跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1364 号

广州合景控股集团有限公司 ：

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：

广州合景控股集团有限公司 主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

广州合景控股集团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：

二〇一九年六月二十一日

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

广州合景控股集团有限公司
公司债券 2019 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+2+1）	AAA	AAA	2018/6/27
15 合景 02	8 亿元	7 年（5+2）	AAA	AAA	2018/6/27

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： 2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

发行人-广州合景控股集团有限公司

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	402.74	437.80	587.93
所有者权益（亿元）	101.77	127.04	159.64
长期债务（亿元）	45.22	111.17	149.52
全部债务（亿元）	63.20	116.44	163.85
营业收入（亿元）	57.88	78.73	29.92
净利润（亿元）	15.27	23.29	2.95
EBITDA（亿元）	20.07	31.89	7.22
经营性净现金流（亿元）	-0.67	-53.79	-53.32
营业利润率（%）	33.10	38.08	26.50
净资产收益率（%）	16.03	20.36	2.06
资产负债率（%）	74.73	70.98	72.85
全部债务资本化比率（%）	38.31	47.82	50.65
流动比率（倍）	1.32	1.85	1.70
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.27	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	4.53	7.41	0.95
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.61	0.97	0.22

担保方-合景泰富地产控股有限公司

项　目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,349.45	1,845.37
权益总计（亿元）	282.46	317.72
营业收入（亿元）	115.43	74.77
净利润（亿元）	36.05	41.55
资产负债率（%）	79.07	82.78

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

2018年，广州合景控股集团有限公司（以下简称“公司”或“广州合景”）作为合景泰富地产控股有限公司（以下简称“合景泰富”）在境内的主要的房地产开发投资平台，新增较大规模土地储备，期末土地储备规模较大且质量较高；公司新开工面积快速增长，未来可售货值规模较大；公司资产质量较好，债务结构以长期债务为主。2019年5月，公司发生同一控制下企业合并，土地储备大幅扩张，业务规模和整体实力大幅提高。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司项目尚需投资规模较大、其他应收款对资金形成占用及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开发销售，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。2018年，合景泰富资产规模进一步增长，开发规模持续扩张，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，联合评级上调公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“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，2018 年新增较大规模土地储备且成本较低，未来有望对公司盈利能力形成良好支撑；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。

2. 2019 年 4 月，公司发生重大资产重组，以 16.17 亿元的对价收购合景泰富旗下另一家房地产子公司。公司重组后，土地储备大幅扩张；同时，资产和所有者权益规模也大幅增加。公司整体实力明显提升。

3．公司整体资产质量较好，债务结构以长期债务为主。

4．2018 年，担保方合景泰富资产规模进一步增加，项目开发规模扩张，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．房地产调控政策短期内不会退出，公司经营情况受房地产市场波动和政策影响较大。

2．2018 年，公司协议销售金额与结转收入均有所下降，经营活动产生的净现金流净额与现金及现金等价物净增加额持续为负。

3．公司合作开发规模较大，项目和资金管控存在一定的协调成本、管理难度较大，同时，公司对外担保金额较大，未来存在一定或有负债。

4．公司 2019~2020 年到期或进入回售期的债券本金合计规模较大，存在一定的集中偿付压力。

分析师

罗星驰
电话：010-85172818
邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

曹梦茹
电话：010-85172818
邮箱：caomr@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：

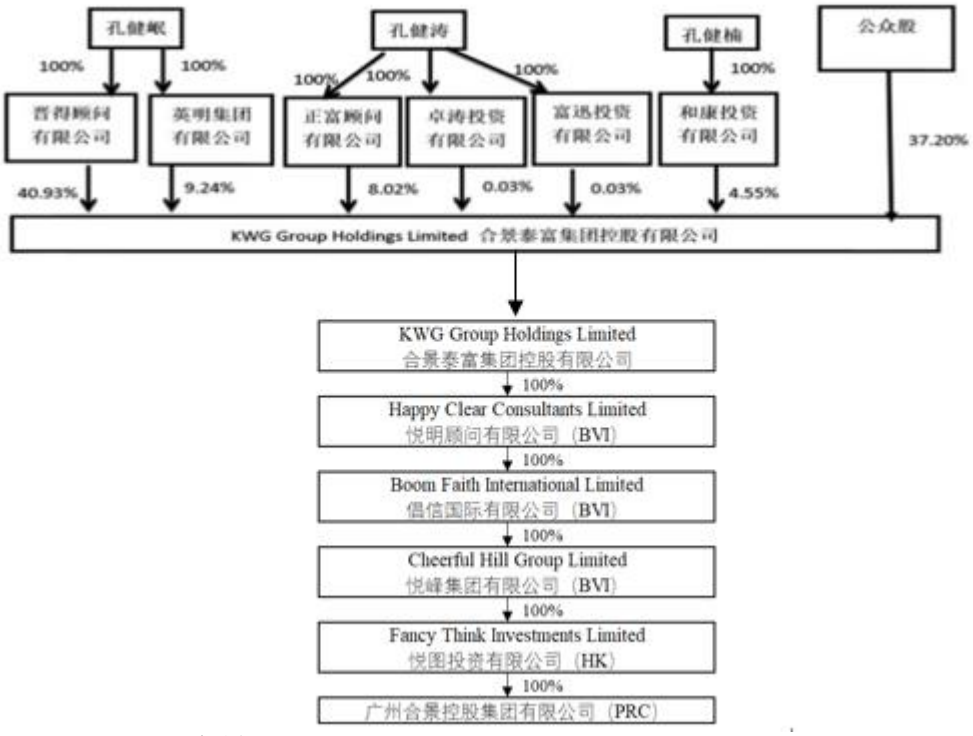
联合信用评级有限公司

一、主体概况

广州合景控股集团有限公司（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”）。2019年5月30日，公司名称变更为“广州合景控股集团有限公司”

截至2018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 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018年，公司组织结构及营业范围未发生重大变化。截至2018年底，公司合并范围内的子公司合计158家，拥有员工1,232人。

截至2018年底，公司合并资产总额587.93亿元，负债合计428.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）159.64亿元，其中归属于母公司所有者权益为138.23亿元。2018年，公司实现营业收入29.92

亿元，净利润（含少数股东损益）2.95亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.05亿元；经营活动产生的现金流量净额-53.32亿元，现金及现金等价物增加额-11.49亿元。

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

经中国证监会证监许可〔2015〕2595号文核准批复，公司公开发行总额不超过33亿元的公司债券（以下简称“本次债券”）。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+2+1）	7.00
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33.00亿元，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2018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。2018年12月17日，公司已按期支付“15合景01”和“15合景02”在2017年12月17日至2018年12月16日的利息。

2018年11月公司发布公告决定上调“15合景01”在债券存续期后三年（2018年12月17日至2020年12月16日）的票面利率至7.00%。2018年12月投资者回售“15合景01”的2.42亿元，公司对本次回售的2.42亿元于2018年12月18日至2019年1月15日期间进行了转售。回售和转售完成后“15合景01”的债券余额为25.00亿元。

三、行业分析

1．行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，销售面积及销售金额同比增速（2017 年增速分别为 7.70%和 13.70%）均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。价格方面，一二三线城市百城住宅价格指数增速在调控下也有所放缓。

2019 年一季度，全国房地产开发投资 23,803 亿元，同比增长 11.80%，增速创近几年新高，主要系土地购置费依旧高位，以及一季度销售、资金端改善，房企新开工和施工意愿增强，带动

