

信用等级公告

联合[2015]485 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广州合景房地产开发有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，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拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

张升阳 高鹏

二零一五年八月二十八日

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

2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 33 亿元（含 33 亿元）

本次债券期限：不超过 10 年（含 10 年）

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

担保方：合景泰富地产控股有限公司

担保方式：不可撤销连带责任保证担保

评级时间：2015 年 8 月 28 日

主要财务数据：

广州合景

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	232.87	255.62	298.96	319.82
所有者权益(亿元)	61.70	65.65	76.52	84.35
长期债务(亿元)	26.43	23.88	32.99	36.20
全部债务(亿元)	30.00	26.13	35.70	37.91
营业收入(亿元)	49.18	44.14	56.39	15.06
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	10.96	4.13	10.86	7.14
EBITDA(亿元)	16.41	7.19	15.31	8.86
经营性净现金流(亿元)	11.04	12.74	30.91	-59.42
经营活动流入量(亿元)	59.43	57.95	72.11	15.56
营业利润率(%)	31.09	23.06	26.47	32.61
净资产收益率(%)	--	6.56	15.20	9.74
资产负债率(%)	73.51	74.32	74.41	73.62
全部债务资本化比率(%)	32.72	28.47	31.82	31.01
流动比率	1.31	1.27	1.34	1.35
EBITDA 全部债务比	0.55	0.28	0.43	0.23
EBITDA 利息倍数(倍)	2.03	0.77	1.40	1.34
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.50	0.22	0.46	0.27

合景泰富

项目	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	615.90	715.47
所有者权益合计(亿元)	178.42	204.36
负债总额(亿元)	437.48	511.11
营业收入(亿元)	94.97	105.15
净利润(亿元)	27.50	32.72
资产负债率(%)	71.03	71.44

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2015 年二季度财务数据未经审计；
2、根据广州合景提供的 2012-2014 年审计报告，净利润科目中不含少数股东损益；
3、合景泰富提供的 2013-2014 年财务报表系采用香港财务报告准则编制，与采用内地会计准则编制的财务报表存在较大差异，为保证财务分析一致性，以经 Wind 资讯按照内地会计准则予以调整后的财务数据为准。
4、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广州合景房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“广州合景”）的评级反映了作为广东省知名房地产开发企业，公司具有丰富的房地产开发经验，目前在建项目的品质较高，在区域市场内拥有较高的品牌知名度。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受国家宏观调控政策影响较大、项目开发周期较长、资金需求压力较大等不利因素对公司信用状况形成的不利影响。

公司在建项目地理位置较好，未来随着项目的陆续竣工，综合盈利能力有望进一步提升，整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由公司实际控制人合景泰富地产控股有限公司（以下简称“合景泰富”）提供不可撤销连带责任保证担保。合景泰富资产规模较大，营业收入稳定增长，盈利能力较强，在行业内具有很强的品牌影响力。联合评级认为，合景泰富提供连带责任保证担保体现出大股东对公司的支持和信心，对本次债券的信用状况具有积极影响。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 房地产行业未来仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用，预期房地产行业将进入稳健发展阶段。

2. 公司在广州、苏州及上海和西南地区从事房地产开发的历史较长、开发经验丰富、品牌知名度较高，拥有较强的区域竞争力。

3. 公司在建及在售项目规模较大，且主

要位于国内一二线城市，未来有望对公司盈利能力形成良好支撑。

4. 担保方合景泰富作为国内知名的港股上市房地产企业，其资产规模较大，营业收入稳定增长，盈利能力较强，其所提供的担保对本次债券信用状况具有积极影响。

关注

1. 房地产业作为周期性行业受宏观调控等多重因素影响，同时房地产项目开发时间较长，涉及政府审批环节较多，存在一定的行业波动性和政策管理风险。

2. 公司主要经营地区房地产市场存量较高，对公司开发项目快速销售、快速回笼资金形成压力。

3. 公司在建项目尚需投资额较大，资金压力较大，融资压力较大。

4. 公司关联企业往来资金规模较大，近年来合资企业投资收益在利润总额中占比逐步提升，需要关注投资收益实现质量对公司财务状况的影响。

分析师

张开阳

电话：010-85172818

邮箱：zhangky@unitedratings.com.cn

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@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.unitedrating.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与广州合景房地产开发有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与广州合景房地产开发有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因广州合景房地产开发有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

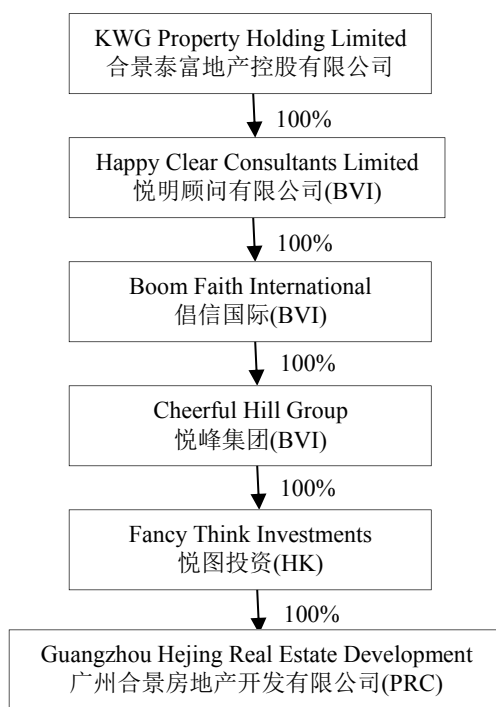
本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由广州合景房地产开发有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代广州合景房地产开发有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

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”）最初为广州恒景商业中心与孔健涛于 1995 年 6 月 8 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加注册资本，公司注册资本达到 12,000 万元，此时孔健岷、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资企业，注册资本变更为 1,500 万美元；后又历经多次增资，注册资本变更为 9,900 万美元；2008 年 1 月，根据《关于外资企业广州合景房地产开发有限公司股权转让的批复》（穗外经贸资批[2008]39 号），悦峰集团有限公司将公司 100%的股权转让给悦图投资有限公司。截至 2015 年 6 月底，公司注册资本为 9,900 万美元，公司的母公司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）。公司作为合景泰富最重要的子公司，收入以及净利润的贡献度最高，是境内最主要的运营平台之一；公司的实际控制人为孔健岷。

图1 截至2015年6月底公司股权结构



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：房地产业（具体经营项目请登录广州市商事主体信息公示平台查询。经营范围以审批机关核定的为准，依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。目前公司的主营业务包括房地产开发及商品房销售。

截至 2014 年底，公司设有产品研发部、战略及品牌营销部、运营管理部、酒店管理部、客服物业部、财务资金部、风险控制部、人力资源部和总裁办（含驻港办）共 9 个职能部门（见附录 1）；拥有全资和控股子公司 38 家，在职员工 1,158 人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 298.96 亿元，负债合计 222.44 亿元，股东权益（含少数股东权益）76.52 亿元。2014 年公司实现营业收入 56.39 亿元，净利润（含少数股东损益）10.80

亿元，归属于母公司的所有者的净利润 10.86 亿元。经营活动产生的现金流量净额 30.91 亿元，现金及现金等价物增加额 38.76 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 319.82 亿元，负债合计 235.47 亿元，股东权益（含少数股东权益）84.35 亿元。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 15.06 亿元，净利润（含少数股东损益）7.84 亿元，归属于母公司的所有者的净利润 7.14 亿元。经营活动产生的现金流量净额-59.42 亿元，现金及现金等价物增加额-56.28 亿元。

公司注册地址：广州经济技术开发区科学城科汇二间2号2楼自编13号；法定代表人：孔健涛。

二、本次公司债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“广州合景房地产开发有限公司 2015 年公司债券”，本次公司债券票面总额不超过人民币 33 亿元（含 33 亿元），面向合格投资者公开发行。本次债券票面金额 100 元/张，按面值平价发行，期限为不超过 10 年（含 10 年）。

本次发行的公司债券票面利率发行前根据市场情况与主承销商协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率。本次公司债券票面利率在债券存续期内固定不变，采取单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。最后一期利息随本金一起支付。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金拟将募集资金用于补充公司营运资金。

