跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1394 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“15 合景 01”和“15 合景 02”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”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月二十七日

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 2018 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）	AAA	AAA	2017/6/27
15 合景 02	8 亿元	7 年（5+2）	AAA	AAA	2017/6/27

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：2018 年 6 月 27 日

主要财务数据：

项　目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	402.74	435.63
所有者权益（亿元）	101.77	125.36
长期债务（亿元）	45.22	111.17
全部债务（亿元）	63.20	116.44
营业收入（亿元）	57.88	78.73
净利润（亿元）	15.27	23.59
EBITDA（亿元）	20.07	32.36
经营性净现金流（亿元）	-0.67	-53.79
营业利润率（%）	33.10	37.93
净资产收益率（%）	16.03	20.77
资产负债率（%）	74.73	71.22
全部债务资本化比率（%）	38.31	48.15
流动比率（倍）	1.32	1.85
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	4.53	7.52
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.61	0.98

担保方

项　目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	1,107.42	1349.45
权益总计（亿元）	240.09	282.46
营业额（亿元）	88.65	115.43
年度利润（亿元）	34.62	36.05
资产负债率（%）	78.32	79.07

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”）以高规格物业的开发为主营业务，2017年，公司年度协议销售面积与协议销售金额保持增长，同时，公司土地储备规模较大，成本较为合理，区域分布良好，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、公司其他应收款对资金形成占用、关联担保比例较大及2019~2020年集中偿付压力大等因素对公司信用状况带来的不利影响。

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。2017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“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 3~5 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，债务结构合理。

4．2017 年，担保方合景泰富资产和收入规模进一步增加，经营状况较为稳定，其所提供的担保对“15 合景 01”和“15 合景 02”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，很多一二线城市均实行限购限贷政策。公司项目分布在中国十余座城市，易受当地房地产政策的影响。

2．公司其他应收款中关联往来款规模较大，对公司资金形成一定的占用。受开发项目开发销售进度和款项结算等影响，2017 年公司经营活动产生的净现金流与现金及现金等价物净增加额均为负值。

3．公司关联担保比重较大，目前被担保方经营情况和财务情况良好，整体或有负债风险可控，若未来被担保方经营不善，公司仍存在或有负债风险。

4．公司2019~2020年到期或附投资者回售选择权债券本金合计规模较大，存在集中偿付压力。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次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：

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2017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 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017年，公司组织结构及营业范围未发生重大变化。截至2017年底，公司合并范围内的子公司合计99家，拥有员工890人。

截至2017年底，公司合并资产总额435.63亿元，负债合计310.27亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计125.36亿元，其中归属于母公司所有者权益为118.44亿元。2017年，公司实现营业收入78.73亿元，净利润（含少数股东损益）23.59亿元，其中归属于母公司的所有者的净利润23.48亿元；经营活动产生的现金流量净额-53.79亿元，现金及现金等价物增加额-4.94亿元。

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（单位：亿元、年、%）

债券名称	证券代码	债券金额	债券期限	票面利率
15 合景 01	136101.SH	25.00	6（3+3）	4.94
15 合景 02	136102.SH	8.00	7（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年底，该账户资金已经使用完毕，全部用于补充营运资金及偿还借款，使用用途与募集说明书一致。2017年12月17日，公司已按期完成“15合景01”和“15合景02”债券的付息工作。2018年末，“15合景01”附投资者回售选择权。

三、行业分析

1. 行业概况

2017年，全国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，增速较上年回升0.16个百分点；其中，住宅投资75,148亿元，同比增长9.38%，增速提高3.02个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为68.44%；办公楼投资6,761亿元，同比增长3.49%，增速降低2.87个百分点，占房地产开发投资比重为6.16%；商业营业用房投资15,639亿元，同比减少1.26%，占房地产开发投资比重为14.24%。从地区分布看，2017年，东部地区房地产开发投资58,023亿元，同比增长3.18%；中部地区投资23,884亿元，同比增长2.57%；西部地区投资23,877亿元，同比增长3.54%；东北地区投资4,015亿元，同比增长1.00%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地供应方面，2017年，全国300个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。除二线城市土地推出面积同比增加8%外，一线城市和三线城市同比分别减少20%和6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增3%，二线和三线城市同比分别减少3%和15%；一、二、三线城市的土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为28%和39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为30%和57%，二线城市增幅为13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了11个百分点。

（2）开发资金来源状况

2017年，全年房地产开发企业到位资金156,053亿元，同比增长8.20%，增速较上年下降7.00个百分点。其中，国内贷款25,242亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872亿元，同比增长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%。

（3）市场供需情况

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%。其中，住宅销售面积同比增长5.30%，办公楼销售面积同比增长24.30%，商业营业用房销售面积同比增长18.70%；住宅销售额同比增长11.30%，办公楼销售额同比增长17.50%，商业营业用房销售额同比增长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少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%。

（4）销售价格情况

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。

3. 竞争格局

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占比分别为15.38%和20.03%，分别较上年提高3.19和4.09个百分点。据克而瑞统计，2017年千亿房企阵营增加到17家，销售额Top10的门槛提升到1,500亿元，再次呈现强者恒强局面。

