

信用等级公告

联合[2019]519 号

当代节能置业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对当代节能置业股份有限公司主体长期信用状况及其拟面向合格投资者公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

当代节能置业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

当代节能置业股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2019 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：

二零一九年四月十五日

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>

当代节能置业股份有限公司

2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

本期债券信用等级：AA
公司主体信用等级：AA
评级展望：稳定
本期发行规模：不超过 8.80 亿元（含）
债券期限：不超过 3 年，附第 2 年末调整票面利率和回售选择权
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2019 年 4 月 15 日
主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	276.08	413.33	522.73
所有者权益（亿元）	48.17	72.91	73.76
长期债务（亿元）	45.87	72.78	37.77
全部债务（亿元）	59.29	92.48	87.41
营业收入（亿元）	69.75	82.27	80.65
净利润（亿元）	6.38	7.21	10.07
EBITDA（亿元）	9.86	11.63	16.73
经营性净现金流（亿元）	-9.82	-8.97	24.63
营业利润率（%）	17.69	19.38	28.19
净资产收益率（%）	14.37	11.91	13.73
资产负债率（%）	82.55	82.36	85.89
全部债务资本化比率（%）	55.18	55.92	54.23
流动比率（倍）	1.37	1.44	1.15
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.13	0.19
EBITDA 利息倍数（倍）	2.51	1.89	1.97
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.12	1.32	1.90

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。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”）对当代节能置业股份有限公司（以下简称“公司”或“节能置业”）的评级反映了公司作为“绿建”细分领域较为知名的房地产开发企业，在综合实力、开发规模、品牌影响力、未售项目规划建筑面积较大等方面具备一定的竞争优势。同时，联合评级也关注到房地产行业政策波动、公司部分项目未来存在一定的去化压力、项目后续资金需求较大、债务集中偿付压力较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

目前公司在建项目规模较大，未来随着项目的陆续竣工，公司的收入规模有望持续增长。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期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司在“绿建”细分市场从事房地产开发的历史较长、开发经验丰富、品牌知名度较高，拥有一定的竞争力。

2. 公司拿地规模逐年快速增长，未售项目的规划建筑面积规模较大，土地分布较广，全国化布局不断完善。

3. 2016年以来，公司加大新开工力度，并实现签约销售面积和签约销售金额同比大幅增长，公司预收款项大幅增加，为未来业绩提供良好支撑。

4. 2018年，公司经营性净现金流由净流出转为大幅净流入，对债务及利息保障能力增强。

关注

1. 房地产行业政策调控短期内仍将持续，

同时考虑到房地产行业开发周期长、资金投入量大、融资渠道收窄以及融资成本上涨等因素，可能会对公司经营发展形成一定影响。

2. 公司部分未售项目位于经济发展相对薄弱的三线及以下城市地区，未来可能存在一定的去化压力。

3. 公司在建项目尚需投入较大规模的资金，后期资金压力依然较大。

4. 截至2018年底，公司短期债务规模大幅增加，长期债务集中于2020年到期，公司债务集中偿付压力较大。

分析师

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@unitedratings.com.cn

余瑞娟

电话：010-85172818

邮箱：yurj@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。

本信用评级报告仅用于相关决策参考，并非是联合评级对本报告使用人进行投资、借贷等交易行为的建议，也不能作为本报告使用人进行投资等行为的依据。

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：

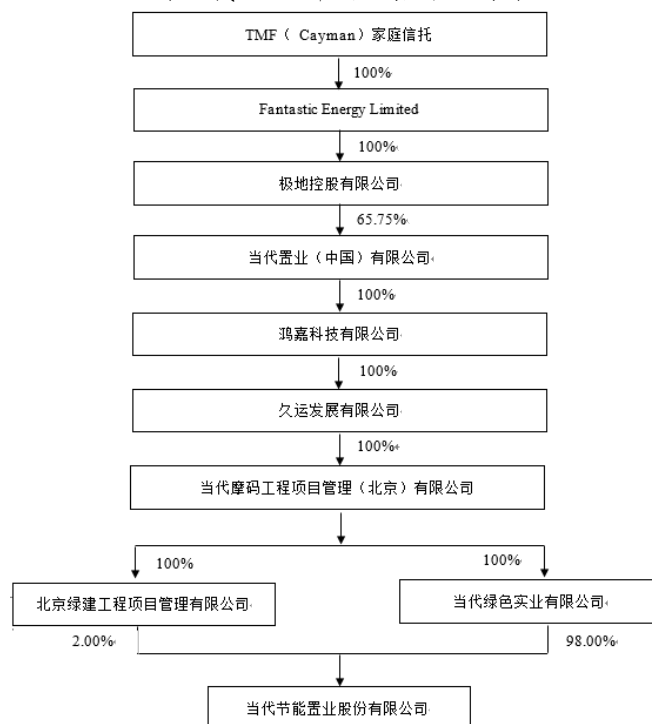

联合信用评级有限公司

一、主体概况

当代节能置业股份有限公司（以下简称“公司”或“节能置业”）前身系北京当代鸿运房地产经营开发有限公司（以下简称“当代鸿运”），于 2000 年 9 月由当代投资集团有限公司和北京鸿运置业股份有限公司共同出资设立，注册资本 1.20 亿元。历经数次增资及股权转让，截至 2008 年 1 月底，当代鸿运注册资本增至 44,503.32 万元，其中当代红华置业有限公司（后更名为“当代绿色实业有限公司”）持股 93.73%，新华联控股有限公司（以下简称“新华联控股”）持股 1.88%，张雷、陈音、李晶、张鹏、姜鹏、范庆国及韩凤国 7 位股东共持股 4.40%。

2008 年，当代鸿运根据股东会决议整体改制为股份有限公司，名称变更为现名，以 2008 年 2 月 29 日为基准日的净资产折股整体变更为股份公司，净资产 80,000.00 万元折为股份，余额计入资本公积。后经过多次股权转让，截至 2015 年底，公司注册资本和实收资本均为 8.00 亿元，其中当代绿色实业有限公司（以下简称“绿色实业”）持股 96.23%，北京绿建工程项目管理有限公司（以下简称“北京绿建工程”）持股 3.77%。2016 年 2 月 15 日，公司召开股东会，同意公司注册资本由 8.00 亿元变更为 30.00 亿元，股份总数由 80,000 万股变更为 300,000 万股，其中绿色实业认缴新增注册资本人民币 21.70 亿元，北京绿建工程认缴新增注册资本人民币 2,980.80 万元。本次注册资本变更后，公司的股权结构变更为绿色实业持有 29.40 亿股，持股比例为 98.00%；北京绿建工程持有 0.60 亿股，持股比例为 2.00%。2016 年 12 月和 2017 年 1 月，绿色实业分别缴纳 1.70 亿元和 1.80 亿元实收资本。

图1 截至2018年底公司股权结构图¹



资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司注册资本为 30.00 亿元，实收资本为 11.50 亿元，按注册资本认缴出资比例计算持股比例，绿色实业持有公司 98% 股份，北京绿建工程持有公司 2% 股份；按实收资本计算持股比

¹ 该股权结构图中绿色实业和北京绿建工程持有节能置业的股权比例为以认缴注册资本计算的持股比例。

例，绿色实业持有公司 97.37% 股份，北京绿建工程持有公司 2.63% 股份，绿色实业为公司控股股东，当代置业（中国）有限公司（以下简称“当代置业中国”）为港股上市公司，股票代码为 1107.HK，间接持有绿色实业 100% 股权，极地控股有限公司（以下简称“极地控股”）持有当代置业中国 65.75% 股权，Fantastic Energy Ltd. 持有极地控股 100% 股权，TMF（Cayman）Limited 以家庭信托的受托人身份持有 Fantastic Energy Ltd 全部股份，家庭信托由 Salum Zheng Lee 作为财产授予人成立的全权信托，其资本与收益受益人包括 Salum Zheng Lee 及其子女、张雷及其子女，Salum Zheng Lee 为张雷的弟弟，故张雷为公司实际控制人。

公司经营范围为：以下内容限分支机构经营：房地产开发，销售自行开发的商品房；建筑节能技术服务；节能楼宇控制技术服务、技术培训；技术开发、技术推广、技术转让、技术中介服务；建设工程项目管理；出租商业用房等。

截至 2018 年底，公司设有投资发展中心、计划财务中心、资金管理中心、战略金融与基金中心、营销客服中心、客户服务中心、研发设计院、五个三工作中心²、工程管理中心、人力资源中心及数字运营中心等职能部门（见附件 1）。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司共 189 家，较 2017 年底净增加 31 家，公司拥有在职员工 1,886 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 522.73 亿元，负债合计 448.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 73.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 58.24 亿元。2018 年，公司实现营业收入 80.65 亿元，净利润（含少数股东损益）10.07 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 6.95 亿元；经营活动产生的现金流量净额 24.63 亿元，现金及现金等价物净增加额-8.38 亿元。

公司注册地址：北京市东城区香河园街 1 号 10 号楼当代节能置业中心三、四层；法定代表人：张鹏。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期公司债券名称为“当代节能置业股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本次债券发行规模为不超过 8.80 亿元（含），拟分期发行，本期债券为首期，发行规模为不超过 8.80 亿元（含）。本期债券发行期限为不超过 3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照市场情况确定，在债券存续期内前 2 年保持不变，在本期债券存续期内第 2 年末，如公司行使调整票面利率选择权，则未被回售部分债券存续期后 1 年的票面利率为债券存续期前 2 年票面利率加/减调整基点，在债券存续期后 1 年固定不变，若公司未行使调整票面利率选择权，则未被回售部分债券在债券存续期后 1 年的票面利率仍维持原有票面利率不变。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。

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，拟用于偿还公司已发行公司债券于 2019 年内的到期回售部分或用于其他符合法律法规规定的用途。

² 五个三工作中心为公司的成本与采购中心。

三、行业分析

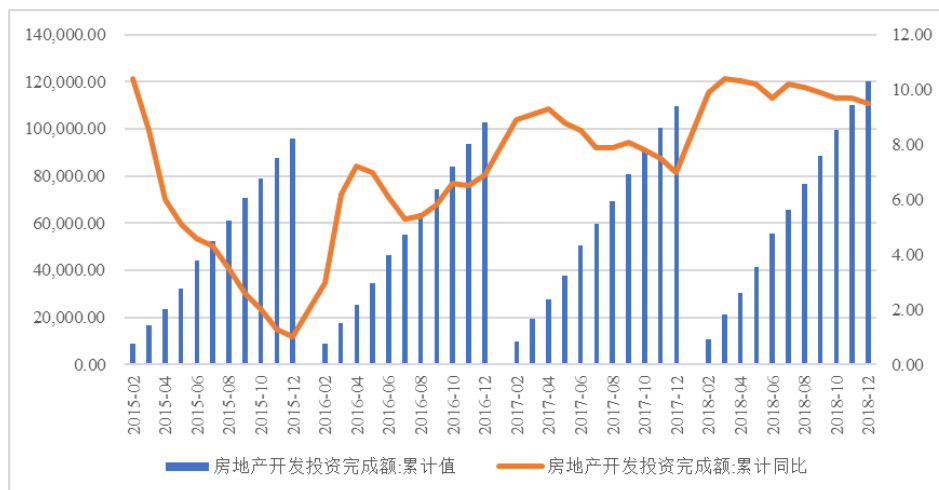
目前，公司主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

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，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102,581.00亿元，同比增长6.88%，增速较上年上升5.9个百分点；2017年，我国房地产开发投资109,799.00亿元，同比增长7.04%，受调控影响，增速较上年微增0.16个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018年，全国房地产开发投资120,263.51亿元，同比增长9.50%，增速较前11月回落0.2个百分点，但仍高于2017年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持高位。

