。2015~2017 年，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 54.84%；2016 年，公司经营活动现金流出 87.61 亿元，同比增长 42.92%，主要系支付购地价款和工程款等增长所致；2017 年，公司经营活动现金流出 145.28 亿元，同比增长 67.75%，主要系往来款规模增长所致。2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-4.15 亿元、-20.46 亿元和-6.95 亿元，持续净流出。

从投资活动看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入逐年增长，年均复合增长 28.79%，主要系收回理财产品、定期存款等所致；2017 年，公司投资活动现金流入 3.39 亿元，同比增长 4.54%。2015~2017 年，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 289.90%，2016 年，公司投资活动现金流出 0.63 亿元，同比减少 83.48%，主要系收购子公司等投资现金支出减少所致；2017 年，公司投资活动现金流出 58.39 亿元，同比增长 9,101.38%，主要系公司 2017 年收购东方银星、宁波兴港码头建设有限公司、福建长达投资有限公司等子公司所致。2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.80 亿元、2.61 亿元和-55.00 亿元，波动较大。

从筹资活动看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入逐年增长，年均复合增长 79.33%，主要系借款规模扩大所致；2017 年，公司筹资活动现金流入 157.56 亿元，同比增长 53.38%。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 35.25%；2016 年，公司筹资活动现金流出 81.66 亿元，同比增长 74.13%，主要系偿还债务支付的现金增长所致；2017 年，公司筹资活动现金流出 85.79 亿元，同比增长 5.06%，主要系支付的借款保证金等其他与筹资活动有关的现金增长所致。2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 2.07 亿元、21.00 亿元和 71.67 亿元，逐年扩大。

总体看，2015~2017 年，公司经营活动现金流持续净流出，投资活动现金流波动较大，对外部筹资依赖度快速增长。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年底，公司流动比率分别为 1.58 倍、1.77 倍和 1.62 倍，波动增长，流动资产对流动负债覆盖较好，2016 年增长主要系预收款项减少所致，2017 年有所回落主要系其他应付款、预收款项等流动负债增长较快所致；速动比率分别为 0.38 倍、0.27 倍和 0.51 倍，波动增长；公司现金短期债务比分别为 0.38 倍、0.38 倍和 0.75 倍，呈上升态势，现金类资产对短期债务的覆盖程度较好；公司经营活动现金流持续净流出，经营性现金流不能对流动负债形成保障。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 波动增长，年均复合增长 17.22%，主要系利润总额波动所致。2017 年，公司 EBITDA 为 16.62 亿元，同比增长 49.50%；其中，折旧占比 3.32%、摊销占比 0.49%、计入财务费用的利息支出占比 27.32%、利润总额占比 68.86%。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别 1.40 倍、0.97 倍和 1.32 倍，波动下降，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度一般；EBITDA 全部债务比分别为 0.11 倍、0.08 倍和 0.07 倍，逐年下降，公司 EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2017 年底，公司共获得金融机构授信额度 257.44 亿元，已使用额度 225.69 亿元，尚未使用额度 31.75 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2017 年底，公司对外担保余额合计 14.37 亿元，全部对关联方所提供担保；对外担保余额合计占归属于母公司所有者权益的 20.27%，公司面临较大或有负债风险。

截至 2017 年底，公司涉案金额超过 500 万元的未决诉讼、仲裁形成的或有负债及其财务影响情况如下，未决诉讼涉案金额合计 1.04 亿元，存在一定的或有负债风险。

表 18 截至 2017 年底公司重大未决诉讼情况（单位：万元）

原告	被告	案由	涉案金额	案件阶段
李震洲	中庚实业集团有限公司	建设工程合同纠纷	9,174.30	案件目前仍处于二审上诉阶段，由辽宁省高级人民法院审理，正在等待法院开庭判决
深圳市广宁股份有限公司	中庚实业集团有限公司	建设工程合同纠纷	503.28	现处于二审阶段，由福建省高级人民法院审理，未判决。
亿创电力建设集团有限公司	中庚实业集团有限公司	建设工程合同纠纷	731.35	已二审判决公司支付工程款 650.4654 万元，并支付逾期付款利息，公司正与亿创公司调解中
合计	--	--	10,408.93	--

资料来源：审计报告

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：G10350102000182603），截至 2018 年 3 月 28 日，公司无不良或关注类信贷信息记录，过往履约情况良好。