三、行业分析

公司为房地产开发企业，其收入几乎全部来源于房地产业务。房地产行业在国民经济中具有关联度高、带动性强的特点，是国民经济的支柱性行业。

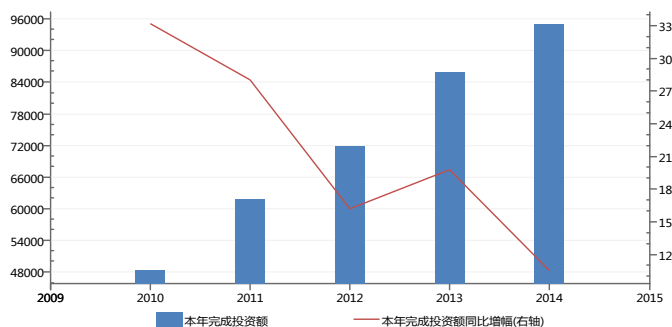
1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2008 年国际金融危机爆发前，受到政策严厉调控的影响，房地产市场表现低迷。后随着金融危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是 2011 年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷。同年 9~11 月，一二线城市价格均出现一定程度的下跌。2012 年，受上年行业持续低迷影响，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓，全年房地产开发投资 71,804 亿元，比上年增长 16.19%，增速较 2011 年放缓 11.86 个百分点；商品房施工面积 57.3 亿平方米，比上年增长 13.2%，增幅同比减小 12 个百分点；新开工面积 17.7 亿平方米，比上年减少 7.3%，增幅同比减小 23.5 个百分点。进入 2013 年，中国房地产市场景气度有所回升，2013 年，全国房地产开发投资 86,013.38 亿元，同比增长 19.79%，增速同比提高 3.6 个百分点。2014 年以来，我国房地产

行业增速不断放缓，2014 年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资 95,035.61 亿元，名义同比增长 10.49%，较 2013 年同期增速大幅下滑 9.30 个百分点。预计未来一段时间，房地产市场将呈现一定的回调或波动态势，并逐步进入平稳、理性增长的新时期。

图 2 2010~2014 年我国房地产开发投资及其同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：wind 资讯

总体看，作为我国经济的重要支柱产业，房地产业受宏观经济波动和调控政策影响，近年来发展波动较大。

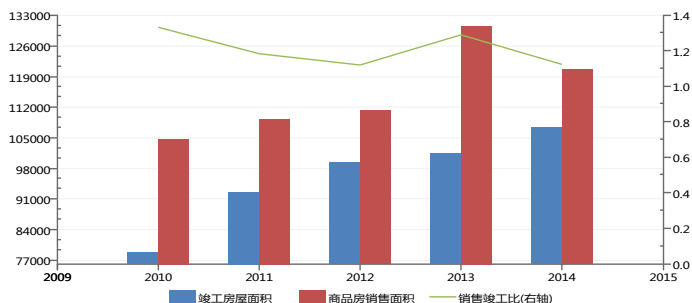
2. 市场供需

从行业上游来看，房地产开发企业成本主要包括土地成本、建安成本、税费、销售费用和财务费用等。虽然各个开发企业成本结构各不相同，但是行业内一般认为土地成本约占总成本的 40% 左右，建安成本约占 30% 到 40%，税费约占 10% 到 20%。建安成本中各种建筑材料如钢材、水泥供给充足，近年价格相对稳定，因此土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素。受楼市下行的影响，2014 年全国土地市场呈现下行趋势，土地成交减少，低溢价率成为主流。2014 年，全国 300 个城市共成交土地 27,907 宗，同比减少 28%；成交面积 104,032 万平方米，同比减少 31%。其中，住宅用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）7,941 宗，同比减少 35%，成交面积 35,377 万平方米，同比减少 36%；商办类用地 5,363 宗，同比减少 29%，成交土地面积 15,917 万平方米，同比减少 31%。从溢价率来看，低溢价率成为主流，2014 年全国 300 个城市土地平均溢价率 10%，较 2013 年同期下降 5 个百分点。其中住宅类用地平均溢价率 12%，同比下降 7 个百分点。土地市场分化也日趋明显，2014 年，全国 300 城市土地出让金总额同比下降 27%，总额为 23,412 亿元，其中 10 个重点城市占比约为 40%，较 2013 年增加 7 个百分点。2014 年，一线城市的土地成交量创五年新低，但成交均价则是五年新高。2014 年，一线城市共推出土地 833 宗，推出土地面积 3,665 万平方米，同比减少 26%；成交方面，共成交土地 772 宗，成交土地面积 3,401 万平方米，同比减少 27%；楼面均价 7,705 元/平方米，同比上涨 41%；土地出让金为 5,068 亿元，同比减少 3%。

从供求情况看，2008 年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013 年，全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，增长 2.02%。其中住宅竣工面积 7.87 亿平方米，同比下降 0.38%。全国商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.34%。其中住宅销售面积 11.57 亿平方米，同比增长 17.46%。2013 年房地产市场销售面积大于竣工面积主要原因在于：随着当年三月份新版“国五条”的出台，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。但自 2014 年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014 年，商品房销售面积 120,649

万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014 年，住宅竣工面积 107,459 万平方米，同比增长 5.9%。

图 3 2010~2014 年全国商品住宅供求情况（单位：万平方米）



资料来源：wind 资讯、联合评级整理

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于 1 说明供不应求，小于 1 说明供大于求。

总体看，随着房地产市场需求的逐步释放，我国住宅供不应求的状态已出现明显好转。

3. 市场价格

从商品房销售价格看，2010 年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011 年 9 月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入 2012 年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于 2012 年 6 月实现环比小幅上涨，结束了连续 9 个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2013 年 12 月百城住宅均价为 10,833 元/平方米，同比上涨 11.51%。2014 年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，环比下跌 0.44%。2015 年 4 月，百城住宅均价为 10,522 元/平方米，环比下跌 0.01%，连续 12 个月下跌，如下图所示。

图 4 百城住宅平均价格情况（单位：元）



资料来源：Wind 资讯

总体看，从 2008 年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013 年也已经基本确立了持续上涨趋势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，未来房价走势仍待进一步观察。

4. 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金十年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产

行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势（详见下表）。

表 1 2010~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	15.29%	16.92%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	21.36%	22.79%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	9.88%	8.79%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	13.12%	13.65%

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势，原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，稳定的现金流提高其信用等级，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的生态已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先优势进一步扩大。2014 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业如下表所示：

表 2 2014 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	中国海外发展有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	大连万达商业地产股份有限公司	8	碧桂园控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	绿城房地产集团有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

5. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2009 年上半年，房地产行业宏观调控政策相对宽松。但是，随着各地纷纷出台房地产鼓励政策，房价明显上涨。下半年，政策逐渐转向收紧，12 月国务院出台“新国四条”抑制房价过快上涨。2010 年，国家出台了更为严厉的房地产政策，如明确二套房贷首付不能低于 40%，贷款利率严格按照风险定价，增加住房有效供给，抑制房地产投机，实行更为严格的差别化信贷政策等。

2011 年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011 年 1 月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1 月 26 日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年 1,000 万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011 年 1 月 27 日，中

国财政部表示，自 2011 年 1 月 28 日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012 年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。据统计 2012 年中央强调调控不动摇 60 次；4 次提及“决不让房价反弹”；房价合理回归被提到 156 次；2 次提及问责。限购、限价、限贷继续严格执行。五大政策显得最为重要，它们分别是公积金贷款政策、个人住房信息联网、查处小产权房、禁墅令政策以及经济领域内的央行降息政策。

进入 2013 年，房地产调控进一步升级。2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表 3 2009 年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2009 年 5 月	国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》
2009 年 12 月	国务院常务会议提出“新国四条”
2010 年 1 月	国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010 年 4 月	国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2011 年 1 月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011 年 1 月	国务院“新国八条”
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年	央行多次降息，多地取消限购
2015 年 2 月	央行降息
2015 年 3 月	央行调整二套房首付比例；财政部调整营业税征收标准

资料来源：联合评级搜集整理

2014 年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。经济下行压力与日俱增，国家稳定住房消费以防止房地产市场进一步下滑，刺激房地产市场以保经济增速。房地产市场调控政策因此由强力行政干预走向市场化，由令出中央到下放地方。2014 年，全国大多数城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展，到目前为止，46 个限购城市中仅余北京、上海、广州和深圳仍执行限购政策。此外，部分城市的救市措施还从公积金贷款调整、契税减免、调整首付比例、购房补贴、户籍准入等方面入手，呈现多元化、纵深化格局。

