跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]736 号

广州合景房地产开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

广州合景房地产开发有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

广州合景房地产开发有限公司发行的“15 合景 01”、“15 合景 02”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 六 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

广州合景房地产开发有限公司
公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 合景 01	25 亿元	6 年	AA+	AA+	2015 年 8 月 28 日
15 合景 02	8 亿元	7 年	AA+	AA+	2015 年 8 月 28 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 24 日

主要财务数据：

发行人

项　目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	306.62	357.55
所有者权益（亿元）	79.62	88.71
长期债务（亿元）	32.99	71.86
全部债务（亿元）	35.71	76.26
营业收入（亿元）	59.37	33.56
净利润（亿元）	12.45	9.98
EBITDA（亿元）	17.07	12.20
经营性净现金流（亿元）	32.00	-28.34
营业利润率（%）	28.24	26.98
净资产收益率（%）	17.78	11.61
资产负债率（%）	74.03	75.19
全部债务资本化比率（%）	30.97	46.23
流动比率（倍）	1.34	1.53
EBITDA 全部债务比（倍）	0.48	0.16
EBITDA 利息倍数（倍）	6.29	3.59
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.52	0.37

担保方

项　目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	715.47	796.81
权益总计（亿元）	204.36	223.59
收入（亿元）	104.66	83.40
年度利润（亿元）	32.68	34.13
资产负债率（%）	71.44	71.94

注：1、2014 年财务数据以 2015 年审计报告年初数为准；2、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3、EBITDA/待偿本金合计= EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、担保方财务数据均使用香港准则下财务报告。

评级观点

广州合景房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“广州合景”）以高素质物业的开发为主营业务，2015年，公司资产规模持续增长，资产质量较好，且随着近年来公司合作开发项目的增多，公司该类项目的投资收益明显增长。同时，联合评级也关注到公司后续土地储备及在建项目投资压力大、盈利能力下降，债务负担加重等因素对公司信用状况形成的不利影响。

目前公司在建项目地理位置较好，可售面积规模较大，未来随着项目的陆续销售，综合盈利能力有望进一步提升。

本次债券由公司实际控制人合景泰富地产控股有限公司（以下简称“合景泰富”）提供不可撤销连带责任保证担保。2015年，合景泰富资产规模进一步增长，经营状况较为稳定，在行业内仍具有很强的品牌影响力。联合评级认为，合景泰富提供连带责任保证担保体现出大股东对公司的支持和信心，对本次债券的信用状况具有积极影响。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15合景01”和“15合景02”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．公司房地产项目仍主要集中在经济较为发达的一二线城市，拥有较强的区域竞争力，未来有望对公司盈利能力形成良好支撑。

2．公司在建及在售项目规模较大，可满足公司未来 2~3 年的开发和销售需求。

3．公司资产规模持续增长，资产质量较好；公司部分项目采用合作开发模式，充分利用行业资源，2015 年公司投资收益明显增长。

4．2015 年底，公司货币资金充足，能

够覆盖公司全部债务。

5．2015 年，担保方合景泰富资产规模进一步增加，经营状况较为稳定，其所提供的担保对本次债券信用状况具有积极影响。

关注

1．截至 2015 年底，公司无尚未开发的土地储备，后续土地储备需求压力较大.

2．公司在建项目规模较大，未来资金支出的压力较大。

3．2015 年，公司营业收入大幅减少，盈利能力有所下降；公司利润总额受合作开发项目的投资收益影响较大，稳定性一般。

4．2015 年，公司有息债务大幅增加，债务负担加重，长期偿债能力有所下降。

5．受合作开发项目的销售进度、款项结算等影响，2015 年公司经营活动所产生的现金流净额呈净流出状态。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

赵 哲

电话：010-85172818

邮箱：zhaoz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

广州合景房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“广州合景”）最初由广州恒景商业中心与自然人孔健涛于 1995 年 6 月 15 日共同设立，注册资本为人民币 1,000 万元。后经多次股权转让、未分配利润和资本公积转增资本以及增资，截至 2003 年底，公司注册资本达到 12,000 万元，孔健岷、孔健涛和孔健楠的持股比例分别为 76.5%、15%和 8.5%。2006 年 7 月，根据广州市对外贸易经济合作局下发的《关于英属维尔京群岛的悦峰集团有限公司并购广州合景房地产开发有限公司股权的批复》（穗外经贸资批[2006]168 号），悦峰集团有限公司（以下简称“悦峰集团”）以股权并购的形式，并购公司原股东全部股权，企业性质同时变更为外商独资企业，注册资本变更为 1,500 万美元。后又历经多次增资，注册资本变更为 9,900 万美元；2008 年 1 月，根据《关于外资企业广州合景房地产开发有限公司股权转让的批复》（穗外经贸资批[2008]39 号），悦峰集团有限公司所持全部的股权转让给其全资子公司悦图投资有限公司（以下简称“悦图投资”）。截至 2015 年底，公司注册资本为 9,900 万美元，实收资本为 7.64 亿元人民币。

悦峰集团为合景泰富地产控股有限公司（证券简称：合景泰富；股票代码：1813.HK）的三级全资子公司，合景泰富的实际控制人为孔健岷，故公司的实际控制人为孔健岷。

图 1　截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司组织结构及主营业务未发生重大变化。截至2015年底，公司拥有员工1,197人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 357.55 亿元，负债合计 268.84 亿元，股东权益（含少数股东权益）88.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 82.63 亿元。2015 年，公司实现营业收入 33.56 亿元，净利润 9.98 亿元，其中归属于母公司的所有者的净利润 9.10 亿元；经营活动产生的现金流量净额-28.34 亿元，现金及现金等价物增加额 10.32 亿元。

公司注册地址：广州经济技术开发区科学城科汇二街2号2楼自编13号；法定代表人：孔健涛。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司发行总额不超过33亿元的公司债券（以下简称“本次债券”）经中国证监会证监许可[2015]2595号文核准批复。本次债券发行分为品种一和品种二，分别为“15合景01”和“15合景

02”，“15合景01”和“15合景02”分别于2016年1月18日和于2016年1月11日在上海证券交易所上市发行。具体发行情况见下表。

本次债券均于2015年12月17日发行结束，设品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，起息日均为2015年12月17日。

表 1　公司债券发行情况

名称	证券代码	金额（亿元）	期限（年）	票面利率（%)
15 合景 01	136101	25	3+3	4.94
15 合景 02	136102	8	5+2	6.15

资料来源：公司年报

本次债券募集资金总额33亿元，扣除发行费用后的募集资金共计人民币32.67亿元，截至2015年底已全部用于补充公司营运资金。

截至2016年6月9日，“15合景01”和“15合景02”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

1．行业概况

2015年，我国房地产行业增速进一步放缓。受经济增速放缓和行业宏观调控政策的影响，2015年全国房地产开发投资95,035.61亿元，同比增长1.00%，增速同比同期下滑9.50个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资增速最为缓慢，但住宅投资占比60%以上，仍居各类房产之首；办公楼投资表现相对较好，增速一直保持在两位数以上；商业营业用房2015年增速下滑最为明显。2015年一线城市投资增速仍保持高位，三线城市出现回稳迹象。

（1）土地供给

2015年土地市场供需走低，均价上涨，不同城市分化加剧。2015年全国100个大中城市成交土地面积4.68亿平方米，比上年下降18.04%。从各类用地的供求结构来看，2015年工业用地供求量仍具各类之首，占比均超50%，商办类用地和其他用地基本持平，住宅类用地继续下滑约3个百分点。土地价格方面，由于2014年以来政府陆续出台“930”新政等政策刺激房地产市场需求，提高市场活力，但在整体去库存的背景下，土地供应缩减，导致2015年土地溢价率大幅上涨，2015年土地溢价率达29.97%，为市场高点。从不同类型土地成交面积与溢价率关联看来，工业用地土地溢价率一般在5%以下，整体较为稳定，受土地成交量影响不大，商服用地溢价率变化趋势基本与土地交易量保持同步，住宅用地2015年溢价率出现大幅提升，但土地成交量保持平稳，高溢价率未得到土地成交量的支撑，预计2016年将再度回落。

2015年，一线城市由上半年控制供地节奏至年末优质地块集中放量，市场再次呈现“U”型走势，宅地价格上涨明显，京沪表现突出；二线城市以分化为主，热点区域高价地频现，整体均价及溢价率同比上涨；三四线城市受楼市库存压力影响，土地市场仍显低迷。