4．行业政策

2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017年4月6日，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》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在36个月以上的，应停止供地；36~18个月的，要减少供地；12~6个月的，要增加供地；6个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。2017年7月下旬，中共中央政治局召开了会议，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”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租售法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部等9部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取12个城市先行试点。2017年8月3日，北京市城乡和住房建设委对《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》面向社会各界公开征求意见，希望通过引入政府与购房人按份共有产权，有效调节产权比例，对引导新的住房消费理念有重要影响。

2017年10月18日，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18日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，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，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。2018年3月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。

总体看，2017年，政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，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。

5．行业关注

（1）行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2017年底，Wind资讯的地产行业资产负债率为78.18%，较2016年底提高了1.51个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，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，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

（2）房地产调控政策不放松，但实行差异化调控

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改 变。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型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

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。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

四、管理分析

2017年，公司董事、监事、高级管理人员未发生变化，经营团队及核心技术团队保持稳定。各项管理制度连续、治理结构未发生变化，整体运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

公司业务主要包括房地产销售、酒店运营和投资物业，较上年无变化。2017年，公司实现营业收入78.73亿元，较上年增长36.02%，主要系房地产销售收入结转较多所致；实现净利润23.59亿元，较上年增长54.55%。

从收入构成来看，房地产开发仍是公司收入的主要来源，2017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77.66亿元，较上年大幅增长45.13%，房地产销售收入占营业收入比重由上年的92.45%上升至98.64%。酒店运营收入来源于广州东圃福朋喜来登酒店，2017年，公司酒店运营收入0.73亿元，同比增长8.96%，主要系公司酒店的入住率和平均房价上涨所致；酒店运营收入占营业收入比重为0.93%。2017年实现工程业务收入0，主要系2016年内因股权稀释致使所有附属工程业务公司的控制权转移，2017年无任何附属工程业务公司所致；其他业务主要为租赁业务，2017年，公司其他业务收入为0.34亿元，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，2017年公司房地产销售毛利率有所上升，为41.62%。2017年，酒店销售毛利率为44.90%，变动不大。2017年，公司其他业务收入毛利率为-28.22%，毛利率由正转负，主要系2016年包含在房地产销售成本中的部分成本重分类至其他业务成本中所致。受上述因素影响，2017年，公司综合毛利率为41.33%。

表 2　2016~2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售收入	53.51	92.45	37.13	77.66	98.64	41.62
酒店运营	0.67	1.16	42.33	0.73	0.93	44.90
工程收入	3.39	5.86	56.24	--	--	--
其他	0.31	0.53	45.63	0.34	0.43	-28.22
合计	**57.88**	**100.00**	**38.36**	**78.73**	**100.00**	**41.33**

资料来源：公司审计报告

总体看，2017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、酒店经营和投资物业四个业务板块。

（1）房地产开发与销售

土地储备

2017年，公司仍保持一定的拿地速度，公司获取土地主要位于重庆市、柳州市和中山市等地，储备占地面积合计为57.00万平方米，对应的权益规划建筑面积为105.37万平方米，新获取土地楼面均价为5,794.00元/平方米，成本较合理。

截至2017年底，公司共持有项目土地面积622.02万平方米，对应权益建筑面积804.55万平方米，存量土地储备470.05万平方米，土地储备较为充足。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 2017 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、%）

区域	项目土地面积		权益规划建筑面积		存量土地储备	
	面积	占比	面积	占比	面积	占比
北京	37.62	6.05	24.50	3.05	0.87	0.19
广州	21.95	3.53	48.17	5.99	26.82	5.71
成都	110.86	17.82	150.65	18.72	95.31	20.28
南宁	48.37	7.78	115.25	14.32	92.07	19.59
海南	64.86	10.43	47.86	5.95	36.69	7.81
杭州	9.31	1.50	20.95	2.60	0.60	0.13
上海	62.05	9.98	90.16	11.21	39.15	8.33
苏州	54.37	8.74	130.95	16.28	26.57	5.65
天津	146.33	23.52	59.23	7.36	40.54	8.62
合肥	3.70	0.59	4.11	0.51	4.11	0.87
南京	5.53	0.89	7.31	0.91	1.91	0.41
常熟	11.00	1.77	5.32	0.66	5.32	1.13
丽水	8.66	1.39	7.56	0.94	7.56	1.61
重庆	11.78	1.89	43.78	5.44	43.78	9.31
太仓	5.90	0.95	11.69	1.45	11.69	2.49
肇庆	6.23	1.00	6.16	0.77	6.16	1.31
中山	5.17	0.83	14.24	1.77	14.24	3.03
柳州	8.33	1.34	16.66	2.07	16.66	3.54
合计	**622.02**	**100.00**	**804.55**	**100.00**	**470.05**	**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，区域分布状况良好，公司土地储备质量较好。

项目开发

2017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。2017年，公司开发速度大幅提升，新开工面积73.65万平方米，较上年大幅增长287.63%；竣工面积59.03万平方米，较上年增长73.52%。截至2017年底，公司在建面积为192.20万平方米，维持在较高水平。

表4　2016~2017年公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年
新开工面积	19.00	73.65
竣工面积	34.02	59.03
在建面积	221.05	192.20

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2017年底，公司在建/拟建项目39个，项目权益总建筑面积804.55万平方米，计划总投资777.63亿元，已完成投资641.59亿元，尚需投资136.04亿元，资本支出压力一般。