进入 2015 年，国家房地产调控政策相继出台。2 月 28 日，央行决定自 2015 年 3 月 1 日起，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.35%，一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.5%，存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.2 倍调整为 1.3 倍。3 月 30 日，人民银行和财政部相继发文，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购买二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征营业税。6 月 28 日，人民银行再次下调存贷款利率各 0.25 个百分点，同时定向降准。至此，一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.85%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。一系列相关政策反映出国家层面对

房地产行业的支持，对房地产行业形成利好。

总体看，目前房地产行业调控压力依然较大，调控方向将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进。行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。在目前国家政策依然支持居民自住、改善性住房需求的宏观政策背景下，预计房地产市场仍将保持平稳健康发展。

6. 行业关注

房地产行业处于调整周期，行业风险加大

作为资金密集、高杠杆行业，房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，这也是国内房地产市场一直以来的基本模式。如果遇到加息、人民币贬值将导致热钱流出，上调存款准备金等因素导致市场资金面趋紧，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

近几年来部分城市房地产市场快速扩张，需求有过度释放迹象。部分城市的房地产市场风险已经充分暴露，例如鄂尔多斯市、温州、杭州和青岛等。未来，如果中国经济在转型压力下低速增长，很可能有更多的城市出现住宅供求失衡、房地产泡沫破裂的现象。国内房地产市场的持续低迷，房地产企业销售全面下降，流动性风险增加，会让金融机构对房地产企业贷款更为谨慎甚至于收缩。而且受早期房地产暴利以及房地产调控政策影响，房地产企业在国内的融资很大一部分通过包括信托在内的影子银行实现，融资成本居高不下；而当前一旦遭遇销售不畅，很容易造成资金链断裂及风险暴露。

我国人口向老龄化发展，不利于房地产行业的长期发展

由于计划生育制度和医疗卫生水平提高，我国老年人的比例不断上升，全国将进入老年型社会。二十世纪八十年代以后出生的独生子女在二十一世纪初对住房的刚性需求较强，引起了房价的大幅上涨，到二十一世纪二十年代后，我国的人口增速将大幅降低，这些独生子女的下一代将可能继承多套房产，届时房地产将严重供大于需；同时，由于人口红利的丧失，我国宏观经济的增速将进一步放缓，也在一定程度上影响了居民对住房的购买力，房地产的价格也将会大幅下跌，这将不利于房地产行业的长期发展。

总体看，房地产行业面临国家宏观调控政策变化、融资困难和融资成本较高以及人口增速降低带来的不确定性风险。未来房地产行业发展面临一定的压力。

7. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

地方政策调整更趋灵活，空间更大

市场化改革和长效机制的建立不可能一蹴而就，随着多地限购政策的取消，各地政策的调整或将迎来新的契机。北上广深等一线城市难以从限购方面取得突破，而将继续从公积金、信贷等方面支持自住需求；对于其他城市来说，政策调整空间将有所扩大。

供需转变，部分高库存城市房价下行压力加大

需求方面，2014 年央行发布“央五条”明确支持首套房贷款有助于平稳市场预期，同时两次定向降准释放一定流动性，预计未来一段时期中央或将继续采取金融措施支持自住型住房需求，合理引导和稳定市场预期，地方政策微调也将短期刺激市场，房地产市场需求或将缓慢回升。供应方面，前几年供应土地逐渐进入上市推盘周期，未来一段时期企业销售压力加大，预计企业推盘会更加积极，市场供应量将进一步增加。价格方面，“去库存”仍是房地产市场主基调，预计全国房价将在波动中延续阶段性下行趋向；库存持续高位、去化周期长的城市房价下行压力较大；而受需求量大、资源集中的影响，一线城市房地产业预计仍将保持平稳。

总体看，在未来一段时期，针对房地产行业的调控政策将更加市场化、灵活化，但由于供需转变、库存高位等原因可能导致二三线城市房价下行压力较大。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

主营业务突出，专业优势明显

公司主要从事房地产开发，是广州市大型房地产开发企业之一，拥有房地产开发二级资质。公司拥有丰富的房地产开发经验，能够准确满足客户需求，能够实施专业化的流程设计。在突出专业优势的同时，公司开始创建酒店的自有品牌，力求打造精致的商务型酒店，主要分布于各地的主要商圈，为公司进一步拓宽了市场的影响力。

完整物业体系，房产开发类别丰富

公司是广州领先的大型房地产开发公司之一，自创立来一直专注于高质素物业的开发、销售与管理。经过 20 余年的发展，公司已具有完整的物业开发体系和均衡的产品组合，产品涵盖中高端住宅、酒店、购物中心、服务式公寓等多种类别。公司成功运作了“北京香悦四季”、“苏州峰汇国际”、“成都誉峰”、“广西天汇广场”等多个具有阶段性发展印记项目。

2012~2014 年，公司合并口径合同销售额分别为 64.87 亿元、78.19 亿元和 89.84 亿元。2014 年合并口径合同销售均价 15,287 元/平方米。项目均处于全国主要城市，主要分布在北京、上海、广州、天津、杭州、苏州以及成都和南宁。

地域优势突出，品牌影响显著

公司控股股东合景泰富地产控股有限公司为香港联交所上市公司，专业从事住宅及商业地产综合开发，在业内具有较强品牌影响力和竞争力。2014 年合景泰富成为全国性房地产企业，销售金额排名第 35 名，并于当年进入广州与苏州全年项目销售额及销售面积前十名的行列。

公司曾先后荣膺“2014 年 最值得期待楼盘（广西合景天汇广场）”、“2014 年广西地产年度力量—2014 五象新区标杆楼盘”、“2014 年广西地产年度力量—2014 别墅代表作（合景天峻广场）”、“2014 年 年度苏州最具影响力楼盘（合景峰汇国际）”、“2014 年最佳宜居典范别墅奖（合景香悦四季）”、“2014 年最具区域销冠楼盘（合景香悦四季）”、“2014 年城市贡献特别大奖（合景誉峰）”、“2014 年年度特别传承价值豪宅大奖（合景誉峰）”、“2014 年第十二届金芙蓉杯成都地产年度投资价值典范楼盘（合景誉峰）”等诸多荣誉。上述奖项使得公司在行业中的品牌形象和知名度不断提升，也为其带来了一定的经济效益。公司始终实施“根植广州，辐射全国”的战略，先后开拓了华南、华东、西南、华北及海南等地的市场。

广州作为公司的主要发源地，在广州承建了一系列的特色品牌以及地标式建筑（合景国际金融广场、W 酒店、合景誉山国际），拥有良好的口碑和显著的影响力，在房地产开发行业内具有较强的综合实力。

总体看，公司作为房地产开发企业，拥有丰富的房地产开发经验和品牌优势；公司区域优势明显，打造了北、上、广一线城市和经济发达的东南沿海二线城市的开发主战场，上述区域发达的经济水平以及庞大的人口规模为公司业务提供了有利支撑。

2. 人员素质

截至 2014 年底，公司董事、监事以及其他高级管理人员共计 8 人，均有丰富的行业从业经验，熟悉行业的整体状况和公司的运营发展情况，具有丰富的管理经验。

公司董事长、总裁孔健涛先生，44 岁，本科学历。自 1995 年起担任公司董事，拥有逾 20 年的物业开发经验，负责公司的整体项目运营，现任公司董事长兼总裁。

截至 2014 年 12 月底，公司员工总数 1,158 人。其中，从职务上看，销售人员 73 人，占员工总数的 6%；技术人员 867 人，占员工总数的 75%；财务人员 118 人，占员工总数的 10%；行政人员 100 人，占员工总数的 9%。从学历上看，大学本科及以上学历 656 人，占员工总数的 57%；大学专科学历 411 人，占员工总数的 35%；大专及以下学历 91 人，占员工总数 8%。

总体看，公司高层管理人员具备多年的相关业务经历和企业管理经验，公司在职工构成情况能够满足公司经营需要。

3. 外部环境

公司位于广州市，来自广州市的销售收入占营业收入的比例较高，广州市的经济发展状况对公司的经营具有重要影响。广州市位于广东省中南部，东江、西江、北江交汇处，珠江三角洲北缘，濒临中国南海。广州管辖的城市总面积 7,434.4 平方公里，辖 11 区（越秀区、海珠区、荔湾区、天河区、白云区、黄埔区、南沙区、番禺区、花都区、从化区、增城区），截至 2014 年底，广州市常住人口 1,308.05 万人。