图2 2015~2018年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

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，2016年以来房地产投资增速有所回升，2018年虽保持较高增速，但增速下滑趋势显现。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。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行为，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。

2016年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市二、三季度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，二线城市土地成交面积涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

表 1 2016~2018 年全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米，%，亿元，元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
推出面积	103,212	111,907	128,440
同比	-9	8	20
成交面积	85,885	95,036	105,492
同比	-3	8	14
出让金	29,047	40,623	41,773
同比	31	38	2
楼面均价	1,904	2,374	2,159
同比	40	26	-11
土地平均溢价率	43	29	13
同比	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，2016 年土地市场热度高涨，楼面均价及溢价率均大幅上涨，随着 2017 年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落，2018 年房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低。

（2）开发资金来源状况

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发债企业进行分类管理，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 6.98 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%。

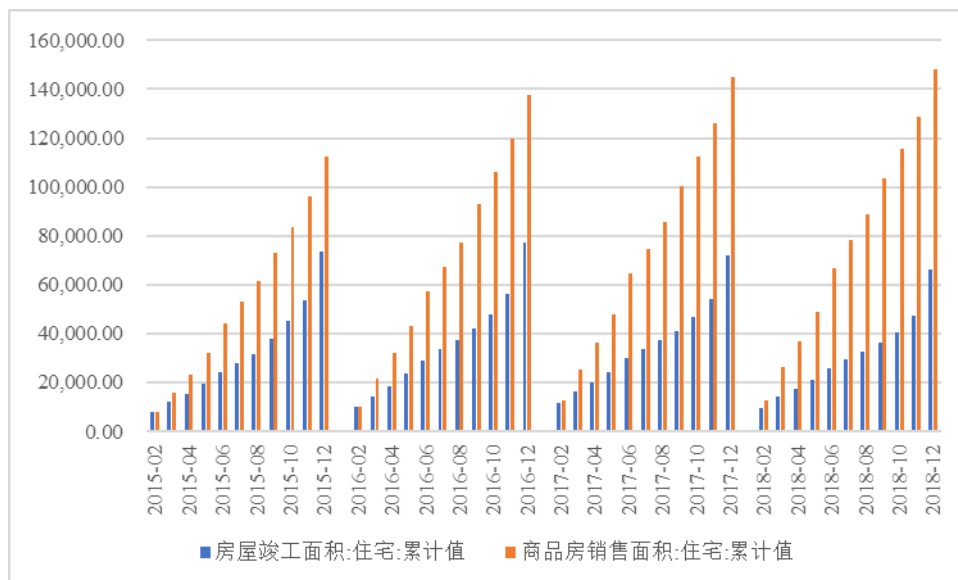
2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但融资依然较紧张，资金压力依然较大。

总体看，2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018 年，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但资金压力仍然较大。

（3）市场供需情况

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 3 2015~2018 年全国住宅供求情况（单位：万平方米）

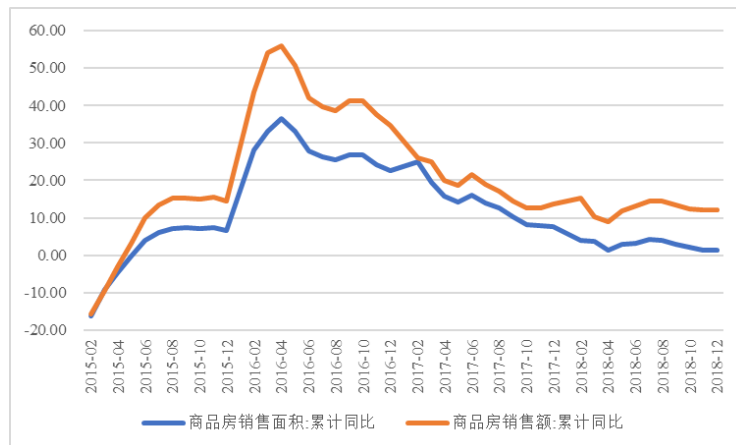


资料来源：Wind

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%。

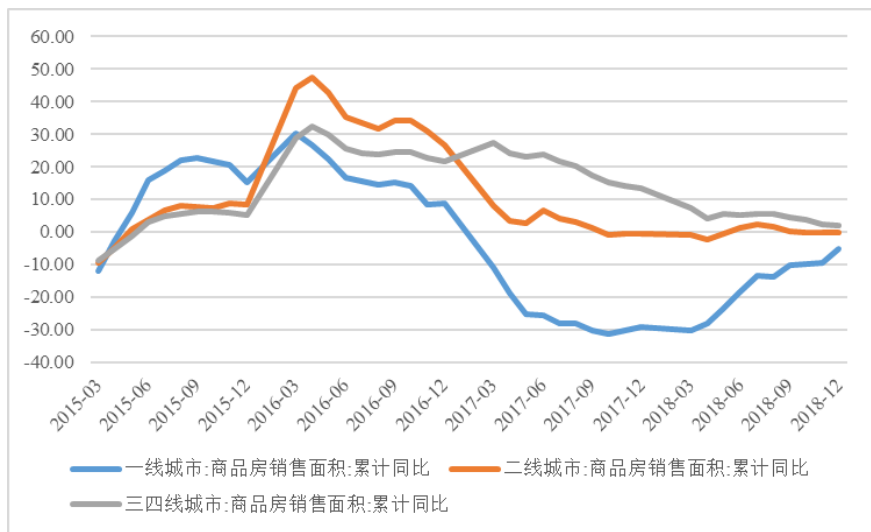
图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind

2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为 -0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2% 左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图5 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级搜集整理

注：二线城市数据用 Wind 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一二线城市数据进行模拟代替。

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。2016 年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。

（4）销售价格情况

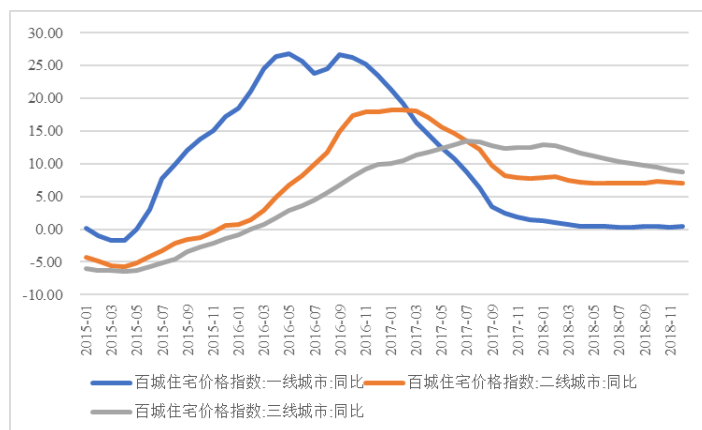
从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

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。

2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

图 6 2015~2018 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

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行后稳中小幅波动态势，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十多年的黄金时期，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。

2016 年，房地产行业前 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。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

表 2 2016~2018 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	2016 年	2017 年	2018 年
前 10 大企业销售额占比	18.81	24.10	26.89
前 20 大企业销售额占比	25.33	32.50	38.32
前 10 大企业销售面积占比	12.19	15.38	19.08
前 20 大企业销售面积占比	15.94	20.03	25.74

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。据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2018 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	恒大集团	6	绿地控股
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科企业	8	龙湖地产
4	保利地产	9	华夏幸福
5	融创中国	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

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
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

2018 年 7 月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018 年 12 月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018 年 12 月	2018 年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019 年 1 月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”

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

2018 年 7 月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018 年 12 月 18 日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12 月 19 日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017 年 3 月 30 日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满 2 年后方可再次转让”。临近 2018 年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018 年 12 月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019 年 1 月 21 日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

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。2018 年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路，预计 2019 年房地产以“稳”为主，继续推进长效机制方案。

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债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

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；2018 年 7 月 31 日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

（3）中小房企面临被整合风险

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

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

公司的主营业务为房地产开发与销售、商业物业运营及酒店运营，其中房地产开发与经营主要为多档次的“绿建”³住宅项目开发销售，商业物业运营主要系所建住宅项目配套商业；酒店运营以蔓兰酒店为运营实体。

公司致力于舒适节能的住宅产品研发、开发与运营，打造 MOMA 系列产品，依据不同的客群，不同的产品，MOMA 延展为“万国城 MOMA”、“上品格 MOMA”、“满庭春 MOMA”，利用可再生能源（如地源热泵、水源热泵、太阳能等）技术降低夏季制冷、冬季采暖、全年新风能耗，在我国科技节能地产领域有较好的品牌知名度，屡获外界各项荣誉肯定。截至 2018 年底，公司已拥有行业专利 180 余项，并获得 100 余项国内外绿色建筑奖项，包括美国绿色建筑协会 LEED-ND 认证；国内最高三星级绿色建筑运营标识住宅类项目 3 个；当代 MOMA 荣获全国首个住宅类健康三星运行标识，更是全国首个续评三星级绿色运营标识的项目；通州“当代建筑&艺术博物馆”成为全球第一个获得 AH 国际认证的博物馆项目；佛山当代万国府 MOMA 荣获中国首批三星级健康建筑设计标识；除此之外，企业还荣膺三星级绿色建筑设计标识，精瑞科学技术奖，可再生示范奖，绿色住区，中国建筑工程詹天佑奖，世界高层建筑与城市住宅协会奖等众多国内外绿色建筑奖项。

经过十多年“绿建”房地产项目持续开发经营，截至 2018 年底，公司在 8 个城市拥有土地储备规划建筑面积 213.05 万平方米，土地储备权益规划建筑面积为 105.34 万平方米，土地储备较少。截至 2018 年底，公司已经入驻北京、上海、广州、太原、长沙、南昌、武汉、合肥、西安等 39 个城市，全国化布局不断完善。

总体看，公司作为国内“绿建”行业知名企业，开发规模中等，在“绿建”细分领域具有较高的品牌知名度和影响力，具有一定的竞争力。

2. 人员素质

截至2018年底，公司共有董事5名，监事3名，高级管理人员1名。

公司董事长兼总裁张鹏先生，1975年5月出生，本科学历，毕业于西北第二民族学院。历任朗络电子商务有限公司市场部助理总监、乾通科技集团市场部副经理。现任公司董事长兼总裁、法定代表人。

³ 即为“绿色建筑”，其基本内涵可归纳为：1、减轻建筑对环境的负荷，即节约能源及资源；2、提供安全、健康、舒适性良好的生活空间；3、与自然环境亲和，做到人与建筑及环境的和谐共处、永续发展。

截至2018年底，公司拥有在职职工1,886人，其中管理人员占比11.61%，投资发展专业人员占比9.07%，工程管理人员占比16.86%，行销客服占比15.11%，规划设计人员占比9.86%，计划财务人员占比11.54%，信息运营人员占比8.11%，成本采购人员占比11.80%，人力资源人员占比6.04%；从人员学历结构来看，大学本科及以上学历占比89.67%，大学专科及以下学历占比10.33%。

总体看，公司团队从业经验丰富，员工岗位构成及素质能够满足公司目前经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司依据《公司法》、《证券法》和《公司章程》的相关规定，设立股东大会、董事会和监事会，股东大会是公司的最高权力机构，并向投资者负责。

董事会是公司最高权力执行机构，决定公司的一切重大事项，董事会由5名成员组成，包括董事长1名以及董事4名，由股东大会委派及撤换；董事长负责召集并主持董事会会议，董事长为公司法定代表人，任期3年，由董事会选举产生，可连选连任。

监事会是公司常设的监察机构，对董事会及其成员和总经理等高级管理人员行使监督职能。监事会由3名监事组成，监事会中股东代表监事与职工代表监事的比例为2:1，监事会中的股东代表监事由股东大会选举产生，职工代表由公司职工通过职工代表大会民主选举产生。