建安投资回升所致。但一季度土地市场下行，全国 300 个城市土地市场按一二三线城市统计的指标均不同程度下降；其中 2019 年 3 月，二线城市土地成交溢价率和楼面均价同环比均涨，二线城市土地市场热度有所回升。2019 年 1~3 月，全国房地产开发企业到位资金 38,948 亿元，同比增长 5.90%，增速较前两月回升 3.8 个百分点，其中国内贷款、个人按揭贷款同比转正；另首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续三月（1~3 月）下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。2019 年 1~3 月，全国房地产销售面积 29,828.94 万平方米，同比下降 0.90%，增速转负，但较前两月上涨 2.7 个百分点；销售金额 27,038.77 亿元，同比增长 5.60%，增速较前两月上涨 2.80 个百分点；受益于调控政策在因城施策下结构性微调、信贷条件宽松，一二线城市被压制需求释放，3 月房地产销售情况有所好转，但 4 月中央政治局会议再提“房住不炒”，预计后续市场以“稳”为主。

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

政策方面，2018 年，政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。2019 年两会明确提出“落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展”；2019 年 4 月 19 日中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。”

总体看，2018 年房地产开发投资保持较高韧性，土地市场趋于理性，销售面积和销售价格在调控深化影响下，均有所放缓；行业集中度继续提升。2019 年一季度，地产投资增速创近年新高，行业融资环境有所改善，但土地市场和销售整体下行，二线城市土地和销售回暖，房企逐步回归二线城市，政策上仍然以“房住不炒”、“因城施策”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2．行业关注

（1）行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

从 2019 年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及 2019 年 3 月 23 日住建部副部长在中国发展高层论坛 2019 年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

（3）中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

3．行业发展

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重

要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

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

2018年以来，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。2018年，公司实现营业收入29.92亿元，较上年下降61.99%，主要系房地产销售收入结转大幅减少所致；实现净利润2.95亿元，较上年下降87.33%，主要系营业收入大幅减少的同时毛利率下降且期间费用增长所致。

从收入构成来看，房地产开发仍是公司收入的主要来源，2018年，受交付总建筑面积减少影响，公司房地产销售收入27.58亿元，较上年下降64.49%，房地产销售收入占营业收入比重由上年的98.64%下降至92.18%。酒店运营收入来源于广州东圃福朋喜来登酒店以及木莲庄系列酒店，2018年，公司酒店运营收入0.86亿元，同比增长17.81%，主要系广州东圃福朋喜来登酒店单价上升以及新开业酒店所致；酒店运营收入占营业收入比重为2.87%，较上年有所增长。其他业务主要为租赁业务，2018年，公司其他业务收入为1.48亿元，同比增长335.29%，主要系上海环球都会广场等商业物业收入增长所致。

从毛利率来看，受城市间交付组合的变化影响，2018年公司房地产销售毛利率有所下降，为24.66%。2018年，酒店运营毛利率为51.16%，较上年提升5.95个百分点，主要系酒店入住率提高所致。2018年，公司其他业务毛利率为85.14%，毛利率由负转正，主要系当年租金收入较去年大幅增加所致。受上述因素影响，2018年，公司综合毛利率为28.41%，同比下降13.07个百分点。

表 2　2016~2018 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			2018 年		
	收入	占比	毛利率	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	41.76	27.58	92.18	24.66
酒店运营	0.67	1.16	42.33	0.73	0.93	45.21	0.86	2.87	51.16
其他	3.70	6.39	50.94	0.34	0.43	-29.41	1.48	4.95	85.14
合计	**57.88**	**100.00**	**38.36**	**78.73**	**100.00**	**41.48**	**29.92**	**100.00**	**28.41**

资料来源：公司审计报告

总体看，2018年，受房地产结转规模减少影响，公司营业收入较上年明显下降，综合毛利率大幅下滑。

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三个业务板块。

（1）房地产开发与销售

土地储备

2018年，公司以收并购和合作开发作为土地主要获取模式，且仍保持较大的拿地规模，获取土地主要位于广州、北京、深圳、宁波等地，新增全口径土地储备总建筑面积合计为319.59万平方米，对应的权益规划建筑面积为179.82万平方米，新获取土地楼面均价为7,403元/平方米，成本较高，主要原因为新购入地块一二线城市的占比增长所致。

表 3　2018 年公司新增土地储备情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

区域	土地性质	总建筑面积	权益建筑面积	权益地价	楼面均价
广州	住宅/商业	105.38	70.34	29.10	4,100
北京	住宅/商业	20.18	20.18	41.20	20,400
郴州	住宅	14.53	7.26	0.69	1,000
东莞	住宅/商业	21.12	2.64	2.49	9,400
佛山	住宅/商业	11.1	3.77	2.31	6,100
杭州	商业	2.58	1.53	0.62	4,100
嘉兴	住宅	6.60	6.53	4.23	6,500
江门	住宅	3.76	3.76	1.97	5,200
南京	住宅/商业	8.05	1.57	2.23	14,200
南宁	住宅	44.46	15.11	3.75	2,500
南通	住宅/商业	16.09	11.15	9.49	8,500
宁波	住宅	10.74	5.21	6.67	12,800
深圳	商业	13.53	6.90	13.59	19,700
台州	住宅/商业	15.60	11.70	10.42	8,900
徐州	住宅	9.60	4.80	0.96	2,000
重庆	住宅	16.27	7.37	3.40	4,600
--	--	**319.59**	**179.82**	**133.12**	**7,403**

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司共持有项目土地面积728.97万平方米，较年初增长17.19%，对应权益建筑面积948.35万平方米，存量权益口径土地储备627.73万平方米，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 4　截至 2018 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
广州	54.00	7.41	123.61	13.03	100.25	15.97
苏州	54.37	7.46	135.37	14.27	22.61	3.60
成都	110.86	15.21	150.65	15.88	92.53	14.74
北京	50.85	6.97	44.68	4.71	20.29	3.23
海南	64.86	8.90	47.86	5.05	36.27	5.78
上海	54.33	7.45	74.88	7.90	38.15	6.08
天津	139.62	19.15	50.61	5.34	37.85	6.03
南宁	59.48	8.16	131.29	13.84	97.98	15.61
杭州	0.83	0.11	1.53	0.16	1.53	0.24
南京	8.21	1.13	8.81	0.93	3.40	0.54

佛山	3.89	0.53	3.77	0.40	3.77	0.60
合肥	5.81	0.80	7.04	0.74	7.04	1.12
徐州	4.80	0.66	4.80	0.51	4.50	0.72
嘉兴	3.30	0.45	6.53	0.69	6.53	1.04
台州	5.82	0.80	11.71	1.23	11.71	1.87
常熟	11.00	1.51	5.35	0.56	5.35	0.85
丽水	8.66	1.19	7.56	0.80	5.97	0.95
重庆	22.62	3.10	51.15	5.39	50.85	8.10
太仓	5.90	0.81	11.69	1.23	11.69	1.86
肇庆	6.23	0.85	6.16	0.65	6.16	0.98
中山	5.17	0.71	7.12	0.75	7.12	1.14
南通	8.05	1.10	11.15	1.18	11.15	1.78
柳州	8.33	1.14	16.66	1.76	16.66	2.65
深圳	2.24	0.31	6.90	0.73	6.90	1.10
江门	1.50	0.21	3.76	0.40	3.76	0.60
东莞	9.60	1.32	2.64	0.28	2.64	0.42
宁波	6.53	0.90	7.81	0.82	7.81	1.24
郴州	12.11	1.66	7.26	0.77	7.26	1.16
合计	**728.97**	**100.00**	**948.35**	**100.00**	**627.73**	**100.00**