2014 年，广州市实现地区生产总值 16,706.87 亿元，按可比价格计算，比上年（下同）增长 8.6%。其中，第一产业增加值 237.52 亿元，增长 1.8%；第二产业增加值 5,606.41 亿元，增长 7.4%；第三产业增加值 10,862.94 亿元，增长 9.4%。第一、二、三次产业增加值的比例为 1.42:33.56:65.02。三次产业对经济增长的贡献率分别为 0.3%、30.9%和 68.8%。

2014 年，广州市财政总预算收入 4,834 亿元，增长 9.1%。其中，国税部门组织收入 2,838 亿元，增长 10.0%；地税部门组织收入 1,418 亿元，增长 6.0%。一般公共预算收入 1,241.53 亿元，增长 8.7%。一般公共预算支出 1,434.26 亿元，增长 3.5%。

2014 年，广州市房地产业完成投资 1,816.15 亿元，比上年增长 15.5%。按用途分，商品住宅开发投资 994.90 亿元，增长 4.7%。其中，90 平方米以下住宅投资 226.91 亿元，增长 7.0%；144 平方米以上住宅投资 288.57 亿元，下降 6.1%；别墅、高档公寓投资 46.28 亿元，下降 31.7%。办公楼和商业营业用房投资 222.90 亿元和 293.56 亿元，分别增长 33.6%和 42.6%。

总体看，公司所处的广州市区域经济较为发达，经济的快速增长和人口的净流入为公司发展提供了良好的外部环境。

五、公司管理

1. 公司治理

公司为有限责任公司，根据《公司法》等相关法律法规和《公司章程》的规定，建立了完善的法人治理结构，设立了董事会、监事和经营管理层，公司为独资企业，不设股东会，董事会对

公司股东负责，制定了相应的议事规则及工作细则。董事会由 3 名董事组成，对公司股东负责，以公司利益最大化为行为准则；公司设 1 名监事，依照法律规定的职责、权限对公司运行状况实施监督，依法维护公司全体股东的合法权益，对股东负责并报告工作。高级管理人员包括总裁、副总裁、总经理、总监、副总监，总裁负责主持公司全面日常经营、管理工作，其他人员协助总裁工作，分工负责、各司其职。

总体看，公司法人治理结构相对简单，董事会的工作流程规范，能够满足公司的日常经营需求。

2. 管理体制

截至 2014 年底，公司设产品研发部、战略及品牌营销部、运营管理部、酒店管理部、客服物业部、财务资金部、风险控制部、人力资源部和总裁办（含驻港办）共 9 个职能部门，公司核心管理团队从事相关管理工作多年，行业经验丰富，素质较高。截至 2014 年底公司拥有纳入合并报表范围的各级子公司共计 38 家。

公司有较为完善的制度，建立了完善的内部约束机制，各事项有明确的责任人，能够杜绝越权决策或不履行内部决策程序的情况。公司各项管理制度建立之后，均得到有效地贯彻执行，同时，公司定期进行检查、评估和及时的修订完善，对公司的经营起到了重要的指导、规范、控制和监督作用。

在财务制度方面，公司贯彻《公司法》、《会计法》等相关法律法规、结合公司章程制定了一系列财务管理制度如银行印鉴及银行账户管理细则、费用报销管理、会计科目核算规定、内部往来管理、已售商品房成本结转工作细则、财务类审计业务规定等一系列制度细则。

在资金管理制度方面，公司由集团财务资金部制定并由董事会主席签发了资金计划规范及指引，严格规范公司年度及月度资金计划的制订和使用，有着严格的上报流程、审批流程和使用流程，控制执行偏差。资金计划执行 5 个原则：以收定支、总量控制、专款专用、定期清零、节约资金。公司编制公司年度及月度现金流并上报集团财务资金部，由集团财务资金部审核并向管理层汇报，灵活调度资金，保证公司现金流稳健。

在经营计划管理制度方面，公司每年下半年开始编制全公司（含子公司）年度经营计划。年度经营计划包括公司当年及未来三年的运营情况，每年滚动更新。该计划在编制完成并经最高管理层审批通过后，由公司管理部门对年度经营计划的完成情况进行回顾及巡检，并根据实际情况对年度经营计划进行定期的调整。

在采购及供应商管理方面，针对各项材料设备供应商及工程承建商各区域造价采购部及集团招标投标中心通过建设供应商信息登记、供应商评估等机制，沉淀供应商资源信息，规范采购人员的供应商选择行为，从源头降低采购风险及合约风险。不论任何形式的采购行为，均遵循以下原则：透明公正、充分竞争、保密及可追溯原则。

在风险控制方面，公司通过制定严格的劳动纪律制度、安全生产制度、失职问责制度，由集团风险控制部编制了《内部控制缺陷整改管理办法》，定期对公司各部门日常工作形成的文件进行抽样检查，做好缺陷记录，并提出整改建议，从源头防范各种经济风险。

在信息披露方面，为了加强公司就所发行的债务融资工具的相关信息披露工作的管理，规范相关信息披露行为，确保信息披露的公平性，保护债务融资工具投资者的合法权益，公司制订了《信息披露与投资者关系管理制度》。

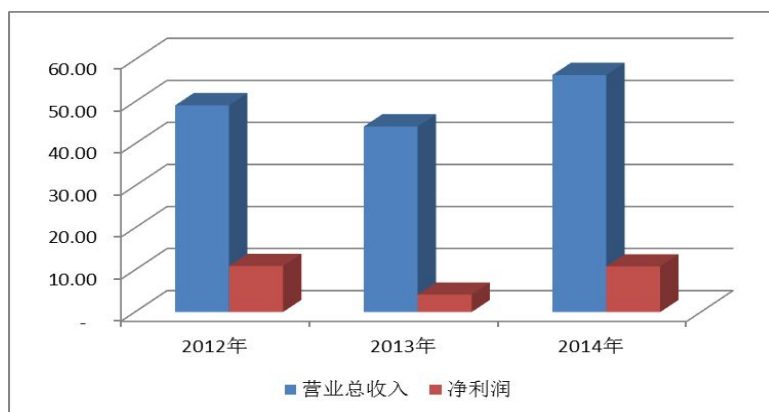
总体来看，公司内部管理机制健全，财务内控制度规范，能够满足公司及下属子公司的日常经营，整体管理风险相对较小。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务经营主要包括房地产销售、酒店运营、工程建设和投资物业。2012~2014年，公司实现营业收入分别为49.18亿元、44.14亿元和56.39亿元，呈波动增长态势，年均复合增长7.07%；实现归属于母公司所有者的净利润分别为10.96亿元、4.13亿元和10.86亿元，波动较大，年均复合增长0.69%，净利润增长低于营业收入增长的主要原因系营业成本和营业税金增幅超过收入增幅所致，营业税金增幅较快主要系是旧项目税务系统递延交税所致。

图5 近三年公司营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告

2015年1~6月，公司实现营业收入15.06亿元，实现净利润7.84亿元，分别占上年26.71%和72.19%。公司主营业务突出，近三年主营业务收入在营业收入中占比始终保持在95%以上，2014年占比97.73%，房产销售是公司主营业务收入唯一来源。

从各板块来看，公司房地产开发业务经营时间较长，是公司收入的主要来源，受房地产政策一定影响，收入存在一定的波动性，但总体呈上涨趋势。此外，酒店运营、工程收入及物业出租等对公司收入形成一定的补充；其中，公司酒店运营采用与国际上较为知名的酒店管理公司合作的方式，2014年酒店收入稳步增长；工程建设是为其他房地产公司进行工程代建业务，公司工程收入是对其关联方的材料销售和安装收入，由于该公司的母公司计划将此业务逐步转入关联公司，因此公司工程收入近三年逐年下降。此外，物业租赁是公司持有部分开发项目的商铺和房屋获得的租金，近三年业务收入稳定。

从毛利率来看，房地产开发的毛利水平对公司盈利能力的影响较大。受结算产品的结构变化、房地产市场波动等因素影响，公司房产销售毛利率有所波动，近三年分别为39.84%、31.33%和38.83%。酒店运营收入是公司委托喜来登酒店管理公司经营管理的广州东圃福朋喜来登酒店五星级商务酒店，该酒店运营良好，营业收入稳步提高，酒店销售毛利率较高且较为稳定，三年实现销售毛利率分别是46.38%、46.65%和46.68%。公司租赁和手续费收入是由其持有的物业租赁收入和其他杂项收入（如：购房定金罚款等），以物业租赁收入为主，公司物业租赁收入是持有建设项目留存的商铺出租收入，毛利率分别为94.64%、89.72%和92.78%。受上述因素影响，2012~2014年，公司分别实现毛利19.51亿元、14.01亿元和21.88亿元，综合毛利率分别为39.66%、31.74%和38.81%。