表 5　截至 2017 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	权益总建筑面积	预计总投资	已完成投资
北京	1	24.50	29.63	29.56
广州	2	48.17	46.52	42.15
成都	2	150.65	118.08	97.89
南宁	4	115.25	61.84	29.92
海南	1	47.86	17.41	13.83
杭州	3	20.95	30.70	30.63
上海	7	90.16	173.20	166.79
苏州	4	130.95	97.60	96.57
天津	4	59.23	70.04	64.70
合肥	1	4.11	7.49	6.67
南京	1	7.31	11.62	10.94
常熟	2	5.32	5.91	3.81
丽水	1	7.56	9.54	6.70
重庆	2	43.78	46.38	23.70
太仓	1	11.69	13.24	7.86
肇庆	1	6.16	6.26	0.50
中山	1	14.24	14.95	8.74
柳州	1	16.66	17.21	0.62
合计	**39**	**804.55**	**777.62**	**641.58**

资料来源：公司提供，不含酒店与尾货

总体看，公司2017年开发力度加快，新开工与竣工面积均大幅上升；公司在建/拟建项目规模较大，尚需投资额规模一般，面临的资本支出压力一般。

房屋销售

2017年，公司自有销售团队的销售占比较高，约为60%；其余为代理销售。从销售数据来看，2017年，公司实现协议销售面积83.76万平方米，同比涨幅较小；协议销售金额121.58亿元，较上年增长14.53%；2017年协议销售均价较上年有所上升，为1.45万元/平方米，主要系公司销售项目的区位变化所致。2017年，公司的销售回款率为85.00%，较上年变动较小。

表 6　2016~2017 年公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2016 年	2017 年
协议销售面积	82.51	83.76
协议销售金额	106.16	121.58
协议销售均价	1.29	1.45
结转收入面积	58.65	59.03
结转收入	81.45	95.84

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司权益可售面积合计740.70万平方米，权益已售面积合计396.99万平方米，待售面积343.71万平方米，公司待售面积规模较大，能够满足未来3~5年的销售需求。

总体看，2017年，公司年度协议销售面积与协议销售金额均保持增长，同时，公司待售面积

规模较大，能够满足公司未来3~5年的销售需求。

（2）酒店运营

截至2017年底，公司持有的酒店中，广州东圃福朋喜来登酒店四星级商务酒店，该酒店拥有300间客房，平均房价529元/间，年入住率由上年的71.60%增加为82.00%。

2017年，公司酒店运营总收入为0.73亿元，较上年增加8.96%，主要系广州东圃福朋喜来登酒店入住率上升所致。

截至2017年底，公司在建酒店四处，分别是成都W酒店，权益建筑面积5.00万平方米，为五星级酒店；苏州万怡酒店，权益建筑面积2.43万平方米；苏州威斯汀酒店，权益建筑面积为4.80万平方米；文昌月亮湾凯悦酒店，权益建筑面积为5.30万平方米。公司拟建酒店为五处。公司在建拟建酒店的总建筑面积为36.26万平方米，预计总投入为46.20亿元，已完成投资24.70亿元，尚需投入21.50亿元。

总体看，2017年，随着公司新增酒店及酒店入住率上升，公司酒店运营收入较上年有所增加；公司在建拟建酒店共九处，后续资金需求较大；未来随着公司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．经营关注

公司项目分布在中国一线城市和经济总量与人口排名靠前的二线城市为主，很多一二线城市实行限购限贷政策，公司经营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。

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2017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，2017年公司新增加子公司45个，主要为新设或非同一控制下合并公司；减少子公司2个，主要系股权稀释，公司不再有控制权所致。截至2017年底公司合并范围内的子公司合计99家。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2017年底，公司合并资产总额435.63亿元，负债合计310.27亿元，所有者权益（含少数股东权益）125.36亿元，其中归属于母公司所有者权益为118.44亿元。2017年，公司实现营业收入78.73亿元，净利润（含少数股东损益）23.59亿元，其中归属于母公司所有者的净利润23.48亿元；经营活动产生的现金流量净额-53.79亿元，现金及现金等价物增加额-4.94亿元。

1. 资产质量

截至2017年底，公司资产规模435.63亿元，较年初增加8.17%，主要系流动资产增长所致。其中流动资产占比82.27%，非流动资产占比17.73%，资产构成较上年变化不大。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产为358.38亿元，较年初增加9.64%，主要系其他应收款规模增长所致。公司流动资产构成以货币资金（占比18.29%）、其他应收款（占比37.48%）和存货（占比42.40%）为主。

截至2017年底，公司货币资金为65.53亿元，较年初降低9.09%，主要系公司在建项目不断投入所致。公司的货币资金基本为银行存款；其中受限货币资金为4.18亿元，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6.38%，受限比例较小。

截至2017年底，公司其他应收款合计134.32亿元，较年初增加78.95%，主要是与合景泰富下属其他房地产开发公司关联往来款增加所致；公司其他应收款前五名合计占比24.87%，集中度一般，均为与其他房地产公司的往来款。公司其他应收款计提坏账准备286.30万元，计提比例0.02%；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2017年底，公司存货合计151.96亿元，较年初下降12.87%；其中土地成本占比69.42%，建安及其他成本占比30.58%。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2017年底，公司非流动资产总额为77.26亿元，较年初小幅增加1.81%，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67.67%）和在建工程（占比19.73%）为主。