公司设立经营管理机构，负责公司的日常管理工作，并向董事会负责。公司设总裁1名，执行副总裁2名，副总裁2名，均由董事会聘请，任期三年。总裁负责执行董事会的决议，组织领导公司的日常经营管理工作，副总裁协助总裁工作。公司设立总裁办公会，所有日常重大经营决策均由总裁办公会审核通过。

总体看，目前公司治理结构健全，能适应公司的发展现状。

2. 管理水平

公司本部下设投资发展中心、计划财务中心、资金管理中心、战略金融与基金中心、行销客服中心、客户服务中心、研发设计院、五个三工作中心⁴、工程管理中心、人力资源中心及数字运营中心等职能部门。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，在业务量较大地区设立区域分公司。公司各职能部门对项目子公司相关部门实行垂直管理，非项目类子公司相对独立。公司通过一系列标准化制度及信息系统建设，实现了对各部门及项目子公司日常管理的制度化、规范化，同时借助互联网实现了管理实时化、远程化、可视化。

在资金管理方面，公司制定相关制度，明确公司资金管理、结算要求，加强资金业务管理和控制，资金由本部统一管理、运用，以进一步增强资金使用效率，提供资金使用安全性。对外融资、对外投资和对外担保全部由公司本部统一安排，经各级负责人审批后方可进行；付款方面，子公司每周向公司本部提出下周资金计划，由本部审核后下拨资金。

公司在项目拓展和成本管理方面较为严格，从项目筛选、可行性研究、方案设计、采购、施工、销售整个项目流程引入成熟的成本核算和控制机制，力求达到战略目标与成本控制的均衡。项目决策前期，相关部门需执行完整且合理的市场定位、项目成本分析、价格和利润预测等管理流程。项目确立后的采购和施工过程则严格执行招投标制度，并对中标方提供的产品和服务进行严格的质量管理。

⁴ 五个三工作中心为公司的成本与采购中心。

在开发建设方面，公司将开发项目分为 100 个标准项，在项目成立之初即对其关键的节点时间予以确定。通过公司开发的办公系统实时对项目进度进行监控，使公司本部能对各项目进展进行实时了解，对于节点时间落后的项目，要求负责人对总裁办公会进行解释，通过事前、事中、事后等各种手段推进项目进度。

从采购方面来看，公司采购由五个三中心统一进行，五个三中心建立了主要原料及建设单位的准入库，并根据各单位资质、规模等因素赋予不同的星级，规模大的采购只能与星级高的企业合作。五个三中心每年对主要原料供应商和建设单位进行一次集中考核，并结合其日常合作情况作出年度星级调整或出入库调整。

对子公司的管理方面，公司主要子公司均为房地产开发项目公司，公司对房地产开发类子公司实行垂直管理，子公司业务独立性较低。子公司定期向本部上报各类经营信息，对临时重大事项，即时向相关职能部门专项报告。总部对各职能部门统一制订制度，对子公司进行专业指导；并通过实时关注、内部审计、专业检查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。

总体看，公司管理制度较为齐全，目前主要职能部门运作情况正常。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务经营主要包括房地产开发和酒店服务，公司酒店服务业务由北京现代万国城 MOMA 项目下蔓兰酒店运营。从各业务发展情况看，2016~2018 年，公司各项业务波动增长，其中房地产开发业务经营时间较长，是公司收入的主要来源。2016~2018 年，公司分别实现营业收入 69.75 亿元、82.27 亿元和 80.65 亿元，波动增长，主要系房地产开发业务结转项目规模波动所致。2016~2018 年，公司净利润分别为 6.38 亿元、7.21 亿元和 10.07 亿元，逐年增长，2017 年净利润受营业收入和投资收益增长影响同比增长 12.97%，2018 年净利润受毛利率和投资收益增长影响同比增长 39.63%。

从公司收入构成看，房地产开发业务是公司主要收入来源。2016~2018 年，公司房地产开发收入分别为 68.44 亿元、81.21 亿元和 76.98 亿元，占营业收入的比重维持在 95%以上，受结转面积增加影响，房地产开发板块收入波动增长；酒店服务收入呈逐年增长态势，占营业收入比重低于 1%；其他业务收入主要为公司投资物业收入及其他收入，投资物业为公司开发楼盘所附商业配套运营，其他业务收入呈波动增长态势，2018 年收入为 2.96 亿元，同比大幅增加，主要系当期公司代建业务收入增幅较大。

表5 2016~2018年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	684,418.61	98.12	23.25	812,055.07	98.71	23.81	769,783.86	95.45	29.36
酒店服务	4,920.55	0.71	53.22	6,702.50	0.81	49.90	7,147.68	0.89	48.04
其他	8,159.66	1.17	91.17	3,945.55	0.48	45.65	29,558.15	3.67	85.83
合计	697,498.81	100.00	24.25	822,703.12	100.00	24.13	806,489.69	100.00	31.59

资料来源：公司提供

毛利率变化方面，2016~2018 年，受房地产开发毛利率持续提高影响，公司营业综合毛利率波动增长，2017 年为 24.13%，同比小幅下降，主要系酒店服务及其他业务毛利率同比有所下降所致，2018 年为 31.59%，同比提高 7.47 个百分点，主要系房地产和其他业务毛利率提高所致。具体来看，

2016~2018 年，房地产开发业务毛利率分别为 23.25%、23.81%和 29.36%，逐年提高，主要系结转项目盈利增加所致；酒店服务业务毛利率逐年下降，2016 年东戴河蔓兰酒店和太原蔓兰酒店相继开业，虽然致使收入增加但毛利率相对较低，拉低了酒店服务业务整体毛利率水平；其他业务毛利率波动幅度较大，2018 年大幅增加，主要系毛利率较高的代建业务收入大幅增加所致。

总体看，2016~2018 年，公司收入波动增长，业务经营以房地产开发为主；酒店服务和投资物业规模较小，对公司收入影响较小；公司毛利率波动增长。

2. 业务运营

（1）房地产开发

土地储备

公司土地投资策略由集团高度集中管理，并实施审慎的土地获取政策。在拿地区域上，公司主要集中在一二线城市，入驻的城市一般必须能够承受市场波动的压力以及一定的人口数量，能够提供持续的客户群体，对于三四线城市，公司会针对项目情况选择性拿地。同时公司对于城市的项目分类也有一定要求，单个城市或区域不能只有二类标准化产品线，整体上获取第一类、第三类产品的项目比重要达到 60%以上，从而更好地释放当代核心竞争力所产生的溢价空间，以实现三类标准化产品线要在不同城市的合理布局。公司土地获取方式采取“兼顾公开招拍挂市场及股权兼并收购、一二级市场联动等多元化土地获取渠道”的原则，近年来，考虑拿地成本等多重因素，公司拿地方式以收并购及合作开发的方式居多，在公开市场以招拍挂方式拿地的规模较小，虽然收并购获取项目的成本往往低于招拍挂方式拿地的成本，但收并购项目可能存在法务、财务、税务或者土地性质或规划变更等问题，致使项目无法及时开工建设，给公司带来资金占用或者损失的风险。

公司开发的房地产项目主要为住宅和商业类别，开发方式以合作拿地、自主开发经营为主。公司开发的项目主要用于销售，同时选择性保留一些商业物业，以适度调整公司的产品结构，增强抗风险能力。

2016 年以来，受开发进度加快和项目周转速度加快影响，公司土地获取规模大幅增加，入驻城市不断增加。2016 年，公司购置土地 11 宗，土地权益建筑面积约为 80.38 万平方米，是上年的 7.18 倍，当年购置土地主要位于合肥（建筑面积占比 31.77%）、北京（建筑面积占比 17.94%）、苏州（建筑面积占比 14.28%）、惠州（建筑面积占比 15.65%）、太原（建筑面积占比 12.79%）、武汉（建筑面积占比 4.95%）和南京（建筑面积占比 2.62%）等，以一线城市和二线城市及热点城市为主。

2017 年，公司土地获取规模进一步扩大，当期在 10 个城市购置了 13 宗土地，土地权益建筑面积约为 154.73 万平方米，购置土地主要位于泉州（建筑面积占比 27.55%）、武汉（建筑面积占比 14.67%）、张家口（建筑面积占比 12.54%）、广州（建筑面积占比 9.38%）、太原（建筑面积占比 9.10%）、株洲（建筑面积占比 7.45%）、黄石（建筑面积占比 7.07%）、无锡（建筑面积占比 6.59%）、佛山（建筑面积占比 4.32%）和荆州（建筑面积占比 1.34%），三线及以下城市拿地比例同比大幅增加，同时在项目区域分布上，华中和华南地区占比有所增长。

2018 年，公司购置土地 21 宗，土地建筑面积约为 218.08 万平方米（权益后），较 2017 年全年获取的土地建筑面积增加 63.35 万平方米，分布于 17 个城市，主要有西安（建筑面积占比 22.70%）、仙桃（建筑面积占比 13.76%）、阜阳（建筑面积占比 12.12%）、湖州（建筑面积占比 9.64%）、晋中（建筑面积占比 7.44%）、抚州（建筑面积占比 6.09%）、太原（建筑面积占比 5.74%）、兴义（建筑面积占比 5.19%）等城市。

表6 2018年公司新增土地储备情况（单位：万平方米、%、元/平方米）

区域	项目名称	取得时间	土地性质	占地面积	总建筑面积	权益占比	楼面地价
仙桃市	仙桃满庭春 MOMA 当代城	2018/1/8	住宅/商业	7.90	30.01	100.00	747
湖州市	湖州 MOMA 上品学府	2018/1/7	住宅/商业	9.81	17.65	84.73	3,506
湖州市	湖州 MOMA 上品湾	2018/1/7	住宅/商业	3.70	4.81	89.80	4,600
嘉兴市	嘉兴满棠悦 MOMA	2018/1/18	住宅/商业	3.06	5.50	51.00	5,514
兴义市	兴义 MOMA 上品湾	2018/1/22	住宅/商业	7.92	17.41	65.00	784
西安市	春风和山	2018/1/22	住宅/商业	9.62	3.54	60.00	8,537
池州市	九华山莲花小镇	2018/1/22	商业	9.25	4.85	51.00	1,523
湖州市	当代 MOMA 上品湾（南区）	2018/1/29	住宅/商业	2.68	4.35	40.00	3,288
晋中市	晋中市榆次区华都地块	2018/2/7	住宅/商业	9.27	23.17	70.00	2,251
张家口市	面粉厂项目	2018/3/15	住宅/商业	6.14	12.19	51.00	5,757
西安市	当代高陵上品湾 MOMA	2018/3/28	住宅/商业	28.00	63.76	60.00	1,435
天门市	天门滨江满庭春 MOMA	2018/4/20	住宅/商业	3.69	10.34	100.00	512
石狮市	石狮吉鹏	2018/4/20	住宅/商业	0.94	1.98	75.00	1,251
福州市	福州中德足球小镇	2018/5/16	商业	4.01	4.41	51.00	2,839
阜阳市	阜阳市经开区 2018-28 地块	2018/7/19	住宅/商业	16.23	35.71	74.00	2,202
西安市	陕西红光路项目	2018/8/3	住宅/商业	6.76	20.29	45.00	3,066
苏州市	当代大湖上品 MOMA 项目	2018/9/10	住宅/商业	3.84	5.76	75.00	7,760
孝感市	孝感项目	2018/9/13	住宅/商业	2.87	6.90	70.00	667
天津市	武清项目	2018/9/18	住宅/商业	3.64	4.37	70.00	4,426
太原市	南堰当代城	2018/9/28	住宅/商业	5.85	24.56	51.00	2,831
抚州市	抚州当代城 MOMA	2018/11/30	住宅/商业	13.12	26.04	51.00	1,402
合计	--	--	--	158.30	327.60	--	--

