跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]1039 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公开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公开发行的“15 合景 01”和“15 合景 02”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十七日

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 2017 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（3+3）	AA+	AAA	2016 年 6 月 24 日
15 合景 02	8 亿元	7 年（5+2）	AA+	AAA	2016 年 6 月 24 日

担保方：合景泰富地产控股有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2017 年 6 月 27 日

主要财务数据：

项　目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	357.55	402.74
所有者权益（亿元）	88.71	101.77
长期债务（亿元）	71.86	45.22
全部债务（亿元）	76.26	63.20
营业收入（亿元）	33.56	57.88
净利润（亿元）	9.98	15.27
EBITDA（亿元）	12.20	20.07
经营性净现金流（亿元）	-28.34	-0.67
营业利润率（%）	26.98	33.10
净资产收益率（%）	11.86	16.03
资产负债率（%）	75.19	74.73
全部债务资本化比率（%）	46.23	38.31
流动比率（倍）	1.53	1.32
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.32
EBITDA 利息倍数（倍）	3.59	4.33
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.37	0.61

担保方

项　目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	796.81	1,107.42
权益总计（亿元）	223.59	240.09
收入（亿元）	83.40	88.65
年度利润（亿元）	34.13	34.61
资产负债率（%）	71.94	78.32

注：1、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；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、担保方财务数据均使用香港准则下财务报告；担保方短期债务未包含应付票据金额，债务规模有所低估。

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，2016年，公司年度协议销售面积与协议销售金额保持较大规模，同时，公司土地储备规模较大，成本较为合理，区域分布状况良好，为以后销售收入增长与利润实现提供一定的支撑；公司资产质量较好，债务负担有所减轻，债务结构较为合理。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产调控再度趋严、公司开发节奏稍有放缓、在建项目投资需求大、所有者权益结构稳定性弱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。

“15合景01”和“15合景02”由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。2016年，合景泰富资产规模进一步增长，经营状况较为稳定，在行业内具有很强的品牌影响力。合景泰富提供连带责任保证担保体现出股东对公司的支持和信心，对提升“15合景01”和“15合景02”的信用水平具有显著的积极影响。

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

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．公司土地储备规模较大，区域分布状况良好，同时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．公司资产质量较好；营业收入与盈利水平有所增长，盈利能力有所增强；债务负担有所减轻，债务结构合理，整体偿债能力较强。

4．2016 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显著的积极影响。

关注

1．近期，房地产行业政策变化较大，广州市等地区启动新一轮限购或限贷政策。公司项目分布在中国十座城市，易受当地房地产政策的影响。

2．公司在建项目规模较大，未来投资支出需求较大。同时相对于土地储备，公司每年新开工面积与竣工面积略显不足，开发较为缓慢，运营效率有待提升。

3．公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定的占用。受开发项目的开发销售进度、款项结算等影响，2016 年公司经营活动所产生的净现金流与现金及现金等价物净增加额均为负值。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

李　镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：李镭

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 2016 年底，公司注册资本为 9,900 万美元。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，悦图投资为公司控股股东，公司的实际控制人为孔健岷。

图 1　截至 2016 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2016年，公司组织结构及主营业务未发生重大变化。截至2016年底，公司拥有员工303人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 402.74 亿元，负债合计 300.97 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 101.77 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 94.96 亿元。2016 年，公司实现营业收入 57.88 亿元，净利润（含少数股东损益）15.27 亿元，其中归属于母公司的所有者的净利润 13.68 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.67 亿元，现金及现金等价物增加额-21.24 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，均于2015年12月17日发行结束，分别为“15合景01”和“15合景02”，起息日均为2015年12月17日；“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，本次债券由合景泰富提供不可撤销的连带责任保证担保。具体发行情况见下表。

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.SH	25	3+3	4.94
15 合景 02	136102.SH	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。

2017年4月21日，受托管理人中信建投证券股份有限公司召集了本次债券2017年第一次债券持有人会议，会议通过了将本次债券募集资金用途调整为用于补充营运资金及/或偿还债务的决议。

截至2017年4月28日，该账户资金使用具体情况如下：4.16亿元用于偿还公司及子公司的银行贷款，15.59亿元用于包括支付工程款在内的补充公司营运资金。截至2017年4月28日，募集资金账户余额为人民币12.92亿元，本次债券募集资金的使用与计划一致。

付息情况：公司于2016年12月15日完成本次债券的第一次付息。

三、行业分析

1．行业概况

2016 年，受信贷政策刺激以及去库存政策的影响，房地产市场有所回暖，全国房地产开发投资 102,581 亿元，比上年名义增长 6.9%（扣除价格因素实际增长 7.5%）。其中，住宅投资 68,704 亿元，较上年增长 6.4%，增速提高 0.4 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 67.0%。作为房地产市场景气度的前导指标，2016 年房地产开发投资增速的再度上扬预示房地产开发商对未来房地产市场保持乐观态度及未来可售房源的增长。

2016 年，全国房屋新开工面积 166,928 万平方米，较上年增长 8.1%，增速提高 0.5 个百分点；其中，住宅新开工面积 115,911 万平方米，较上年增长 8.7%。房屋竣工面积 106,128 万平方米，增长 6.1%，增速回落 0.3 个百分点；其中，住宅竣工面积 77,185 万平方米，较上年增长 4.6%。房地产开发企业房屋施工面积 758,975 万平方米，比上年增长 3.2%。其中，住宅施工面积 521,310 万平方米，增长 1.9%。

需要注意的是，2016 年开始，一二三线城市投资增速开始趋同，一线城市投资增速放缓，二线城市自年初开始投资增幅增长，三线城市投资受去库存及市场预期影响增长有所滞后。受一线城市土地供应限制及限购政策从严等因素限制，未来可能再度出现一线走低、三线走高的背离局面。

总体看，2016 年房地产行业整体有所回暖，投资和开发面积等重要指标同比均有所提升，但市场有所分化。

2．行业供需

土地供应方面，2016 年房地产开发企业土地购置面积为 22,025 万平方米，比上年下降 3.4%；土地成交价款 9,129 亿元，增长 19.8%，增速回落 1.6 个百分点。土地成交宗数共为 64,502 宗，同比下降 10.71%；土地成交面积为 188,102.22 万平方米，同比下降 6.08%；土地成交价款共 34,637.32 亿元，同比增长 22.45%。2016 年，随着房地产市场不断升温，房价不断升高，同时部分城市土地

供应收缩，导致“地王”频现。2016 年 9 月，100 大中城市成交土地溢价率为 80.10%，达到峰值；此后受房地产政策方向调整影响，成交土地溢价率有所下降。截至 2016 年底，成交土地溢价率为 27.38%。