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
资料来源：公司提供

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

2018年，公司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。2018年，公司新开工面积204.45万平方米，较上年大幅增长177.60%；竣工面积34.20万平方米，较上年下降42.06%。截至2018年底，公司在建面积为401.32万平方米，较年初增长108.80%，在建规模大幅增加。

表5　2016~2018年公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	19.00	73.65	204.45
竣工面积	34.02	59.03	34.20
在建面积	221.05	192.20	401.32

注：1.上表数据为权益口径数据；2. 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。
资料来源：公司提供

截至2018年底，公司在建/拟建项目59个，权益口径计划总投资961.06亿元，权益口径已完成投资758.51亿元，尚需投资202.55亿元，公司面临一定的资本支出压力。

表 6　截至 2018 年底公司在建、拟建项目的开发投资情况（单位：个、亿元）

区域	项目数量	预计总投资	已完成投资
广州	8	117.26	62.89
苏州	4	108.54	107.50
成都	2	122.30	105.60

北京	2	81.22	71.29
海南	1	17.41	15.19
上海	7	154.79	152.06
天津	2	57.60	55.61
南宁	6	73.89	41.84
杭州	1	1.39	0.72
南京	2	14.72	14.14
佛山	1	4.20	2.58
合肥	1	12.58	11.66
徐州	1	3.12	1.27
嘉兴	1	7.17	4.69
台州	2	15.68	11.26
常熟	2	5.94	4.73
丽水	1	9.54	8.56
重庆	4	53.11	29.18
太仓	1	13.24	9.31
肇庆	1	6.26	3.67
中山	1	7.48	4.78
南通	1	14.51	11.15
柳州	1	17.21	11.47
深圳	1	17.04	1.09
江门	1	3.66	2.40
东莞	1	3.81	2.74
宁波	2	13.43	10.39
郴州	1	3.96	0.74
合计	**59**	**961.06**	**758.51**

资料来源：公司提供，不含酒店与尾货

总体看，公司2018年加大项目开发力度，新开工面积大幅上升；公司在建/拟建项目规模较大，尚需投资额规模较大，公司面临一定的资本支出压力。

房屋销售

2018年，公司全部采用自有销售团队进行销售。从销售数据来看，2018年，公司协议销售面积72.54万平方米，同比下降13.40%；协议销售金额100.48亿元，较上年下降17.35%；2018年协议销售均价较上年有所回落，为1.39万元/平方米，主要系公司销售项目的区位变化所致。2018年，公司销售回款率为80%，较上年有所回落，主要系公司销售半径扩大以及国家宏观调控政策等综合影响所致。

表 7　2016~2018 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	2018 年
协议销售面积	82.51	83.76	72.54
协议销售金额	106.16	121.58	100.48
协议销售均价	1.29	1.45	1.39
结转收入面积	58.65	59.03	34.20

结转收入（权益口径）	81.45	95.84	43.69
销售回款率	80.00	85.00	80.00

注：上表数据为权益口径数据。
资料来源：公司提供

截至2018年底，公司剩余可售权益建筑面积409.41万平方米，其中广州占19.72%、成都占15.08%、南宁占9.84%，天津占7.40%，重庆占6.80%，公司待售面积规模较大，能够满足未来2~3年的销售需求。公司一线城市剩余可售权益建筑面积119.83万平方米，二线城市剩余可售权益建筑面积202.17万平方米，三线城市剩余可售权益建筑面积87.41万平方米。

表 8　截至 2018 年底公司剩余可售项目情况（单位：万平方米）

项目区域	剩余可出售权益建筑面积
广州	80.72
上海	17.29
北京	14.92
深圳	6.90
一线城市小计	**119.83**
成都	61.73
南宁	40.27
天津	30.29
重庆	27.83
海南	23.06
宁波	7.81
佛山	3.77
东莞	2.64
南京	1.57
杭州	1.53
合肥	1.53
苏州	0.14
二线城市小计	**202.17**
柳州	15.66
台州	11.71
太仓	11.69
南通	10.68
郴州	7.26
中山	7.08
嘉兴	6.53
肇庆	6.16
常熟	3.90
江门	3.38
徐州	2.06
丽水	1.30
三线城市小计	**87.41**
合计	**409.41**

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司协议销售面积与协议销售金额均有所下降，但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2018年底，公司持有的酒店中，广州东圃福朋喜来登酒店为四星级商务酒店，该酒店拥有300间客房，平均房价554元/间，年入住率由上年的82.00%增加为83.00%。苏州万怡酒店平均房价为586元/间，年入住率为60.00%。

2018年，公司酒店运营总收入为0.86亿元，较上年增加17.81%，主要系广州东圃福朋喜来登酒店单价上升，以及新开业酒店所致。

总体看，2018年，随着公司酒店单价上升及新开业酒店，公司酒店运营收入较上年有小幅增加。

（3）自持物业

截至2018年末，公司自持物业共9处，总可出租面积共计28.50万平方米，2018年租金收入1.34亿元。上海环球都会广场和广西合景国际金融广场于2018年投入运营，因此出租率较低有待提升。

表9 公司自持物业情况（单位：万平方米、%、亿元）

项目区域	总可出租面积	2018年出租率	2018年租金收入（权益后）
上海嘉誉湾	0.90	100.0	0.01
苏州峰汇国际	0.60	100.0	0.02
苏州领汇广场	1.50	94.0	0.13
成都誉峰	0.40	100.0	0.03
上海环球都会广场	2.50	70.0（预租率）	0.02
广西合景国际金融广场	5.10	60.0（预租率）	--
上海悠方购物中心	5.20	92.0	0.13
成都悠方购物中心	6.10	95.0	0.56
苏州悠方购物中心	6.20	95.0	0.44
合计	**28.50**	--	**1.34**

资料来源：公司提供

总体看，公司自持物业出租率较高，均在92%以上，上海环球都会广场和广西合景国际金融广场于2018年投入运营，未来公司租金收入有望提升。

3．重大资产重组

根据2019年5月21日公司发布的《广州合景房地产开发有限公司关于重大资产重组的公告》，公司与轩誉投资有限公司（以下简称“轩誉投资”）就广州天建房地产开发有限公司（以下简称“广州天建”或“标的公司”）的股权转让事宜订立股权转让协议，轩誉投资将其持有的广州天建100%股权以161,700万元的股权转让款转让于公司，公司于2019年4月22日前支付股权转让款。标的公司主要从事房地产开发与经营管理、经营性物业等业务。

广州天建已于2019年4月23日完成工商变更。

（1）经营概况

截至2018年底，广州天建已进入18个城市，总土地面积693.88万平方米，土地储备总权益规划建筑面积735.84万平方米，广州天建土地储备剩余权益建筑面积567.44万平方米（初始总权益规划建筑面积扣除交楼后剩余的权益建筑面积）。其中，广州应占权益规划建筑面积177.82万平方

米（占31.34%）、柳州应占权益规划建筑面积112.64万平方米（占19.85%）、天津应占权益规划建筑面积49.32万平方米（占8.69%），其余多分布在苏州、南宁、杭州、佛山等强二线城市。

从项目开发来看，截至2018年底，广州天建在建项目权益口径计划总投资626.15亿元，已完成投资469.99亿元，尚需投资156.16亿元，存在一定的资本支出压力。