（2）开发资金来源

土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，整体增速呈下降趋势。目前房地产企业资金来源总额及结构较为稳定，预收资金和自筹资金仍为房地产投资的主要资金来源。

开发资金来源方面，进入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公司法人，大大降低发行债券门槛，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，同比增长2.6%，增速同比增加2.7个百分点。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资297亿元，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%。

（3）商品房市场供需

在国家调结构、稳增长的政策背景下，房地产销售面积出现回升，销售价格回升趋势明显；各类城市房价分化加速，一线城市呈量价齐升局面。

从商品房市场供求情况看，2015年，商品房销售面积12.85亿平方米，同比增长6.50%，增速同比提高14.10个百分点。其中，办公楼销售面积增速最快，达16.20%，增速同比提高29.20个百分点，增幅较大。分城市来看，一线城市2015年商品房销售面积增幅最大，同比增长15.30%，二三线城市增速均在10.00%以下。

从销售价格来看，2015年5月份以来百城住宅均价开始逐步提高，12月，住宅平均价格为10,980.00元/平方米，同比增速为4.15%，增速同比同期增加6.84个百分点。2015年以来一线城市房价整体保持增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自2014年4月份以来连续12个月下跌，2015年5月份开始有所好转，11~12月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自2014年至2015年7月连续下跌，8月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

（4）行业竞争

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。2015年，房地产行业集中度进一步提升。房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为17.05%和23.06%，分别同比上升0.13和0.27个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到11.41%和14.75%，分别同比提升0.90和1.01个百分点。

2．行业政策

2015年，中央明确稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。2015年3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，2015年以来，央行多次降息降准，调整后，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史最低位；除此之外，政府4次下调首套房及二套房个贷首付比例，同时在放松限购限贷、调整公积金、财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016 年，财政部、国家税务总局、住房城乡建设部三部门联合发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，通知明确规定了最新房产契税政策。新房产契税政策自 2016 年 2 月 22 日起执行。2016 年 2 月 2 日，央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例。其中，首套房的首付比例原则上最低为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点，同时，对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的再次购房最低首付款比例调整为不低于 30%。上述政策的实行，有效降低了购房者的购房成本，对楼市需求有刺激作用。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转。但行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

3．行业关注

（1）商品房待售面积依然较高，去化压力明显

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

（2）行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企。2015年底，按Wind资讯整体法[1]计算的沪深股票房地产板块资产负债率为76.39%，较2014年底提高了1.84个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，房企融资环境明显改善，百亿房企公司债发行量持续提升，根据Wind资讯统计数据显示，截至2015年12月14日，上市房企总计发行公司债2,974.06亿元，与去年同期的153.97亿元相比，同比暴涨18倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

（3）市场格局持续分化，中小型房企市场竞争压力进一步加大

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

（4）房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

4．行业发展

（1）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，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。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。地产呈现金融化趋势。

（2）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。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演更重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期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、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事及高管人员构成未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

[1]Wind 行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

五、经营分析

1．经营概况

公司业务主要包括房地产销售、酒店运营、工程建设和投资物业，较上年无变化。由于房地产市场政策调整频繁导致市场景气程度波动性较大，近年来公司为了分散业务风险，较多采用合作开发的模式进行相关房地产项目的开发，2015年，公司实现营业收入33.56亿元，较上年减少43.46%，主要系公司合作开发项目增加，而合作开发项目收入不计入营业收入，从而导致公司房地产销售收入减少所致；实现净利润9.98亿元，较上年减少19.84%，净利润降幅低于营业收入降幅主要系营业税金降幅较大和合作来开发项目产生的投资收益增幅较大综合影响所致。

从收入构成来看，房地产开发仍是公司收入的主要来源，2015年，受交付建筑面积减少的影响，公司房地产销售收入大幅下降，房地产销售收入占营业收入比重由上年的92.83%降至84.86%；受房地产收入下降拉低公司营业收入影响，公司酒店运营、工程收入及租赁和手续费收入占营业收入比重均有不同程度的提升。其中，酒店运营收入占营业收入比重较上年小幅提升0.76个百分点至2.02%，占比仍较小；2015年，公司工程板块业务主体广州恒建工程有限公司（以下简称“广州恒建”）受让广州市晋源园林工程有限公司（以下简称“晋源园林”）和广州市凯安装饰工程有限公司（以下简称“凯安装饰”）100%股权，工程板块收入有所增长，工程收入占营业收入比重为12.57%，较上年提升6.91个百分点；租赁和手续费收入占营业收入比重分别为0.57%，占比较上年提升0.31个百分点。

从毛利率来看，受结算产品结构变化等因素影响，2015年公司房地产销售毛利率略高于上年，为39.04%；酒店运营收入来源于公司委托喜来登酒店管理公司经营管理的广州东圃福朋喜来登五星级商务酒店，2015年受酒店运营收入下降影响，酒店销售毛利率较上年下降3.83个百分点至42.85%；工程收入毛利率为14.58%，较上年大幅下滑41.76个百分点，主要系公司材料及安装成本大幅增加所致；租赁和手续费收入以物业租赁收入为主，毛利率水平较高，2015年公司租赁和手续费收入毛利率为96.09%，较上年略有提升。受上述因素影响，2015年，公司综合毛利率为36.37%，较上年下降3.71个百分点。

表 2　2014~2015 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售收入	55.11	92.83	38.85	28.48	84.86	39.04
酒店运营	0.75	1.27	46.68	0.68	2.02	42.85
工程收入	3.35	5.65	56.34	4.22	12.56	14.58
租赁和手续费收入	0.15	0.26	95.29	0.19	0.57	96.09
合计	**59.37**	**100.00**	**40.08**	**33.56**	**100.00**	**36.37**

资料来源：公司审计报告
注：2014年数据与首评报告存在差异主要系采用追溯调整后数据所致；各板块收入及占比数据之和与合计数存在差异主要系四舍五入所致

在业务区域方面，2015年公司房地产业务区域新增杭州地区，酒店业务仍处广州市。在经营区域收入规模变化方面，2015年除杭州地区新增收入3.53亿元，其它城市房地产收入均低于上年，其中成都、苏州、海南三地下降幅度大，主要原因为可结转面积规模下降所致。经营区域收入贡献程度方面，上海地区房地产销售收入占比为各类城市中最高，达43.98%，较上年增加17.45个百分点；广州地区业务收入占比为19.61%，较上年增加5.11个百分点；成都及苏州地区占比分别为16.24%和5.45%，分别较上年下降15.80个百分点和14.58个百分点，降幅较大。

表 3　2014~2015 年公司主营业务收入分地区情况（单位：亿元、%）

区域	2014 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比
广州	8.61	14.50	6.58	19.61
成都	19.02	32.04	5.45	16.24
苏州	11.89	20.03	1.83	5.45
上海	15.75	26.53	14.76	43.98
海南	4.10	6.91	1.41	4.20
杭州	--	--	3.53	10.52
总计	**59.37**	**100.00**	**33.56**	**100.00**

资料来源：公司提供
注：2014年数据与首评报告存在差异主要系采用追溯调整后数据所致；各地区收入占比之和与合计数存在差异主要系四舍五入所致

总体看，2015年，随着公司加大项目合作开发力度，公司非并表项目增多，导致公司房地产销售收入减少，营业收入较上年明显下降；受工程收入毛利率大幅下降影响，公司综合毛利率水平低于上年；公司业务区域仍主要集中在华东地区，其中杭州地区收入增长明显，其他城市收入均低于上年，各区域收入占比变化较大。

2．业务运营

公司业务运营主要包括房地产销售、酒店经营、工程收入和投资物业四个业务板块。

（1）房地产销售

项目开发

跟踪期内，公司仍主要专注于高素质物业的开发，产品涵盖高端物业住宅、酒店、购物中心和服务式公寓等多种类别的产品，其中以住宅物业为主。2015年，公司开工力度较上年有所放缓，新开工面积24.43万平方米，较上年减少69.38%，主要系2015年公司减缓拿地速度并加快去库存所致；竣工面积较上年下降23.71%至52.80万平方米，主要系竣工节点不一所致。截至2015年底，公司在建面积为182.93[2]万平方米，较上年下降20.41%。

表4　2014~2015年公司主要开发数据情况

项目	2014 年	2015 年
新开工项目（个）	7	1
新开工面积（万平方米）	79.80	24.43
竣工项目数（个）	10	11
竣工面积（万平方米）	69.21	52.80
在建项目数（个）	25	26
在建面积（万平方米）	229.85	182.93