表 4 2012~2014 年公司营业收入、毛利及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块业务	2012 年			2013 年			2014 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	47.01	95.59	39.84	42.57	96.44	31.33	55.11	97.73	38.83
酒店运营	0.68	1.39	46.38	0.68	1.54	46.65	0.75	1.34	46.68
工程收入	1.36	2.77	25.25	0.75	1.70	30.78	0.37	0.66	-2.61
租赁和手续费收入	0.13	0.27	94.64	0.14	0.32	89.72	0.14	0.26	92.78
合计	49.18	100.00	39.66	44.14	100.00	31.74	56.39	100.00	38.81

资料来源：公司审计报告

从公司业务的地区分布来看，公司房产销售业务集中在广州市、成都市、苏州市、上海市和海南省；酒店收入在广州市。近三年，公司房产销售业务广州地区销售金额逐年下降，由2012年占比33.86%下降到2014年的12.91%。公司重点在经济发达的华东地区的上海与苏州布局，华东地区的营业额逐年扩大，尤其市上海市的销售额增长最快，2014年上海和苏州地区的销售额合计27.63亿元，占比49.01%。成都地区销售额波动较大，整体呈上升趋势，2012年~2014年销售分别为17.31亿元、6.55亿元和19.02亿元。海南地区销售收入占比相对较少，2014年海南地区销售2.45亿元，占比4.35%。

表 5 2012~2014 年公司主营业务收入分地区情况（单位：亿元、%）

区域	2012 年		2013 年		2014 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
广州	16.65	33.86	7.73	17.51	7.29	12.91
成都	17.31	35.20	6.55	14.84	19.02	33.74
苏州	10.18	20.70	14.39	32.60	11.88	21.07
上海	4.84	9.84	15.47	35.05	15.75	27.94
海南	0.20	0.41	0.00	0.00	2.45	4.35
总计	49.18	100.00	44.14	100.00	56.39	100.00

资料来源：公司提供

总体看，公司房地产销售业务集中在广州市、成都市、苏州市和上海市；房地产销售收入占比很高，但受房地产政策影响，存在一定的波动，上述政策对公司经营业绩实现影响一般；酒店经营与持有物业出租收入稳步增长，能为公司带来稳定的现金流补充。

2. 业务运营

公司业务运营主要包括房地产销售、酒店经营、工程收入和投资物业四个业务板块。

房地产销售

（1）项目开发

公司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。2012~2013年由于限购令等政策因公司新开工项目较少，年均4个项目。2014年下半年房地产政策放松，公司加大了新项目的开工力度，2014年新开工项目7个，新开工面积40.37万平方米，主要集中在广州和杭州地区。

随着市场环境的变化，公司新建项目主要选择一线城市和经济发达的二线城市。公司项目开始之前进行市场分析与成本分析的前期基础性工作，拿地后约6~7个月进行开盘预售。在项目竣工前期进行物业与客服的配套业务板块的跟进建设。公司通过上述的开发模式有效提升公司的存货周转能力，加快资金周转。同时，面对较短的项目开发周期，公司对行情的判断更加准确，可合理根据短期行情的判断来决定项目投资，降低公司经营风险。物业和客服的配套设施跟进为公司

的品牌积累了良好的口碑。

表6 2012~2014年公司主要开发数据情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
新开工项目（个）	4	4	7
新开工面积（平方米）	242,220	281,765	403,673
竣工项目数（个）	7	6	10
竣工面积（平方米）	569,882	447,921	573,788
在建项目数（个）	14	18	25
施工面积（平方米）	1,679,132	2,209,585	2,708,261

资料来源：公司提供

从项目开发数据来看，公司房地产开发的规模较小，处于建设阶段的项目数量稳中上涨。2012~2014年，公司施工面积稳定上升，2014年新开工面积较往年上涨幅度很大，竣工面积整体波动上升，2014年竣工面积有大幅回升。2012年，公司新开工建设项目4个，新开工面积24.22万平方米，全年施工面积167.91万平方米，分布于14个项目，年内竣工面积56.99万平方米。2013年，年内新开工4个建设项目，新开工面积达28.18万平方米，全年施工面积220.96万平方米，分布于18个项目，施工面积较上年上涨幅度较大，年内6个项目交付，整体竣工面积44.79万平方米，较上年有所下降。2014年，年内新开工7个建设项目，新开工面积40.37万平方米，全年施工面积270.83万平方米，施工面积持续上涨，年内10个项目竣工，竣工面积57.38万平方米，较上年大幅上涨，公司整体开发规模扩张较快。截至2014年底，公司在建和在售项目是住宅项目和商用物业。

从公司开发业务发展定位来看，公司项目开发规模一般，公司根据各地实际情况，以多样化的产品应对市场挑战，设计合理的户型，控制总价，迎合客户的需求。在一线城市推出了总建筑面积80-110平方米的刚需产品和改善型产品。为了在行业中增加竞争优势，同时推出低密度的叠拼和别墅产品，与周边同类型的竞争产品区别开。同时，公司在楼盘绿化、房屋内部配套、公共区域设置、物业服务等多方面实现差异化竞争，着力增加开发项目产品的附加值。

总体看，公司房地产开发规模一般，公司建设项目基本保持稳定；近年来，公司年度施工面积稳步增长且增长幅度较大，竣工面积波动增长。公司开发项目集中于住宅项目，同时也进行商业地产的开发，业务发展较为均衡。

（2）房屋销售

目前，公司房地产开发的销售模式采取以专业团队销售方式为主，以自有建设团队销售为辅的销售模式。公司在广东和华东地区从事房地产经营多年，对地区房地产行业市场和客户需求、客户购买力等较为了解；公司一般在地产项目开盘或新进入地区的楼盘委托代理公司或者合作伙伴进行联合销售增加销售的稳健性。公司销售团队从获取土地前的项目定位、规划设计、潜在购买群体定位等各方面参与项目规划，增强项目规划设计与现实的契合度。

公司住宅销售目标对象以刚性需求为和改善性需求为主，为了能够实现房屋的快速销售及资金及时回笼，公司采用“快进快出”开发模式，取得预售证后及时推出可售房源。当在售楼盘总体去化率达到95%以上时，公司根据市场情况降价促销达到清盘目的，较少尾盘积压。

从销售数据来看，2012年房地产调控的整体基调没有改变，但在刚性需求的支撑下，房地产市场发展先抑后扬，市场有所回暖，公司当年实现协议销售金额64.87亿元、销售面积49.78万平方米；2013年，房地产行业宏观调控持续进行，公司重点布局区域住宅新增供应量大幅增加，公司当年实现协议销售金额78.19亿元、协议销售面积56.28万平方米，较2012年增长较快。2014年公司的新开盘预售项目达到20个，全年公司实现协议销售面积61.23万平方米，协议销售金额89.84亿元，较上年均有所上涨。

表 7 2012~2014 年公司发展物业运营数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
达预售项目（个）	9	13	20
协议销售面积（万平方米）	49.78	56.28	61.23
协议销售金额（亿元）	64.87	78.19	89.84
协议销售均价（万元/平方米）	1.33	1.45	1.53
结转收入面积（万平方米）	33.35	32.99	37.45
结转收入（亿元）	47.01	42.57	55.11

资料来源：公司提供

注：达预售项目按当期在售项目数统计

从结转情况来看，2012 年公司结转面积 33.35 万平方米，结转收入 47.01 亿元。2013 年，公司结转面积 32.99 万平方米，结转收入 42.57 亿元，较 2012 年有所降低。2014 年，公司结转面积 37.45 万平方米，较上年有所增长，结转收入 55.11 亿元，较上年上涨 26.03%，主要系结转收入的项目销售均价与 2013 年比较有所上涨所致。

营销方面，公司较为注重品牌运营，除充分利用传统媒体如报纸等进行广告宣传外，还通过各种新媒体进行销售宣传。公司尝试引入电子商务平台增加客源，在广州、苏州、上海等多地项目开展活动。公司通过电商平台，把最新动态及时呈现给客户，组织线下看房，增加客流量。同时公司针对多个项目建立微信公众号和微楼书，推送新项目的资信，方便潜在客户搜索项目信息，直观了解项目的具体情况，同时增加一些客户回馈活动，增加与客户之间的沟通。