从销售情况来看，截至2018年底，广州天建权益口径可售面积714.97万平方米，累计已售252.87万平方米，剩余可售总面积462.10万平方米，剩余可售面积规模预计可满足广州天建未来2~3年的发展需求。

（2）财务概况

截至2018年底，广州天建合并资产总额495.13亿元，负债合计412.35亿元，所有者权益（含少数股东权益）82.78亿元，其中归属于母公司所有者权益为77.99亿元。2018年，广州天建实现营业收入19.89亿元，净利润（含少数股东损益）3.14亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.41亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.54亿元，现金及现金等价物增加额60.61亿元。

（3）重组后模拟财务和经营概况

根据公司重组后的模拟报表（非审计），截至 2018 年底，公司重组后合并资产总额约 1,064.7 亿元，负债合计约 838.82 亿元，所有者权益（含少数股东权益）225.25 亿元。2018 年，公司重组后营业收入 61.57 亿元，净利润（含少数股东权益）8.89 亿元。

重组后，公司权益规划建筑面积 1,684.22 万平方米，公司剩余权益建筑面积 1,195.17 万平方米；公司权益可售总建筑面积 1,557.60 万平方木，权益累计已售 686.08 万平方米。

总体看，公司与广州天建均为合景泰富集团有限公司下属子公司，此次重大资产重组后，公司项目资源增加，规模体量扩大。

4．关联交易

关联担保方面，截至 2018 年底，公司作为担保方为其关联方提供借款担保金额合计 95.37 亿元的担保，主要系对合作项目公司提供的担保。

关联方应收应付方面，截至 2018 年底，公司应收关联方款项合计 110.73 亿元，公司应付关联方款项 78.34 亿元。

总体看，公司合作项目较多，产生了一定规模的关联担保和关联方应收应付款项，对公司资金形成一定占用，但整体风险可控。

5．经营关注

（1）房地产调控政策短期内不会退出，公司经营情况受房地产市场波动和政策影响较大。

（2）公司 2018 年加大项目开发力度，新开工面积大幅上升；公司在建/拟建项目规模较大，尚需投资额规模较大，公司面临一定的资本支出压力。

（3）公司合作开发规模较大，项目和资金管控存在一定的协调成本且管理难度较大。

（4）2018 年，公司协议销售面积与协议销售金额均有所下降，结转收入及利润规模大幅减少。

6．未来发展

公司未来发展依然以住宅物业的开发和销售为主，同时保持商业物业和酒店等长期资产的比

重，维持稳定的现金流入和良好的利润率。在区域的选择上，公司将继续深耕粤港澳大湾区及长三角区域，补充后续土地资源，亦将根据市场行情适时扩充土地储备。

公司未来经营计划如下：整合公司内部资源，调整优化运营架构，改进各项业务管理制度，提高公司的运营能力；关注政策和市场变化，根据项目的去化情况及时补充合适的土地资源，确保后续扩展；增强与客户的双向沟通，及时根据客户的需求，改善产品和服务。

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2018年的合并财务报表经中天运会计师事务所（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，2018年公司新增加子公司63个，主要为新设或非同一控制下合并公司；减少子公司7个。截至2018年底公司合并范围内的子公司合计155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2018年底，公司合并资产总额587.93亿元，负债合计428.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）159.64亿元，其中归属于母公司所有者权益为138.23亿元。2018年，公司实现营业收入29.92亿元，净利润（含少数股东损益）2.95亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.05亿元；经营活动产生的现金流量净额-53.32亿元，现金及现金等价物增加额-11.49亿元。

1．资产质量

截至2018年底，公司资产规模587.93亿元，较年初增加34.29%，流动资产和非流动资产均有所增长。其中流动资产占比77.32%，非流动资产占比22.68%，资产构成较年初变化不大。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产为454.61亿元，较年初增加26.85%，主要系其他应收款规模和存货增长所致。公司流动资产构成以货币资金（占比13.23%）、其他应收款（占比37.51%）和存货（占比47.29%）为主。

截至2018年底，公司货币资金为60.16亿元，较年初下降8.19%，主要系公司在建项目不断投入以及拿地规模较大所致。公司的货币资金基本为银行存款；其中受限货币资金为10.30亿元，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17.12%，受限比例一般。

截至2018年底，公司其他应收款合计170.55亿元，较年初增加26.97%，主要系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；其中，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，账龄1年以内占比99.69%，1~2年占比0.18%，2年以上占比0.13%。公司其他应收款前五名合计占比20.98%，集中度一般，均为与其他房地产公司的往来款和合作项目款。公司其他应收款计提坏账准备350.48万元，计提比例0.02%；公司其他应收款规模较大，对资金形成占用。

截至2018年底，公司存货合计214.98亿元，较年初增长41.47%，主要系本年合并范围新增启东天惠房地产开发有限公司、柳州合景房地产开发有限公司及深圳市创世和实业有限公司等子公司导致年末存货余额增加所致；其中土地成本占比77.26%，建安及其他成本占比22.74%。公司的

主要房地产项目集中于北上广一线城市和其他如成都、天津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，公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产总额为133.32亿元，较年初大幅增长67.85%，主要系投资性房地产增加所致。公司非流动资产以长期股权投资（占比30.74%）、投资性房地产（占比51.45%）和在建工程（占比11.56%）为主。

截至2018年底，公司长期股权投资为40.98亿元，较年初下降21.62%，主要系联营、合营企业未实现结转收入出现项目前期阶段性亏损所致。公司对长期股权投资未计提减值准备。

公司投资性房地产采用公允价值进行计量。截至2018年底，公司投资性房地产账面价值68.59亿元，较年初大幅增长1,266.04%，主要系本年合并范围内新增上海璟东房地产开发有限公司及成都市中天盈房地产开发有限公司等所致。2018年，投资性房地产入账成本为42.86亿元，增值率为60.03%。

截至2018年底，公司在建工程合计15.42亿元，较年初小幅增长1.11%，主要系处于建设阶段的项目增多所致。

截至2018年底，公司受限制的资产合计106.32亿元，其中受限货币资金10.30亿元，占比9.69%；用作贷款抵押物的存货73.90亿元，占比69.51%；固定资产及无形资产合计3.07亿元，占比2.88%；投资性房地产19.05亿元，占比17.92%。公司受限资产占资产总额的比重为18.08%，占比一般。

总体看，2018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；非流动资产以长期股权投资、投资性房地产和在建工程为主，其中投资性房地产占比较大，需关注公允价值波动带来的影响；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2018年底，公司负债合计428.29亿元，较年初增加37.82%，主要系流动负债增长所致。其中流动负债占比62.47%，非流动负债占比37.53%，较年初变化不大。

截至2018年底，公司流动负债合计267.56亿元，较年初增长37.93%，主要系预收款项和其他应付款增加所致。公司流动负债构成以应付票据及应付账款（占比6.34%）、预收款项（占比11.79%）和其他应付款（占比73.65%）为主。

截至2018年底，公司应付票据及应付账款账面价值为16.97亿元，全部为应付账款余额，较年初下降11.93%，主要系应付工程及材料款减少所致。

截至2018年底，预收款项合计31.54亿元，较年初增长267.47%，主要系与当年预收房款相比，公司结转规模相对较小所致。

截至2018年底，公司其他应付款合计197.05亿元，较年初增长29.93%，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2018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，合计总额109.61亿元，占公司其他应付款总额的55.63%，集中度较高。