截至2017年底，公司长期股权投资为52.28亿元，较年初增加7.12%，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2017年底，公司在建工程合计15.25亿元，较年初增加6.58%，主要系处于建设阶段的酒店资产项目增多所致。

截至2017年底，公司受限制的资产合计24.91亿元，其中受限货币资金4.18亿元，占比16.78%；用作贷款抵押物的存货及固定资产合计17.86亿元，占比71.70%。公司受限资产占资产总额的比重为5.72%，占比较小。

总体看，2017年，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；非流动资产以长期股权投资、在建工程为主；公司受限资产规模较小；整体资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

负债

截至2017年底，公司负债合计310.27亿元，较年初增加3.09%，主要系非流动负债增长所致。其中流动负债占比62.52%，非流动负债占比37.48%，流动负债占比下降较多。

截至2017年底，公司流动负债合计193.98亿元，较年初减少21.88%，主要系预收款项、其他应付款与一年到期的非流动负债减少所致。公司流动负债构成以应付账款（占比9.93%）和其他应付款（占比78.18%）为主。

截至2017年底，公司应付账款账面价值为19.27亿元，较年初增长42.13%，主要系应付工程及材料款增加所致。

截至2017年底，公司其他应付款合计151.66亿元，较年初减少15.48%，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2017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，合计占公司其他应付款总额的59.52%，集中度较高。

截至2017年底，公司非流动负债合计116.30亿元，较年初大幅增长120.86%，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16.14%）和应付债券（占比79.45%）为主。

截至2017年底，公司长期借款18.78亿元，较年初增加50.22%，主要系公司房地产开发需求增加致使向银行借款增加所致；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。其中，2019年到期6.93亿元，2020年到期6.41亿元，2021年及以后到期5.44亿元。

截至2017年底，公司应付债券92.39亿元，较2016年增长182.38%，系公司2017年发行合计金额60.00亿元的公司债券（“17合景01”、“17合景02”、“17合景03”和“17合景04”）。2018年附投资者回售选择权到期债券本金合计为25.00亿元；2019年附投资者回售选择权到期债券本金合计为41.60亿元；2020年到期或附投资者回售选择权到期债券本金合计为68.00亿元；2019~2020年公司集中偿付压力较大。

表7　截至2017年底公司存续债券情况（单位：年、亿元、%）

债券名称	发行日期	债券期限	债券规模	票面利率
15 合景 01	2015-12-17	6（3+3）	25.00	4.94
15 合景 02	2015-12-17	7（5+2）	8.00	6.15
17 合景 01	2017-09-25	5（3+2）	10.00	7.85
17 合景 02	2017-09-25	3（2+1）	20.00	7.50
17 合景 03	2017-10-16	5（3+2）	8.40	8.00
17 合景 04	2017-10-16	3（2+1）	21.60	7.50

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司全部债务合计116.44亿元，较年初增加84.24%，主要系公司发行债券所致。其中，短期债务为5.27亿元（占比4.53%），较年初减少70.69%，主要系一年内到期的长期借款大幅减少所致；长期债务为111.17亿元（占比95.47%），较年初增长145.85%，主要系公司发行合计金额为60.00亿元债券所致。截至2017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71.22%、48.15%和47.00%，其中，资产负债率较年初下降3.51个百分点，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较年初增长9.84个百分点和16.24个百分点，公司债务负担有所加重，但债务负担一般。

总体看，2017年，公司负债结构仍以流动负债为主，非流动负债占比有所上升；随着公司发行债券，公司债务负担加重，但债务结构较为合理；公司2019~2020年集中偿付压力较大。

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计125.36亿元，较年初增加23.18%，主要系未分配利润增加所致。归属于母公司所有者权益为118.44亿元，其中，实收资本占比6.45%、盈余公积占比1.25%、未分配利润占比92.29%，未分配利润占比大，权益稳定性弱。

总体看，2017年，公司所有者权益中未分配利润占比高，结构稳定性弱。

3. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入78.73亿元，较上年增长36.02%，主要系房地产结转面积增长所致；实现营业利润27.79亿元，较上年增长67.44%；实现净利润23.59亿元，较上年增长54.55%，其中归属于母公司所有者的净利润23.48亿元。

从期间费用来看，2017年，公司期间费用总额为5.04亿元，较上年小幅增长0.76%。2017年，公司销售费用为2.55亿元（占比50.49%），较上年增长21.48%，主要系销售代理及奖金增长所致；管理费用为1.34亿元（占比26.68%），较上年下降24.70%，主要系公司办公费减少所致；财务费用为1.15亿元（占比22.83%），较上年小幅增加2.60%。2017年，公司费用收入比为6.40%，较上年下降2.24个百分点，公司费用控制能力有所增强。

从利润构成看，公司2017年投资收益为2.99亿元，较上年增加22.68%，主要系公司持有南京凯瑞置业有限公司、广州市辉兆商务服务有限公司和上海真东职业有限公司等长期股权投资产生的收益增加所致。投资收益占公司营业利润的10.78%，对公司盈利影响一般。从营业外收入来看，2017年营业外收入为2.36亿元，主要为委贷利息收入、服务费与品牌使用费等，占利润总额比例为7.86%，占比较小。

从各项盈利指标来看，2017年，公司营业利润率为37.93%，较上年增加4.83个百分点。受公司盈利水平上升等影响，2017年公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为12.54%、7.61%和20.77%，分别较上年增长2.37个百分点、2.43个百分点和4.74个百分点。