截至2014年底，公司施工面积270.83万平方米。目前公司在建项目规模较大，未来随着在建项目陆续达到可售标准，公司营业收入和营业利润规模会有较大增长。

总体看，公司销售状况受政策及行业环境的影响较小，房屋销售面积及金额近三年稳步增长，同时保持了较高水平的盈利能力，通过项目的快速周转，资金的快速回笼支撑其发展，公司在房地产开发业务上具有较强的竞争力。

（3）土地储备和在建项目

公司土地储备基本通过“招、拍、挂”方式获得，公司主要以单独开发为主，在购置大型、价值高且需要即时付款的土地时，公司会与其他开发商合作开发以减轻资金压力。

从土地储备的目标区域来看，公司房地产项目的开发区域定位于以一线城市和经济总量与人口排名靠前的二线城市（如：苏州、成都、杭州、南京等城市）为核心区域重点开发，并择机在上述地区的周边城市进行开发。

土地成本的高低直接决定了项目的盈利与否及盈利空间大小。公司高度重视土地储备的成本管控，坚持贯彻执行“先定位再拿地、拿性价比高的地”的原则。公司根据公司资金储备及下属项目公司的开发进度，合理预计新增土地储备规模。在确定增加土地储备之前，公司充分开展土地储备的调研、产品地位、利润测算等前期工作，并通过项目投资评审会进行集体决策，评审委员必须进行实地考察。一般项目测算利润高于15%，一线城市可稍微放松标准，不符合城市发展方向的地不拿。

公司土地储备主要是2010年至2013年取得，拿地成本相对较低。从公司存量土地储备项目购入的时间看，公司在2012年前的土地使用性质以商业、酒店、写字楼和住宅为主的综合地块开发为主，由于一线城市商业地产区域饱和，国家地产行业政策调控以及公司加速销售去化，公司在2012年后取得的土地储备主要以刚需和刚需改善型的住宅用地为主。目前，公司存量土地都已经进行了项目开发，表9中的储备面积是未预售的计划建筑面积。

表 8 截至 2014 年底公司土地储备情况 (万平方米)

序号	土地取得时间	储备面积	项目名称	物业类型	所在区域
1	2007	37	成都誉峰	住宅/商业/酒店/写字楼	成都市高新区交子大道 300
2	2007	7	峰汇国际	住宅/商业/酒店/写字楼	苏州市相城区人民路南北侧、阳澄湖路北
3	2008	1	广州睿峰	公寓	广州市天河区
4	2009	3	上海领峰	住宅/酒店/写字楼	上海市嘉定区马陆镇合作路
5	2009	11	苏州领峰	住宅/商业/酒店/写字楼	苏州市吴中区竹园路南近金枫街西
6	2010	35	海南月亮湾	住宅/酒店	海南省文昌市
7	2010	8	上海合景国际金融广场	写字楼/商业	上海市浦东新区
8	2010	1	上海嘉誉湾	住宅/商业/酒店/写字楼	上海市淞沪路 1888 号
9	2010	28	津南新城	住宅/商业/酒店/写字楼	天津市津南区咸水沽镇
10	2011	4	上海峰汇	写字楼/酒店	上海市嘉定区宝塔路
11	2011	8	上海万景峰	住宅/写字楼	上海市南桥新城板块大型城市综合体
12	2012	6	花语水岸	住宅	广州市荔湾区
13	2013	31	花漫里项目	住宅	广州市增城
14	2013	6	杭州叠彩园项目	住宅	杭州市余杭区未来科技城
15	2013	2	天津御华苑南苑	住宅	天津市津南区微山南路以西
16	2013	3	天津御华苑北苑	住宅	天津市津南区景莲道以北
17	2013	51	南宁天汇广场	住宅/商业	南宁市五象新区庆平乐达道
18	2013	6	广西合景国际金融广场	写字楼	南宁市良庆区凯旋路 18 号
19	2014	11	杭州天峻项目	住宅	杭州市余杭区未来科技城
20	2014	17	天峻广场	住宅/商业	南宁市良庆区龙岗大道 2 号
合计	-	276			

资料来源：公司提供

注：公司项目储备面积以公司拥有权益比率计算

在土地获取模式上，公司将视情况拓展土地获取渠道，如通过采取大型项目合作开发、与实力相当的竞争者合作拿地、合理布局地产开发区域，通过收购工业用地变更为商业用地等多种方式增加土地储备，进一步降低土地成本，减轻公司资金压力。

表 9 截至 2014 年底公司在建项目投资情况(单位：万平方米、亿元)

序号	项目名称	总建筑面积	计划投资总额	已投资额	尚需投资额
1	香悦四季	25	26.66	25.38	1.28
2	花漫里项目	34	24.12	13.19	10.93
3	海南月亮湾	48	21.91	7.25	14.66
4	杭州瑜翠园项目	5	4.52	3.43	1.09
5	杭州叠彩园项目	6	6.91	5.88	1.03
6	杭州天峻项目	11	11.39	7.73	3.66
7	上海合景国际金融广场	8	16.03	14.29	1.74

8	上海领峰	11	12.89	10.77	2.12
9	上海峰汇	16	10.1	7.58	2.52
10	上海叠翠峰	15	18.48	17.71	0.77
11	上海万景峰	16	12.25	7.88	4.37
12	成都誉峰	87	97.39	70.15	27.24
13	苏州峰汇国际	78	40.59	39.07	1.52
14	苏州万汇大厦	6	3.04	1.41	1.63
15	天津御华苑南苑	5	5.07	3.45	1.62
16	天津御华苑北苑	3	3.1	2.13	0.97
17	广州睿峰	4	9.53	9.26	0.27
18	苏州领峰	40	34.75	27.02	7.73
19	南宁天汇广场	59	29.56	7.73	21.83
20	广西合景国际金融广场	6	3.71	0.85	2.86
21	天峻广场	19	10.22	2.9	7.32
22	苏州领汇广场	4	3.6	3.48	0.12
23	花语水岸	14	17.85	16.3	1.55
24	上海天汇广场	8	12.58	11.77	0.81
25	上海嘉誉湾	4	7.7	6.39	1.31
26	津南新城	38	22.47	13.53	8.94
合计		570.00	466.42	336.53	129.89

资料来源：公司提供

注：小数点后差异由四舍五入造成。

从公司在建项目来看，截至 2014 年底，公司在建项目总建筑面积 570.00 万平方米，已销售面积 236.00 万平方米，待销售面积 234.00 万平方米；计划总投资 466.42 亿元，已投资 336.53 亿元，尚需投资 129.89 亿元。从公司在建项目投资计划及公司土地储备计划来看，公司存在一定的资金压力。同时，联合评级也注意到，公司在建项目总建筑面积较大，未来可售面积较大，预期可以为公司带来较为可观的销售收入。

总体看，公司土地储备成本管控较为严格，尽量保证预算利润空间。但公司近三年土地储备规模较为有限，公司未来发展追求“稳定”的销售、建设规模，对公司未来的匹配发展的土地储备规模提出了更高的要求。随着公司土地储备的增长和项目的持续开发，公司面临着一定的资金压力。

酒店运营

公司的酒店运营业务模式是公司作为酒店资产的业主与国际知名的专业酒店管理公司喜来登进行合作。在酒店建设期间与之合作的酒店管理公司全程参与酒店的设计与装修材料的选材，公司进行酒店的建设和装修，酒店竣工后酒店管理公司入驻运营。2014 年底公司持有的酒店资产是广州东圃福朋喜来登酒店五星级商务酒店，酒店建筑面积 3.39 万平方米，拥有 300 间客房，年入住率 74%。

目前，公司在建酒店三处，分别是海南凯悦酒店，建筑面积 6.67 万平方米，五星级酒店；成都 W 酒店，建筑面积 6.51 万平方米，五星级酒店；苏州领峰酒店，建筑面积 5.04 万平方米，四星级酒店。截至 2014 年底已投资 9.07 亿元，预计未来三年可以投入运营。

总体看，公司通过酒店运营，可以获得持续稳定的收益和现金流，对公司的现金流形成有益的补充，开拓公司的收入。随着未来公司三处酒店的投入使用，预计未来可以为公司酒店业务带来较为可观的收入。

表 10 截至 2014 年底持有酒店情况

项目	建筑面积（万平方米）	出租率（%）	投资成本（亿元）
广州东圃福朋喜来登酒店	3.39	74	3.62

资料来源：公司提供

物业租赁

截至 2014 年底，公司持有的物业是公司开发的叠彩园楼盘预留的商业会所，合计持有物业 1,000 平方米，规模较小。近三年公司物业租赁收入稳步上升。未来公司计划择机持有自行开发的高品质、升值潜力巨大的物业，扩大物业租赁业务的经营规模。