截至2018年底，公司非流动负债合计160.74亿元，较年初增长37.64%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债以长期借款（占比36.95%）、应付债券（占比56.08%）和递延所得税负债（占比6.94%）为主。

截至2018年底，公司长期借款59.39亿元，较年初大幅增长216.31%，主要系公司房地产板块

项目公司如成都市中天盈房地产开发有限公司、苏州市凯誉房地产开发有限公司及广州弘达置业有限公司等开发需求增加致使向银行借款增加所致；公司长期借款以抵押借款为主，在长期借款中占比98.48%，其余为0.90亿元的保证借款。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。长期借款于2020年到期33.00亿元，2021年及以后到期26.00亿元。公司在2020年及2021年存在一定的集中偿付压力。

截至2018年底，公司应付债券90.13亿元，较年初下降2.45%。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年附投资者回售选择权到期债券本金合计为51.40亿元；2019~2020年公司集中偿付压力较大。

表10　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+2+1）	25.00	7.00
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2018年底，公司全部债务合计163.85亿元，较年初增加40.71%，主要系长期债务增加所致。其中，短期债务为14.33亿元（占比8.74%），长期债务为149.52亿元（占比91.26%）。截至2018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72.85%、50.65%和48.36%，较年初分别上升1.87个百分点、2.83个百分点和1.70个百分点，公司债务负担有所加重，但债务负担尚可。

总体看，2018年，公司负债结构仍以流动负债为主，负债结构较为稳定；随着公司规模的扩大，公司债务负担加重但仍属合理；公司债务结构以长期债务为主，但2020~2021年集中偿付压力较大。

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益合计159.64亿元，较年初增加25.66%，主要系其他综合收益和少数股东权益增加所致。归属于母公司所有者权益为138.23亿元（占所有者权益的86.59%），其中，实收资本占比5.53%、盈余公积占比1.32%、其他综合收益占比10.53%、未分配利润占比82.62%，未分配利润占比大，权益稳定性较弱。公司其他综合收益14.56亿元，较年初增加14.55亿元，主要系自用房地产或存货转换为采用公允价值模式计量的投资性房地产所致。公司少数股东权益21.41亿元，较年初增加205.52%，主要系公司合作开发项目增多所致。

总体看，2018年，公司所有者权益规模有所增长，其中未分配利润占比高，结构稳定性较弱。

3．盈利能力

2018年，公司实现营业收入29.92亿元，较上年大幅下降61.99%，主要系房地产交付总建筑面积减少所致；实现营业利润0.20亿元，较上年下降99.27%；实现净利润2.95亿元，较上年下降87.33%，其中归属于母公司所有者的净利润3.05亿元。

从期间费用来看，2018年，公司期间费用总额为9.76亿元，较上年增长95.63%，主要系财务费用增加所致。2018年，公司销售费用为3.02亿元（占比30.90%），较上年增长18.49%，主要系

公司发展自销团队支出增长所致；管理费用为2.81亿元（占比28.77%），较上年增长117.11%，主要系公司办公费增加所致；财务费用为3.94亿元（占比40.33%），较上年大幅增长242.11%，主要系利息支出增加所致。

从利润构成看，公司2018年投资收益为1.54亿元，较上年下降48.68%，主要系公司持有长期股权投资产生的投资收益减少所致。投资收益对公司盈利影响很大。从营业外收入来看，2018年营业外收入为2.55亿元，主要系为关联方提供咨询服务收入及品牌使用收入等，占利润总额比例为96.30%，占比很高。

从各项盈利指标来看，2018年，公司营业利润率为26.50%，较上年下降11.58个百分点。2018年公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为2.55%、1.35%和2.06%，较上年分别下降9.79个百分点、6.13个百分点和18.30个百分点。

总体看，2018年，由于房地产结转交付规模较小，公司营业收入与盈利水平大幅下降，利润主要依赖投资收益和来自于关联方的营业外收入，公司盈利能力一般。

4．现金流

经营活动方面，2018年，公司经营活动现金流入53.08亿元，较上年下降4.92%；其中销售商品、提供劳务收到的现金52.39亿元，同比下降6.12%，主要系销售情况下降所致，收到的税费返还0.69亿元。2018年，公司经营活动现金流出106.40亿元，较上年下降2.93%；其中购买商品、接受劳务支付的现金90.61亿元，较上年增长46.11%，主要系公司支付的工程款和土地款增加所致，支付其他与活动有关的现金3.60亿元，较上年下降90.01%，主要系支付的往来款减少所致。受上述因素影响，2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为-53.32亿元，持续为净流出。

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流入0.01亿元，较上年基本无变化。2018年，公司投资活动现金流出2.77亿元，较上年增长347.50%，主要系公司取得子公司及其他营业单位支付的现金增加所致。受上述因素影响，2018年，公司投资活动现金流量净额为-2.76亿元，净流出规模持续增大。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入62.42亿元，较上年下降28.89%，主要系公司未发行债券所致。2018年，公司筹资活动现金流出17.84亿元，较上年下降53.45%，主要系公司偿还债务规模大幅下降所致。受上述因素影响，2018年，公司筹资活动现金流量净额为44.58亿元，持续呈现净流入状态。

总体看，2018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；公司对筹资活动融资依赖度较高，未来随着规模的不断扩大，未来对融资的需求也较大。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别由年初的1.85倍和1.06倍下降至1.70倍和0.90倍。受短期债务增加的影响，公司现金短期债务比由年初的12.43倍下降为4.20倍。整体看，公司短期偿债能力仍属很强。

从长期偿债能力指标来看，2018年，公司EBITDA为7.22亿元，较上年下降77.35%，主要系利润总额减少所致；公司EBITDA由折旧和摊销（占比4.17%）、计入财务费用的利息支出（占比59.18%）和利润总额（占比36.65%）构成。2018年，公司EBITDA利息倍数由上年的7.41倍下降至0.95倍，EBITDA全部债务比由上年的0.27倍下降至0.04倍，EBITDA对利息和全部债务的保障能力

较弱。整体看，公司长期偿债能力指标大幅下降。

截至2018年底，公司在各银行获得综合授信额度合计465.09亿元，其中尚未使用的授信额度为341.40亿元，融资渠道较畅通。

截至2018年底，公司尚未履行及未履行完毕的对外担保金额121.02亿元，其中为关联方提供借款担保95.37亿元，为第三方提供借款担保25.65亿元（按揭贷款担保），占净资产比例为75.81%，占比较大，但被担保方经营情况和财务情况良好，整体或有负债风险仍属可控。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2019年3月20日，公司未结清贷款记录中无不良类和关注类信息。

总体看，公司短期偿债能力指标很强，长期偿债能力指标较弱；考虑到公司在建/拟建项目面积较大，可售面积较充裕，未来随着项目的结转与回款收入的增加，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

截至2018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60.16亿元，约为“15合景01”、“15合景02”本金合计（33.00亿元）的1.82倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达159.64亿元，约为债券本金合计（33.00亿元）的4.84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。

2018年，公司EBITDA为7.22亿元，约为“15合景01”、“15合景02”债券本金合计（33.00亿元）的0.22倍，公司EBITDA对“15合景01”、“15合景02”债券的覆盖程度一般。

公司2018年经营活动产生的现金流入53.08亿元，约为“15合景01”、“15合景02”债券本金合计（33.00亿元）的1.61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，并考虑到公司在行业经验、市场品牌、项目储备、资产质量等方面具有一定的竞争优势，公司对“15合景01”、“15合景02”债券的偿还能力很强。