资料来源：公司提供

注：公司新增土地储备统计口径为全口径，包括合营/联营的非并表项目。

2016~2018 年，公司新增土储楼面均价分别为 7,599 元/平方米、4,557 元/平方米和 3,403 元/平方米，2016 年新增土储楼面均价相对较高，主要系当期拿地主要位于一二线城市，且以招拍挂拿地为主所致，2017 年和 2018 年公司新增项目主要分布在二三线及以下城市，故楼面均价持续下降。

表7 2016~2018年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新增土地储备权益建筑面积	80.38	154.73	218.08
权益土地投资金额	61.08	70.51	74.22
新增土储楼面均价	7,599	4,557	3,403

数据来源：公司提供

注：新增土储楼面均价=权益土地投资金额/新增土地储备权益建筑面积

截至 2018 年底，公司在 8 个城市拥有土地储备规划建筑面积 213.05 万平方米，土地储备权益规划建筑面积为 105.34 万平方米，土地储备较少，主要由于公司近年来新开工面积较大且持续增加，新增项目大部分都已开工建设，其中部分项目获取时间较早仍未开发，主要系项目尚有部分手续未处理完成所致。从城市分布来看（全口径），截至 2018 年底，公司土地储备二线城市约占总储备的 49.17%，其中太原等城市土储规模较大；同期，一线城市土地储备占比合计为 25.92%，分布在北京和广州两个城市；三线及三线以下城市土地储备占比合计为 24.91%。具体情况如下表所示。

表8 截至2018年底公司土地储备情况（单位：亿元、万平方米、%、元/平方米）

区域	项目名称	取得时间	土地性质	获取方式	已投金额	占地面积	总建筑面积	权益占比	楼面地价
北京	西山上品湾 MOMA	2016/11/20	住宅/商业	股权收购	12.54	7.88	22.30	51	16,066
广州	广州东莞庄项目	2017/09/01	住宅/商业	股权收购	33.73	9.54	41.92	38	16,555
苏州	苏州中翔万国城	2017/05/01	住宅/商业	资产收购	7.03	--	--	100	--
太原	南堰当代城 MOMA	2018/09/28	住宅/商业	一二级联动	13.72	9.74	54.73	51	3,336
太原	南堰当代城 MOMA	2018/11/19	住宅/商业	一二级联动	2.40	9.00	39.13	51	3,415
福州	当代福州上品阁	2018/05/09	住宅/商业	招拍挂	1.09	8.02	7.71	51	2,850
佛山	佛山里水上品湾	2016/04/01	住宅/商业	股权收购	2.29	1.64	5.33	100	5,087
张家口	垣著 MOMA	2018/06/29	住宅	招拍挂	7.36	6.14	15.89	48	5,864
抚州	抚州当代城 MOMA	2018/11/30	住宅/商业	招拍挂	3.23	13.12	26.04	51	1,402
合计	--	--	--	--	83.39	65.08	213.05	--	--

资料来源：公司提供

注：公司土地储备统计口径为全口径下未开工项目的建筑面积，包括合营/联营的非并表项目。

总体看，公司保持积极的拿地节奏，逐步向华中、华南及华东布局，全国化布局逐步完善；从拿地城市分布看，公司由以一二线城市及热点城市为主逐步转向以二三线及以下城市为主。受公司新开工面积持续增加且规模较大影响，截至 2018 年底，公司土地储备规模较小，土地储备较少，部分项目获取时间较早仍未开发，主要系项目尚有部分手续未处理完成所致，如要保持目前的开发销售进度，公司未来将面临一定的拿地压力。

项目开发

公司开发业务均以地区公司为经营实体，年度开发计划制定思路为以销定产，以收定支，同时结合整体战略布局及房地产市场分析等因素。开发模式上，公司以自主开发为主，并逐渐通过合营、联营模式进行项目获取和开发。

公司房地产开发业务集中于住宅业务，专注绿色科技地产，以“绿色+舒适+节能+全生命周期”为理念，建立全标准化产品线开发模式，形成三个标准化产品线，分别针对刚需、首次改善和改善等客户群，通过项目开发节奏和毛利率把控，满足公司现金流和盈利的需求。公司一直致力于创新产品，专设研发设计院，自主研发地源热泵、外围设保温、天棚辐射、全置换新风、隔音降噪等十大科技建筑系统，并将核心节能技术应用于各条产品线，为了最大限度的发挥公司节能技术，获得市场溢价率，公司在进入新城市、新地区时均会针对当地气候条件对节能技术做出适当的改善以满足客户高舒适度的要求。

表9 公司产品线情况

产品线类型	产品特点	代表项目
第一类产品 (现金流+利润型)	适应刚需置业和改善置业的客户，能够创造现金流的同时也能带来利润，项目毛利率预计在 25%以上。	湖州上品湾
第二类产品 (现金流型)	专门针对刚需置业的客户，创造现金流，项目必须满足 6-8-678-10 的原则 ⁵ ，且毛利率水平预计在 10%以上。	南昌满庭春
第三类产品 (利润型)	针对终极置业客户，创造利润，项目必须满足 6-12-678-18 的原则，且毛利率水平预计在 35%以上。	南京万国城

资料来源：公司提供

⁵ 6-8-678-10 的原则具体内容：68 指获取项目后 6 个月开工，8 个月开盘；678 指项目第一次开盘销售，供应量需占总可销售面积的 60%以上，一周之内去化率达到 70%，一个月之内去化率达到 80%；10 指 10 个月内现金流回正；6-12-678-18 的原则具体内容：6-12 指获取项目后 6 个月开工，12 个月开盘；678 指项目第一次开盘销售，供应量需占总可销售面积的 60%以上，一周之内去化率达到 70%，一个月之内去化率达到 80%；18 指 18 个月内现金流回正。

区域分布方面，公司着力完善全国性布局，避免将资源集中在单一城市或区域，以平衡经济和市场波动带来的风险，公司房地产项目分布于海内外多个城市，公司将国内项目分布区域分为华北、华东、华中、华南四个区域⁶进行管理，截至 2018 年底，公司在国内已经入驻了北京、上海、广州、太原、长沙、南昌、武汉、合肥以及西安等 39 个城市，同时在国际区域已经入驻加拿大温哥华、美国休斯顿和西雅图等城市。整体看，公司项目主要分布在国内一二线城市及部分三线城市，项目分布区域逐步扩大，全国化布局不断完善。

在项目开发进度管理方面，公司要求各职能部门相互配合，在项目开发前对项目定位、目标客户、商业配套定位等实现精准定位，并按照各产品类型要求的开工建设、开盘预售、去化率、现金流回正以及竣工等节点时间和比例要求，完成项目开发。为了实现公司项目高周转运行模式，公司将项目开发过程细分为 100 项标准化工作，对各项目开发进度实时监控；公司工程管理中心通过对项目所在区域房地产市场的去化分析及周边主要竞争者销售情况分析，结合公司项目指标要求，确定每周房源供给数量，并每周对相关计划进行修订，以确保公司产品去化速度及财务指标的实现。

表10 2016~2018年公司主要开发数据情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
建设项目（个）	17	24	50
新开工项目（个）	11	20	21
新开工面积（万平方米）	131.17	238.00	360.08
房地产开发完成投资（亿元）	81.86	166.79	178.18
完成交付项目（个）	11	13	10
完成交付面积（万平方米）	85.02	97.32	98.15
房屋竣工面积（万平方米）	107.32	112.00	154.07
期末在建面积（万平方米）	220.79	372.64	735.67

资料来源：公司提供

注：以上数据含商业物业开发数据，房地产开发完成投资含建安成本和土地投资期末在建面积=上年期末在建面积+当年新开工面积-当年竣工面积，系公司每年存在收购的在建项目所致。

2016~2018 年，公司新开工面积分别为 131.17 万平方米、238.00 万平方米和 360.08 万平方米，新开工面积呈逐年大幅增长态势，主要随着业务规模不断扩大，公司加大新开工力度；受新开工面积的逐年增长，公司房地产开发完成投资额逐年增加，2017 年，房地产开发完成投资 166.79 亿元，同比增长 103.75%，增幅较大，2018 年，房地产开发完成投资 178.18 亿元，同比增长 6.83%。2016~2018 年，竣工面积分别为 107.32 万平方米、112.00 万平方米和 154.07 万平方米，逐年增长；受竣工面积的逐年增加影响，公司交付面积逐年增加，分别为 85.02 万平方米、97.32 万平方米和 98.15 万平方米。

表11 截至2018年底公司主要在建房地产开发项目情况（单位：%、亿元、万平方米）

项目名称	区位	项目业态	权益占比 ⁷	投资总额	已投资额	规划建设面积	预计竣工时间
张家口恒郡 MOMA	张家口	住宅/商业	35	20.85	8.30	41.55	2019/09

⁶ 华北区域包括：北京、张家口、太原、晋中、西安、郑州、许昌、葫芦岛等，华东区域包括：上海、苏州、无锡、合肥、池州、南京、南昌、九江、湖州、嘉兴等，华中区域包括：武汉、荆州、黄石、仙桃、长沙、株洲、贵阳、兴义等，华南区域包括：佛山、惠州、泉州、福州、深圳、广州等。

⁷ 表 11 中共计 8 个项目权益占比在 51%以下，但均纳入公司合并范围，主要由于公司对这部分项目的项目公司取得了实控制权，属于公司合并范围。

东戴河白金海	葫芦岛	住宅/商业	100	20.00	11.54	36.65	2021/11
当代 MOMA 沿湖城	太原	住宅/商业	50	13.85	9.52	24.39	2019/10
太原 MOMA 当代广场	太原	商业	51	12.53	3.54	18.45	2021/04
当代上品府 MOMA	晋中	住宅/商业	49	31.11	9.55	54.72	2021/12
株洲上品湾	株洲	住宅/商业	70	9.60	5.44	17.70	2020/03
少荃湖上品格	合肥	住宅/商业	100	22.74	17.91	39.38	2019/08
合肥天鹅湖万国府	合肥	住宅/商业	31	60.62	46.11	34.16	2021/05
九华山莲花小镇	池州	商业	51	4.84	0.90	5.54	2019/12
阜阳当代城	阜阳	住宅/商业	74	23.20	8.90	44.08	2019/07
南京万国府	南京	住宅/商业	51	15.21	13.70	5.14	2019/09
仙桃满庭春	仙桃	住宅/商业	82	24.35	21.60	85.60	2019/07
仙桃当代城	仙桃	住宅/商业	82	11.82	2.30	33.52	2021/09
汉阳万国城	武汉	住宅/商业	75	19.16	15.04	22.35	2019/09
阳逻满庭春	武汉	住宅/商业	20	13.19	6.68	30.81	2020/03
荆州满堂悦	荆州	住宅/商业	30	3.86	2.32	10.40	2019/05
孝感拾光里	孝感	住宅/商业	53	3.21	0.55	6.90	2020/10
当代嘉兴满堂悦 MOMA	嘉兴	住宅/商业	51	6.86	3.87	7.30	2019/12
狮山当代 MOMA	苏州	住宅/商业	20	12.31	9.93	8.31	2019/01
佛山万国府	佛山	住宅/商业	51	29.57	24.08	19.89	2020/01
福建晋江万国城	泉州	住宅/商业	51	37.71	23.54	51.54	2020/08
当代鸿山府	石狮	住宅/商业	75	0.96	0.26	2.41	2019/10
大亚湾满堂悦	惠州	住宅/商业	100	18.13	9.20	25.92	2020/11
当代 MOMA 上品学府	湖州	住宅/商业	85	14.97	7.44	22.77	2019/10
当代 MOMA 上品湾北区	湖州	住宅/商业	90	5.34	2.56	7.36	2019/10
当代大湖上品 MOMA	苏州	住宅/商业	80	8.65	4.50	8.13	2020/10
当代兴义上品湾	兴义	住宅/商业	60	7.88	1.78	21.35	2020/05
武清拾光里	天津	住宅/商业	51	4.31	2.48	4.93	2019/06
湖州上品湾南区	湖州	住宅/商业	40	2.67	2.67	4.84	2019/10
贵州当代 MOMA 未来城	贵州	住宅/商业	62	17.32	1.36	34.59	2020/11
总计	--	--	--	476.82	277.55	730.69	--