资料来源：公司提供
注：上表 2014 年数据和首评报告数据存在差异主要系统计口径变化所致；上表统计包含合作项目（已按权益折算）

总体看，2015 年，受拿地速度减缓及加快去库存影响，公司房地产开发规模下降，新开工面积和竣工面积下滑幅度较大，年底在建面积也低于上年。

房屋销售

2015年，公司自有销售团队的销售占比较高，约为60%；销售模式逐渐转为以自有团队为主、

[2] 2015 年末在建面积≠2014 年末在建面积+2015 年新开工面积-2015 年竣工面积，主要是因为公司统计节点没及时更新所致。如有 20 万平方米计划是 2014 年开工的，但实际上 2015 年才有开工量，故 2014 年在建面积实际应减少 20 万平方米。

代理销售团队为辅。从销售数据来看，2015年，公司实现协议销售面积83.14万平方米，协议销售金额110.14亿元，分别较上年增长28.22%和15.78%，增幅较大，主要系达到预售条件的房地产项目增加所致；2015年协议销售均价较上年有所下降，为1.32万元/平方米，主要系公司销售项目的区位变化所致。

表 5　2014~2015 年公司发展物业运营数据

项目	2014 年	2015 年
达预售项目（个）	21	24
协议销售面积（万平方米）	64.84	83.14
协议销售金额（亿元）	95.13	110.14
协议销售均价（万元/平方米）	1.47	1.32
结转收入面积（万平方米）	59.86	42.19
结转收入（亿元）	78.21	53.57

资料来源：公司提供
注：上表 2014 年数据和首评报告数据存在差异主要系统计口径变化所致；上表统计包含合作项目（已按权益折算）

从结转情况来看，2015年公司结转面积42.19万平方米，结转收入53.57亿元，分别较上年下降29.52%和31.50%，结转收入降幅较大，主要系结转面积及结转项目均价较上年有所下降所致。

总体看，2015年，受房地产交付面积减少影响，公司房地产结转面积减少，销售收入下降；但年度协议销售面积增幅较大，可为公司未来收入和利润提供较好的支撑。

土地储备和在建项目

从新增土地储备情况看，2015 年，公司新增土地储备项目 1 个，为合作开发的南京尚都荟项目所占土地，规划权益建筑面积 7.31 万平方米；权益购地支出为 7.5 亿元。

截至 2015 年底，公司土地储备均已开发，在建项目规划权益建筑面积合计 571.14 万平方米，存量建筑面积（尚未交付的建筑面积）为 343.92 万平方米。从项目区域来看，公司房地产项目区域仍以一线城市和经济总量与人口排名靠前的二线城市为主。

截至2015年底，公司在建项目26个，在建项目权益建筑面积571.14万平方米，权益可售面积合计500.05万平方米，权益已销售面积合计268.87万平方米，权益待售面积合计231.18万平方米，根据近两年的协议销售面积规模看，公司待售面积仍能满足未来2~3年的销售。

截至2015年底，公司在建项目计划总投资502.83亿元，已完成投资394.24亿元，尚需投资108.59亿元，存在一定的对外融资需求。

表 6　截至 2015 年底公司在建项目的开发投资情况（单位：个、万平方米、亿元）

区域	项目数量	土地面积	权益建筑面积	存量建筑面积	权益可售面积	权益已售面积	计划总投资	已完成投资
广州区域	2	21.95	48.17	41.41	48.17	13.00	49.42	36.20
成都区域	1	18.67	87.30	45.99	70.00	49.36	96.33	75.26
杭州区域	3	9.31	20.95	18.69	20.95	9.40	24.84	23.77
苏州区域	4	54.37	127.42	30.31	108.20	96.02	84.89	78.35
北京区域	1	37.62	24.50	1.25	24.50	23.25	27.82	27.55
上海区域	7	53.39	77.86	41.68	68.76	44.05	111.36	96.04
天津区域	3	135.64	46.12	40.42	41.30	9.73	33.24	22.32
南宁区域	3	37.84	83.64	72.54	67.31	14.46	42.88	15.16
海南区域	1	64.86	47.86	44.32	43.56	4.60	21.76	11.20

南京区域	1	5.53	7.31	7.31	7.31	5.00	10.28	8.40
合计	**26**	**439.18**	**571.14**	**343.92**	**500.05**	**268.87**	**502.83**	**394.24**

资料来源：公司提供
注：上表数据均为权益口径；数据包含合作项目；存量建筑面积指尚未交付的在建和未建建筑面积。

总体看，公司无待开发的土地储备，后续土地储备需求压力较大；公司待售面积规模较大，能够满足未来2~3年的销售需求；随着未来土地储备的增加及项目的持续开发，公司仍面临一定的资金压力。

（2）酒店运营

截至2015年底，公司持有的酒店资产未发生变化，仍为广州东圃福朋喜来登酒店五星级商务酒店，该酒店拥有300间客房，平均房价580元/间，年入住率为75%，与上年入住率水平相当。2015年，公司酒店运营总收入为0.68亿元，较上年减少9.33%，主要系酒店提供餐饮、出售商品及其他服务收入减少所致。

截至2015年底，公司在建酒店三处，分别是海南凯悦酒店，建筑面积6.67万平方米，为五星级酒店；成都W酒店，建筑面积6.51万平方米，为五星级酒店；苏州领峰酒店，建筑面积5.04万平方米，为四星级酒店。公司在建酒店完工比率较低，预计总投资19.51亿元，截至2015年底已投资7.81亿元，尚需投资11.70亿元。

表 7　截至 2015 年底公司在建自持酒店开发情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	区域	总建筑面积	预计总投资	已完成投资	完工比例	预计完工时间	预计客房套数
海南凯悦酒店	海南	6.67	7.91	3.71	35%	暂无计划	320
成都 W 酒店	成都	6.51	9.15	3.41	10%	2017 年 12 月	301
苏州领峰酒店	苏州	2.43	2.45	0.69	20%	2017 年 6 月	305
合计	--	**15.61**	**19.51**	**7.81**	--	--	**926**

资料来源：公司提供

总体看，2015年，受酒店餐饮等服务收入减少影响，公司酒店运营收入较上年有所减少；公司在建酒店完工比率较低，后续资金需求较大；未来随着公司在建三处酒店建成投入使用，预计公司酒店业务收入规模有望大幅增加。

（3）工程及其他

公司工程业务的经营主体为广州恒建，2015年广州恒建与广州市裕安工程咨询有限公司（以下简称“裕安咨询”）达成协议：以人民币300万元和600万元受让晋源园林和凯安装饰100%股权。受让后，公司工程业务模式未发生改变，但工程业务规模明显扩大，2015年实现营业收入4.22亿元，较上年增加25.72%；工程收入毛利率为14.58%，较上年大幅下滑41.76个百分点，主要系公司材料及安装成本大幅增加所致。

公司的其他收入主要为租赁收入。2015年，公司持有的租赁物业较上年无变化，为公司开发的叠彩园楼盘预留的商业会所，规模较小。2015年公司实现租赁收入0.18亿元，较上年略有增加。

3．经营关注

（1）截至 2015 年底，公司无尚未开发的土地储备，后续土地储备需求压力较大。

（2）公司在建项目 26 个，计划总投资 502.83 亿元，已投资 394.24 亿元，尚需投资 108.59 亿元；此外，公司在建酒店物业尚需投资 11.70 亿元。整体看，公司在建项目后续投资资金需求较大，且未来土地储备的增加对公司资金需求也较大，公司面临一定的融资压力。

4．未来发展

公司将坚持以稳定的利润率为目标，在深耕现有区域和城市的基础上，辐射周边的城市，找准契机扩大版图。公司依然以住宅物业的开发和销售为主要收入来源，同时加快购物中心、酒店和写字楼的发展速度，为未来稳定的长期资产收入打下基础。

在土地储备方面，公司将在原有区域上增加土地占有率，新增项目集中于城市次中心或开发新区，进一步完善已有区域的战略布局，有选择的进入经济发展良好、人口增长快、土地升值潜力大的区域。在产品差异化策略方面，在保持高利润的同时，提高总资产周转率，实现可售型物业产品的多样化，适当增加刚需型产品；同时，加大研发引领市场新产品的力度，保持产品在行业的比较优势。在自持物业方面，针对自持租赁物业，原则上择优持有，出售次优物业，3~5年内自持租赁物业持有面积逐年增加20%；同时，5年后自持商业物业项目达到行业一线水平，创造区域知名商业品牌，逐步发展自有品牌酒店项目。