销售方面，随着信贷刺激政策以及各种政府政策的出台，2016 年商品房销售面积为 157,349 万平方米，较上年增长 22.5%。其中，住宅销售面积较上年增长 22.4%，办公楼销售面积较上年增长 31.4%，商业营业用房销售面积较上年增长 16.8%。2016 年，商品房销售额 117,627 亿元，增长 34.8%，增速回落 2.7 个百分点。其中，住宅销售额增长 36.1%，办公楼销售额增长 45.8%，商业营业用房销售额增长 19.5%。全国房地产市场价格持续增长，2016 年 12 月，百城住宅价格指数同比增长 18.71%。我国房价自 2002 年至今一直处于波动上升的态势，截至 2016 年底，百城住宅平均价格 13,035 元/平方米，已达到历史高点。

截至 2016 年底，全国商品房待售面积为 69,539 万平方米，比上年末下降 3.2%，但较 11 月底增加 444 万平方米，连续 9 个月库存下降的态势被打破。截至 2015 年底，我国商品住宅待售面积 4.52 亿平方米，2016 年底降至 4.03 亿平方米，下降了 11%。而待售面积仅仅是指已经竣工的建筑面积，还有大量已经开工尚未竣工的面积，我国房地产去化压力有所缓解，但仍面临一定的压力。

总体看，受“去库存”政策影响，2016 年房地产开发企业购置面积和土地成交面积较上年有所下降，2016 年上半年成交土地溢价率总体快速上涨，下半年有所回落；商品房销售面积较 2015 年有所回升，住宅销售均价已达到历史高点；待售面积同比略有下降，去化压力有所缓解。

3．行业政策

2016 年 2 月，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。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》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

2016 年下半年，随着房地产市场持续升温，新一轮限购政策出台，限制投资投机性购房，意图明显，随后年末中央经济工作会议上，政府明确提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，进一步对未来房地产市场发展方向提出明确定位。在此背景下，2016 年 9~10 月初，各地政府密集出台多项房地产调控政策，包括北上广深等一线城市，也包括南京、合肥等热点城市以及无锡、佛山等三线城市。房地产市场呈现明显分化特征，因此本轮调控也因城施政，目前政策的出台均系抑制热点城市的房地产投资投机性增长，具体到不同城市，则显现出明显的思路分化：一线城市调控最为严厉，重点在于抑制投机、去杠杆、同时保证刚需住宅的供应；厦门、南京、武汉等热点二线城市二套房首付比例大幅提升，以上城市大幅提高二套房首付比例，对本地逐渐升温的房地产投资情绪起到重要的抑制作用，同时有效降低杠杆，预防由此导致的金融风险；其它城市根据各地房地产特殊情况作出针对性调整，并预防未来投资投机性购房增长。

此外，2016 年 9 月，政府出台严控房地产企业发债的审批政策，收缩融资渠道，控制投资节奏和开发商借款比率。10 月 12 日央行召集多家银行召开商业银行住房信贷的会议，要求各商业银行理性对待楼市的同时，加强信贷结构调整，在强化住房信贷管理的同时控制好相关贷款风险；随后上海市银监局也对管辖内银行发出房贷的风险警示，可视为信贷政策的定向收紧。10 月 21 日，银监会召开三季度经济金融形势分析会，提出要严控房地产金融业务风险，包括严禁违规发放或挪用信贷资金进入房地产领域；严禁银行理财资金违规进入房地产领域等。这些政策都旨在

防范房地产高杠杆蔓延为整体市场金融风险，可视作本轮调控中定向的供给侧配套政策。

2016 年 12 月中央经济工作会议进一步强调，要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，既要抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落，对未来房地产市场发展方向提出了明确的要求。

2017 年 3 月，房地产热点城市调控升级，限购限贷城市不断增加，共涉及 24 个城市，且限购限贷力度有所加强。本轮调控以限购、限贷为主要手段，热点城市在抑制投资需求的基础上突出“补库存”；强三四线城市限购政策以预防性动机为主；其余三四线城市受益于差异化信贷政策倾斜继续坚持去库存。

总体看，目前我国房地产行业因城施策，分类调控。2016 年 9 月份开始的的限贷限购政策重在减缓一二线城市房价上涨幅度，打压投资投机性行为，是对全面去库存政策的局部纠偏。自 2017 年 3 月开始，新一轮限购、限贷政策出台且力度有所加强。

4．行业关注

发债规模激增，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。由于近年来政府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；2016 年，房地产行业总体发债规模为 9,663.05 亿元，较 2015 年增长 46.38%，房企融资环境明显改善，房企公司债发行量持续提升，此轮发债规模的激增导致整体房地产行业资产负债率处于较高水平，需关注并防范后续风险。

房地产调控政策再度趋严

进入 2016 年，我国房地产调控政策再度趋严，全国 20 余个城市陆续出台从限购、限价和限贷三个方面对房地产行业进行调控。2017 年 3 月后续政策继续出台，房地产行业再度面临进入行业紧缩期的可能。

市场格局持续分化

近年来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，除去少量地理位置特殊的三四线城市（环京、环沪、环深）外，部分三四线城市库存去化非常不乐观，去库存已成为目前房地产市场调控的重要任务之一。

房企利润率普遍下滑

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，地价占比逐渐攀升；地产商所获利润的 60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

5．未来发展

调控政策去行政化

对于房地产政策来说，去行政化是大势所趋，近年来市场的调控正在逐渐放开，并且正在发挥着越来越重要的作用。未来的房地产政策将更加“尊重规律”和“因地制宜”，更多的通过与房地产市场相适应的法律制度来管理市场、稳定秩序，而不是不停地、过多地或者一刀切地用行政手段干预市场。从以政策为主导的市场变为以供需关系为主的市场，预计是未来房地产政策的大

方向。但是，值得注意的是，房地产政策去行政化不意味着政府放任房地产市场的任意发展。恰恰相反，地方政府将更加关注市场供求关系，尊重市场自身调整和需求，在房地产市场的建设规划方面，更多地提高科学管理水平，因地制宜的出台房地产调控政策。

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是成为关键投入，技术性投入比重加大。

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。

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、管理分析

跟踪期内，原执行董事何伟志先生在本公司的任期至2016年12月2日，已辞任。公司其他董事、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。

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。2016年，公司实现营业收入57.88亿元，较上年增长72.44%，主要系房地产销售收入结转较多所致；实现净利润15.27亿元，较上年增长52.90%，净利润增幅低于营业收入增幅主要系合作开发项目产生的投资收益较上年减少所致。