资料来源：公司提供，联合评级整理
注：上表统计口径为并表的在建项目。

截至 2018 年底，公司主要在建房地产开发项目共计 30 个，总建筑面积为 730.69 万平方米；预计总投资为 476.82 亿元，截至 2018 年底累计已投资 277.55 亿元，尚需投资 199.27 亿元，其中晋中、武汉、贵州和阜阳尚需投资规模较大。2016~2018 年，公司实现签约销售额分别为 157.43 亿元、214.23 亿元和 321.57 亿元，但当年销售回款率较为一般；综合考虑到近年的物业销售回款规模及回款率，以及后期公司拿地对资金的需求，公司主要在建房地产开发项目整体仍存在一定投资压力。

截至 2018 年底，公司主要拟建项目 4 个，分布在苏州、抚州、泉州和佛山四个城市，拟建项目预计总投资 48.28 亿元，除苏州中翔万国城项目尚未获取住宅部分土地证无法获得土地面积等数据外，其他三个项目总建筑面积合计 39.08 万平方米，公司未来将保持一定的融资需求。

总体看，公司整体在建和拟建面积规模较大，从在建项目预计完工时间看，主要分布于未来三年内完工，公司未来将有一定的投融资压力。此外，我国房地产行业景气度和区域出现分化，公司部分项目分布于三线及以下城市，或将面临一定的去化压力。

房产销售情况

公司房地产的销售模式采取以自行销售和代理销售结合的模式，公司项目主要由各项目公司组建自行销售团队，同时由子公司当代品业（北京）房地产经纪有限公司及外聘专业团队进行代理销售，一般按照项目销售阶段、项目所在城市特点以及销售业态类型等确定自有销售人员和外部销售人员的构成比例。

公司产品定价、销售策略确定主要由行销服务中心负责，行销服务中心在公司拿地决策时介入，与土地投资中心合作，通过对市场容量、客户构成、产品区间等分析，初步拟定项目前期定位、产品定位，经总裁办公会通过确定。公司根据项目产品定位、目标市场分析等确定营销策略，通过市场比较法、客户定价法、成本加成法进行加权平均，结合产品线具体财务目标回报率确定销售价格区间，价格确定权限归属总裁办公会。公司要求楼盘在最短时间内实现快速销售及资金及时回笼，以减少公司资金投入，实现高速周转。公司绿建技术较为成熟，在同区域同等楼盘销售中能取得10%~20%的销售溢价。

营销方面，公司品牌运营由公司本部统一运营，公司充分利用媒体采访普及“绿建”理念，并通过报纸、网络、平台发布会等多种方式全方位营销，提升公司品牌知名度。

表 12 2016~2018 年公司房地产销售数据（单位：万平方米、万元/平方米、%、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
协议销售面积（权益前）	131.63	177.74	303.62
协议销售金额（权益前）	157.43	214.23	321.57
协议销售均价	1.20	1.21	1.06
当年销售回款金额（权益前）	119.13	135.81	214.99
当年销售回款率	75.67	61.55	66.86
结转收入面积	85.02	97.32	98.15
结转收入	68.44	81.21	76.98

资料来源：公司提供

注：当年销售回款率=当年销售回款金额/当年销售金额

从销售数据来看，2016~2018 年，公司协议销售面积和销售金额呈逐年大幅增长态势，2017 年，公司实现协议销售金额 214.23 亿元，协议销售面积 177.74 万平方米，分别同比增长 36.08%和 35.03%，主要系 2017 年房地产市场整体景气度较高所致；2018 年，公司实现协议销售金额 321.57 亿元，协议销售面积 303.62 万平方米，分别同比增长 70.82%和 50.11%，主要系公司业务规模扩大，达到预售条件的项目增加所致，为未来结转收入提供较好的支撑。

从销售均价看，2016~2018 年，公司协议销售均价波动下降，2018 年销售价格有所下降，主要系当期销售项目集中在三线及以下城市所致。从回款率看，公司当年销售回款率波动下降，主要系 2017 年以来的房地产宏观政策调控影响所致。从结转情况看，公司结转收入波动增长，结转面积逐年增长，2017 年增幅较大主要由于竣工项目增加所致。

截至 2018 年底，公司总可售建筑面积（包含未开工、在建和已完工的项目）876.54 万平方米，权益总可售建筑面积 532.49 万平方米；从分布城市看，公司可售项目主要分布于二三线及以下城市，权益前未销售建筑面积占比超过 5%的城市包括西安、北京、仙桃、张家口以及合肥等城市。

表 13 截至 2018 年底公司房地产未销售面积城市分布情况（单位：万平方米、%）

城市	未售建筑面积（权益前）	占比	未售建筑面积（权益后）	占比
西安	84.05	9.59	48.61	9.13
太原	78.65	8.97	42.41	7.96

北京	56.23	6.42	30.74	5.77
仙桃	54.90	6.26	49.50	9.30
张家口	46.28	5.28	17.78	3.34
合肥	44.00	5.02	26.07	4.90
福州	42.63	4.86	25.60	4.81
武汉	41.74	4.76	18.86	3.54
阜阳	35.72	4.07	26.43	4.96
晋中	35.54	4.05	17.41	3.27
湖州	33.82	3.86	21.26	3.99
苏州	31.00	3.54	23.49	4.41
广州	28.46	3.25	10.81	2.03
抚州	26.41	3.01	13.47	2.53
龙里	26.31	3.00	16.36	3.07
葫芦岛	21.74	2.48	21.74	4.08
长沙	21.52	2.45	15.54	2.92
佛山	19.88	2.27	13.42	2.52
兴义	17.45	1.99	14.84	2.79
石首	16.47	1.88	4.94	0.93
株洲	16.46	1.88	11.52	2.16
黄石	16.29	1.86	8.31	1.56
天门	13.17	1.50	7.90	1.48
惠州	12.31	1.40	12.31	2.31
泉州	8.83	1.01	4.50	0.85
荆州	7.44	0.85	2.23	0.42
孝感	6.90	0.79	3.62	0.68
嘉兴	5.50	0.63	2.81	0.53
南京	5.45	0.62	2.78	0.52
池州	4.85	0.55	2.47	0.46
天津	4.31	0.49	3.02	0.57
南昌	4.12	0.47	4.12	0.77
九江	2.59	0.30	2.59	0.49
石狮	1.98	0.23	1.49	0.28
无锡	1.78	0.20	1.78	0.33
上海	1.77	0.20	1.77	0.33
合计	876.54	100.00	532.49	100.00

资料来源：公司提供

总体看，公司协议销售面积和协议销售金额逐年大幅增长，且公司未售项目规划建筑面积规模较大，为后续持续销售及结转收入提供良好支撑；总可售项目分布较广，并主要位于二三线及以下城市；考虑到三线城市购买力的可持续性，未来部分项目可能存在一定的去化压力。

（2）商业物业

公司持有的商业物业由公司关联公司北京绿建动力商业运营管理有限公司（以下简称“绿建动力”）运营，主要系公司住宅开发过程中配套的商业物业。

从出租率来看，截至 2018 年底，公司各项持有物业出租率均较高，大部分物业实现了百分百出租。2016~2018 年，公司商业物业租金收入小幅波动增长，2017 年，北京当代 MOMA、万国城 MOMA

租金收入减少 361.34 万元，主要系部分商铺装修影响所致；九江满庭春 MOMA 租金收入同比减少 912.38 万元，主要系部分商铺出售所致；太原万国城 MOMA 和长沙万国城 MOMA 租金收入大幅增长主要系 2016 年底装修完交房，随着市场的培育，2017 年其租金收入大幅增长所致；湖南滨江 MOMA 和湖南星沙 MOMA 于 2017 年开业。2018 年，公司商业物业租金收入为 0.56 亿元，同比大幅增长，主要系太原万国城 MOMA 和长沙万国城 MOMA 运营进入成熟期，租户稳定，收入大幅增加所致。公司与业主签约租期视经营项目有所区别，主要为长期租约，公司在业主一个月的告知期内基本能保证寻找到合适的租客，维持高出租率。

表 14 截至 2018 年底公司主要持有物业情况（单位：%、平方米、万元）

项目名称	出租率	建筑面积	可租面积	租金收入		
				2016 年	2017 年	2018 年
北京当代 MOMA、万国城 MOMA	100	17,055.16	13,536.79	2,631.06	2,269.72	2,506.32
北京上第 MOMA	100	5,249.23	2,205.75	79.25	79.25	98.47
太原万国城 MOMA	100	6,882.53	1,435.24	36.83	705.92	1,042.98
长沙万国城 MOMA	94	29,691.02	26,028.31	74.04	269.83	1,451.65
九江满庭春 MOMA	100	10,075.05	9,804.08	1,039.92	127.54	--
南昌满庭春 MOMA	100	2,569.00	2,569.00	16.10	16.10	18.44
仙桃满庭春 MOMA	81	11,536.62	8,757.92	35.70	35.70	60.82
北京 MOMA 万万树	100	3,963.00	2,131.75	--	--	85.10
湖南滨江 MOMA	100	16,310.69	1,534.88	--	141.99	309.44
湖南星沙 MOMA	95	36,963.69	12,392.06	--	245.65	74.35
合计	--	140,295.99	80,395.78	3,912.89	3,891.69	5,647.57

资料来源：公司提供

总体看，公司商业物业出租率较高，租金收入波动增长，整体运营状况尚可。

（3）酒店运营

公司旗下运营酒店主要是蔓兰酒店，还包括东戴河蔓兰海景度假公寓和太原蔓兰酒店。蔓兰酒店总建筑面积共 1.9 万平方米，为北京现代万国城 MOMA 的配套商业设施；该酒店拥有 54 间客房及一家餐厅，其中 18 间 36 平方米的尊贵房，36 间 43 平方米的豪华房，并配有社区空中泳池；拥有可容纳 300 人的蔓兰朱华宴会厅，可承办大型宴会庆典、商务宴请、豪华婚礼，同时还有沁兰亭、沐兰亭和汇兰亭三个小型会议室。东戴河蔓兰海景度假公寓和太原蔓兰酒店面积分别为 4,747.50 平方米和 14,260.00 平方米。

蔓兰酒店自 2013 年 7 月份试营业，在经过 2014 年的培育之后逐步步入正轨，2016 年，酒店各项业务收入均实现增长；2017 年，蔓兰酒店实现收入 4,258.50 万元，同比增长 6.09%；2018 年，蔓兰酒店实现收入 4,264.70 万元，同比增长 1.45%。2016~2018 年，东戴河蔓兰酒店分别实现收入 209.25 万元、134.38 万元和 103.15 万元；太原蔓兰酒店 2016 年开业，2016~2018 年，分别实现收入 697.44 万元、2,309.62 万元和 2,779.82 万元，2017 年以来收入大幅增加，主要系太原蔓兰酒店业务步入正轨所致。

总体看，随着公司酒店业务经营步入正轨，公司酒店运营收入逐年大幅增长，但规模仍较小。

3. 经营效率

由于 2016 年以来，公司实施积极的拿地策略，受土地投资规模大幅增加的影响，公司各经营指标下滑较快。2016~2018 年，公司存货周转率分别为 0.62 次、0.37 次和 0.24 次；流动资产周转率分

别为 0.41 次、0.27 次和 0.19 次；总资产周转率分别为 0.34 次、0.24 次和 0.17 次。公司各项经营效率指标相对较弱，与公司 2016 年开始扩大经营规模，积极拿地的战略有一定关系。