总体看，公司未来将坚持以开发为主体，坚持可售物业高速周转与利润率的平衡，产品结构以住宅物业为主，在增加原区域土地占有率的基础上择机开发周边城市和经济发展良好的的城市，加强投资性物业的投资比重，降低公司单一业务经营风险，取得可持续发展。

六、财务分析

公司提供的 2015 年的合并财务报表均经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。从合并报表范围看，2015 年公司新增加子公司 21 个，截至 2015 年底公司合并范围内的子公司合计 62 个。公司合并范围的变化为其设立或同一控制下增加投资子公司，公司已按照相关会计准则，对 2015 年度期初数以及相关科目进行相应调整。本报告财务分析所使用数据均为调整后数据，数据可比性较强。

截至2015年底，公司合并资产总额357.55亿元，负债合计268.84亿元，股东权益（含少数股东权益）88.71亿元，其中归属于母公司所有者权益为82.63亿元。2015年，公司实现营业收入33.56亿元，净利润9.98亿元，其中归属于母公司的所有者的净利润9.10亿元；经营活动产生的现金流量净额-28.34亿元，现金及现金等价物增加额10.32亿元。

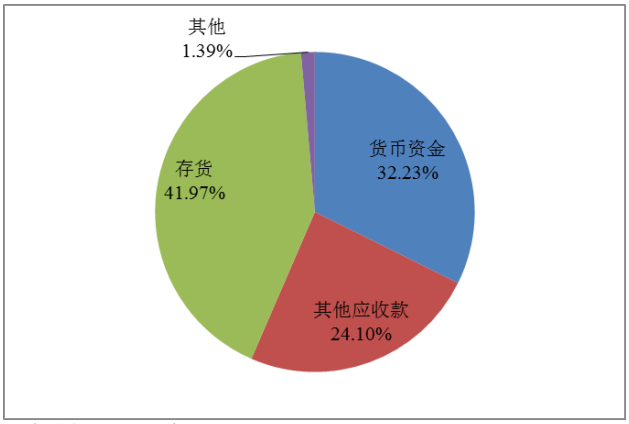
1．资产质量

截至 2015 年底，公司资产规模 357.55 亿元，较年初增加 16.61%，主要系流动资产增长所致。其中流动资产占比 82.32%，非流动资产占比 17.68%，流动资产占比略低于上年。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产为 294.35 亿元，较年初增加 15.57%，主要系货币资金及其他应收款增加所致。公司流动资产构成以货币资金（占比 32.23%）、其他应收款（占比 24.10%）和存货（占比 41.97%）为主。

图 2　截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

受银行借款增加和发行公司债券影响，截至 2015 年底，公司货币资金为 94.86 亿元，较年初增加 17.89%。公司的货币资金以银行存款和现金构成，银行存款金额较大，为 94.85 亿元，其中受限银行存款为 7.32 亿元，主要为商品房预售款、单款专户款项、按揭及贷款保证金。公司受限银行存款占货币资金比重为 7.72%，受限资金规模较小。

截至 2015 年底，公司应收账款账面价值为 1.03 亿元，较年初增加 30.60%，主要系公司物业销售的应收账款增加所致。公司应收账款主要是与客户的面积补差款，与客户面积补差款在在交付房产证前一般都可以收回，故未计提坏账准备；从账龄组合看，一年以内的应收账款占比 62.21%，1~2 年占比 34.20%，2~3 年占比 2.37%，3 年以上占比 1.22%。

截至 2015 年底，公司预付账款账面价值为 0.92 亿元，较年初减少 48.57%，主要系预付工程款减少所致；公司预付账款均为预付工程款。从账龄组合看一年以内的预付账款占比 47.30%，1~2 年占比 4.05%，2~3 年占比 29.38%，3 年以上占比 19.27%。

截至 2015 年底，公司其他应收款合计 70.95 亿元，较年初增加 62.08%，主要是与合景泰富下属的关联方房地产开发公司的往来款增加所致；从账龄组合看，一年以内的其他应收款占比 76.38%，1~2 年占比 10.73%，2~3 年占比 12.29%，3 年以上占比 0.61%。公司其他应收款未计提减值准备。公司其他应收款对公司资金形成一定的占用。

截至2015年底，公司存货合计123.53亿元，较年初小幅减少1.11%，其中土地成本81.82亿元，占比66.24%；建安及其他成本38.80亿元，占比31.41%；工程施工成本2.90亿元，占比2.35%。公司的主要房地产项目集中于北上广一线城市和其他如苏州、成都等经济较为发达的二线城市的优良地段，上述区域市场房价不存在重大波动，存货减值的可能性较小，故公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 63.20 亿元，较年初增加 21.69%，主要系长期股权投资和在建工程增加所致。公司非流动资产以长期股权投资（占比 70.56%）和在建工程（占比 22.41%）为主。

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 44.60 亿元，主要是对合资成立的房地产项目公司的投资；长期股权投资较上年增加 16.62%，主要系合资房地产项目公司售楼收入获利，导致长期股权投资权益调整增加 6.26 亿元。由于投资的地产项目公司销售情况较好，公司对长期股权投资未计提减值准备。

截至 2015 年底，公司固定资产净值 2.41 亿元，较年初减少 19.45%，主要系酒店资产减少和

累计折旧增加所致。截至 2015 年底，公司固定资产原值为 4.04 亿元，主要是持有的广州东圃福朋喜来登酒店，其中房屋、建筑物占 4.88%, 运输工具占比 7.98%，电子设备占比 7.19%，酒店资产占比 78.80%。公司持有的广州东圃福朋喜来登酒店已进行了抵押。公司固定资产累计折旧 1.63 亿元，成新率 59.65%，固定资产成新率一般。

截至 2015 年底，公司在建工程合计 14.16 亿元，较年初增加 56.22%，主要系处于建设阶段的酒店资产。

截至 2015 年底，公司受限制的资产合计 74.03 亿元，其中受限货币资金 7.32 亿元，占比 9.89%；用作贷款抵押物的存货及固定资产合计 66.71 亿元，占比 90.11%。公司受限资产占资产总额的比重为 20.70%，占比一般。

总体看，公司资产以流动资产为主；流动资产中货币资金和存货占比较大；非流动资产以长期股权投资、在建工程为主；公司受限资产规模一般，整体资产质量较好。

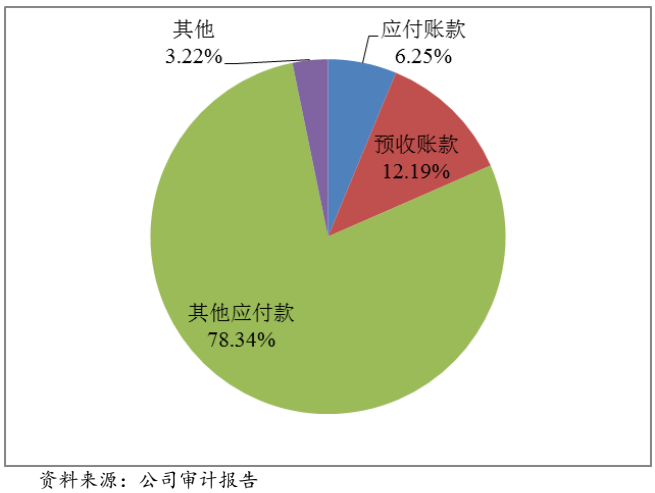
2．负债及所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 268.84 亿元，较年初增加 18.43%，主要系非流动负债涨幅较大所致。其中流动负债占比 71.66%，非流动负债占比 28.34%，流动负债占比略有下降。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 192.66 亿元，较年初增加 1.63%，主要系预收款增加所致。公司流动资产构成以应付账款（占比 6.25%）、预收款项（占比 12.19%）和其他应付款（占比 78.34%）为主。

图 3　截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司应付账款余额为 12.04 亿元，较年初小幅增加 4.87%，公司应付账款主要为应付工程及材料款。

截至 2015 年底，公司预收账款合计 23.48 亿元，较年初增加 38.61%，主要系预收客户房款增加所致。公司预收款项主要系对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户房款，该款项在工程进度达到结算条件时将结转为营业收入。由于这部分负债届时将结转为收入，对于公司而言不存在实际偿付压力。