总体看，2017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，2017年，公司经营活动现金流入55.82亿元，较上年下降24.54%，主要系部分房屋销售只收到了订金或首期款，且按揭规模额度紧张，大部份按揭款未能及时放款所致。2017年，公司经营活动现金流出109.61亿元，较上年增长46.84%，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，2017年，公司经营活动产生的现金流量净额为-53.79亿元，持续为净流出，且净流出规模大幅增加。

投资活动方面，2017年，公司投资活动现金流入106.13万元，较上年下降99.68%，主要系公司投资合营联营企业收回的现金减少所致。2017年，公司投资活动现金流出0.62亿元，较上年下降80.93%，主要系公司对合营联营企业的投资减少所致。受上述因素影响，2017年，公司投资活动现金流量净额为-0.61亿元，由上年净流入转为净流出。

筹资活动方面，2017年，公司筹资活动现金流入87.78亿元，较上年大幅增长118.08%，主要系公司发行债券，筹资规模较大所致。2017年，公司筹资活动现金流出38.32亿元，较上年下降37.12%，主要系公司偿还债务规模大幅下降所致。受上述因素影响，2017年，公司筹资活动现金

流量净额为49.46亿元，由上年的净流出转为净流入状态。

总体看，2017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；受公司融资规模增大影响，公司筹资活动现金呈净流入状态。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别由上年的1.32倍和0.61倍上升至1.85倍和1.06倍，主要系一年内到期的长期借款转入流动负债金额减少所致。受一年内到期的非流动负债减少的影响，公司现金短期债务比由上年的4.01倍上升为12.43倍。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2017年，公司EBITDA为32.36亿元，较上年增长61.26%，主要系利润总额增长所致；公司EBITDA主要由利润总额（占比92.74%）和计入财务费用的利息支出（占比5.88%）构成。2017年，公司EBITDA利息倍数由上年的4.53倍上升至7.52倍，EBITDA全部债务比由上年的0.32倍下降至0.28倍，EBITDA对利息的保障能力较强，对全部债务的保障能力一般。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2018年3月底，公司在各银行获得综合授信额度合计388.07亿元，其中尚未使用的授信额度为168.35亿元，融资渠道较畅通。

截至2017年底，公司尚未履行及未履行完毕的对外担保金额70.34亿元，均为对关联方的担保，占净资产比例为56.11%，占比较大，且被担保方经营情况和财务情况良好，整体或有负债风险可控。若未来被担保方出现经营异常情况，公司仍存在或有负债风险。

截至2018年3月底，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G1044011600821440S的银行征信报告（本部），截至2018年4月11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

截至2017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65.53亿元，约为“15合景01”、“15合景02”本金合计（33亿元）的1.99倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达125.36亿元，约为债券本金合计（33亿元）的3.80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。

2017年，公司EBITDA为32.36亿元，约为“15合景01”、“15合景02”债券本金合计（33亿元）的0.98倍，公司EBITDA对“15合景01”、“15合景02”债券的覆盖程度较高。

公司2017年经营活动产生的现金流入55.82亿元，约为“15合景01”、“15合景02”债券本金合计（33亿元）的1.69倍，公司经营活动现金流入量对“15合景01”、“15合景02”债券的覆盖程度较低。

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、债券担保方分析

15合景01”、“15合景02”的担保方合景泰富成立于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2017年底，公司第一大股东为晋得顾问有限公司，持股51.11%；实际控制人为孔健岷。

2017年，合景泰富经营范围未发生重大变化。

截至2017年底，合景泰富的合并资产总额1,349.45亿元，负债总额1,066.99亿元，所有者权益（含少数股东权益）为282.46亿元，其中归属于母公司所有者权益为276.07亿元。2017年，合景泰富实现合并营业收入115.43亿元，净利润（含少数股东损益）36.05亿元，其中归属于母公司的所有者的净利润36.20亿元；经营活动产生的现金流量净额-94.69亿元，现金及现金等价物净增加额134.59亿元。

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。2017年，合景泰富经营较为稳定，全年实现营业总收入115.43亿元，同比增长30.20%；2017年合景泰富年度净利润为36.05亿元，同比增长4.14%。

从收入构成情况来看，2017年房地产开发销售营业收入104.32亿元，同比增长31.67%，主要系公司房地产交付面积增加所致；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。2017年，合景泰富酒店运营收入为4.24亿元，同比增长8.72%，主要系酒店运营逐渐成熟，入住率提高及公司新增酒店所致；酒店运营收入占比为3.68%。2017年，合景泰富物业管理收入为4.55亿元，同比增长22.97%，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3.94%，较上年变化不大。2017年，合景泰富物业投资收入为2.31亿元，同比增长26.92%；物业投资收入占比为2.00%，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，2017年合景泰富毛利率为34.83%，较上年上升0.20个百分点，变动较小。

表 8　2016~2017 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	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发销售	79.23	89.37	34.63	104.32	90.38	34.83
酒店运营	3.90	4.40		4.24	3.68	
物业投资	1.82	2.06		2.31	2.00	
物业管理服务	3.70	4.17		4.55	3.94	
合计	**88.65**	**100.00**		**115.43**	**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，2017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，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。2017年，合景泰富共获取土地储备面积为272.14万平方米，对应的按权益规划的建筑面积为335.00万平方米。2017年新获取土地中，主要位于重庆、武汉、合肥、苏州、肇庆、香港等22个城市，楼面均价为8,000.00元/平方米，成本较合理。若除去香港，成本均价为4,900.00元/平方米。