总体看，考虑公司近年拿地规模，公司经营效率尚可。

4. 经营关注

(1) 2016 年以来，公司加大了项目拓展力度和开工力度，公司规模快速扩张，对公司的管理能力提出了较大挑战。

(2) 截至 2018 年底，权益口径下，公司在建项目计划总投资 476.82 亿元，已投资金额 277.55 亿元，占计划总投资的 58.21%，尚需投资金额 199.27 亿元，后期资金压力依然较大。

(3) 截至 2018 年底，公司未售项目位于三线及以下城市（仙桃、张家口、阜阳、晋中、湖州、抚州、龙里、葫芦岛、兴义、石首、株洲、黄石、天门等）占比较大，考虑到三线及以下城市房地产行业波动较大，且受房地产调整政策影响，销售趋缓，未来部分项目可能存在一定的去化压力。

5. 未来发展

在布局模式上，公司秉持“3+13+M”的投资布局策略，其中 3 是指聚焦京津冀城市群、长三角城市群和珠三角城市群，集团内部管理依据所在城市地理管辖范围划分为华北区域、华东区域、华中区域、华南区域，13 是指持续深耕 13 个省会及经济发达城市；M 即满足公司新进城市投资标准的城市，尤其是全国经济百强县城市，其经济实力强、居民生活消费水平高、社会公共服务水平好，具有较大的投资潜力。未来公司持续高度关注一二线城市投资机会，并且适当参与土地公开市场的竞拍，补充一定现金流充足的项目，持续保持市场占有率及品牌影响力。

未来三年，公司以实现成为领先的绿色科技+舒适节能+数字互联的全生命周期生活家园运营商，向国内领先的绿色科技+舒适节能+数字互联的全生命周期产业家园运营商升级为发展目标，以“原绿绽蓝，无界四维”为战略方向，以核心竞争力为支撑，围绕全生命周期生活家园，投资运营养老商业街区、养老出租公寓、养老出售公寓等养老地产业务，将商业模式价值变现，以全生命周期生活家园的商业模式，将核心竞争力价值最大化，促进产品溢价，实现由开发模式向运营模式的转变。公司将依然坚定执行差异化发展战略，走可持续发展下的行业领先之道，以绿色产品研发为基础，以绿色地产运营为手段，打造一条绿色健康的房地产生态产业链，实现引力加速体模式。同时，公司提出产品规划、产品研究的“三个升级”战略思想，即混合社区升级、全生命周期升级和绿色科技升级，公司将始终坚持做产品领先的绿色科技型企业，以“三个升级”为导向，以“MOMA 生活家园 4+1”为手段，不断升级全生命周期生活家园产品，将“三个升级”渗透到项目产品定位、产品规划、客户定位以及行销推广等方面。

总体看，公司坚持差异化发展路线，坚持以“绿建”房地产开发为主业，夯实自身竞争力，发展思路较为清晰。

七、财务分析

公司 2016 年的财务报表已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2017~2018 年的财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部颁布的最新企业会计准则及其他相关规定（合称“企业会计准则”）的要求编制。

合并范围方面，2016 年公司合并范围新增加 45 家子公司，减少 2 家子公司；2017 年，公司合并范围内新增加 68 家子公司，减少 5 家子公司；2018 年，公司合并范围新增加 41 家子公司，减少 10 家子公司。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司共计 189 家。整体上看，公司增加的子公司主要为项目公司，公司主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 522.73 亿元，负债合计 448.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 73.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 58.24 亿元。2018 年，公司实现营业收入 80.65 亿元，净利润（含少数股东损益）10.07 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 6.95 亿元；经营活动产生的现金流量净额 24.63 亿元，现金及现金等价物净增加额-8.38 亿元。

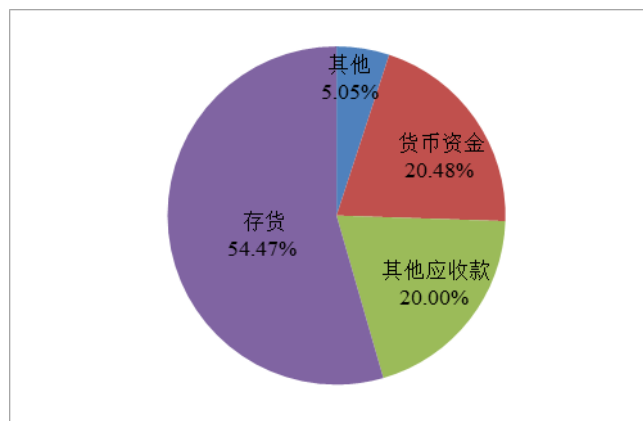
1. 资产质量

2016~2018 年，公司资产总额呈逐年增长态势，年均复合增长率为 37.60%，主要系流动资产增加所致。截至 2018 年底，公司资产总额 522.73 亿元，较年初增长 26.47%，从资产的构成看，以流动资产为主，流动资产占 89.91%，非流动资产占 10.09%。

（1）流动资产

2016~2018 年，公司流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长率为 39.29%，主要系存货和货币资金增长较快所致。截至 2018 年底，公司流动资产合计 469.98 亿元，较年初增长 24.94%，主要由货币资金（占 20.48%）、其他应收款（占 20.00%）和存货（占比 54.47%）构成。

图 7 截至 2018 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司货币资金呈波动增长态势，年均复合增长率为 21.25%。截至 2017 年底，公司货币资金余额 99.32 亿元，较年初增长 51.68%，主要系融资规模扩大以及收到股东注资所致；截至 2018 年底，公司货币资金余额 96.26 亿元，较年初减少 3.08%；公司货币资金以银行存款（占 63.57%）和其他货币资金（占 36.43%）为主；其他货币资金均为受限资金，主要包括按揭保证金、信用证保证金、履约保证金和用于担保的定期存款或通知存款等，受限比例较高。

2016~2018 年，公司其他应收款呈逐年增长态势，年均复合增长率为 60.14%。截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值 93.98 亿元，较年初增长 60.68%，主要系公司采用和当地房地产开发企业设立合营公司的方式拿地，随着业务规模的扩张，关联方往来款增加所致；从其他应收款的款项性质看，以往来款为主，其中 2018 年底应收往来款为 87.24 亿元，占其他应收款期末余额的 92.39%；从集中度看，期末余额前五名的其他应收款合计 32.91 亿元，占比 34.85%，集中度较高，考虑到期末余额前五名的其他应收款均为关联方往来款，账龄主要在 3 年以内，可能存在一定的回收风险；

公司累计计提坏账准备 0.56 亿元。整体看，其他应收款规模较大，且逐年增长，对公司资金形成一定占用，主要为与关联公司往来款，需关注关联公司经营情况。

表 15 截至 2018 年底公司其他应收款前五名单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	账龄	金额	占比	款项性质
深耕拓展投资（北京）有限公司	0~3 年	11.97	12.68	往来款
北京润锦房地产开发有限公司	0~2 年	5.73	6.07	往来款
毅力奔跑置业（北京）有限公司	1~2 年	5.44	5.76	往来款
北京宏华伟业房地产开发有限公司	1 年以内	5.13	5.43	往来款
绽蓝鸿业置业（北京）有限公司	1 年以内	4.64	4.91	往来款
合计	--	32.91	34.85	--

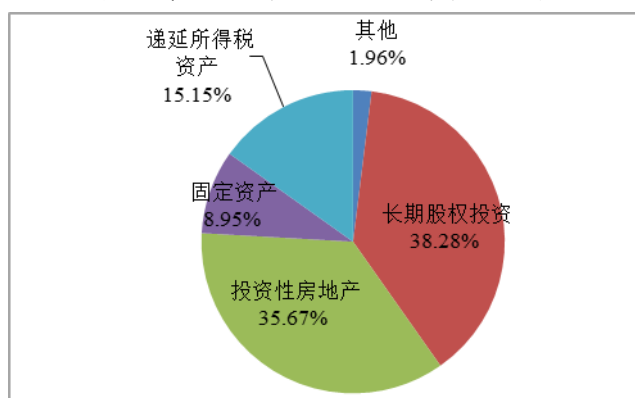
资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司存货账面价值呈逐年增长态势，年均复合增长率为 40.85%，主要系公司拿地且对在建项目投入持续增加的共同影响所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值 256.00 亿元，较年初增长 23.37%，主要系当期新开工面积增加，在建项目投资增加，以及收购的子公司存货规模扩大所致。公司存货以开发产品（占 11.06%）和开发成本（占 88.93%）为主；公司计提存货跌价准备 0.40 亿元，占存货余额的比例为 0.01%；公司存货大部分为在建开发成本，考虑到三线城市购买力的可持续性，未来少部分项目可能存在一定的去化压力，存货减值准备或将有所增加。

（2）非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长率为 24.81%，主要系投资性房地产和长期股权投资增加所致。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 52.75 亿元，较年初增长 41.97%，主要由长期股权投资（占 38.28%）、投资性房地产（占 35.67%）、固定资产（占 8.95%）及递延所得税资产（占 15.15%）等构成。

图 8 截至 2018 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司可供出售的金融资产呈逐年下降态势。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产均按成本计量，金额合计为 3.96 亿元，较年初下降 10.82%，截至 2018 年底，公司可供出售金融资产均按成本计量，金额合计为 0.95 亿元，较年初下降 75.96%，均系公司投资的嘉兴绿云投股权投资基金合伙企业（有限合伙）账面余额减少所致。

2016~2018 年，公司长期股权投资呈逐年增长态势，年均复合增长率为 116.69%。截至 2018 年底，公司长期股权投资为 20.19 亿元，较年初增长 346.27%，主要系新增对广州当代腾欣投资有限公

司 15.35 亿元的投资所致；2018 年公司长期股权投资权益法下确认的投资收益为 1.61 亿元。

2016~2018 年，公司投资性房地产（均按公允价值法计量）呈逐年增长态势，年均复合增长率为 10.43%。截至 2018 年底，投资性房地产合计 18.82 亿元，较年初增长 10.75%，主要系存货转入和投资性房地产增值所致，投资性房地产主要位于北京、太原、长沙等地，主要为住宅底商。

表 16 截至 2018 年底公司投资性房地产情况（单位：万元、%）

项目	业态	区域位置	成本	账面价值	增值率
当代 MOMA（南区、北区）	商业	北京	20,145	74,700	271
上第 MOMA 综合楼	商业	北京	2,200	4,100	86
MOMA 万万树一期会所	商业	北京	1,600	1,961	23
太原万国城 MOMA	商业	太原	16,603	43,100	160
南昌满庭春	商业	南昌	968	900	-7
长沙开福万国城 MOMA	商业	长沙	11,433	31,600	176
九江满庭春	商业	九江	6,189	6,600	7
仙桃满庭春 MOMA	商业	仙桃	10,202	10,600	4
苏州 MOMA	商业	苏州	1,909	2,600	36
惠州 MOMA 上品湾	商业	惠州	7,163	12,000	68
合计	--	--	78,412	188,161	140

资料来源：公司提供

2016~2018 年，公司固定资产呈逐年下降态势，年均复合增长率为-4.25%。截至 2018 年底，公司固定资产合计 4.72 亿元，较年初下降 2.59%，主要系固定资产处置或报废所致；固定资产中 4.14 亿元为公司自营酒店，累计计提折旧 1.46 亿元，未计提固定资产减值准备。

2016~2018 年，公司递延所得税资产呈逐年增长态势，年均复合增长率为 33.48%。截至 2018 年底，公司递延所得税资产合计 7.99 亿元，较年初增长 17.68%，主要系由预交税金和预售收入的预计利润产生的可抵扣暂时性差异增加所致。