从收入构成来看，房地产开发仍是公司收入的主要来源，2016年，受上海、杭州项目以及其他项目交付总建筑面积增加影响，公司房地产销售收入53.51亿元，较上年大幅增长87.88%，房地产销售收入占营业收入比重由上年的84.86%上升至92.45%。酒店运营收入来源于广州东圃福朋喜来登五星级商务酒店，2016年，公司酒店运营收入0.67亿元，同比降低1.16%，变动不大；酒店运营收入占营业收入比重为1.16%。2016年，公司工程收入为3.39亿元，同比降低19.52%，主要系施工量减少所致；工程收入占营业收入比重为5.86%。其他业务主要为租赁业务，2016年，公司其他业务收入规模较小，对公司收入影响较小。

从毛利率来看，受结转产品结构变化等因素影响，2016年公司房地产销售毛利率略有下降，为

37.13%。2016年，酒店销售毛利率为42.33%，变动不大。工程收入毛利率为56.24%，较上年大幅增加41.66个百分点，主要系高毛利的园林工程量大幅提高，同时装修价格提高所致；2016年，公司其他业务收入毛利率为45.63%，较上年下降50.46个百分点，主要系公司收购苏州市昱景房地产开发有限公司，该公司持有的投资性房地产当期计提的折旧计入成本所致。受上述因素影响，2016年，公司综合毛利率为38.36%。

表 2　2015~2016 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售收入	28.48	84.86	39.04	53.51	92.45	37.13
酒店运营	0.68	2.03	42.85	0.67	1.16	42.33
工程收入	4.22	12.57	14.58	3.39	5.86	56.24
其他	0.18	0.54	96.09	0.31	0.53	45.63
合计	**33.56**	**100.00**	**36.37**	**57.88**	**100.00**	**38.36**

资料来源：公司审计报告

总体看，2016年，随着上海项目、杭州项目以及其他项目交付总建筑面积的增加，营业收入较上年明显上升；公司综合毛利率水平保持较高水平。

2．业务运营

公司业务运营主要包括房地产开发与销售、酒店经营、工程收入和投资物业四个业务板块。

（1）房地产开发与销售

土地储备

2016 年，公司仍保持一定的拿地速度，在成都、上海和南宁等城市合计购入土地 111.38 万平方米，对应权益规划建筑面积 105.41 万平方米，规模较大。

截至 2016 年底，公司共持有项目土地面积 550.56 万平方米，对应规划建筑面积 682.79 万平方米，权益建筑面积 560.85 万平方米，存量土地储备 399.56 万平方米，土地储备较为充足。从楼面均价看，部分上海项目楼面均价较高，若未来市场价格达不到公司预期，可能对公司盈利的实现有一定影响，其他地区价格较为合理。从分布区域来看，公司土地储备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。

表 3　截至 2016 年底公司土地储备情况（单位：平方米、%）

区域	项目土地面积		规划建筑面积		存量土地储备	
	面积	占比	面积	占比	面积	占比
广州区域	219,536	3.99	481,736.88	7.06	325,843.00	8.16
成都区域	1,108,600	20.14	1,491,090.18	21.84	1,043,455.00	26.12
杭州区域	93,149	1.69	209,466.11	3.07	54,439.55	1.36
苏州区域	543,660	9.87	1,274,250.55	18.66	258,199.58	6.46
北京区域	376,150	6.83	245,000.00	3.59	9,578.50	0.24
上海区域	620,469	11.27	952,472.67	13.95	491,933.91	12.31
天津区域	1,356,357	24.64	461,210.00	6.75	373,585.50	9.35
南宁区域	483,707	8.79	1,161,754.22	17.01	969,154.60	24.26
海南区域	648,647	11.78	478,610.56	7.01	420,899.00	10.53
南京区域	55,308	1.00	72,317.14	1.06	48,495.20	1.21
合计	**5,505,582**	**100.00**	**6,827,908**	**100.00**	**3,995,584**	**100.00**

资料来源：公司提供

注：存量土地储备是指项目权益规划建筑面积剔除已交楼的面积

总体看，公司土地储备规模较大，土地成本较为合理，区域分布状况良好，公司土地储备质量较好。

项目开发

2016年，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。2016年，公司开发速度有所放缓，新开工面积19.00万平方米，较上年下降22.23%；竣工面积34.02万平方米，较上年下降35.57%。截至2016年底，公司在建面积为221.05万平方米，维持在较高水平。

表4　2015~2016年公司主要开发数据情况

项目	2015 年	2016 年
新开工项目（个）	1	3
新开工面积（万平方米）	24.43	19.00
竣工项目数（个）	11	6
竣工面积（万平方米）	52.80	34.02
在建项目数（个）	26	21
在建面积（万平方米）	182.93	221.05

资料来源：公司提供
注：公司期末在建面积为实际项目在建面积加总数，不符合期末在建面积=期初在建面积+新开工面积-竣工面积公式

截至2016年底，公司在建/拟建项目29个，在建项目总建筑面积682.79万平方米，计划总投资633.97亿元，已完成投资504.85亿元，尚需投资129.12亿元，存在一定的资金压力。

表 5　截至 2016 年底公司在建/拟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	总建筑面积	预计总投资	已完成投资
广州	2	48.17	51.27	39.40
苏州	4	127.43	93.97	90.42
成都	2	149.11	124.06	87.48
北京	1	24.5	28.49	28.48
天津	3	46.12	33.13	26.97
上海	8	95.25	175.45	155.12
海南	1	47.86	21.76	12.93
南宁	4	116.18	66.59	24.85
南京	1	7.23	10.08	10.04
杭州	3	20.95	29.17	29.17
合计	**29**	**682.79**	**633.97**	**504.85**

资料来源：公司提供，不含酒店与尾货

总体看，公司2016年开发力度有所放缓，新开工与竣工面积均有所下降；公司在建项目规模较大，面临一定的资金压力。

房屋销售

2016年，公司自有销售团队的销售占比较高，约为60%；销售模式以自有团队为主、代理销售团队为辅。从销售数据来看，2016年，公司实现协议销售面积82.51万平方米，协议销售金额106.16亿元，均较上年有所下降，但幅度不大；2016年协议销售均价较上年有所下降，为1.29万元/平方米，主要系公司销售项目的区位变化所致。

表 6　2015~2016 年公司房地产销售情况

项目	2015 年	2016 年
协议销售面积（万平方米）	83.14	82.51
协议销售金额（亿元）	110.14	106.16
协议销售均价（万元/平方米）	1.32	1.29

资料来源：公司提供

截至2016年底，公司权益可售面积合计605.38万平方米，权益已售面积合计328.85万平方米，待售面积276.53万平方米，公司待售面积规模较大，能够满足未来2~3年的销售需求。

总体看，2016年，公司年度协议销售面积与协议销售金额均保持较大规模，可为公司未来收入和利润提供较好的支撑；同时，公司待售面积规模较大，能够满足公司未来2~3年的销售需求。

（2）酒店运营

截至2016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71.6%，与上年入住率水平变化不大。2016年，公司酒店运营总收入为0.67亿元，较上年变动不大。