截至 2015 年底，公司应付利息 0.24 亿元，较年初增加 72.26%，主要系本年新增应付债券利息 0.14 亿元所致；应付股利 0.65 亿元，主要是 2015 年 10 月 8 日经股东会决议通过，凯安装饰将截至 2015 年 9 月 30 日税后利润 0.55 亿元分配给裕安咨询；晋源园林将截至 2015 年 9 月 30 日税

后利润 0.10 亿元分配给裕安工程。股利分配后，2015 年 11 月 11 日，公司控股子公司广州恒建与裕安咨询达成协议，以人民币 300 万元和 600 万元受让裕安咨询持有的晋源园林和凯安装饰 100%股权。

截至 2015 年底，公司应交税费余额 0.90 亿元，较年初下降 13.92%，主要系应交的营业税和土地增值税减少所致。

截至 2015 年底，公司其他应付款合计 150.92 亿元，较年初小幅减少 3.29%，主要系与合景泰富下属其他房地产开发公司往来款减少所致。截至 2015 年底，公司其他应付款金额排名前 5 位的公司均是合景泰富下属的关联公司，前 5 名客户其他应付款金额占公司其他应付款总额的 50.65%。

表 8　公司 2015 年末其他应付款前 5 名客户（单位：亿元、%）

单位名称	性质	金额	占比
广州市辉兆商务服务有限公司	往来款	40.94	27.13
上海城投悦城置业有限公司	往来款	11.99	7.94
苏州市凯誉房地产开发有限公司	往来款	8.63	5.72
成都市宏誉房地产开发有限公司	往来款	7.73	5.12
广州新恒昌企业发展有限公司	往来款	7.16	4.74
合计	**往来款**	**76.45**	**50.65**

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 76.18 亿元，较年初增加 103.49%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要以长期借款（占比 51.43%）、应付债券（占比 42.89%）和递延所得税负债（占比 5.68%）为主。

截至 2015 年底，公司长期借款 39.18 亿元，其中抵押借款占比 87.24%，抵押标的物包括公司的各地产项目的土地使用权、楼盘和公司旗下酒店。在长期借款期限结构方面，2017 年到期的长期借款 27.56 亿元，2018 年到期的长期借款 10.32 亿元，2019 年及以后到期的长期借款 1.3 亿元，分别占比 70.34%、26.34%、0.33%，还款期限主要集中于 2017 年，存在一定的集中偿付压力。

2015 年公司新增应付债券 32.67 亿元，为 2015 年 12 月，公司发行合计金额 33 亿元的公司债券（“15 合景 01”和“15 合景 02”）所致，其中利息调整金额-0.33 亿元。

截至 2015 年底，公司递延所得税负债 4.33 亿元，较年初小幅减少 2.72%，主要是因为房地产预售规模缩小导致公司应纳税暂时性差异减少所致。

截至2015年底，公司全部债务合计76.26亿元，较年初大幅增加113.54%，主要系长期债务增加所致。其中，短期债务为4.40亿元，较年初增加61.83%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增加所致；长期债务为71.86亿元，较年初增加117.80%，主要系2015年公司发行公司债“15合景01”和“15合景02”所致。截至2015年底，公司资产负债率为75.19%，较年初增加1.16个百分点，负债水平较高；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为46.23%和44.75%，分别较年初增加15.26个百分点和15.45个百分点，增幅较大，公司有息债务负担加重，但仍处于适宜水平。

总体看，公司流动负债占比略有下降，但负债结构仍以流动负债为主；主要受公司发行债券影响，公司长期债务增加，债务负担明显加重，但仍处于适宜水平。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益合计88.71亿元，较年初增加11.42%，主要系未分配利润增加所致。归属于母公司所有者权益为82.63亿元，其中，实收资本占比9.24%，资本公积占比0.01%、盈余公积占比1.80%、未分配利润占比88.95%，未分配利润占比过大，权益的稳定性弱。

总体看，公司未分配利润占比过高，所有者权益稳定性弱。

3．盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 33.56 亿元，较年初减少 43.46%，主要系房地产结转面积减少所致；实现利润总额 11.49 亿元，较上年减少 30.05%；实现净利润 9.89 亿元，较上年减少 19.84%；归属于母公司所有者的净利润 9.11 亿元，较上年减少 16.11%。

从利润构成看，公司 2015 年投资收益为 6.11 亿元，较上年增加 60.75%，占营业利润的 53.39%，对公司当年盈利水平的支持作用明显。公司投资收益主要是与其他地产商合营的房地产项目房产销售收益，受每年合作开发项目数量以及具体项目建设周期的影响，公司投资收益规模呈现出明显的波动性。从营业外收入来看， 2015 年营业外收入为 0.09 亿元，对利润总额贡献较小，主要为固定资产处置利得。

从期间费用来看，2015 年公司期间费用总额为 3.73 亿元，较上年减少 11.81%，主要系销售费用和管理费用减少所致。2015 年公司的销售费用为 1.64 亿元，较上年减少 12.20%，主要系销售佣金和业务宣传费减少所致；管理费用为 1.77 亿元，较上年减少 16.30%，主要系职工薪酬、办公费和折旧费的下降所致；财务费用为 0.31 亿元，较上年增加 31.15%，主要由于债务增加所致。2015 年，公司费用收入比为 11.10%，较上年上升 3.98 个百分点，公司费用控制能力有所下降。

从各项盈利指标来看，2015 年，公司营业利润率为 26.98%，较上年下降 1.26 个百分点，经营业务盈利能力有所下降，系营业收入降幅大于营业成本降幅所致。受公司盈利水平下降及所有者权益规模扩大影响，2015 年公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 6.84%、3.61%和 10.82%，分别较上年下降 5.14 个百分点、2.38 个百分点和 5.72 个百分点。

总体看，2015年，公司营业收入降幅较大，盈利能力下降；随着公司加大项目的合作开发力度，公司利润总额受合作开发项目所产生的投资收益影响较大，稳定性一般。

4．现金流

从经营活动来看，2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额由净流入转为净流出状态，净流出额为 28.34 亿元，主要是因为公司收到其他与经营活动有关的现金大幅减少 30.08 亿元，支付的其他与经营活动有关的现金大幅增加 39.45 亿元所致。公司收到或支付的其他与经营活动有关的现金主要是公司合作开发项目所产生的业务往来款。2015 年，公司销售商品提供劳务收到的现金和购买商品接受劳务支付的现金分别较上年减少 10.52%和 29.70%，主要系公司业务规模下降所致。

从投资活动来看，受合作开发项目的不断增加，以及房地产开发项目建设周期相对较长以致于相关投资无法年内确认等因素影响，公司投资活动现金产生的现金流量净额持续为负值。2015 年，公司投资活动现金产生的现金流量净额分别为-0.41 亿元，净流出额较上年下降 22.74%，主要系开发规模下降，投资支付的现金大幅减少 70.75%所致。

从筹资活动情况来看，2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 39.07 亿元，较上年大幅增加 383.49%，主要系筹资活动现金流入金额增加所致。2015 年，公司筹资活动现金流入为 49.54 亿元，较上年增加 60.70%，主要系发行债券所收到的现金增加所致；公司筹资活动现金流出为 10.46 亿元，较上年下降 53.99%，主要系偿还债务支付的现金及支付的其他与筹资活动有关的现金减少所致。

总体看，由于近年来公司合作开发的房地产项目较多，公司经营活动所产生的现金流净额受

合作项目的销售进度，款项结算等影响较大，从而导致公司经营活动所产生的现金流呈现较大波动性；受合作开发投资规模下降等因素影响，公司投资活动净流出金额较上年减少；受发行公司债券影响，公司筹资活动现金净流入金额虽大幅增加，但公司筹资压力依然较大。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2015年底，公司流动比率和速动比率分别由上年的1.34倍和0.68倍上升至1.53倍和0.89倍，主要系货币资金大幅增加所致。受一年内到期的非流动负债增加的影响，公司现金短期债务比由上年的29.57倍下降为21.54倍。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，2015年，公司 EBITDA 合计12.20亿元，较上年减少28.52%，主要系利润总额减少所致；其中利润总额占比94.14%，计入财务费用的利息支出占比3.99%，折旧和摊销占比1.87%。受公司债务规模迅速增加影响，公司 EBITDA 全部债务比由上年的0.48倍降至0.16倍；受资本化利息支出大幅减少影响，公司的 EBITDA 利息倍数由上年的6.29倍降至3.59倍，处于较高水平。公司经营现金债务保护倍数由0.90倍降至-0.37倍，主要由于2015年经营活动现金净流量对公司债务的偿付转为净流出状态所致，公司已经营活动所产生的现金对债务的保障能力较弱。