截至 2018 年底，公司因金融机构借款以及为客户按揭提供担保而所有权或者使用权受限的资产余额合计 122.16 亿元，其中，受限制货币资金 35.07 亿元，为金融机构借款以及客户按揭提供担保等产生；存货 74.88 亿元、投资性房地产 10.51 亿元和固定资产 1.70 亿元均为金融机构借款提供担保而受限，占资产总额的 23.37%，受限比例较高。

总体看，随着公司开发规模持续扩大，公司资产规模快速增长，以流动资产为主，资产受限比例较高；公司流动资产中存货占比较大，部分三线及以下城市房地产项目可能存在一定的去化压力，货币资金较充裕，其他应收款对公司资金形成一定占用。整体看，公司资产质量尚可。

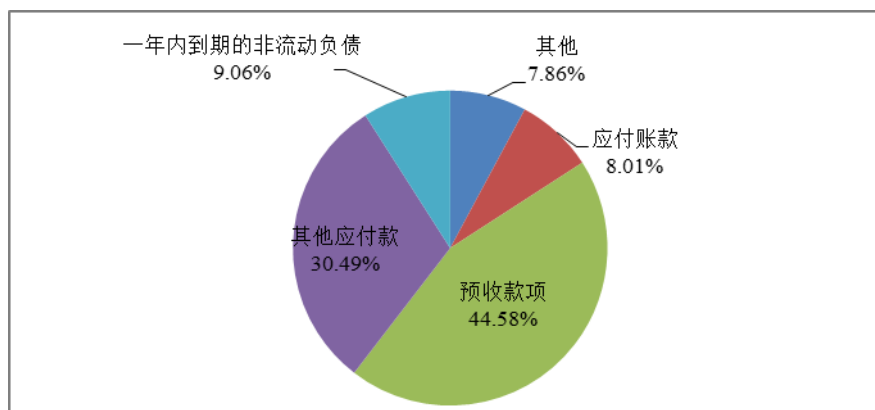
2. 负债及所有者权益

（1）负债

2016~2018 年，公司负债呈逐年增长态势，年均复合增长率为 40.35%。截至 2018 年底，公司负债合计 448.96 亿元，较年初增长 31.89%，流动负债和非流动负债均有所增加；流动负债与非流动负债分别占 90.67%和 9.33%，以流动负债为主。

2016~2018 年，公司流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 51.94%。截至 2018 年底，公司流动负债为 407.07 亿元，较年初增长 55.73%，主要系预收款项大幅增长所致；公司流动负债主要由应付账款（占 8.01%）、预收款项（占 44.58%）、其他应付款（占 30.49%）和一年内到期的非流动负债（占 9.06%）构成。

图9 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018年，公司应付账款呈逐年增长态势，年均复合增长47.13%。截至2018年底，公司应付账款余额32.62亿元，较年初增长53.09%，主要系应付工程款大幅增加所致。

2016~2018年，公司预收款项呈逐年增长态势，年均复合增长率为81.98%，主要系公司房地产存货增加且销售情况较好，相应的签约销售金额大幅增加所致。截至2018年底，公司预收款项181.47亿元，较年初增长66.27%，主要系晋江万国城MOMA、合肥天鹅湖MOMA、南京当代万国府MOMA、武汉汉阳当代万国城以及湖南当代株洲上品湾MOMA等项目预收款项大幅增加所致。

2016~2018年，公司应交税费呈波动增长态势，年均复合增长率为1.84%。截至2018年底，公司应交税费为17.63亿元，较年初增长4.05%，主要系应交企业所得税等增加所致。

2016~2018年，公司其他应付款呈逐年增长态势，年均复合增长率为28.67%，主要系公司合作项目增加使得关联方往来款大幅增长所致。截至2018年底，公司其他应付款124.10亿元，较年初增长36.03%，主要系购房意向金和少数股东的无息借款增加所致；公司其他应付款主要由应付合并范围外关联方款项119.31亿元（占96.14%）构成。

2016~2018年，公司非流动负债呈波动减少态势，年均复合减少9.88%。截至2018年底，公司非流动负债为41.90亿元，较年初减少46.98%，公司非流动负债主要由长期借款（占90.16%）和递延所得税负债（占7.37%）构成。

2016~2018年，公司长期借款呈波动增长态势，年均复合增长率为2.34%。截至2017年底，公司长期借款为62.93亿元，较年初增长74.50%，主要系公司新增房地产项目开发贷款所致；截至2018年底，公司长期借款为37.77亿元，较年初减少39.98%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致；其中抵押借款占42.09%，保证+抵押借款占14.50%，保证+质押借款占比32.30%，保证+质押+抵押借款占比11.11%；从借款期限分布看，公司长期借款于2020年到期32.07亿元（占84.91%），2021年到期4.00亿元（占10.59%）；2027年到期1.70亿元（占4.50%）；公司于2020年存在一定的长期借款集中偿付压力。

2016~2018年，公司应付债券分别为9.81亿元、9.85亿元和0.00亿元，系公司于2016年4月发行的“16当代债”（票面利率6.40%，发行规模10.00亿元，期限5（3+2）年），根据“16当代债”回售结果看，回售金额为8.82亿元，将于2019年4月20日偿付，剩余未回售部分票面利率由6.40%提高至7.80%，2018年公司将“16当代债”调整至“一年内到期的非流动负债”科目中。

全部债务方面，由于经营规模的扩大以及在建项目的持续投入增加，2016~2018年，公司全部债务分别为59.29亿元、92.48亿元和87.41亿元，呈波动增长态势，年均复合增长率为21.41%；截至2018年底，公司全部债务合计87.41亿元，其中，短期债务为49.63亿元，占全部债务的56.79%，

较年初增长 151.95%，主要系部分将于一年内到期的长期借款重分类至一年内到期的非流动负债所致；长期债务为 37.77 亿元，占全部债务的 43.21%，较年初减少 48.10%，主要系长期借款和应付债券减少所致。2016~2018 年，公司资产负债率分别为 82.55%、82.36%和 85.89%；全部债务资本化比率分别为 55.18%、55.92%和 54.23%；长期债务资本化比率分别为 48.78%、49.96%和 33.87%，整体看，公司债务规模增长较快，债务结构由以长期债务为主转化为以短期债务为主，公司存在一定的短期集中偿付压力。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，受公司营业规模的扩大，公司预收售楼款、应付关联方往来款、发行债券和新增借款的共同影响，公司负债规模大幅增长，且短期债务大幅增加，公司存在一定的集中偿付压力。

（2）所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益年均复合增长率为 23.75%，主要系公司股东注资、未分配利润和少数股东权益大幅增长所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 73.76 亿元，其中，少数股东权益 15.52 亿元，较年初减少 22.91%；归属于母公司所有者权益 58.24 亿元，占所有者权益的 78.96%；归属于母公司所有者权益中，股本占 19.74%、盈余公积占 7.03%、未分配利润占 71.91%。

总体看，受股东注资、少数股东权益和未分配利润增长影响，公司所有者权益规模大幅增长；公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较大，权益稳定性弱。

3. 盈利能力

2016~2018 年，公司分别实现营业收入 69.75 亿元、82.27 亿元和 80.65 亿元，年均复合增长 7.53%；同期，公司分别实现净利润 6.38 亿元、7.21 亿元和 10.07 亿元，年均复合增长率为 25.60%，主要系公司收入和毛利率波动增长以及投资收益增加所致。

期间费用方面，2016~2018 年，公司期间费用总额分别为 5.43 亿元、7.22 亿元和 9.36 亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长率为 31.24%，主要系公司业务规模扩大所致；2018 年，公司期间费用中销售费用为 4.53 亿元、管理费用为 4.16 亿元、财务费用为 0.67 亿元。2016~2018 年，公司销售费用年均复合增长 33.33%；管理费用年均复合增长率为 20.64%，主要系随着公司经营规模的扩大，公司日常及其他管理费用、职工薪酬及福利增加所致；财务费用分别为 0.03 亿元、0.51 亿元和 0.67 亿元，逐年增长，主要系全部债务规模增加、利息支出相应增加所致。

从利润构成来看，2016~2018 年，公司利润主要来自于房地产开发业务，资产减值损失、公允价值变动收益和资产处置收益占利润总额的比重不大；营业外收支占公司利润总额比重很小，对公司利润水平影响有限。2016~2018 年，公司投资收益分别为 0.43 亿元、1.76 亿元和 2.32 亿元，2017 年和 2018 年同比大幅增加，主要由于公司当期权益法核算的长期股权投资收益和处置长期股权投资产生的投资收益大幅增长，整体看，非经常损益对利润总额影响波动下降。

从各项盈利指标看，2016~2018 年，公司营业利润率逐年上升，分别为 17.69%、19.38%和 28.19%；公司总资产收益率分别为 8.94%、5.79%和 6.93%，总资产报酬率分别为 4.72%、3.30%和 3.52%，净资产收益率分别为 14.37%、11.91%和 13.73%，均呈现波动下降态势。

总体看，公司营业收入波动提升，净利润规模逐年增长，但受资产规模大幅增加影响，盈利指标有所波动。

4. 现金流

从经营活动情况来看，2016~2018 年，公司经营活动现金流入分别为 149.59 亿元、221.87 亿元

和 277.55 亿元，年均复合增长率为 36.22%，主要系公司收到的预收购房款和往来款规模扩大所致；经营活动现金流出分别为 159.41 亿元、230.84 亿元和 252.93 亿元，年均复合增长率为 25.96%，主要系支付的联合营项目投资形成的往来款项增加致使支付其他与经营活动有关的现金大幅增加。受上述因素的影响，2016~2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-9.82 亿元、-8.97 亿元和 24.63 亿元，2018 年由净流出转为净流入，主要由于当期销售回款大幅增加。

从投资活动情况来看，2016~2018 年，公司投资活动现金流入分别为 10.64 亿元、13.87 亿元和 10.48 亿元，呈现波动下降态势，2017 年公司投资活动现金流入增幅较大主要系公司收回投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出分别为 8.92 亿元、33.34 亿元和 9.04 亿元，2017 年公司投资活动现金流出大幅增加，主要系公司投资支付的现金和取得福建盛世联邦置业发展有限公司和武汉市中联晟鸣置业有限公司等子公司支付的现金增加所致。受上述因素的影响，2016~2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 1.72 亿元、-19.47 亿元和 1.44 亿元。

从筹资活动情况看，2016~2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 58.65 亿元、104.44 亿元和 38.50 亿元，年均复合增长率为-18.99%，2017 年，公司筹资活动产生的现金流入同比增长 78.06%，主要系公司加大筹资力度，大幅增加长期借款，同时股东增加注资所致，2018 年，公司筹资活动产生的现金流入同比减少 63.14%，一方面由于当期融资环境变化融资难度和融资成本增加，另一方面公司销售回款增加且除房地产业务外的投资性支出减少所致；公司筹资活动现金流出分别为 26.27 亿元、52.37 亿元和 72.94 亿元，年均复合增长率为 66.62%，呈逐年增长态势，主要系公司偿还债务的规模大幅增加所致。2016~2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 32.38 亿元、52.06 亿元和-34.45 亿元，受 2018 年借款规模的大幅减少影响，筹资活动产生的现金流净额大幅净流出。

总体看，2016~2018 年，受购地支出和销售回款增加影响，经营活动现金流净额波动较大，2018 年表现为大幅净流入；由于合作开发项目增加，公司存在一定规模的投资支出；公司对外筹资活动较为活跃，在建项目需投资规模较大且债务集中于 2019 年和 2020 年到期，未来仍有较大的融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司流动比率分别为 1.37 倍、1.44 倍和 1.15 倍；速动比率分别为 0.64 倍、0.65 倍和 0.53 倍，均呈波动下降态势，其中 2018 年均有所下滑主要系公司借款规模、预收售楼款以及关联方往来款增加使流动负债规模扩大所致。2016~2018 年，公司现金短期债务比分别为 4.88 倍、5.04 倍和 1.94 倍，波动下降，其中 2018 年下降幅度较大，主要由于公司短期债务规模大幅增加。