总体看，目前公司债务负担较重，使用受到限制资产规模较大；公司对外担保规模较大，有一定或有负债风险，考虑到公司在区域布局、开发经验、品牌知名度等方面具备一定的优势，整体偿债能力很强。

八、本次及本期公司债券偿债能力分析

1. 本次及本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2017 年底，公司全部债务 228.44 亿元，本次债券发行规模为不超过 20.00 亿元，本期债

券发行规模为不超过 13.00 亿元，相对于公司全部债务规模而言，本期债券发行对公司债务规模影响不大。

以 2017 年底财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 20.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 84.72%、75.74%和 73.29%，分别较发行前提高 0.61 个百分点、1.58 个百分点和 1.92 个百分点，债务负担有所加重。考虑到本期债券募集资金拟用于偿还银行贷款，公司实际债务负担将有可能低于上述预测值。

以 2017 年底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 13.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 84.52%、75.21%和 72.65%，分别较发行前提高 0.40 个百分点、1.05 个百分点和 1.28 个百分点，债务负担有所加重。考虑到本期债券募集资金拟用于偿还银行贷款，公司实际债务负担将有可能低于上述预测值。

2. 本次及本期公司债券偿债能力分析

以 2017 年相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 16.62 亿元，为本次公司债券发行额度 20.00 亿元的 0.83 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2017 年经营活动现金流入 138.33 亿元，为本次公司债券发行额度 20.00 亿元的 6.92 倍，经营活动现金流入对本次债券覆盖程度较高。

以 2017 年相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 16.62 亿元，为本期公司债券发行额度 13.00 亿元的 1.28 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；2017 年经营活动现金流入 138.33 亿元，为本期公司债券发行额度 13.00 亿元的 10.64 倍，经营活动现金流入对本期债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在开发规模、区域布局和多元化业务板块方面具有一定的竞争优势，预计公司能够通过持续经营获得较为稳定的现金流。联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