截至 2015 年底，公司在各银行获得综合授信额度合计 175.28 亿元，其中尚未使用的授信额度为 134.69 亿元，融资渠道较畅通。

截至 2015 年底，公司按照惯例为购房者提供阶段性担保，担保金额为 23.49 亿元。除此之外，公司对外担保 15.78 亿元。公司对外担保金额占净资产的比率为 17.79%，占比较小，且公司对外担保均为对关联方的担保，整体或有负债风险较小。

截至 2015 年底，公司无正在进行或未决的会对公司财务状况和运营业绩产生重大不利影响的任何诉讼、仲裁或行政程序。

根据公司提供的机构信用代码为G044011600821440S的银行征信报告（本部），截至2016年4月18日，公司所有贷款记录中无不良类、关注类未结清贷款。

总体看，公司短期偿债能力强；受债务规模大幅增加影响，公司长期偿债能力有所下降；公司整体偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达94.86亿元，约为“15合景01”、“15合景02”本金合计（33亿元）的2.87倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达88.71亿元，约为债券本金合计（33亿元）的2.69倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15合景01”、“15合景02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为12.20亿元，约为债券本金合计（33亿元）的0.37倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入39.86亿元，约为债券本金合计（33亿元）的1.21倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为区域长期从事房地产开发企业，行业经验、市场品牌等方面具有一定的区域竞争优势，公司对“15 合景 01”、“15 合景 02”的偿还能力较强。

八、债务保护条款分析

合景泰富成立于1995年6月，并于2007年7月在香港联合交易所主板上市（股票代码:1813.HK）。截至2015年底，合景泰富普通股2.89亿元，第一大股东为晋得顾问有限公司，持股56.15%；实际控制人为孔健岷。

合景泰富经营范围为：住宅、酒店及写字楼开发、物业管理、物业出租、工程监理及顾问业务。

截至2015年底，合景泰富的合并资产总额796.81亿元，负债总额573.23亿元，所有者权益（包含少数股东权益）为223.59亿元，其中归属于母公司所有者权益为223.41亿元。2015年，合景泰富实现合并营业收入83.40亿元，净利润34.13亿元；经营活动产生的现金流量净额3.01亿元，现金及现金等价物净增加额8.20亿元。

1．经营分析

（1）经营概况

合景泰富业务经营主要包括房地产开发销售、酒店运营、物业投资和物业管理服务。在全国房地产增速放缓的背景下，2015年，由于香港会计准则下联营公司收入不计入营业收入，致使合景泰富账面收入减少，导致全年实现营业总收入83.40亿元，较上年减少20.31%；2015年合景泰富实现毛利30.09亿元，较上年减少19.05%；受合景泰富联营项目利润增加、投资物业公允价值收益增加和其他营运开支减少影响，2015年合景泰富年度利润为34.13亿元，较上年增加4.44%。

从收入构成情况来看，房地产开发销售占营业收入比重始终保持在90%以上，2015年占比90.68%，较上年略有下降，主要系房地产销售已交付总建筑面积减少所致。2015年，合景泰富酒店运营收入增加，收入占比由上年的3.17%上升至4.40%，主要系广州 W 酒店的入住率上升和杭州木莲庄酒店于2015年9月开始试营业所致；物业管理收入占比为3.06%，较上年增加1.00个百分点，主要系管理的物业数目增加所致；物业投资收入较上年变化不大，2015年收入占比为1.85%。

从毛利率来看，2015年合景泰富毛利率为36.09%，较上年增加0.57个百分点，主要系销售成本降幅较大所致。

表 9　2014~2015 年合景泰富营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块业务	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发销售	97.70	93.35	35.52	75.63	90.68	36.09
酒店运营	3.32	3.17		3.67	4.40	
物业投资	1.47	1.40		1.54	1.85	
物业管理服务	2.16	2.06		2.55	3.06	
合计	**104.66**	**100.00**		**83.40**	**100.00**	

资料来源：公司提供

注：营业收入数据采用公司年报数据，与财务分析所使用的Wind数据存在差异，主要系会计准则不一所致；公司无法提供各项收入的具体成本，故无法测算各项业务的毛利率。

从合景泰富业务的地区分布来看，2015年，合景泰富房地产销售区域较上年新增杭州地区，业务区域主要集中在广州市、苏州市、北京市和上海市。广州市销售收入较为稳定，2015年占比为39.02%，在各类城市中占比最高；苏州市、北京市和上海市收入均有所下降，2015年收入占比分别为15.24%、10.80%和16.87%。2015年，成都市房地产销售收入降幅较大，收入占比由上年的19.75%降至7.51%。上述不同地区收入占比变化差异较大，主要系不同地区项目结转时点存在差异所致。

表 10　2014~2015 年合景泰富主营业务收入分地区情况（单位：亿元、%）

区域	2014 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比
广州	32.03	30.60	32.54	39.02
成都	20.67	19.75	6.26	7.51
苏州	18.36	17.54	12.71	15.24
北京	13.69	13.08	9.01	10.80
上海	14.96	14.30	14.07	16.87
海南	4.95	4.73	5.39	6.46
杭州	-	-	3.42	4.10
总计	**104.66**	**100.00**	**83.40**	**100.00**

资料来源：公司提供

总体看，2015年，受房地产交付面积减少影响，合景泰富营业收入明显下降，但毛利率水平有所上升；合景泰富业务区域主要分布于广州及其他发展较好的一二线城市。

（2）房地产业务

项目开发

从项目开发情况来看，合景泰富主要专注于高素质物业的开发，具有较为完整的物业开发体系和均衡的产品组合，产品涵盖中高端物业住宅、酒店、购物中心和服务式公寓等多种类别的产品。2015年，合景泰富新开工速度较上年放缓，新开工项目数量1个，新开工面积160万平方米，较上年减少11.11%；竣工项目数量增加9个，但由于项目平均面积较小，合景泰富竣工面积较上年减少6.73%。截至2015年底，合景泰富在建面积300.00万平方米，较上年增加11.11%[3]，主要系在建项目中合作开发项目规模增加所致。

表 11　2014~2015 年合景泰富主要开发数据情况（单位：个、万平方米）

项目	2014 年	2015 年
新开工项目数	14	1
新开工面积	180.00	160.00
竣工项目数	21	32
竣工面积	118.90	110.90
在建项目数	54	56
在建面积	270.00	300.00

资料来源：公司提供
注：上表2014年数据和首评报告数据存在差异主要系统计口径变化所致；上表统计包含合作项目。

总体看，2015年，合景泰富新开工面积略有放缓，竣工面积与上年基本持平，在建项目规模仍属较大，总体开发节奏较为稳定。

房屋销售

从销售情况来看，2015年，合景泰富达预售项目38个，协议销售面积151.60万平方米，较上年小幅增加1.74%；协议销售金额202亿元，较上年略有减少，主要系协议销售均价下降所致。按项目区域来看，2015年合景泰富约60%的预售额来自北京、上海及广州三个一线城市，另有40%

[3] 上表中 2015 年末在建面积≠2014 年末在建面积+2015 年新开工面积-2015 年竣工面积，主要是因为该处竣工面积数据采用与财务报表一致的交楼面积，两个数据接近但不完全一致所致。

主要来自天津、苏州、南京、杭州、成都、南宁等二线核心城市。2015年，合景泰富共推出6个全新项目，包括位于广州的南沙叠翠峰、天津的御华园、南京的尚都荟、广州的花漫里、杭州的天俊，主打89~120平方米的刚需产品，同时也逐步加推150平方米以上的改善型精装产品。

从结转情况来看，2015年合景泰富结转面积110.90万平方米，较上年减少6.73%；结转收入158亿元，较上年增加11.27%，主要系结转均价高于上年所致。

表 12　2014~2015 年合景泰富发展物业运营数据

项目	2014 年	2015 年
达预售项目（个）	36	38
协议销售面积（万平方米）	149.00	151.60
协议销售金额（亿元）	205	202
协议销售均价（万元/平方米）	1.38	1.33
结转收入面积（万平方米）	118.90	110.90
结转收入（亿元）	142	158