截至2017年底，合景泰富土地储备情况如下表所示。

表9　截至2017年底合景泰富土地储备情况（单位：万平方米）

地区	项目数量	权益规划建筑面积	按权益计算建筑面积
广州	18	513.46	343.11
苏州	10	177.95	49.08
成都	4	252.16	126.01
北京	8	111.65	39.46
天津	5	121.30	92.11
上海	7	107.58	47.93
海南	3	83.20	57.62
南宁	4	145.20	113.52
南京	1	7.31	1.91
杭州	8	51.40	26.34
佛山	3	164.43	146.00
合肥	4	32.88	32.88
武汉	3	37.16	37.16
嘉兴	2	13.43	13.43
台州	2	19.37	19.37
济南	1	15.13	15.13
徐州	1	15.32	15.32
香港	2	6.21	6.21
常熟	2	5.35	5.35
丽水	1	7.64	7.64
重庆	2	43.78	43.78
太仓	1	11.80	11.80
无锡	2	11.51	11.51
肇庆	2	25.49	25.49
中山	1	14.24	14.24
南通	1	10.47	10.47
柳州	1	16.66	16.66
绍兴	1	5.55	5.55
深圳	1	11.93	11.93
合计	**101**	**2,039.56**	**1,347.01**

资料来源：合景泰富提供

截至2017年底，合景泰富共持有土地储备权益规划建筑面积2,039.56万平方米，权益建筑面积1,347.01万平方米（不含尾货），土地储备充足。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，截至2017年底，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。2017年，合景泰富新开工面积较上年增长53.13%至245.00万平方米；合景泰富竣工面积126.10万平方米，较上年变动不大。截至2017年底，合景泰富在建面积645.00万平方米。

表 10　2016~2017 年合景泰富主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2016年	2017年
新开工面积	160.00	245.00
竣工面积	123.10	126.10
在建面积	400.00	645.00

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中合景泰富权益部分。

从在建/拟建项目来看，截至2017年底，合景泰富在建/拟建项目存量建筑面积1,347.01万平方米；项目计划总投资2,046.19亿元，已完成投资为1,575.71亿元，尚需投资470.48亿元，未来投资需求较大。

表11　截至2017年底合景泰富在建/拟建项目情况（单位：个、万平方米、万元）

区域	项目数量	截至 2017 年底存量建筑面积	预计总投资	截至 2017 年底已投资
广州	18	343.11	3,804,321	3,095,865
苏州	10	49.08	1,450,075	1,346,419
成都	4	126.01	1,924,943	1,628,548
北京	8	39.46	1,883,022	1,717,109
天津	5	92.11	1,348,547	1,207,200
上海	7	47.93	2,008,023	1,941,820
海南	3	57.62	432,459	363,622
南宁	4	113.52	781,694	382,134
南京	1	1.91	116,185	109,398
杭州	8	26.34	927,120	870,239
佛山	3	146.00	1,575,342	708,101
合肥	4	32.88	394,111	268,098
武汉	3	37.16	231,894	12,130
嘉兴	2	13.43	155,967	104,602
台州	2	19.37	206,881	132,056
济南	1	15.13	102,368	75,332
徐州	1	15.32	97,679	35,184
香港	2	6.21	1,235,958	1,031,813
常熟	2	5.35	59,435	38,288
丽水	1	7.64	96,419	67,711
重庆	2	43.78	463,772	236,988
太仓	1	11.80	133,800	79,435
无锡	2	11.51	149,003	71,639
肇庆	2	25.49	199,907	18,450

中山	1	14.24	149,526	87,402
南通	1	10.47	99,445	-
柳州	1	16.66	172,138	6,220
绍兴	1	5.55	83,717	-
深圳	1	11.93	178,137	121,321
合计	**101**	**1,347.01**	**20,461,888**	**15,757,124**

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，2017年，合景泰富开发节奏提速，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本支出压力。

房屋销售

从销售情况来看，2017年，合景泰富协议销售面积180.09万平方米，较上年小幅增长；协议销售金额286.82亿元，较上年增长28.62%，主要系房地产行业景气度较高所致。受销售项目区位影响，协议销售均价上升至1.60万元/平方米。2017年，公司结转收入金额为195.74亿元，同比增长18.45%。

表 12　2016~2017 年合景泰富发展物业运营数据（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项目	2016 年	2017 年
协议销售面积	170.34	180.09
协议销售金额	223.00	286.82
协议销售均价	1.31	1.60
结转收入金额	165.25	195.74

资料来源：合景泰富提供

截至2017年底，合景泰富权益可售面积合计1,821.21万平方米，权益已售面积合计817.46万平方米，待售面积1,003.77万平方米，合景泰富待售面积规模较大，能够满足未来5~6年的销售需求。

总体看，2017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5~6年的销售需求。

（3）酒店运营、物业投资及物业管理

截至2017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、花都木莲庄、广州木莲庄和杭州木莲庄等6家酒店。2017年合景泰富酒店运营收入4.24亿元，同比增长8.72%。