表 11 截至 2014 年底公司主要持有物业收入（单位：万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
物业收入	1,253.24	1,382.52	1,438.51

资料来源：公司提供

总体看，公司通过出租自持物业能够获得持续稳定的收益及现金流，对公司现金流形成一定补充，开拓公司收入实现渠道。

工程业务

公司的工程业务是其子公司恒建工程有限公司承办，工程业务主要是为其实际控制人的其他城市房地产开发业务公司服务，主要是装修材料的销售收入。该公司实际控制人为了控制工程质量，将特别设计要求的高价值、非标准装修的材料采购与安装业务呈交恒建工程有限公司承办。公司的工程业务收入逐年降低，主要原因是该公司的集团公司计划将该部分业务逐步移交其实际控制人下属的其他子公司承办所致。

3. 经营效率

2013~2014 年，公司营业收入呈增长态势，2014 年较上年增长 27.75%；应收账款呈下降态势，2014 年较上年下降 38.44%，2013~2014 年公司应收账款周转率分别为 97.27 次和 142.00 次，呈上升趋势；2013~2014 年，公司营业成本随着营业收入呈上升趋势，2014 年较上年增长 14.52%；同期存货上涨幅度较小，2014 年较上年增长 6.72%，公司存货周转率持续上升，2013~2014 年分别为 0.27 次和 0.29 次；2013~2014 年，受营业收入增长的影响，公司总资产周转次数呈上升趋势，总资产周转率分别为 0.18 次和 0.20 次。

表 12 2014 年主要房地产上市公司经营效率指标情况

证券简称	存货周转率（次）	应收账款周转率（次）	总资产周转率（次）
万科 A	0.32	58.87	0.30
招商地产	0.30	597.69	0.30
卧龙地产	0.49	8.62	0.49
滨江集团	0.29	188.74	0.30
广宇集团	0.19	160.69	0.20
银亿股份	0.24	80.49	0.25
广州合景	0.29	142.00	0.20

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，

本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

从同行业比较来看，公司存货周转率、资产周转率和应收账款周转率指标与主要房地产上市企业比较属中等水平。

总体来看，公司各项资产运营情况良好、整体经营效率属中等水平。

4. 关联交易

2014 年，公司向关联方提供建筑设计服务金额 0.38 亿元，关联方向公司提供物业管理服务 0.26 亿元，关联方交易金额较小，对公司影响较小。

5. 经营关注

公司经营业绩受房地产调控政策影响较大

虽然房地产调控政策对公司的协议销售金额影响不大，但是公司 3 年房产开发业务毛利率波动较大，受调控政策影响较大。

公司在建项目资金需求较大，未来存在一定融资压力

公司在建项目 26 个，计划总投资 466.42 亿元，已投资 336.53 亿元，尚需投资 129.89 亿元。公司在建项目后续投资资金需求较大，存在一定的融资压力。

公司项目销售政策及进度会对公司资金回笼产生一定影响

公司 2014 年房地产开发销售收入 51.11 亿元，较年初增长 27.75%；协议销售金额 89.84 亿元，2012~2014 年均增长较快。2014 年公司预收账款较年初下降 47.06%，销售商品收到的现金较年初下降 24.42%。公司的销售政策及进度会对公司资金回笼产生一定影响。

6. 未来发展

公司拟继续坚持可售型物业实现高速周转与保持利润的平衡，加强集团资金的周转速度，可售型物业实现标准化生产、精细化管理；在可售型物业高速周转率的基础上，合理稳步发展投资型物业，聚焦发达城市经济圈，深耕已有区域，发展多业态布局；择机辐射到周边次中心区。

公司将进一步完善产品结构，未来 3~5 年，产品结构以住宅物业为主，适当增加对自持租赁物业的投资比重，择机发展优质酒店项目，形成多元化布局。针对可售型物业，实现产品差异化。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。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 年后商业业务达到行业一线水平，创造区域知名商业品牌，逐步发展自有品牌酒店项目。

公司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，辐射已有区域的周边城市，择机向新区域扩张。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，聚焦区域性中心城市，辐射周边城市

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

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年的连审合并财务报表均经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。从合并报表范围看，2013 年公司新增加子公司 9 个，减少子公司 13 个；2014 年公司新增加子公司 7 个，截至 2014 年底公司合并范围内的子公司合计 38 个。公司

子公司变化是其设立和撤销的房地产项目公司，不影响合并报表数据的可比性。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 298.96 亿元，负债合计 222.44 亿元，股东权益（含少数股东权益）76.52 亿元。2014 年公司实现营业收入 56.39 亿元，净利润（含少数股东损益）10.80 亿元，归属于母公司的所有者的净利润 10.86 亿元。经营活动产生的现金流量净额 30.91 亿元，现金及现金等价物增加额 38.76 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 319.82 亿元，负债合计 235.45 亿元，股东权益（含少数股东权益）84.35 亿元。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 15.06 亿元，净利润（含少数股东损益）7.84 亿元，归属于母公司的所有者的净利润 7.14 亿元。经营活动产生的现金流量净额-59.42 亿元，现金及现金等价物增加额-56.28 亿元。

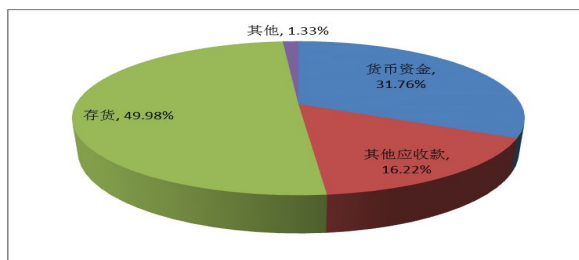
2. 资产质量

2012~2014 年公司资产规模稳步增长，年均复合增长 13.31%。截至 2014 年底，公司资产规模 298.96 亿元，其中流动资产占比 82.63%，非流动资产占比 17.37%，资产构成以流动资产为主，流动资产占比高符合房地产开发企业特征。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产为 247.03 亿元，流动资产构成以货币资金（占比 31.76%）、其他应收款（占比 16.22%）和存货（占比 49.98%）为主。

图 6 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金总额增加较快，年均复合增长 52.79%。截至 2014 年底，公司货币资金为 78.46 亿元，较上年末上涨 103.55%。公司的货币资金以银行存款为主，占比 99.99%，其中受限资金为 3.24 亿元，受限资金规模较小；此外，公司无质押、冻结等对变现有限制或存在潜在回收风险的款项。

2012~2014 年，应收账款规模逐年减少，年均复合下降 14.75%。截至 2014 年底，公司应收账款 0.30 亿元，主要是与客户的面积补差款。公司计提坏账准备 2.27 万元，与客户面积补差款在在交付房产证前一般都可以收回，应收账款坏账计提较为充分；从账龄组合看一年以内的应收账款占比 67.19%，1~2 年占比 13.74%，2~3 年占比 19.07%。

2012~2014 年预付账款波动减少，年均复合下降 22.92%。截至 2014 年底，公司预付账款 1.76 亿元都是预付工程款；从账龄组合看一年以内的预付账款占比 48.25%，1~2 年占比 39.27%，2~3 年占比 12.47%。

2012~2014 年其他应收款小幅下降，年均复合下降 6.49%。截至 2014 年底，公司其他应收款 40.07 亿元，是与集团内关联方房地产开发公司的往来款；从账龄组合看一年以内的其他应收款占比 43.99%，1~2 年占比 55.24%，2~3 年占比 0.08%，3 年以上占比 0.69%。

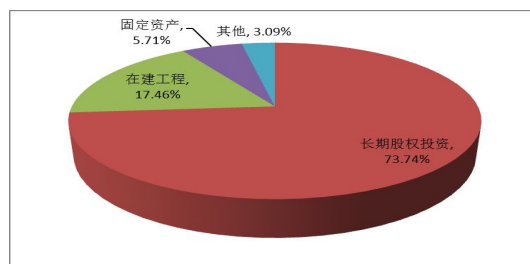
2012~2014 年，公司陆续开发各地房地产项目，存货规模逐年增加，年均复合增长 8.05%。截