截至2016年底，公司在建酒店三处，分别是成都木莲庄，建筑面积1.26万平方米；成都W酒店，建筑面积5.90万平方米，为五星级酒店；苏州领峰酒店，建筑面积5.44万平方米，为四星级酒店。公司在建酒店预计总投资9.43亿元，截至2016年底已投资5.49亿元，尚需投资3.95亿元，投资规模不大，计划将于2017年与2018年完工。

表 7　截至 2016 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
成都 W 酒店	成都	5.90	5.00	1.40	20	2018-12-30	301
成都木莲庄	成都	1.26	1.60	1.40	87	2017-6-30	244
苏州领峰酒店	苏州	5.44	2.83	2.69	70	2017-12-10	313
合计	--	**12.60**	**9.43**	**5.49**	--	--	**926**

资料来源：公司提供

总体看，2016年，公司酒店运营收入较上年变动不大；公司在建酒店将于近两年完工，后续资金需求不大；未来随着公司三处在建酒店建成投入使用，预计公司酒店业务收入规模有望增加。

（3）工程及其他业务

公司工程业务的业务模式未发生改变，2016年实现营业收入3.39亿元，较上年降低19.52%，主要系该板块运营主体之一广州恒建工程有限公司于2016年8月份不再纳入合并范围所致；工程收入毛利率为56.24%，较上年大幅提升41.66个百分点，主要系毛利率较高的园林工程量大幅提高，同时装修价格提高所致。

公司的其他收入主要为租赁收入。2016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，2016年公司实现其他业务收入0.31亿元，较上年增长61.21%，主要系咨询服务费有所增加所致。

3．经营关注

（1）公司项目分布在中国 10 座城市，易受所在区域房地产市场政策影响，经营状况可能出现波动。

（2）公司在建项目较多，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，公司面临一定的资金压力。

（3）相对于土地储备，公司每年新开工面积与竣工面积略显不足，开发较为缓慢，运营效率有待提升。

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。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领先水平，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，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。

六、财务分析

公司提供的 2016 年的合并财务报表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意见的审计报告。从合并范围看，2016 年公司新增加子公司 12 个，主要为新设或非同一控制下合并公司；减少子公司 18 个，主要系股权稀释，公司不再有控制权所致。截至 2016 年底公司合并范围内的子公司合计 56 个。公司收入来源绝大部分仍来自房地产开发与销售，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 402.74 亿元，负债合计 300.97 亿元，所有者权益（含少数股东权益）101.77 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 94.96 亿元。2016 年，公司实现营业收入 57.88 亿元，净利润（含少数股东损益）15.27 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 13.68 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.67 亿元，现金及现金等价物增加额-21.24 亿元。

1．资产质量

截至 2016 年底，公司资产规模 402.74 亿元，较年初增加 12.64%，主要系流动资产增长所致。其中流动资产占比 81.16%，非流动资产占比 18.84%，资产构成较上年变化不大。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产为 326.85 亿元，较年初增加 11.04%，主要系存货规模增长所致。公司流动资产构成以货币资金（占比 22.05%）、其他应收款（占比 22.96%）和存货（占比 53.36%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金为 72.08 亿元，较年初降低 24.01%，主要系公司在建项目不断投入所致。公司的货币资金主要以银行存款为主，占比为 99.99%；其中受限货币资金为 5.79 亿元，

主要为预售房监控户与按揭及贷款保证金等。公司受限银行存款占货币资金比重为 8.03%，受限比例较小。

截至 2016 年底，公司其他应收款合计 75.06 亿元，较年初增加 5.79%，主要是与合景泰富下属其他房地产开发公司往来款增加所致；公司其他应收款前五名合计占比 44.92%，较为集中，均为与其他房地产公司的往来款。公司其他应收款未计提坏账准备，考虑款项性质，回款风险较低；公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定的占用。

截至2016年底，公司存货合计174.40亿元，较年初大幅增长41.19%，主要系公司2016年购买上海松江地块所致；其中土地成本占比68.93%，建安及其他成本占比31.07%。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，上述区域市场景气度较高，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 2016 年底，公司非流动资产总额为 75.89 亿元，较年初增加 20.07%，主要系长期股权投资和递延所得税资产增加所致。公司非流动资产以长期股权投资（占比 64.31%）、在建工程（占比 18.85%）和递延所得税资产（占比 6.61%）为主。

截至 2016 年底，公司长期股权投资为 48.81 亿元，较年初增加 9.44%，主要系合资房地产项目公司获利，导致长期股权投资权益调整增加所致。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 2016 年底，公司在建工程合计 14.30 亿元，较年初变动不大，主要系处于建设阶段的酒店资产。

截至 2016 年底，公司递延所得税资产 5.02 亿元，较年初增长 364.40%，主要系主营业务收入产生的可抵扣暂时性差异大幅增长所致。

截至2016年底，公司受限制的资产合计48.61亿元，其中受限货币资金5.79亿元，占比11.90%；用作贷款抵押物的存货及固定资产合计 42.82 亿元，占比 88.10%。公司受限资产占资产总额的比重为 12.07%，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、其他应收款和存货占比较大，其中其他应收款规模较大，对公司资金形成一定的占用，2016年存货中新增部分成本较高；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；整体资产质量尚可。

2．负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 300.97 亿元，较年初增加 11.95%，主要系流动负债增长所致。其中流动负债占比 82.50%，非流动负债占比 17.50%，流动负债占比有所上升。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 248.31 亿元，较年初增加 28.89%，主要系其他应付款与一年到期的非流动负债增长所致。公司流动负债构成以应付账款（占比 5.46%）、预收款项（占比 12.85%）、其他应付款（占比 72.26%）和一年以内到期的非流动负债（占比 7.24%）为主。

截至 2016 年底，公司应付账款账面价值为 13.56 亿元，较年初增长 12.58%，主要系应付工程及材料款增加所致。

截至 2016 年底，公司预收账款合计 31.90 亿元，较年初增加 35.84%，主要系预收售房款增加所致。

截至 2016 年底，公司其他应付款合计 179.43 亿元，较年初增长 18.89%，主要系与合景泰富

下属其他房地产开发公司往来款增长所致。截至 2016 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 44.96%。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 17.98 亿元，较年初增长 308.41%，主要系一年内到期的长期借款转入所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 52.66 亿元，较年初降低 30.88%，主要系长期借款一年以内到期部分转入流动负债所致。公司非流动负债主要以长期借款（占比 23.74%）、应付债券（占比 62.14%）和递延所得税负债（占比 14.12%）为主。

截至 2016 年底，公司长期借款 12.50 亿元，较年初降低 68.10%，主要系一年以内到期转出所致；公司长期借款均为抵押借款，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。