八、债券担保方分析

本次债券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2018年底，合景泰富第一大股东为晋得顾问有限公司，持股49.30%；实际控制人为孔健岷。

2018年，合景泰富经营范围未发生重大变化。

截至2018年底，合景泰富的合并资产总额1,845.37亿元，负债总额1,527.65亿元，所有者权益（含少数股东权益）为317.72亿元，其中归属于母公司所有者权益为287.79亿元。2018年，合景泰富实现合并营业收入74.77亿元，净利润（含少数股东损益）41.55亿元，其中归属于母公司所有者的净利润40.35亿元；经营活动产生的现金流量净额-22.72亿元，现金及现金等价物净增加额133.41亿元。

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。2018年，合景泰富实现营业总收入74.77亿元，同比下降35.22%，主要系项目交付面积减少所致；2018年合景泰富年度净利润为41.55亿元，同比增长15.25%，主要系其他收入及收益净额和公允价值变动收益增加所致。

从收入构成情况来看，2018年房地产开发销售营业收入60.64亿元，同比下降41.87 %，主要系合景泰富房地产交付面积减少所致；房地产开发销售占营业收入比重始终超80%，占比较大。2018年，合景泰富酒店运营收入为4.68亿元，同比增长10.38%，主要系酒店入住率提高所致。2018年，合景泰富物业管理收入为5.66亿元，同比增长24.40%，主要系管理的物业项目增加所致；物业管理收入占比为7.57%，较上年增长3.63个百分点。2018年，合景泰富物业投资收入为3.79亿元，同比增长64.07%；主要系已出租投资物业的可出租总建筑面积增加所致，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，2018年合景泰富毛利率为32.78%，较上年下降2.05个百分点。

表 11　2017~2018 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	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发销售	104.32	90.38	34.83	60.64	81.10	32.78
酒店运营	4.24	3.68		4.68	6.26	
物业投资	2.31	2.00		3.79	5.07	
物业管理服务	4.55	3.94		5.66	7.57	
合计	**115.43**	**100.00**		**74.77**	**100.00**	

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。
资料来源：合景泰富提供

总体看，2018年，受房地产交付面积减少影响，合景泰富营业收入有所下降，毛利率水平较稳定。

（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。截至2018年底，合景泰富已进入36个城市，全口径土地储备规划建筑面积2,482.45万平方米（不含尾盘），土地储备对应权益规划建筑面积1,652.26万平方米（不含尾盘）。2018年新获取土地主要位于惠州、江门、广州、宁波等城市，平均土地成本为5,400.00元/平方米，成本较合理。若除去香港，成本均价为4,700.00元/平方米。

截至2018年底，合景泰富土地储备情况如下表所示。

表12　截至2018年底合景泰富土地储备情况（单位：个、万平方米）

地区	项目数量	截至 2018 年底存量权益建筑面积
广州	24	381.96
苏州	11	52.63

成都	4	117.04
北京	10	59.53
海南	3	55.68
上海	7	45.95
天津	3	87.16
南宁	6	123.93
杭州	6	13.17
南京	3	7.57
佛山	5	143.84
合肥	4	32.88
武汉	3	37.16
徐州	4	21.72
嘉兴	3	19.36
台州	4	30.25
济南	3	20.33
常熟	2	5.35
丽水	1	6.03
重庆	4	50.85
太仓	1	11.80
无锡	4	17.67
肇庆	2	25.49
中山	1	7.12
南通	2	21.73
柳州	2	129.30
深圳	2	18.83
惠州	1	22.52
江门	2	16.94
温州	1	11.31
东莞	1	2.64
宁波	2	7.89
扬州	1	19.79
眉山	1	13.37
郴州	1	7.26
香港	2	6.21
合计	**136**	**1,652.26**

资料来源：合景泰富提供,不含尾盘

截至2018年底，合景泰富共持有土地储备权益建筑面积1,658.00万平方米，土地储备较为充足。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。2019年，公司预计可售货值约为1,500亿元，按区域划分，粤港澳大湾区可售货值占37.00%，长三角区域可售货值占35.00%，其他区域可售货值占28.00%。按城市划分，一线城市可售货值约占34.00%，二线城市可售货值约占55.00%，其他城市可售货值约占11.00%。

总体看，截至2018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。2018年，合景泰富新开工面积较上年增长120.41%至540.00万平方米；合景泰富竣工面积124.40万平方米，较上年变动不大。截至2018年底，合景泰富在建面积1,060.00万平方米。

表 13　2016~2018 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	2018年
新开工面积	160.00	245.00	540.00
竣工面积	123.10	126.10	124.40
在建面积	400.00	645.00	1,060.00

注：1、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。
资料来源：合景泰富提供

从在建/拟建项目来看，截至2018年底，合景泰富在建/拟建项目存量建筑面积1,652.26万平方米，较年初增长22.66%；权益口径项目计划总投资2,409.91亿元，已完成投资为1,857.52亿元，尚需投资552.39亿元，未来投资需求较大。

表14　截至2018年底合景泰富在建/拟建项目情况（单位：个、万平方米、亿元）

区域	项目数量	权益规划建筑面积	截至 2018 年底存量权益建筑面积	预计总投资	截至 2018 年底已投资
广州	24	577.09	381.96	445.67	340.61
苏州	11	192.30	52.63	169.15	156.34
成都	4	252.16	117.04	196.71	173.15
北京	10	135.68	59.53	254.46	223.45
海南	3	83.20	55.68	43.25	38.82
上海	7	92.14	45.95	183.01	180.26
天津	3	112.68	87.16	122.42	116.00
南宁	6	168.49	123.93	94.17	53.85
杭州	6	31.79	13.17	63.94	61.97
南京	3	13.03	7.57	20.44	14.29
佛山	5	170.33	143.84	164.36	85.69
合肥	4	32.88	32.88	39.64	32.55
武汉	3	37.16	37.16	23.19	8.79
徐州	4	25.96	21.72	18.55	10.25
嘉兴	3	20.03	19.36	22.84	16.84
台州	4	31.20	30.25	36.53	27.05
济南	3	20.33	20.33	16.47	13.36
常熟	2	5.35	5.35	5.94	4.73
丽水	1	7.64	6.03	9.64	8.64
重庆	4	51.15	50.85	53.11	29.18
太仓	1	11.80	11.80	13.38	9.40
无锡	4	18.49	17.67	24.03	17.53
肇庆	2	25.49	25.49	19.99	10.03
中山	1	7.12	7.12	7.48	4.78
南通	2	21.73	21.73	24.60	17.71
柳州	2	129.30	129.30	85.90	19.90

深圳	2	18.83	18.83	34.86	13.77
惠州	1	22.52	22.52	13.09	4.43
江门	2	16.94	16.94	16.13	9.54
温州	1	11.31	11.31	18.03	16.82
东莞	1	2.64	2.64	3.81	2.74
宁波	2	7.89	7.89	13.57	10.50
扬州	1	19.79	19.79	14.07	6.01
眉山	1	13.37	13.37	9.92	4.34
郴州	1	7.26	7.26	3.96	0.74
香港	2	6.21	6.21	123.60	113.46
合计	**136**	**2,401.28**	**1,652.26**	**2,409.91**	**1,857.52**