表 13　截至 2017 年底合景泰富持有酒店情况（单位：%）

经营性物业项目	所在区域	2017 年平均入住率
广州 W 酒店	广州	80
福朋喜来登	广州	82
花都木莲庄	广州	40
广州木莲庄	广州	80
杭州木莲庄	杭州	80
成都木莲庄	成都	52

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，2017年，合景泰富物业投资收入为2.31亿元，同比增长26.92%，主要系增加了部分商铺物业出租项目所致。

2017年，合景泰富物业管理收入为4.55亿元，同比增长22.97%，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。

总体看，2017年，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在中国一二线城市，很多一二线城市均实行限购限贷政策，公司经营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。

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2,046.19亿元，已完成投资为1,575.71亿元，尚需投资470.48亿元，未来投资需求较大。

2. 财务分析

合景泰富提供的2017年合并财务报表已经安永会计师事务所有限公司审计，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。2017年，合景泰富合并范围增加88家子公司，减少5家子公司，由于合景泰富主营业务未变，合景泰富财务数据可比性较强。

截至2017年底，合景泰富的合并资产总额1,349.45亿元，负债总额1,066.99亿元，所有者权益（含少数股东权益）为282.46亿元，其中归属于母公司所有者权益为276.07亿元。2017年，合景泰富实现合并营业收入115.43亿元，净利润（含少数股东损益）36.05亿元，其中归属于母公司的所有者的净利润36.20亿元；经营活动产生的现金流量净额-94.69亿元，现金及现金等价物净增加额134.59亿元。

资产

截至2017年底，合景泰富资产总额1,349.45亿元，较年初增长21.86%，流动资产和非流动资产均有所增加。其中流动资产占比60.57%，非流动资产占比39.43%，流动资产占比较大。

截至2017年底，合景泰富流动资产合计817.38亿元，较年初增长9.06%，主要系现金及现金等价物增长所致。合景泰富流动资产以现金及现金等值项目（占比47.96%）、在建物业（占比37.81%）和持作销售用途的竣工物业（占比8.00%）为主。截至2017年底，合景泰富现金及现金等值项目为391.99亿元，较年初增长52.11%，主要系筹资活动取得借款增加所致；受限制现金为12.68亿元，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2017年底，合景泰富在建物业账面价值为309.08亿元，较年初下降19.73%，主要系公司合计9.12亿元的在建物业转至投资物业所致；合景泰富已抵押的自持物业账面金额合计95.64亿元，占比30.94%，占比一般。截至2017年底，合景泰富持作销售用途的竣工物业账面价值为65.40亿元，较年初小幅下降4.74%，其中已作抵押的账面金额为3.88亿元，占比5.93%，占比较小。

截至2017年底，合景泰富非流动资产合计532.07亿元，较年初增长48.64%，主要以投资物业（占比25.78%）、于合营企业的权益（占比60.31%）和物业、厂房及设备（占比7.84%）为主。截至2017年底，合景泰富投资物业137.19亿元，较年初增加30.24%，主要系部分在建物业转至投资物业所致；合景泰富已作抵押的投资物业账面金额合计67.31亿元，占比49.06%，占比较高。截

至2017年底，合景泰富物业、厂房及设备账面价值为41.74亿元，较年初增长7.28%，合景泰富已作抵押的物业、厂房及设备账面金额合计23.14亿元，占比55.44%。截至2017年底，合景泰富于合营企业的权益为320.91亿元，较年初增长68.92%，主要系对合营企业的垫款额大幅增加所致。合景泰富重大合营企业为成都市宏誉房地产开发有限公司和杭州隽安房地产开发有限公司，主营业务均为物业开发，合景泰富权益占比分别为50%和51%。

截至2017年底，合景泰富受限资产合计204.11亿元（包括货币资金12.68亿元，物业、厂房和设备23.14亿元，投资物业67.31亿元，土地使用权1.46亿元，在建物业95.64亿元，持作销售用途的竣工物业3.88亿元），占资产总额的比重为15.13%，占比一般。

总体看，2017年，合景泰富资产规模大幅增长，其中非流动资产增长较为明显，与合营企业的权益明显增加，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1,066.99亿元，较年初增长23.02%，主要系非流动负债增长所致；其中流动负债占比46.31%，非流动负债占比53.69%。

截至2017年底，合景泰富流动负债合计494.07亿元，较年初增加4.44%，主要系应付合营企业款项增长所致；合景泰富流动负债主要以短期借款（占比7.57%）、应付贸易账款及应付票据（占比5.35%）、其他应付款及应计款项（占比17.11%）、应付合营企业款项（占比56.53%）和应付税项（占比13.44%）构成。

截至2017年底，合景泰富应付贸易账款及应付票据账面价值26.44亿元，较年初下降54.04%；其他应付款及应计款项账面价值84.55亿元，较年初下降14.06%；应付合营企业款项余额为279.29亿元，较年初增加29.72%；短期借款余额37.41亿元，较年初减少21.31%；应付税项66.38亿元，较年初增加22.22%。

截至2017年底，合景泰富非流动负债572.92亿元，较年初增长45.32%，主要以长期借款（占比97.58%）为主。截至2017年底，长期借款账面价值为559.05亿元，较年初增加46.36%，主要系公司向银行申请的抵押贷款增加所致。