截至 2016 年底，公司应付债券 32.72 亿元，为 2016 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”），其中利息调整金额-0.28 亿元。

截至 2016 年底，公司递延所得税负债 7.43 亿元，较年初增长 71.93%，主要是因为房地产预售规模增大导致公司应纳税暂时性差异增长所致。

截至2016年底，公司全部债务合计63.20亿元，较年初降低17.13%，主要系公司偿还部分债务所致。其中，短期债务为17.98亿元（占比28.45%），较年初增加308.41%，主要系一年内到期的长期借款大幅增加所致；长期债务为45.21亿元（占比71.55%），较年初降低37.07%，主要系公司偿还部分长期借款以及部分长期借款转出所致。随着债务水平降低，截至2016年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为74.73%、38.31%和30.76%，分别较年初下降0.46个百分点、7.92个百分点和13.99个百分点，公司债务结构合理，债务负担较轻。

总体看，公司负债结构仍以流动负债为主，流动负债占比有所上升；随着债务规模下降，公司债务负担有所减轻，债务结构较为合理。

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计101.77亿元，较年初增加14.72%，主要系未分配利润增加所致。归属于母公司所有者权益为94.96亿元，其中，实收资本占比8.04%，资本公积占比0.01%、盈余公积占比1.56%、未分配利润占比90.39%，未分配利润占比大，权益稳定性弱。

总体看，公司所有者权益未分配利润占比高，结构稳定性弱。

3．*盈利能力*

2016 年，公司实现营业收入 57.88 亿元，较上年增长 72.44%，主要系房地产结转面积增长所致；实现营业利润 16.60 亿元，较上年增长 45.11%；实现净利润 15.27 亿元，较上年增长 52.90%，其中归属于母公司所有者的净利润 13.68 亿元。

从期间费用来看，2016 年，公司期间费用总额为 5.00 亿元，较上年增长 34.30%，主要系销售费用和财务费用增长所致。2016 年，公司销售费用为 2.10 亿元（占比 41.88%），较上年增长 27.92%，主要系销售人员工资增长所致；管理费用为 1.79 亿元（占比 35.70%），与上年基本持平；财务费用为 1.12 亿元（占比 22.42%），较上年增加 258.00%，主要系完工项目的利息计入财务费用所致。2016 年，公司费用收入比为 8.64%，较上年下降 2.46 个百分点，公司费用控制能力有所增强。

从利润构成看，公司 2016 年投资收益为 2.44 亿元，较上年降低 60.02%，主要系上海嘉誉湾、北京香悦四季、广州花语水岸及苏州领峰等合营项目已经接近尾盘，该等项目净利润减少所致。

投资收益占公司营业利润的 14.71%，对公司盈利影响一般。从营业外收入来看，2016 年营业外收入为 1.60 亿元，对利润总额贡献较小，主要为委贷利息收入、服务费与品牌使用费等。

从各项盈利指标来看，2016 年，公司营业利润率为 33.10%，较上年增加 6.12 个百分点，主要系公司综合毛利率增长所致。受公司盈利水平上升及债务水平下降等影响，2016 年公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 10.17%、5.18%和 16.03%，分别较上年增长 2.70 个百分点、1.57 个百分点和 4.17 个百分点。

总体看，2016年，公司营业收入与盈利水平有所增长，盈利能力有所增强。

4．现金流

经营活动方面，2016 年，公司经营活动现金流入 73.98 亿元，较上年增长 85.58%，主要系预售项目增加，获得签约销售金额增加所致。2016 年，公司经营活动现金流出 74.65 亿元，较上年增长 9.45%，主要系公司购买土地、在建项目较多，经营支出增加所致。受上述因素影响，2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.67 亿元。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动现金流入与流出规模均大幅增长，但整体规模仍较小。2016 年，公司投资活动现金流入 3.37 亿元，较上年增长 34,939.05%，主要系收回委托贷款所致。2016 年，公司投资活动现金流出 3.25 亿元，较上年增长 678.96%，主要系公司投资合营联营企业增加所致。受上述因素影响，2016 年，公司投资活动现金流量净额为 0.12 亿元。

筹资活动方面，2016 年，公司筹资活动现金流入 40.25 亿元，较上年降低 18.74%，主要系 2015 年公司发行债券，筹资规模较大所致。2016 年，公司筹资活动现金流出 60.94 亿元，较上年增长 482.32%，主要系公司偿还债务规模大幅增加所致。受上述因素影响，2016 年，公司筹资活动现金流量净额为-20.69 亿元，由上年的净流入转为净流出状态。

总体看，2016年，公司经营活动所产生的现金流仍呈净流出状态；投资活动产生的现金流整体规模较小；受公司偿还债务规模较大影响，公司筹资活动现金呈净流出状态，随着公司在建项目推进，公司存在一定的筹资压力。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2016年底，公司流动比率和速动比率分别由上年的1.53倍和0.89倍下降至1.32倍和0.61倍，主要系其他应付款增长与一年内到期的长期借款转入流动负债所致。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21.54倍下降为4.01倍。整体看，公司短期偿债能力仍较强。

从长期偿债能力指标来看，2016年，公司 EBITDA 为20.07亿元，较上年增长64.48%，主要系利润总额增长所致；公司 EBITDA 主要由利润总额（占比90.47%）和计入财务费用的利息支出（占比7.56%）构成。受 EBITDA 大幅增长影响，2016年，公司 EBITDA 全部债务比由上年的0.16倍升至0.32倍，EBITDA 利息倍数由上年的3.59倍上升至4.33倍，EBITDA 对全部债务与利息的保障能力较强。公司经营现金债务保护倍数为-0.01倍，公司经营活动所产生的现金对债务的保障能力较弱。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2016 年底，公司在各银行获得综合授信额度合计 179.72 亿元，其中尚未使用的授信额度为 138.17 亿元，融资渠道较畅通。

截至 2016 年底，公司按照惯例为购房者提供阶段性担保，担保金额为 26.00 亿元。除此之外，公司对外担保 30.74 亿元，公司对外担保金额占净资产的比率为 30.21%，占比较大，考虑到公司对外担保均为对关联方的担保，整体或有负债风险可控。

截至 2016 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2017年4月24日，公司未结清贷款记录中无不良类和关注类信息。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可；公司整体偿债能力仍属较强，随着公司在售项目达到结转条件，公司收入与利润将有一定的提升，进而提高公司的偿债能力。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016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72.08亿元，约为“15合景01”、“15合景02”本金合计（33亿元）的2.18倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达101.77亿元，约为债券本金合计（33亿元）的3.08倍，公司净资产能够对“15合景01”、“15合景02”债券的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为20.07亿元，约为“15合景01”、“15合景02”债券本金合计（33亿元）的0.61倍，公司EBITDA对“15合景01”、“15合景02”债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入73.98亿元，约为“15合景01”、“15合景02”债券本金合计（33亿元）的2.24倍，公司经营活动现金流入量对“15合景01”、“15合景02”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”债券的偿还能力较强。