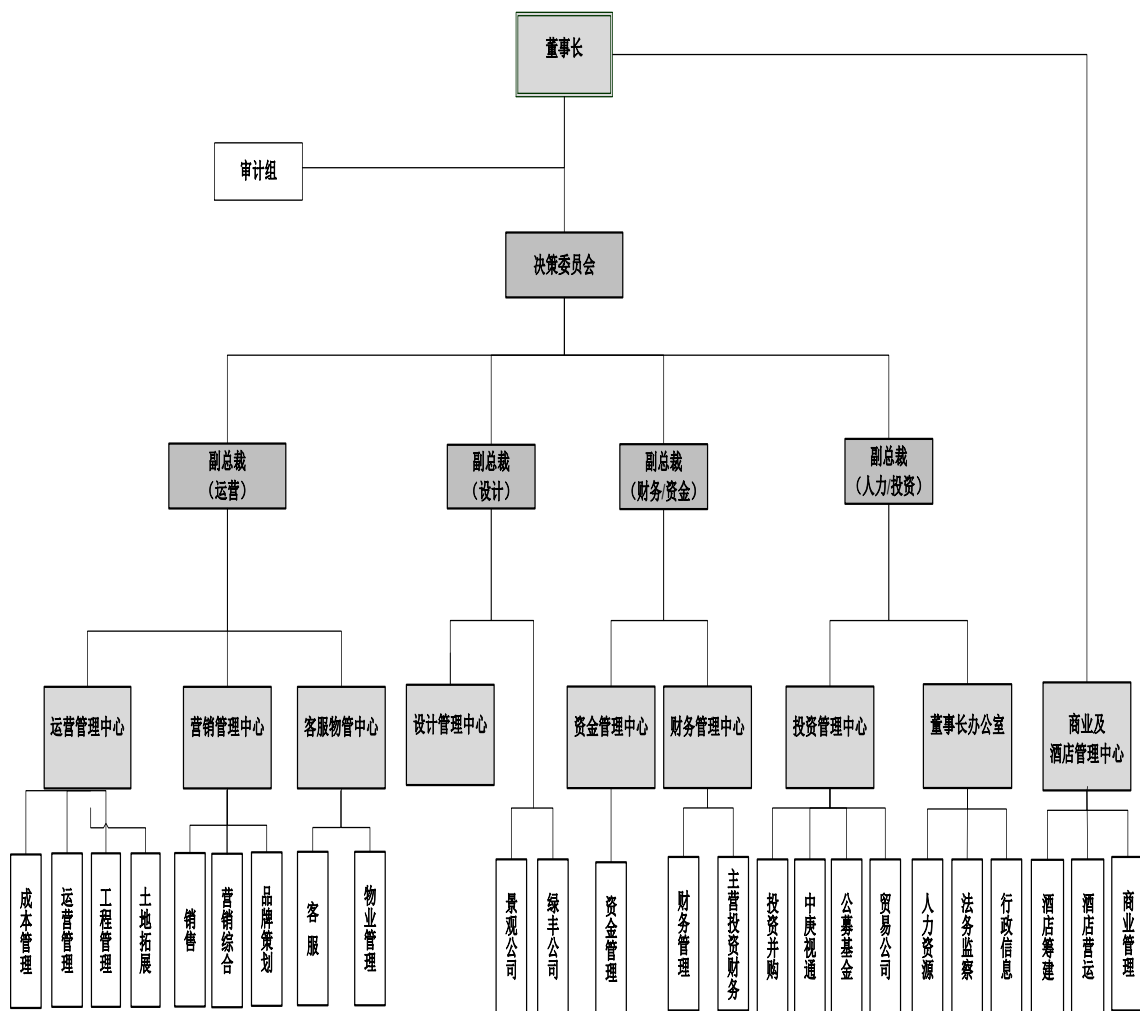
九、综合评价

公司作为具备较强综合实力的房地产开发公司，在区域布局、开发经验、品牌知名度等方面具备一定的优势；公司经营业务较为多元化，物业管理及酒店餐饮等业务稳定发展，降低了公司单一业务风险；此外随着上海城开中心商业综合体自持部分陆续对外出租，公司的收入和利润将形成一定补充。同时联合评级也关注到公司地产项目易受区域调控政策变化的影响、土地储备相对较少、在建项目尚需较大资金投入、债务负担较重、公司营业利润对投资收益和公允价值变动有一定依赖、资产受限比例较高、存在一定的或有负债风险及经营性现金流持续净流出、面临较大商誉减值风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着在建项目的陆续开盘销售，公司经营状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本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 中庚地产实业集团有限公司 组织结构图



附件 2 中庚地产实业集团有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	296.47	319.77	500.88
所有者权益（亿元）	51.18	50.97	79.57
短期债务（亿元）	22.97	26.39	30.08
长期债务（亿元）	90.78	120.23	198.35
全部债务（亿元）	113.75	146.62	228.44
营业收入（亿元）	51.56	51.48	62.69
净利润（亿元）	5.26	3.65	7.03
EBITDA（亿元）	12.10	11.12	16.62
经营性净现金流（亿元）	-4.15	-20.64	-6.95
流动资产周转次数（次）	0.21	0.21	0.21
存货周转次数（次）	0.18	0.19	0.19
总资产周转次数（次）	0.18	0.17	0.15
现金收入比率（%）	89.34	89.37	131.73
总资本收益率（%）	6.23	4.52	4.58
总资产报酬率（%）	3.91	3.26	3.90
净资产收益率（%）	12.56	7.14	10.78
营业利润率（%）	26.58	20.01	29.72
费用收入比（%）	18.88	18.89	17.73
资产负债率（%）	82.74	84.06	84.11
全部债务资本化比率（%）	68.97	74.20	74.17
长期债务资本化比率（%）	63.95	70.23	71.37
EBITDA 利息倍数（倍）	1.40	0.97	1.32
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.08	0.07
流动比率（倍）	1.58	1.77	1.62
速动比率（倍）	0.38	0.27	0.51
现金短期债务比（倍）	0.38	0.38	0.75
经营现金流动负债比率（%）	-2.80	-14.54	-3.37
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.60	0.56	0.83
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.93	0.86	1.28

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、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据。

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 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 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 + 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 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 中庚地产实业集团有限公司 2018 年公开发行公司债券（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，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年中庚地产实业集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中庚地产实业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。中庚地产实业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中庚地产实业集团有限公司的相关状况，如发现中庚地产实业集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中庚地产实业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，直至中庚地产实业集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中庚地产实业集团有限公司、监管部门等。