从长期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司 EBITDA 分别为 9.86 亿元、11.63 亿元和 16.73 亿元，规模逐年增长。2018 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占 90.94%）和计入财务费用的利息支出（占 7.47%）构成，公司 EBITDA 以利润总额为主。2016~2018 年，EBITDA 利息倍数分别为 2.51 倍、1.89 倍和 1.97 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度一般。2016~2018 年，EBITDA 全部债务比分别为 0.17 倍、0.13 倍和 0.19 倍。整体看，公司长期偿债能力偏弱。

截至 2018 年底，公司共取得银行授信额度 968.80 亿元，已使用额度 174.74 亿元，未使用的额度为 794.06 亿元⁸，公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年末，公司对外担保余额 128.49 亿元，其中对购房者提供的银行按揭贷款担保余额

⁸ 公司提供的银行授信总额为与相关银行签订战略协议的授信总额，故总额度和未使用额度规模较大，公司具体使用时需要单笔另签相关协议。

为 110.49 亿元，对企业的担保余额为 18.00 亿元，对企业的担保余额占公司所有者权益的 24.40%，被担保方均为关联方企业，目前经营正常。

表 17 截至 2018 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保人	担保金额	起始日期	到期日期	担保形式	与公司的关系
北京宏华伟业房地产开发有限公司	13.00	2017/3/5	2023/3/4	保证担保	合联营企业
长沙市鹏跃房地产开发有限公司	5.00	2016/12/2	2019/11/21	保证担保	合联营企业
合计	18.00	--	--	--	--

资料来源：Wind

截至 2018 年底，公司下属全资子公司远景鸿业投资（北京）有限公司（以下简称“远鸿投资”）存在一笔涉案金额 2.25 亿元的诉讼，其中远鸿投资为原告，被告为北京福诺特物业管理有限公司（以下简称“福诺特物业”）、北京爱丽华物业管理有限公司（以下简称“爱丽华物业”）以及王志斌。2017 年 12 月，远鸿投资与福诺特物业、爱丽华物业以及王志斌签订了股权转让协议，约定由远鸿投资收购福诺特物业持有的爱丽华物业 100% 股权，交易总价款为 15.50 亿元，其中，远鸿投资需向福诺特物业支付的股权转让款为 1.00 亿元，另外需向爱丽华物业提供借款 4.90 亿元、债权追讨保证金 1,000 万元，还需同时承接爱丽华物业对中诚信托有限责任公司的债务 9.50 亿元。上述协议签署后，2017 年 12 月 18 日，远鸿投资按照协议约定将第一笔款项 2.25 亿元支付给爱丽华物业。2018 年 1 月办理工商变更登记的过程中，爱丽华公司的法定代表人和福诺特公司提出异议，股权变更登记无法办理。经多次协调，尚未达成一致。据此，远鸿投资于 2018 年 3 月 12 日向北京市第一中级人民法院提出诉讼请求并立案（案件号：（2018）京 01 民初 188 号）：1）申请将福诺特物业持有的爱丽华物业 100% 的股权变更至远鸿投资名下；2）申请由福诺特物业、爱丽华物业向远鸿投资支付违约金 3,255 万元（违约金以每日 77.5 万元为计算标准，自 2018 年 1 月 25 日起暂计算至 2018 年 3 月 7 日止）；3）申请由福诺特物业、爱丽华物业赔偿远鸿投资支付的律师费 40 万元；4）申请由王志斌向远鸿投资承担连带保证责任；5）申请诉讼费由福诺特物业、爱丽华物业、王志斌负担。2018 年 8 月 7 日，北京市第一中级人民法院作出裁定，此案件移送北京市高级人民法院审理。此案件已于 2019 年 4 月 10 日在北京市高级人民法院开庭审理，截至本评级报告出具日，该案件尚处于审理过程中。截至 2018 年底，公司与爱丽华物业的 2.25 亿元股权转让定价形成的其他应收款未计提减值准备，如后期公司 2.25 亿元无法全额收回或将对盈利产生一定影响。

根据公司提供的人民银行征信报告（机构代码：G10110101019977903），截至 2019 年 3 月 1 日，公司未结清信贷记录中无不良或关注类信贷信息记录，已结清的信贷业务存在 2 笔均为 2.00 亿元的关注类贷款，合计金额 4.00 亿元，贷款期限均为 2008 年 2 月 3 日至 2011 年 1 月 31 日，分别于 2010 年 4 月 1 日和 2010 年 12 月 24 日结清，根据中国工商银行股份有限公司北京东城支行于 2016 年 12 月 13 日出具的说明函，主要因公司将期房销售改为现房销售，故将其列入关注类，上述贷款均在到期前结清。

总体看，2016 年以来，公司短期偿债能力有所下滑，长期偿债能力偏弱；考虑到公司作为港股上市公司当代置（中国）有限公司的重要运营子公司，2017 年以来加大了项目拓展力度，未来随着在建项目的销售，公司整体偿债能力有望提升，但受债务期限结构趋于短期化影响，存在一定短期集中偿付压力。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年底,公司全部债务总额为 87.41 亿元,本期拟发行债券规模为不超过 8.80 亿元(含),占目前公司全部债务的 10.07%,公司债务规模有所扩大。

以 2018 年底财务数据为基础,若募集资金总额为 8.80 亿元,本期债券发行后,在其它因素不变的情况下,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 86.12%、56.60% 和 38.70%,较发债前分别提高 0.23 个百分点、2.37 个百分点和 4.84 个百分点,债务负担略有加重。考虑到公司本期债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司已发行公司债券于 2019 年内的到期回售部分或用于其他符合法律法规规定的用途,因此公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率可能低于上述值。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础,公司 EBITDA 为 16.73 亿元,为本期债券发行额度(8.80 亿元)的 1.90 倍,EBITDA 对本期债券额度的覆盖程度较为一般。2018 年,公司经营活动产生的现金流入量为 277.55 亿元,对本期债券具有较强覆盖程度。公司 2018 年经营活动现金净流入 24.63 亿元,为本期公司债券发行额度(8.80 亿元)的 2.80 倍,公司经营活动现金流量净额对本期债券覆盖程强。

综合以上分析,并考虑到公司在综合实力、开发规模、品牌影响力、土地储备等方面所具有的竞争优势,联合评级认为,公司对本期债券的偿还能力很强。

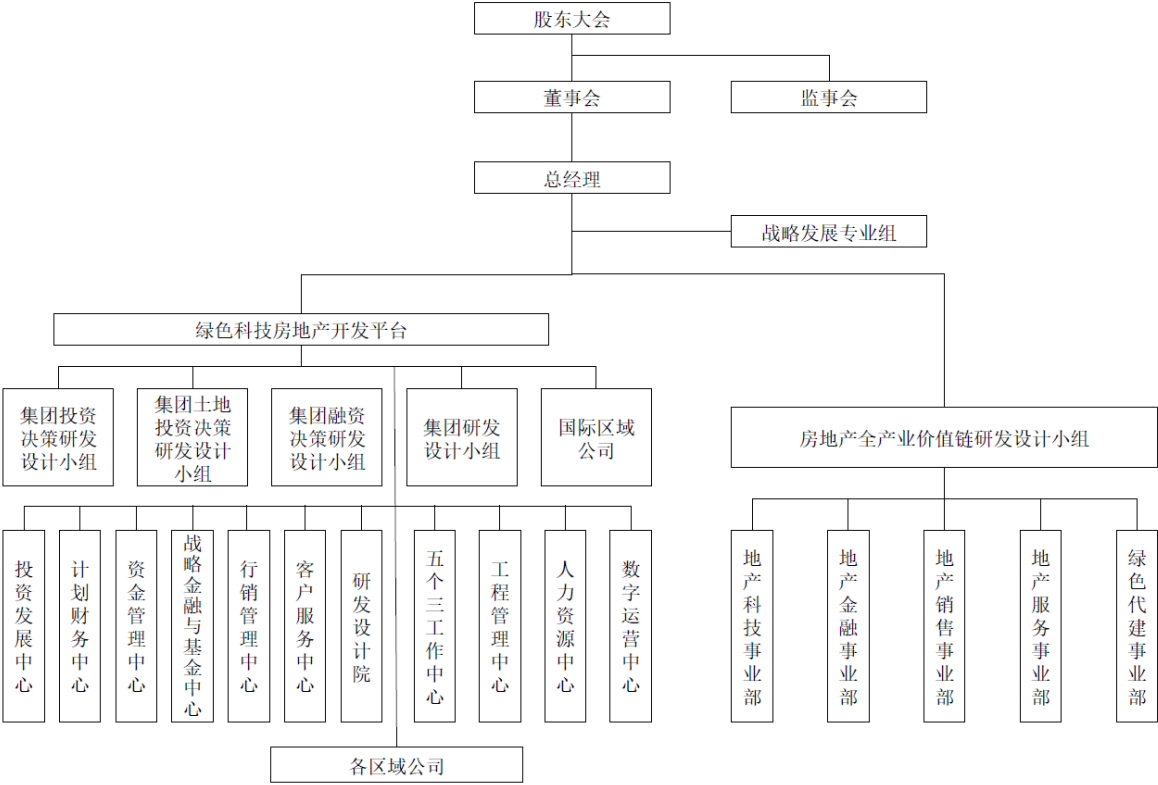
九、综合评价

联合评级对当代节能置业的评级反映了公司作为“绿建”细分领域较为知名的房地产开发企业,在综合实力、开发规模、品牌影响力、未售项目规划建筑面积较大等方面具备一定的竞争优势。同时,联合评级也关注到房地产行业政策波动、公司少部分项目未来存在一定的去化压力、项目后续资金需求较大、债务集中偿付压力较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

目前公司在建项目规模较大,未来随着项目的陆续竣工,公司的收入规模有望持续增长。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期公司债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 当代节能置业股份有限公司
组织架构图



附件 2 当代节能置业股份有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	276.08	413.33	522.73
所有者权益（亿元）	48.17	72.91	73.76
短期债务（亿元）	13.42	19.70	49.63
长期债务（亿元）	45.87	72.78	37.77
全部债务（亿元）	59.29	92.48	87.41
营业收入（亿元）	69.75	82.27	80.65
净利润（亿元）	6.38	7.21	10.07
EBITDA（亿元）	9.86	11.63	16.73
经营性净现金流（亿元）	-9.82	-8.97	24.63
流动资产周转次数（次）	0.41	0.27	0.19
存货周转次数（次）	0.62	0.37	0.24
总资产周转次数（次）	0.34	0.24	0.17
现金收入比率（%）	110.83	131.04	197.09
总资本收益率（%）	8.94	5.79	6.93
总资产报酬率（%）	4.72	3.30	3.52
净资产收益率（%）	14.37	11.91	13.73
营业利润率（%）	17.69	19.38	28.19
费用收入比（%）	7.79	8.77	11.60
资产负债率（%）	82.55	82.36	85.89
全部债务资本化比率（%）	55.18	55.92	54.23
长期债务资本化比率（%）	48.78	49.96	33.87
EBITDA 利息倍数（倍）	2.51	1.89	1.97
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.13	0.19
流动比率（倍）	1.37	1.44	1.15
速动比率（倍）	0.64	0.65	0.53
现金短期债务比（倍）	4.88	5.04	1.94
经营现金流动负债比率（%）	-5.57	-3.43	6.05
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.12	1.32	1.90

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。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。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/(n-1)) -1] ×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]
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)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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/本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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 当代节能置业股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（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，在每年当代节能置业股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六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。

当代节能置业股份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。当代节能置业股份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当代节能置业股份有限公司的相关状况，如发现当代节能置业股份有限公司或本次（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。

如当代节能置业股份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，直至当代节能置业股份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当代节能置业股份有限公司、监管部门等。