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2016年底，合景泰富普通股3.05亿港元，第一大股东为晋得顾问有限公司，持股56.40%；实际控制人为孔健岷。

2016年，合景泰富经营范围未发生重大变化。

截至2016年底，合景泰富的合并资产总额1,107.42亿元，负债总额867.33亿元，所有者权益（含少数股东权益）为240.09亿元，其中归属于母公司所有者权益为239.50亿元。2016年，合景泰富实现合并营业收入90.21亿元，净利润（含少数股东损益）34.62亿元，其中归属于母公司的所有者的净利润34.65亿元；经营活动产生的现金流量净额-20.91亿元，现金及现金等价物净增加额148.24亿元。

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。2016年，合景泰富经营较为稳定，全年实现营业总收入88.65亿元，同比增长6.30%；2016年，合景泰富实现毛利30.70亿元，同比增长2.02%；2016年合景泰富年度利润为34.62亿元，较上年变动不大。

从收入构成情况来看，2016年房地产开发销售营业收入79.23亿元，同比增长4.76%，变动不大；房地产开发销售占营业收入比重始终保持在90%左右，占比较大。2016年，合景泰富酒店运营收入为3.90亿元，同比增长6.26%，主要系酒店运营逐渐成熟，入住率提高所致；酒店运营收入占比为4.40%。2016年，合景泰富物业管理收入为3.70亿元，同比增长45.09%，主要系管理的商业物业比例增加，商业物业管理费用较高所致；物业管理收入占比为4.17%，较上年变化不大。2016年，合景泰富物业投资收入为1.82亿元，同比增长18.18%；物业投资收入占比为2.06%，物业投资整体规模较小，对合景泰富收入影响不大。

从毛利率来看，2016年合景泰富毛利率为34.63%，较上年下降1.46个百分点，变动较小。

表 8　2015~2016 年合景泰富主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块业务	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发销售	75.63	90.68	36.09	79.23	89.37	34.63
酒店运营	3.67	4.40		3.90	4.40	
物业投资	1.54	1.85		1.82	2.06	
物业管理服务	2.55	3.06		3.70	4.17	
合计	**83.40**	**100.00**		**88.65**	**100.00**	

资料来源：合景泰富提供
注：营业收入数据采用合景泰富年报数据，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；合景泰富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。

总体看，2016年，受房地产交付面积增加影响，合景泰富营业收入有所上升，毛利率水平变动不大。

（2）房地产业务

土地储备

从土地购置情况来看，2016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。2016年，合景泰富共购进位于广州、佛山、上海、杭州、南宁、成都、合肥等地的12块土地，其中合肥是2016年新进入的城市，共增加权益建筑面积237.40万平方米。截至2016年底，合景泰富土地储备情况如下表所示。

表9　截至2016年底合景泰富土地储备情况（单位：平方米）

地区	土地面积	规划建筑面积	截至 2016 年底 按权益计算建筑面积
广州	3,101,350	4,713,346	3,367,125
苏州	641,798	1,532,596	269,991
成都	1,416,371	2,506,136	1,400,351
北京	749,190	1,084,568	402,300
天津	1,463,342	1,098,313	930,523
上海	620,469	1,127,196	581,478
海南	1,179,983	771,611	622,295
南宁	483,707	1,451,966	1,199,517
南京	55,308	73,055	48,990
杭州	341,187	496,355	339,747
佛山	914,160	1,793,611	1,689,339

合肥	95,074	220,778	220,778
合计	**11,061,939**	**16,869,531**	**11,072,434**

资料来源：合景泰富提供

截至2016年底，合景泰富共持有土地储备规划建筑面积1,686.95万平方米，权益建筑面积1,107.24万平方米，土地储备充足。从楼面均价看，除近年在上海与杭州拿地的项目楼面均价较高，其他地区价格较为合理。从分布区域来看，合景泰富土地储备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。

总体看，合景泰富土地储备充足，分布以一二线城市为主，成本较为合理，整体土地储备质量较高。

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。2016年，合景泰富新开工面积与上年持平，为160.00万平方米；合景泰富竣工面积123.10万平方米，较上年有所增长。截至2016年底，合景泰富在建面积400.00万平方米。

表 10　2015~2016 年合景泰富主要开发数据情况

项目	2015年	2016年
新开工面积（万平方米）	160.00	160.00
竣工面积（万平方米）	110.90	123.10
在建面积（万平方米）	300.00	400.00

资料来源：合景泰富提供
注：1、公司期末在建面积为实际项目在建面积加总数，不符合期末在建面积=期初在建面积+新开工面积-竣工面积公式。2、上表统计包含合作项目。

从在建/拟建项目来看，截至2016年底，合景泰富在建/拟建项目存量建筑面积1,107.24万平方米；项目计划总投资1,612.55亿元，已完成投资为1,179.24亿元，尚需投资433.31亿元，未来投资需求较大。

表11　截至2016年底合景泰富在建/拟建项目情况（单位：平方米、万元）

区域	项目数量	总建筑面积	截至 2016 年底存量建筑面积	预计总投资	截至 2016 年底已投资
广州	14	4,713,346	3,367,125	3,314,536	2,343,806
苏州	6	1,532,596	269,991	1,164,301	1,128,386
成都	4	2,506,136	1,400,351	2,058,545	1,490,685
北京	8	1,084,568	402,300	1,828,625	1,609,215
天津	4	1,098,313	930,523	1,274,502	1,053,090
上海	8	1,127,196	581,478	2,025,500	1,812,551
海南	2	771,611	622,295	500,525	333,004
南宁	4	1,451,966	1,199,517	829,098	321,706
南京	1	73,055	48,990	101,791	101,412
杭州	7	496,355	339,747	872,070	762,321
佛山	3	1,793,611	1,689,339	1,758,493	784,709
合肥	2	220,778	220,778	397,551	51,500
合计	**63**	**16,869,531**	**11,072,434**	**16,125,537**	**11,792,385**

资料来源：合景泰富提供
注：不含尾货，项目计划总投资包含地价；存量建筑面积指尚未交付的在建和未建建筑面积。

总体看，2016年，合景泰富开发节奏有所放缓，在建/拟建项目规模较大，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。

房屋销售

从销售情况来看，2016年，合景泰富协议销售面积170.34万平方米，较上年增长12.36%；协议销售金额223亿元，较上年增长10.40%，主要系房地产行业景气度较高所致。按项目区域来看，2016年合景泰富约51%的预售额来自北京、上海及广州三个一线城市，另有49%主要来自天津、苏州、南京、杭州、成都、南宁等二线核心城市。受销售项目区位影响，协议销售均价小幅下降至1.31万元/平方米。2016年，合景泰富主要推出以总建筑面积89~130平方米的刚需和首次改善型产品为主，辅以总建筑面积150平方米以上的大户型产品。