有息债务方面，截至2017年底，合景泰富全部债务合计596.45亿元，较年初增长38.87%，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6.27%和93.73%，债务结构合理。其中，短期债务共计37.41亿元，较年初减少21.31%，主要系抵押贷款大幅减少所致；长期债务共计559.05亿元，较年初增长46.36%，主要系公司向银行申请的长期抵押贷款增加所致。从债务指标来看，截至2017年底，合景泰富的资产负债率为79.07%，较年初增加0.75个百分点；全部债务资本化比率67.86%，较年初增加3.72个百分点；长期债务资本化比率66.43%，较年初增加5.03个百分点，合景泰富债务负担有所加重。

截至2017年底，合景泰富权益合计282.46亿元，较年初增加17.65%；其中本公司拥有人应占权益合计276.07亿元，占比97.74%。本公司拥有人应占权益中储备占比98.90%，已发行股本占比1.10%，权益结构稳定性较弱。

总体看，2017年，合景泰富负债规模较高，以非流动负债为主；流动负债中应付合营企业款项占比较大；非流动负债以长期借款为主；合景泰富债务负担有所加重。权益中储备占比较大，结构稳定性较弱。

盈利能力

2017年，合景泰富实现收入115.43亿元，较上年增长30.20%；实现税前利润47.12亿元，较上

年增长18.39%；实现年度利润36.05亿元，较上年增加4.14%。

2017年，合景泰富营业开支13.75亿元，同比增长7.28%，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14.75%下降为11.91%。

2017年，合景泰富实现权益性投资损益19.00亿元，占除税前利润比例为40.33%，合营企业的经营状况对其盈利水平影响很大。

总体看，2017年，合景泰富盈利水平较上年有所上涨，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

2017年合景泰富经营活动现金流净额为-94.69亿元，净流出规模持续增加，主要是公司新购地块支付款增加所致。

2017年合景泰富投资活动现金流净额为-20.43亿元，由上年的净流入转为净流出状态，主要系对合营企业的投资和向联营企业的垫款增加所致。

2017年合景泰富融资活动现金流净额为249.72亿元，较上年增长74.60%，主要系合景泰富新增银行贷款以及发行公司债券及优先票据所致。

总体看，2017年，合景泰富经营活动产生的现金流呈净流出状态，投资活动现金流由净流入转为净流出状态，投资活动现金流由净流入转为净流出状态，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2017年底，合景泰富流动比率和速动比率分别由上年的1.58倍和0.63倍上升为1.65倍和0.90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5.66倍升至10.82倍；合景泰富短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017年，合景泰富EBITDA为51.89亿元，较上年增长20.95%，其中折旧与摊销占比2.84%、计入财务费用的利息支出占比6.35%，除税前利润占比90.81%。2017年EBITDA全部债务比为0.09倍，较上年变动不大；2017年，合景泰富EBITDA利息倍数由上年的1.78倍下降至1.67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，2017年，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2017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2.45%、所有者权益总额的11.68%，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

2017年，公司年度协议销售面积与协议销售金额保持增长，公司土地储备规模较大，成本较为合理，区域分布良好，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、公司其他应收款对资金形成占用、关联担保比例较大以及2019~2020年集中偿付压力大等因素对公司信用状况带来的不利影响。

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。2017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“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	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	402.74	435.63
所有者权益（亿元）	101.77	125.36
短期债务（亿元）	17.98	5.27
长期债务（亿元）	45.22	111.17
全部债务（亿元）	63.20	116.44
营业收入（亿元）	57.88	78.73
净利润（亿元）	15.27	23.59
EBITDA（亿元）	20.07	32.36
经营性净现金流（亿元）	-0.67	-53.79
存货周转次数（次）	0.24	0.28
总资产周转次数（次）	0.15	0.19
现金收入比率（%）	117.83	70.88
总资本收益率（%）	10.17	12.54
总资产报酬率（%）	5.18	7.61
净资产收益率（%）	16.03	20.77
营业利润率（%）	33.10	37.93
费用收入比（%）	8.64	6.40
资产负债率（%）	74.73	71.22
全部债务资本化比率（%）	38.31	48.15
长期债务资本化比率（%）	30.76	47.00
EBITDA 利息倍数（倍）	4.53	7.52
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.28
流动比率（倍）	1.32	1.85
速动比率（倍）	0.61	1.06
现金短期债务比（倍）	4.01	12.43
经营现金流动负债比率（%）	-0.27	-27.73
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.61	0.98

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	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	1107.42	1,349.45
所有者权益（亿元）	240.09	282.46
短期债务（亿元）	47.54	37.41
长期债务（亿元）	381.96	559.05
全部债务（亿元）	429.50	596.45
营业额（亿元）	88.65	115.43
净利润（亿元）	34.62	36.05
EBITDA（亿元）	42.90	51.89
经营性净现金流（亿元）	-28.31	-94.69
存货周转次数（次）	0.16	0.18
总资产周转次数（次）	0.09	0.09
总资本收益率（%）	6.17	5.08
总资产报酬率（%）	4.35	4.10
净资产收益率（%）	14.93	13.80
营业利润率（%）	28.46	27.52
资产负债率（%）	78.32	79.07
全部债务资本化比率（%）	64.14	67.86
长期债务资本化比率（%）	61.40	66.43
EBITDA 利息倍数（倍）	1.78	1.67
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.09
流动比率（倍）	1.58	1.65
速动比率（倍）	0.63	0.90
现金短期债务比（倍）	5.66	10.82
经营现金流动负债比率（%）	-5.95	-19.17

注：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；

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。