资料来源：公司提供
注：上表 2014 年数据和首评报告数据存在差异主要系统计口径变化所致；上表统计包含合作项目（已按权益占比折算）

总体看，2015 年，合景泰富房屋销售面积小幅增长，但销售金额有所下降；受结转均价上升影响，结转收入金额较上年增长。

土地储备和在建项目

从土地购置情况来看，2015年，合景泰富主要通过并购或与第三方共同在公开市场竞拍的方式获取优质土地。在土地选择上，合景泰富重点考察已进驻的城市，其次选择表现较佳的一二线城市。2015年，合景泰富新增3块土地，规划权益建筑面积158.18万平方米，权益购地支出51.55亿元。截至2015年底，除杭州科技城 IV 尚未开发外，其余两项目均已开工建设。

表13　2015年合景泰富土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	区域	土地购置面积	权益建筑面积	用途	权益购地支出
尚都荟	南京	5.53	7.31	住宅/商业	7.50
杭州科技城 IV	杭州	14.21	10.87	住宅	9.52
佛山泷景	广州	74.89	140.00(含以前年度购置的 20%股权面积)	住宅/商业/写字楼	34.53
合计	--	**94.63**	**158.18**	--	**51.55**

资料来源：公司提供
注：上表统计包含合作项目（已按权益占比折算）

从在建/拟建项目来看，截至2015年底，合景泰富在建、拟建项目[4]的土地面积合计922.13万平方米，土地取得成本（不含契税）为463.57亿元；规划权益建筑面积1,467.18万平方米，存量建筑面积1,007.30万平方米；项目计划总投资1,234.74亿元，已完成投资为823.68亿元，尚需投资411.06亿元，未来投资需求仍较大。

表14　截至2015年底合景泰富在建/拟建项目情况（单位：万平方米、亿元）

地区	土地面积	规划权益建筑面积	存量建筑面积	土地取得成本	项目计划总投资
广州	356.86	605.55	506.09	131.76	417.11

[4] 拟建项目中仅杭州科技城 IV

苏州	64.18	153.26	32.84	36.63	107.67
成都	49.45	188.80	87.28	61.00	177.19
北京	76.00	106.00	45.73	88.46	177.38
天津	135.64	83.62	72.23	22.49	55.45
上海	53.39	95.16	53.54	62.03	135.35
海南	118.00	77.16	67.28	13.22	50.05
南宁	37.84	113.59	100.58	13.09	59.21
南京	5.53	7.31	7.31	7.50	10.28
杭州	23.53	33.79	31.51	25.60	40.07
郑州	1.72	2.93	2.93	1.79	4.98
合计	**922.13**	**1,467.18**	**1,007.30**	**463.57**	**1,234.74**

资料来源：公司提供
注：不含尾货，项目计划总投资包含地价；上表统计包含合作项目（已按权益占比折算）；存量建筑面积指尚未交付的在建和未建建筑面积。

总体看，合景泰富在建/拟建项目规模较大，现有尚未开发的土地储备规模小，从合景泰富项目投资计划及土地储备情况来看，其未来仍存在一定的资金压力。同时，联合评级也注意到，合景泰富在建项目存量建筑面积较大，预期可带来较为可观的销售收入。

（3）酒店运营、物业投资及物业管理

截至2015年底，合景泰富持有的正在运营的酒店物业包括广州 W 酒店、福朋喜来登、花都喜来登、广州木莲庄和杭州木莲庄共5家酒店，客房套数共计1,227间。其中，杭州木莲庄于2015年9月开始试营业。2015年合景泰富酒店运营收入3.67亿元，较上年增加10.54%。

合景泰富持有的写字楼商业物业为广州合景国际金融广场（IFP），可出租面积为6.10万平方米，2015年合景泰富租金收入为1.54亿元，较上年增加4.76%，主要系增加了部分商铺物业出租项目所致。

在建自持物业方面，截至2015年底，合景泰富自建及合作建设的自持酒店物业项目共10个，权益可用面积为42.74万平方米，计划总投资60.25亿元，已完成投资17.25亿元，尚需投资39.49亿元（已完成投资和尚需投资均为合景泰富主导项目[5]）。截至2015年底，合景泰富自建及合作建设的自持写字楼、商铺、商场等项目共11个，权益可用面积为56.06万平方米，计划总投资77.11亿元，已完成投资49.80亿元，尚需投资11.56亿元（已完成投资和尚需投资均为合景泰富主导项目[6]）

2015年合景泰富物业管理收入为2.55亿元，较上年增加18.06%，增幅较大，主要系管理的物业数量增加所致。

表 15　截至 2015 底持有酒店情况（单位：万平方米）

经营性物业项目	业态	所在区域	持有面积	客房套数
广州 W 酒店	酒店	广州	8.00	477 间 (客房 317 间+公寓 160 间)
福朋喜来登	酒店	广州	3.50	300 间
花都喜来登	酒店	广州	2.47	98 间
广州木莲庄	酒店	广州	0.80	160 间
杭州木莲庄	酒店	杭州	1.76	192 间

资料来源：公司提供

总体看，合景泰富自持物业项目收入稳定增加，目前自建及合作建设的自持物业规模较大，随着在建项目的投入使用，预计未来可为合景泰富带来较为可观的收入。

[5]非合景泰富主导的酒店物业为：广州天汇广场-酒店，权益面积 1.33 万平方米，总投资 3.51 亿元。
[6]非合景泰富主导的酒店物业为：广州天汇广场-写字楼/商场、上海天汇广场-写字楼，权益面积分别为 6.74 万平方米和 2.90 万平方米，计划总投资合计 15.75 亿元。

（4）经营关注

土地储备规模较小

截至 2015 年底，合景泰富尚未开发的土地储备较小，后续土地储备需求压力较大。

融资需求较大

合景泰富在建项目规模较大，计划总投资1,234.74亿元，已完成投资为823.68亿元，尚需投资411.06亿元；此外，在建自持物业尚需投资11.56亿元。整体看，合景泰富未来投资需求仍较大，存在一定的融资压力。

2．财务分析

合景泰富提供的2015年合并财务报表已经安永会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，公司财务报告遵照香港会计师公会颁布的香港财务报告准则及《香港公司条例》编制。2015年，合景泰富合并范围未发生变化。

截至2015年底，合景泰富的合并资产总额796.81亿元，负债总额573.23亿元，权益总额为223.59亿元，其中本公司拥有人应占权益为223.41亿元。2015年，合景泰富实现收入83.40亿元，年度利润34.13亿元；经营活动产生的现金流量净额3.01亿元，现金及现金等价物净增加额8.20亿元。

资产

截至2015年底，合景泰富资产总额796.81亿元，较年初增长11.37%。其中流动资产占比53.33%，非流动资产占比46.67%，资产构成仍以流动资产为主。

截至2015年底，合景泰富流动资产合计424.92亿元，较年初增长2.36%，变动不大。合景泰富流动资产以现金及现金等价物（占比25.76%）、在建物业（占比49.17%）和持作销售用途的竣工物业（占比15.38%）。

截至2015年底，合景泰富现金及现金等价物为109.46亿元，较年初增加8.44%，其中受限制现金为16.20亿元，占比14.80%，主要为合景泰富已收预售款项中需用作建造有关物业的担保按金金额。

截至2015年底，合景泰富在建物业余额为208.95亿元，较年初减少8.75%，主要系在建物业项目转至投资物业所致；合景泰富已抵押的自持物业账面金额合计107.00亿元，占比51.21%，占比较大。

截至2015年底，合景泰富持作销售用途的竣工物业余额为65.34亿元，较年初增加19.07%，其中已作抵押的账面金额为3.54亿元，占比5.42%。

截至2015年底，合景泰富非流动资产合计371.90亿元，较年初增长23.82%，主要以投资物业（占比25.68%），物业、厂房及设备（占比9.93%）和于合营企业的权益（占比58.70%）为主。

截至2015年底，合景泰富投资物业95.50亿元，较年初增加35.53%，主要系投资物业公允价值调整收益增加所致；合景泰富已作抵押的投资物业账面金额合计76.28亿元，占比79.87%，占比较高。

截至2015年底，合景泰富物业、厂房及设备账面价值为36.94亿元，较年初增加3.05%，合景泰富已作抵押的物业、厂房及设备账面金额合计23.06亿元，占比63.43%。

截至2015年底，合景泰富于合营企业的权益为218.30亿元，较年初增加31.33%，主要系分占合营企业的资产净值增加所致。合景泰富重大合营企业为广州市富景房地产开发有限公司（以下简称“广州富景”），主营业务为物业开发，合景泰富权益占比为33.3%，截至2015年底，广州富景资产总额为129.20亿元，负债总额为52.48亿元；2015年全年广州富景实现年度利润及全面收入总