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。
资料来源：合景泰富提供

总体看，2018年，合景泰富开发规模扩大，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，2018年，合景泰富协议销售面积250.33万平方米，较上年大幅增长；协议销售金额425.09亿元，较上年增长48.21%。受销售项目区位影响，协议销售均价上升至1.70万元/平方米。2018年，合景泰富结转收入金额为211.81亿元，同比增长8.21%。2018年，合景泰富销售回款率较上年有所下降，主要系合景泰富销售半径扩大以及国家宏观调控政策等综合影响所致。

表 15　2016~2018 年合景泰富项目销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
协议销售面积	170.34	180.09	250.33
协议销售金额	223.00	286.82	425.09
协议销售均价	1.31	1.60	1.70
结转收入金额	165.25	195.74	211.81
销售回款率	80.00	85.00	80.00

注：上表数据为合景泰富权益口径数据。
资料来源：合景泰富提供

截至2018年底，合景泰富权益可售面积合计2,181.06万平方米，权益已售面积合计1,022.51万平方米，待售面积1,158.55万平方米，合景泰富待售面积规模较大，能够满足未来一段时间的销售需求。

总体看，2018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，能够满足未来一段时间的销售需求。

（3）酒店运营、物业投资及物业管理

截至2018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、杭州木莲庄和成都木莲庄，以及2018年新开业的苏州万怡和苏州高铁北站木莲庄共8家酒店。2018年合景泰富酒店运营收入4.68亿元，同比增长10.38%。

表 16　截至 2018 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	2018 年平均入住率
广州 W 酒店	广州	80	85

苏州万怡酒店	苏州	--	60
福朋喜来登	广州	82	83
花都木莲庄	广州	40	40
广州木莲庄	广州	80	80
杭州木莲庄	杭州	80	80
成都木莲庄	成都	52	76
苏州高铁北站木莲庄	苏州	--	65

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。2018年新投入运营广西合景国际金融广场写字楼。2018年，合景泰富物业投资收入为3.79亿元，同比增长64.07%，主要系可出租总建筑面积增加所致。

2018年，合景泰富新开业苏州悠方、成都悠方、北京摩方及广州誉山国际悠方共4座大型购物中心，新开业商场出租率均在90%以上，经营状况良好。截至2019年4月，合景泰富已在上海、广州、苏州、成都、北京共开业6座购物中心。

2018年，合景泰富物业管理收入为5.66亿元，同比增长24.40%，主要系管理的物业项目增加所致。

总体看，2018年，合景泰富自持物业项目收入稳定增加，2018年新开业4座大型购物中心，随着自持物业项目运营逐渐成熟未来物业管理收入将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，合景泰富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

截至2018年底，合景泰富在建项目规模较大，项目计划总投资2,409.91亿元，已完成投资为1,857.52亿元，尚需投资552.39亿元，未来投资需求较大。

合作开发规模大

合景泰富合作开发规模大，项目和资金管控存在一定的协调成本且管理难度较大。

2．财务分析

合景泰富提供的2018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。2018年，合景泰富合并范围增加150家子公司，减少8家子公司，由于合景泰富主营业务未变，财务数据可比性较强。

截至2018年底，合景泰富的合并资产总额1,845.37亿元，负债总额1,527.65亿元，所有者权益（含少数股东权益）为317.72亿元，其中归属于母公司所有者权益为287.79亿元。2018年，合景泰富实现合并营业收入74.77亿元，净利润（含少数股东损益）41.55亿元，其中归属于母公司所有者的净利润40.35亿元；经营活动产生的现金流量净额-22.72亿元，现金及现金等价物净增加额133.41亿元。

资产

截至2018年底，合景泰富资产总额1,845.37亿元，较年初增长36.75%，流动资产和非流动资产均有所增加。其中流动资产占比65.45%，非流动资产占比34.55%，流动资产占比较大。

截至2018年底，合景泰富流动资产合计1,207.76亿元，较年初增长47.76%，主要系现金及现金等价物和在建物业的增长所致。合景泰富流动资产以现金及现金等值项目（占比43.53%）、预付款、按金及其他应收款（占比5.30%）、在建物业（占比39.17%）和持作销售用途的竣工物业（占比7.39%）为主。截至2018年底，合景泰富现金及现金等值项目为525.78亿元，较年初增长34.13%，主要系销售收入增加所致；受限制现金为40.99亿元，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2018年底，预付款、按金及其他应收款为64.06亿元，较年初增长116.19%，主要系预付的房款和按金及其他应收款大幅增加所致。截至2018年底，合景泰富在建物业账面价值为473.02亿元，较年初增长53.04%；合景泰富已抵押的自持物业账面金额合计176.90亿元，占比37.40%。截至2018年底，合景泰富持作销售用途的竣工物业账面价值为89.20亿元，较年初增长36.38%，其中已作抵押的账面金额为10.29亿元，占比11.54%。

截至2018年底，合景泰富非流动资产合计637.61亿元，较年初增长19.84%，主要系附息银行及其他借贷增加所致；非流动资产以投资物业（占比27.43%）、于联营公司的权益（占比5.41%）、于合营企业的权益（占比54.45%）和物业、厂房及设备（占比8.39%）为主。合景泰富投资物业以采用公允值计量。截至2018年底，合景泰富投资物业174.91亿元，较年初增加27.50%，主要系部分持作销售用途的竣工物业和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64.09亿元，占比36.64%，占比一般。截至2018年底，合景泰富物业、厂房及设备账面价值为53.51亿元，较年初增长28.21%，合景泰富已作抵押的物业、厂房及设备账面金额合计27.97亿元，占比52.27%，占比较高。截至2018年底，合景泰富于联营公司的权益为34.52亿元，同比增长366.13%，主要系向联营公司的垫款增加所致。截至2018年底，合景泰富于合营企业的权益为347.16亿元，较年初增长8.18%，主要系对合营企业的垫款额增加所致。

截至2018年底，合景泰富受限资产合计323.35亿元（包括货币资金40.99亿元，物业、厂房和设备27.97亿元，投资物业64.09亿元，土地使用权3.11亿元，在建物业176.90亿元，持作销售用途的竣工物业10.29亿元），占资产总额的比重为17.52%，占比一般。

总体看，2018年，合景泰富资产规模大幅增长，现金类资产较充裕，在建物业规模较大且主要分布在一二线城市，受限资产规模不大，整体资产质量较好。

负债及所有者权益

截至2018年底，合景泰富负债合计1,527.65亿元，较年初增长43.17%，流动负债和非流动负债均有所增长；其中流动负债占比59.37%，非流动负债占比40.63%。

截至2018年底，合景泰富流动负债合计906.97亿元，较年初增加83.57%，主要系付息及其他借贷（一年内）和其他应付款及应计款项增长所致；合景泰富流动负债主要由附息银行及其他借贷（占比19.14%）、其他应付款及应计款项（占比24.83%）、应付合营企业款项（占比43.33%）和应付税项（占比7.55%）构成。

截至2018年底，合景泰富附息银行及其他借款173.64亿元，较年初增长364.21%，主要系重分类一年内到期的附息银行及其他借款所致；其他应付款及应计款项账面价值225.17亿元，较年初增长166.32%，主要系合约负债增加所致；应付合营企业款项余额为392.95亿元，较年初增加40.70%；应付税项68.52亿元，较年初增加3.21%。

截至2018年底，合景泰富非流动负债620.68亿元，较年初增长8.34%，以附息银行及其他借贷（占比97.34%）为主。截至2018年底，附息银行及其他借贷账面价值为604.18亿元，较年初增加8.07%，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2018年底，合景泰富全部债务合计777.82亿元，较年初增长30.41%，短