表 12　2015~2016 年合景泰富发展物业运营数据

项目	2015 年	2016 年
协议销售面积（万平方米）	151.60	170.34
协议销售金额（亿元）	202	223
协议销售均价（万元/平方米）	1.33	1.31
结转收入金额（亿元）	75.63	79.23

资料来源：合景泰富提供

截至 2016 年底，合景泰富权益可售面积合计 1,501.85 万平方米，权益已售面积合计 657.80 万平方米，待售面积 844.04 万平方米，合景泰富待售面积规模较大，能够满足未来 4~5 年的销售需求。

总体看，2016 年，合景泰富房屋销售面积与销售金额均有所增长，销售状况良好；合景泰富待售面积规模较大，能够满足未来 2~3 年的销售需求。

（3）酒店运营、物业投资及物业管理

截至2016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2016年9月开始试营业。2016年合景泰富酒店运营收入3.90亿元，同比增长6.19%。

表 13　截至 2016 年底合景泰富持有酒店情况（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：合景泰富提供

合景泰富持有的写字楼商业物业主要为广州合景国际金融广场（IFP），可出租面积为6.10万平方米，2016年合景泰富物业投资收入为1.82亿元，较上年增加18.18%，主要系增加了部分商铺物业出租项目所致。

2016年，合景泰富物业管理收入为3.70亿元，同比增长45.11%，主要系管理的商业物业增加，商业物业管理费用较高所致。

总体看，合景泰富自持物业项目收入稳定增加，随着自持物业项目运营逐渐成熟，预计未来

可为合景泰富带来稳定现金流。

（4）经营关注

区域房地产市场政策风险

合景泰富主要项目分布十多个城市，易受所在区域房地产市场政策波动影响，经营可能出现波动。

融资需求较大

合景泰富在建项目规模较大，项目计划总投资1,612.55亿元，已完成投资为1,179.24亿元，尚需投资433.31亿元，未来投资需求仍较大。

2．财务分析

合景泰富提供的2016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，合景泰富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。2016年，合景泰富合并范围增加3家子公司，减少2家子公司，由于合景泰富主营业务未变，所合并与处置子公司规模较小，合景泰富财务数据可比性较强。

截至2016年底，合景泰富的合并资产总额1,107.42亿元，负债总额867.33亿元，所有者权益（含少数股东权益）为240.09亿元，其中归属于母公司所有者权益为239.50亿元。2016年，合景泰富实现合并营业收入88.65亿元，净利润（含少数股东损益）34.62亿元，其中归属于母公司的所有者的净利润34.65亿元；经营活动产生的现金流量净额-20.91亿元，现金及现金等价物净增加额148.24亿元。

资产

截至2016年底，合景泰富资产总额1,107.42亿元，较年初增长38.98%，主要系流动资产增加所致。其中流动资产占比67.68%，非流动资产占比32.32%，资产构成仍以流动资产为主。

截至2016年底，合景泰富流动资产合计749.47亿元，较年初增长76.38%，主要系现金及现金等价物和发展中物业增长所致。合景泰富流动资产以现金及现金等价物（占比34.39%）、发展中物业（占比51.37%）和可供出售之物业（占比9.16%）为主。截至2016年底，合景泰富货币资金为257.71亿元，较年初增长135.43%，主要系筹资活动取得借款增加所致。受限制现金为11.31亿元，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2016年底，合景泰富发展中物业账面价值为385.03亿元，较年初增长84.27%，主要系开发物业规模大幅增长所致；合景泰富已抵押的自持物业账面金额合计56.13亿元，占比14.58%，占比较小。截至2016年底，合景泰富可供出售之物业账面价值为68.66亿元，较年初增加5.09%，其中已作抵押的账面金额为15.33亿元，占比22.32%。

截至2016年底，合景泰富非流动资产合计357.95亿元，较年初小幅降低3.75%，主要以投资性房地产（占比29.43%）、物业、厂房及设备（占比10.87%）和于合营企业的权益（占比53.07%）为主。截至2016年底，合景泰富投资性房地产105.33亿元，较年初增加10.30%，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61.09亿元，占比58.00%，占比较高。截至2016年底，合景泰富物业、厂房及设备账面价值为38.91亿元，较年初增长5.33%，合景泰富已作抵押的物业、厂房及设备账面金额合计22.55亿元，占比57.97%。截至2016年底，合景泰富于合营企业的权益为189.98亿元，较年初降低12.97%，主要系合营企业的资产净值降低所致。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33.33%，截至2016年底，广州富景资产总额为146.42亿元，

负债总额为59.09亿元；2016年，广州富景实现年度利润10.61亿元。

截至2016年底，合景泰富受限资产合计167.72亿元（包括货币资金11.31亿元、物业、厂房和设备22.55亿元、投资物业61.09亿元、土地使用权1.31亿元、在建物业56.13亿元和持作销售用途的竣工物业15.33亿元），占资产总额的比重为15.15%，占比一般。

总体看，2016年合景泰富资产规模大幅增长，其中流动资产增长较为明显，发展中物业与货币资金明显增加。合景泰富于合营企业的权益资产质量高，受限资产资产规模不大，整体资产质量较好。

负债及所有者权益

截至2016年底，合景泰富负债合计867.33亿元，较年初增长51.31%，流动负债和非流动负债均有增长；其中流动负债占比54.55%，非流动负债占比45.45%。

截至2016年底，合景泰富流动负债合计473.09亿元，较年初增加46.97%，主要系应付共同控制实体之账款增长所致；合景泰富流动负债主要以应付账款及应付票据（占比12.16%）、应计负债及其他应付款项（占比20.80%）、应付共同控制实体之账款（占比45.51%）、短期借款（占比10.05%）和应交税费（占比11.48%）构成。

随着合景泰富经营规模扩大，截至2016年底，合景泰富应付贸易账款及应付票据账面价值57.54亿元，较年初增长140.61%；应计负债及其他应付款项账面价值98.39亿元，较年初增长37.21%；应付共同控制实体之账款余额为215.31亿元，较年初增加54.61%；短期借款余额47.54亿元，较年初增加19.36%；应交税费54.31亿元，较年初增加15.09%。

截至2016年底，合景泰富非流动负债394.24亿元，较年初增长56.86%，主要以长期借款（占比96.89%）为主。截至2016年底，长期借款账面价值为381.96亿元，较年初增加59.05%，主要系发行债券增加所致。