额13.59亿元。

截至2015年底，合景泰富受限资产合计211.29亿元，占资产总额的比重为26.52%，占比一般。

总体看，2015年合景泰富资产规模小幅增长，其中非流动资产增长较为明显，投资物业和于合营企业的权益明显增加。

负债及所有者权益

截至2015年底，合景泰富负债合计573.23亿元，较年初增长12.15%。其中流动负债占比56.16%，非流动负债占比43.84%，负债仍以流动负债为主。

截至2015年底，合景泰富流动负债合计321.90亿元，较年初增加14.77%，主要以应付贸易账款及应付票据（占比7.43%）、其他应付款及应计款项(占比22.28%)、应付合营企业款项（占比43.26%）、附息银行及其他借贷（占比12.37%）和应付税项（占比14.66%）构成。

截至2015年底，应付贸易账款及应付票据余额23.91亿元，较年初减少11.22%；其他应付款及应计款项余额71.71亿元，较年初减少1.16%；应付合营企业款项余额为139.26亿元，较年初增加30.14%；附息银行及其他借贷余额39.83亿元，较年初增加14.93%；应付税项47.19亿元，较年初增加19.98%。

截至2015年底，合景泰富非流动负债251.33亿元，较年初增加8.97%，主要以附息银行及其他借贷（占比95.55%）和递延税项负债（4.44%）为主。截至2015年底，附息银行及其他借贷余额为240.15亿元，较年初增加14.10%；递延税项负债11.16亿元，较年初增加10.12%。

有息债务方面，截至2015年底，合景泰富全部债务合计287.98亿元，较年初增长12.87%，主要系长期债务增加所致，短期债务和长期债务占全部债务比重分别为16.61%和83.39%。其中，短期债务共计47.83亿元，较年初增长38.01%，主要系非流动负债中应付一家合营企业款项一年内到期部分调整至流动负债应付合营企业款项所致；长期债务共计240.15亿元，较年初增长8.92%，主要系附息银行及其他借贷增加所致，合景泰富债务结构以长期债务为主，结构较为合理。从债务指标来看，2015年，合景泰富的资产负债率为71.94%，较年初增加0.50个百分点；全部债务资本化比率56.29%，较年初增加0.77个百分点；长期债务资本化比率51.79%，较年初下降0.11个百分点，合景泰富有息债务水平较年初变化不大，但仍处于正常水平。

截至2015年底，合景泰富所有者权益合计223.59亿元，较年初增加9.41%，主要系储备增加所致；其中归属于母公司所有者权益合计223.41亿元，占比99.92%。归属于母公司的权益中储备占比98.71%，已发行股本占比1.29%。

总体看，合景泰富负债规模尚可，以流动负债为主；流动负债中应付合营企业款项占比较大；非流动负债以附息银行及其他借贷为主；有息债务水平较上年变化不大，仍属正常；所有者权益中归属母公司部分的占比较大，稳定性较弱。

盈利能力

2015年，合景泰富实现收入83.40亿元，较上年减少20.31%；实现税前利润46.62亿元，较上年增加0.36%；实现年度利润34.13亿元，较上年增加4.44%，税前利润和年度利润增加主要是合景泰富投资物业公允价值收益净额增加所致。2015年合景泰富总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为为11.69%、9.16%和15.95%，分别较上年下降1.45个百分点、1.27个百分点和1.12个百分点。

总体看，合景泰富盈利能力较上年略有下降，整体盈利水平尚可。

现金流

2015年合景泰富经营活动现金流净额为3.01亿元，由上年的净流出转为净流入状态，主要是

2015年已付土地增值税减少所致。

2015年合景泰富投资活动现金流净额为-13.70亿元，净流出金额较上年下降43.47%，主要是2014年合景泰富主要为合营企业垫款，而2015年均为合营企业还款所致。

2015年合景泰富融资活动现金流净额为18.90亿元，较上年下降45.66%，一方面是因为2014年合景泰富存在提前赎回优先票据支出，而2015年无该笔支出，另一方面是因为2014年合景泰富应付合营企业款项增加，而2015年合景泰富应付合营企业款项减少。

总体看，合景泰富经营活动产生的现金流由净流出转为净流入，投资活动现金仍呈净流出状态，考虑到合景泰富存在以合作开发模式开发房地产开发项目的情况，合景泰富融资需求依然较大。

偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2015 年底，合景泰富流动比率和速动比率分别由上年的 1.48 倍和 0.66 倍变为 1.32 倍和 0.47 倍，流动比率和速动比率均有所下降。同时，经营现金流动负债比率由上年的-1.34 倍变为 0.93 倍，经营活动净现金流对债务的保障程度有所提升；现金短期债务比由上年的 0.60 倍降至 0.47 倍，但合景泰富短期偿债能力仍属较强。

从长期偿债能力指标看，2015 年合景泰富 EBITDA 为 48.23 亿元，较上年增加 0.35%，主要系除所得税前利润的增长所致；其中折旧占比 3.20%、摊销占比 0.10%、计入财务费用的利息支出占比 0.02%，除所得税前利润占比 96.68%。2015 年 EBITDA 全部债务比为 0.17 倍，较上年比值 0.19 有所下降；2015 年公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.09 倍上升至 2.14 倍，EBITDA 对利息的覆盖能力强。2015 年，合景泰富经营现金债务保护倍数由上年的-0.01 倍增至 0.01 倍，合景泰富长期偿债能力较强。

总体看，合景泰富长短期偿债能力较上年变化不大，整体偿债能力较强，但考虑到合景泰富在建项目的规模较大，预计随着在建项目的竣工和销售，合景泰富偿债能力有望进一步提升。

3．担保效果评价

以2015年底财务数据测算，“15合景01”和“15合景02”发行规模（33亿元）占担保方合景泰富资产总额的4.14%、所有者权益总额的14.76%，整体占比较低，合景泰富对债券的保护程度较好。

综合来看，合景泰富经营状况较为稳定，整体资产质量较好，净资产规模较大，担保实力较强，该担保对“15合景01”和“15合景02”的信用状况仍具有积极的保护作用。

九、综合评价

作为广东省内知名房地产开发企业，公司具有丰富的房地产开发经验。2015年，广州合景仍主要专注于高素质物业的开发，公司资产规模持续增长，资产质量较好，且随着近年来公司合作开发项目的增多，公司该类项目的投资收益明显增长。同时，联合评级也关注到公司后续土地及在建项目投资压力大、盈利能力下降，债务负担加重等因素对公司信用状况形成的不利影响。

目前公司在建项目地理位置较好，可售面积规模较大，未来随着项目的陆续销售，综合盈利能力有望进一步提升。

本次债券由合景泰富提供不可撤销连带责任保证担保。2015年，合景泰富资产规模进一步增长，经营状况较为稳定，在行业内仍具有很强的品牌影响力。联合评级认为，合景泰富提供连带

责任保证担保体现出大股东对公司的支持和信心，对本次债券的信用状况具有积极影响。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15合景01”和“15合景02”的债项信用等级为“AA+”。

附件1 广州合景房地产开发有限公司
主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	306.62	357.55
所有者权益（亿元）	79.62	88.71
短期债务（亿元）	2.72	4.40
长期债务（亿元）	32.99	71.86
全部债务（亿元）	35.71	76.26
营业收入（亿元）	59.37	33.56
净利润（亿元）	12.45	9.98
EBITDA（亿元）	17.07	12.20
经营性净现金流（亿元）	32.00	-28.34
应收账款周转次数(次)	92.81	36.96
存货周转次数（次）	0.30	0.17
总资产周转次数（次）	0.21	0.10
现金收入比率（%）	75.04	118.77
总资本收益率（%）	11.98	6.84
总资产报酬率（%）	5.98	3.61
净资产收益率（%）	17.78	11.61
营业利润率（%）	28.24	26.98
费用收入比（%）	7.12	11.10
资产负债率（%）	74.03	75.19
全部债务资本化比率（%）	30.97	46.23
长期债务资本化比率（%）	29.30	44.75
EBITDA 利息倍数（倍）	6.29	3.59
EBITDA 全部债务比（倍）	0.48	0.16
流动比率（倍）	1.34	1.53
速动比率（倍）	0.68	0.89
现金短期债务比（倍）	29.57	21.54
经营现金流动负债比率（%）	16.88	-14.71
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.52	0.37

注：1、2014 年财务数据以 2015 年审计报告年初数为准；2、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3、EBITDA/待偿本金合计= EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+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 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。