期债务和长期债务均有所增加，短期债务和长期债务占全部债务比重分别为22.32%和77.68%，债务结构较为合理。其中，短期债务共计173.64亿元，较年初增长364.21%，主要系抵押贷款增加所致；长期债务共计604.18亿元，较年初增长8.07%。从债务指标来看，截至2018年底，合景泰富的资产负债率为82.78%，较年初增加3.71个百分点；全部债务资本化比率71.00%，较年初增加3.14个百分点；长期债务资本化比率65.54%，较年初下降0.89个百分点，合景泰富债务负担进一步加重。

截至2018年底，合景泰富权益合计317.72亿元，较年初增加12.48%，主要系非控股权益增加所致；其中本公司拥有人应占权益合计287.79亿元，占比90.58%。本公司拥有人应占权益中储备占比98.94%，已发行股本占比1.06%，权益结构稳定性较弱。

总体看，2018年，合景泰富负债规模较高，以流动负债为主；流动负债中应付合营企业款项占比较大；非流动负债以长期借款为主；合景泰富债务负担有所加重。合景泰富权益中储备占比较大，结构稳定性较弱。

盈利能力

2018年，合景泰富实现收入74.77亿元，较上年减少35.22%，主要系项目交付面积减少所致；实现税前利润50.69亿元，较上年增长7.58%，主要系其他收益及净额增加和税金及附加减少综合影响所致；实现年度利润41.55亿元，较上年增加15.25%。

2018年，合景泰富营业开支18.48亿元，同比下降1.28%；其中销售及营销开支5.32亿元，同比增长23.02%，主要系2018年推出18个大型新项目以致广告开支增加所致，行政开支13.14亿元，同比增长40.25%，主要系公司增聘员工所致，其他运营开支净额0.17亿元。2018年，合景泰富融资成本10.70亿元，同比增长224.75%，主要系融资规模扩大所致。

2018年，合景泰富实现合营企业收益14.40亿元，占除税前利润比例为28.40%，合营企业的经营状况对其盈利水平影响有一定影响，若合营企业经营不善将会对合景泰富的利润空间造成一定的缩减。

2018年，合景泰富实现公允价值变动收益17.15亿元，同比增长42.31%，主要系北京的合景中心II、广州的星辉广场及北京的合景中心I等可出租商业物业的公允价值收益增加所致，占除税前利润比例为33.83%，对合景泰富的利润影响较大。

总体看，2018年，合景泰富盈利水平较上年有所增长，公司合作开发项目较多，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。同时，公允价值变动收益对利润影响也较大。

现金流

2018年合景泰富经营活动现金流净额为-22.72亿元，净流出规模有所减少，主要系随着公司合作开发项目的增加，其他应付款及应计款项和应付合营企业款项随之增加所致。

2018年合景泰富投资活动现金流净额为-39.43亿元，净流出持续扩大，主要系对联营公司的投资、合营企业的垫款和向联营企业的垫款增加所致。

2018年合景泰富融资活动现金流净额为195.56亿元，较上年减少21.69%，主要系合景泰富境内公司债券回购所致。

总体看，2018年，合景泰富经营活动产生的现金流和投资活动现金流均呈净流出状态，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2018年底，合景泰富流动比率和速动比率分别由年初的1.65倍和

0.87倍下降至1.33倍和0.70倍；现金短期债务比由年初的10.82倍下降至3.26倍；整体看，合景泰富短期偿债能力虽有下降但仍较强。

从长期偿债能力指标看，2018年，合景泰富EBITDA为62.97亿元，较上年增长21.36%，其中折旧与摊销占比2.36%、计入财务费用的利息支出占比16.99%，除税前利润占比80.50%。2018年EBITDA全部债务比为0.08倍，较上年变动不大；2018年，合景泰富EBITDA利息倍数由上年的1.90倍下降至1.44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。

截至2018年底，合景泰富尚未履行及未履行完毕的对外担保金额239亿元，其中为关联方提供借款担保157亿元。

截至2018年底，合景泰富在各银行获得综合授信额度合计703亿元，其中尚未使用的授信额度为370亿元。

总体看，2018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、项目区域分布情况良好，随着在建项目的竣工和销售，合景泰富整体偿债能力有望进一步提升。

3．担保效果评价

以2018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1.79%、所有者权益总额的10.39%，整体占比较低。

综合来看，合景泰富开发规模持续扩张，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

2018年，公司作为合景泰富在境内的主要的房地产开发投资平台，新增较大规模土地储备，期末土地储备规模较大且质量较高；公司新开工面积快速增长，未来可售货值规模较大；公司资产质量较好，债务结构以长期债务为主。2019年5月，公司发生同一控制下企业合并，土地储备大幅扩张，业务规模和整体实力大幅提高。同时，联合评级也关注到公司项目尚需投资规模较大、其他应收款对资金形成占用及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开发销售，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。2018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，联合评级上调公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“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	2018 年
资产总额（亿元）	402.74	437.80	587.93
所有者权益（亿元）	101.77	127.04	159.64
短期债务（亿元）	17.98	5.27	14.33
长期债务（亿元）	45.22	111.17	149.52
全部债务（亿元）	63.20	116.44	163.85
营业收入（亿元）	57.88	78.73	29.92
净利润（亿元）	15.27	23.29	2.95
EBITDA（亿元）	20.07	31.89	7.22
经营性净现金流（亿元）	-0.67	-53.79	-53.32
流动资产周转次数（次）	0.19	0.23	0.07
存货周转次数（次）	0.24	0.28	0.12
总资产周转次数（次）	0.15	0.19	0.06
现金收入比率（%）	117.83	70.88	175.07
总资本收益率（%）	10.17	12.34	2.55
总资产报酬率（%）	5.18	7.48	1.35
净资产收益率（%）	16.03	20.36	2.06
营业利润率（%）	33.10	38.08	26.50
费用收入比（%）	8.64	6.34	32.62
资产负债率（%）	74.73	70.98	72.85
全部债务资本化比率（%）	38.31	47.82	50.65
长期债务资本化比率（%）	30.76	46.67	48.36
EBITDA 利息倍数（倍）	4.53	7.41	0.95
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.27	0.04
流动比率（倍）	1.32	1.85	1.70
速动比率（倍）	0.61	1.06	0.90
现金短期债务比（倍）	4.01	12.43	4.20
经营现金流动负债比率（%）	-0.27	-27.73	-19.93
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.61	0.97	0.22

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	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,349.45	1,845.37
所有者权益（亿元）	282.46	317.72
短期债务（亿元）	37.41	173.64
长期债务（亿元）	559.05	604.18
全部债务（亿元）	596.45	777.82
营业额（亿元）	115.43	74.77
净利润（亿元）	36.05	41.55
EBITDA（亿元）	51.89	62.97
经营性净现金流（亿元）	-94.69	-22.72
存货周转次数（次）	0.18	0.10
总资产周转次数（次）	0.09	0.05
总资本收益率（%）	5.08	5.29
总资产报酬率（%）	4.10	3.84
净资产收益率（%）	13.80	13.85
营业利润率（%）	27.52	28.47
资产负债率（%）	79.07	82.78
全部债务资本化比率（%）	67.86	71.00
长期债务资本化比率（%）	66.43	65.54
EBITDA 利息倍数（倍）	1.90	1.44
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.08
流动比率（倍）	1.65	1.33
速动比率（倍）	0.87	0.70
现金短期债务比（倍）	10.82	3.26
经营现金流动负债比率（%）	-19.17	-2.50

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。