有息债务方面，截至2016年底，合景泰富全部债务合计429.50亿元，较年初增长53.41%，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11.07%和88.93%，债务结构合理。其中，短期债务共计47.54亿元，较年初增长19.36%，主要系抵押贷款增加所致；长期债务共计381.96亿元，较年初增长59.05%，主要系发行债券所致。从债务指标来看，截至2016年底，合景泰富的资产负债率为78.32%，较年初增加6.38个百分点；全部债务资本化比率64.14%，较年初增加8.54个百分点；长期债务资本化比率61.40%，较年初增加9.62个百分点，合景泰富债务负担有所加重。

截至2016年底，合景泰富所有者权益合计240.09亿元，较年初增加7.38%，主要系储备增加所致；其中归属于母公司所有者权益合计239.50亿元，占比99.76%。归属于母公司的权益中储备占比98.77%，已发行股本占比1.23%，权益结构稳定性较弱。

总体看，合景泰富负债规模较高，以流动负债为主；流动负债中应付共同控制实体之账款占比较大；非流动负债以长期借款为主；合景泰富债务负担有所加重。所有者权益中储备占比较大，结构稳定性较弱。

盈利能力

2016年，合景泰富实现收入88.65亿元，较上年增长6.30%；实现税前利润45.27亿元，较上年下降2.89%；实现年度利润34.62亿元，较上年增加1.42%。

2016年，合景泰富营业开支12.92亿元，同比增长22.90%，主要系合景泰富经营规模扩大，费用支出增加所致；合景泰富营业开支占收入比重由上年12.60%上升为14.57%。

2016年，合景泰富实现权益性投资损益21.30亿元，占除税前利润比例为47.04%，合营企业的

经营状况对其盈利水平影响很大。

总体看，合景泰富盈利水平较上年略有上涨，合营企业经营状况对其影响很大，但合营企业主要为房地产行业企业，其状况与合景泰富主业相关性高。

现金流

2016年合景泰富经营活动现金流净额为-20.91亿元，由上年的净流入转为净流出状态，主要是购地支出与营运资本投资增加所致。

2016年合景泰富投资活动现金流净额为33.18亿元，由上年的净流出转为净流入状态，主要系合营企业回款大幅增加所致。

2016年合景泰富融资活动现金流净额为135.80亿元，较上年增长618.69%，主要系合景泰富子公司发行债券所致。

总体看，合景泰富经营活动产生的现金流由净流入转为净流出，投资活动现金呈净流入状态，考虑到合景泰富在建项目较多情况，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 2016 年底，合景泰富流动比率和速动比率分别由上年的 1.32 倍和 0.47 倍上升为 1.58 倍和 0.63 倍，主要系货币资金大幅增长所致；现金短期债务比由上年的 2.75 倍升至 5.42 倍；合景泰富短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016 年，合景泰富 EBITDA 为 48.37 亿元，较上年变化不大，其中折旧与摊销占比 3.10%、计入财务费用的利息支出占比 3.30%，除税前利润占比 93.60%。2016 年 EBITDA 全部债务比为 0.11 倍，较上年比值 0.17 倍有所下降；2016 年，合景泰富 EBITDA 利息倍数由上年的 2.13 倍下降至 1.78 倍，EBITDA 对利息与全部债务的覆盖能力一般。合景泰富长期偿债能力一般。

总体看，合景泰富短期偿债能力较强，长期偿债能力一般；但考虑到合景泰富在建项目的规模较大，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2016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2.98%、所有者权益总额的13.74%，整体占比较低。

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”的信用状况仍具有显著的提升作用。

九、综合评价

公司以高素质物业的开发为主营业务，2016年，公司年度协议销售面积与协议销售金额保持较大规模，同时，公司土地储备规模较大，成本较为合理，区域分布状况良好，为以后销售收入增长与利润实现提供一定的支撑；公司资产质量较好，债务负担有所减轻，债务结构较为合理。联合评级也关注到房地产调控再度趋严、公司开发节奏较慢、在建项目投资压力大、所有者权益稳定性弱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。

“15合景01”和“15合景02”由合景泰富提供不可撤销连带责任保证担保。2016年，合景泰

富资产规模进一步增长，经营状况较为稳定，在行业内具有很强的品牌影响力。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“15合景01”和“15合景02”的信用状况具有显著的积极影响。

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

附件1 广州合景房地产开发有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	357.55	402.74
所有者权益（亿元）	88.71	101.77
短期债务（亿元）	4.40	17.98
长期债务（亿元）	71.86	45.22
全部债务（亿元）	76.26	63.20
营业收入（亿元）	33.56	57.88
净利润（亿元）	9.98	15.27
EBITDA（亿元）	12.20	20.07
经营性净现金流（亿元）	-28.34	-0.67
应收账款周转次数(次)	36.96	94.88
存货周转次数（次）	0.17	0.24
总资产周转次数（次）	0.10	0.15
现金收入比率（%）	118.77	117.83
总资本收益率（%）	7.47	10.17
总资产报酬率（%）	3.61	5.18
净资产收益率（%）	11.61	16.03
营业利润率（%）	26.98	33.10
费用收入比（%）	11.10	8.64
资产负债率（%）	75.19	74.73
全部债务资本化比率（%）	46.23	38.31
长期债务资本化比率（%）	44.75	30.76
EBITDA 利息倍数（倍）	3.59	4.33
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.32
流动比率（倍）	1.53	1.32
速动比率（倍）	0.89	0.61
现金短期债务比（倍）	21.54	4.01
经营现金流动负债比率（%）	-14.71	-0.27
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.37	0.61

注：1、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；2、EBITDA/待偿本金合计= EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件2　合景泰富地产控股有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	796.81	1,107.42
所有者权益（亿元）	223.59	240.09
短期债务（亿元）	39.83	47.54
长期债务（亿元）	240.15	381.96
全部债务（亿元）	279.98	429.50
营业收入（亿元）	83.40	88.65
净利润（亿元）	34.16	34.64
EBITDA（亿元）	48.32	48.37
经营性净现金流（亿元）	3.01	-20.91
应收账款周转次数(次)	2.74	3.74
存货周转次数（次）	0.29	1.29
总资产周转次数（次）	0.21	1.21
总资本收益率（%）	7.19	6.18
总资产报酬率（%）	6.99	7.99
净资产收益率（%）	17.12	18.12
营业利润率（%）	35.85	34.04
资产负债率（%）	71.94	78.32
全部债务资本化比率（%）	55.60	64.14
长期债务资本化比率（%）	51.79	61.40
EBITDA 利息倍数（倍）	2.13	1.78
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.11
流动比率（倍）	1.32	1.58
速动比率（倍）	0.47	0.63
现金短期债务比（倍）	2.75	5.42
经营现金流动负债比率（%）	0.93	-4.42

注：1、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；2、EBITDA/待偿本金合计= EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	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 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。