至2014年底，公司存货123.47亿元，其中土地成本88.60亿元，建安及其他成本34.30亿元，工程施工成本0.57亿元。公司的主要房地产项目在北上广一线城市和其他如苏州、成都等经济较为发达的二线城市的优良地段，上述区域市场房价不存在重大波动，存货减值的可能性较小。需要注意的是公司部分地产项目已进行抵押，2014年已抵押存货价值为63.70亿元，占比51.59%。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产规模呈稳步增长态势，年均复合增长8.47%，主要系长期股权投资和在建工程增加所致。截至2014年底，公司非流动资产总额为51.93亿元，非流动资产以长期股权投资（占比73.74%）、在建工程（占比17.46%）和固定资产（占比5.71%）为主，具体情况见下图。

图7 截至2014年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司长期股权投资稳步增长，年均复合增长9.64%。截至2014年底，公司长期股权投资为38.29亿元，主要是与合作房地产商合资成立的房地产项目公司，长期股权投资较上年增加12.13%，主要系合资地产项目公司售楼收入获利，导致长期股权投资权益调整增加4.14亿元。截至2014年底，由于投资的地产项目公司销售情况较好，未计提减值准备。

公司投资性房地产主要是公司留存的已开发房地产项目的部分商铺作为自持租赁物业，公司对投资性房地产按成本法计量。2012~2014年，公司投资性房地产年均复合下降6.05%。截至2014年底，公司投资性房地产总额为0.096亿元，较上年下降6.23%，主要系计提折旧所致。

2012~2014年，公司固定资产逐年减少，主要系计提折旧所致，年均复合下降6.41%。2014年公司固定资产2.96亿元，主要是持有的广州东圃福朋喜来登酒店，其中建筑物占4.45%，运输设备占比8.83%，电子设备占比5.97%，酒店家具占比79.72%。其中其持有的酒店广州东圃福朋喜来登酒店已进行了抵押。公司固定资产成新率66.94%，固定资产成新率一般。

2012~2014年，公司在建工程增长很快，主要是公司建设自持在建苏州、海南和成都地区的三处酒店资产，年均复合增长12.07%，截至2014年底，公司在建工程合计9.07亿元。

截至2015年6月底，公司资产总计319.82亿元，较年初增长6.98%，其中流动资产占比81.39%，较年初略有下降，资产结构基本保持稳定。

总体看，公司资产规模中等，以流动资产为主；流动资产中以房地产开发项目为主的存货占比较大；非流动资产以长期股权投资、在建工程和固定资产为主。公司价值51.59%的存货和固定资产中的酒店均已被抵押，公司受限制资产占比较高。

3. 负债及所有者权益

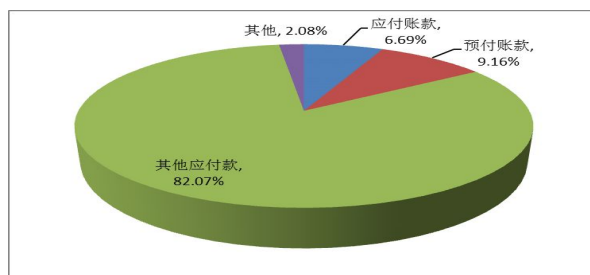
负债

2012~2014年，公司负债规模持续上升，年均复合上升14.00%。截至2014年底，公司负债合计222.44亿元，较年初上涨17.09%。近三年公司负债主要以流动负债为主。截至2014年底，

公司流动负债占比 83.17%。

2012~2014 年，公司流动负债规模持续上升，年均复合上升 13.52%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 185.00 亿元，流动资产构成以应付账款（占比 6.69%）、预收款项（占比 9.16%）和其他应付款（占比 82.07%）为主。

图 8 2014 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司应付账款金额持续下降，年均复合下降 2.89%，主要系随着近年来完工项目的相继竣工结算所致。截至 2014 年底，公司应付账款余额为 12.38 亿元，主要为应付工程及材料款。

公司预收款项主要系对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户房款，该款项在工程进度达到结算条件时将结转为营业收入。2012~2014 年，公司预收款项呈波动下降趋势主要原因是公司近三年交楼确认收入速度提高所致。截至 2014 年底，公司预收款项合计 16.94 亿元，较年初下降 44.06%。由于这部分负债届时将结转为收入，对于公司而言不存在实际偿付压力。

2012~2014 年，公司应交税费持续下降，年均复合下降 11.33%。截至 2014 年底，公司应交税费余额 0.98 亿元，主要包括应交的营业税、土地增值税和企业所得税。

2012~2014 年，公司应付利息快速增长，年均复合增长 457.55%。截至 2014 年底，公司应付利息 0.14 亿元，主要系银行贷款增加导致的应付银行利息增加所致。

2012~2014 年，公司其他应付款持续上升，年均复合增长 21.16%，主要系与集团内其他房地产开发公司往来款规增加所致。截至 2014 年底，公司其他应付款合计 151.84 亿元，最大的一笔其他应付款是应付广州市辉兆商务服务有限公司，该公司是其集团合景泰富与方圆地产成立的合资公司，主是广州大型商业与住宅地产开发商。2014 年末其他应付款金额排名前 5 位的公司均是集团内的关联公司。

表 13 公司 2014 年末其他应付款前 5 名客户（单位：亿元）

单位名称	性质	金额
广州市辉兆商务服务有限公司	往来款	43.40
上海城投悦城置业有限公司	往来款	8.94
苏州市凯誉房地产开发有限公司	往来款	8.03
成都市宏誉房地产开发有限公司	往来款	4.00
广州市朗誉房地产开发有限公司	往来款	2.89

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 11.73%，主要系长期借款规模增加所致。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 37.44 亿元，其中长期借款占比 88.12%，递延所得税负债占比 11.88%。

截至 2014 年底，公司长期借款 32.99 亿元，其中抵押借款 27.99 亿元，以公司的各地产项目土地使用权、楼盘和公司旗下酒店作为抵押物获得；信用借款 5 亿元。其中 1~3 年内到期的银行借款占比 94.28%，3 年以上到期的银行贷款占比 5.72%，公司存在银行贷款集中偿付风险。

2012~2014 年，公司递延所得税负债持续增长，年均复合增长 94.02%。截至 2014 年底，递延所得税负债 4.45 亿元，主要是长期投资的权益收益增长所致。

2012~2014 年，公司有息债务波动增长，年均复合增长 16.63%，主要以长期债务增长为主。2012~2014 年公司有息债务分别为 30.00 亿元、26.13 亿元和 35.70 亿元，占资产总额比不大。

2012~2014 年，公司资产负债率分别为 73.51%、74.32%和 74.41%，资产负债率三年较为稳定，公司对资产负债率指标控制较好。

2012~2014 年，公司长期债务资本化比率分别为 29.99%、26.67%和 30.13%，长期债务资本化比率三年较为稳定，公司长期债务资本化比率较低。

2012~2014 年，公司全部债务资本化比率分别为 32.72%、28.47%和 31.82%，全部债务资本化比率三年波动上升，公司全部债务资本化比率较低。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，有息债务占比不大，债务负担不重。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益年均复合增长 11.37%，主要来源于未分配利润的增加。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 76.52 亿元，较上年增长 16.56%。在归属于母公司的所有者权益中，股本占比 10.65%，资本公积占比 0.01%，盈余公积占比 2.07%，未分配利润占比 87.28%，公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益稳定性偏弱。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益为 84.35 亿元，受公司未分配利润增加影响，所有者权益较年初增长 10.23%，公司所有者权益结构变化不大。

总体看，公司未分配利润占比偏高，所有者权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司的营业收入分别为 49.18 亿元、44.14 亿元和 56.39 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 7.07%，房产销售是公司收入的主要来源。2014 年公司实现利润总额 14.67 亿元，较上年上涨 137.15%，实现净利润 10.80 亿元，较上年上涨 158.44%；归属于母公司所有者的净利润 10.86 亿元，较上年上涨 162.86%，公司盈利水平增长很快。

从利润构成看，公司利润主要来自于房地产销售业务，按权益法核算的长期股权投资收益对公司利润总额形成积极影响。2012~2014 年投资收益分别为 4.29 亿元，0.63 亿元和 3.81 亿元，分别占营业利润的 30.00%、10.17%和 26.13%。公司投资收益主要是与其他地产商合资的房地产项目房产销售收益，由于每年公司的合资项目数量不同与各项目竣工时期不同，因此投资收益呈现一定的波动性。从营业外收入来看，公司营业外收入主要为政府补助，规模较小，对利润总额贡献较小。

从期间费用来看，2012~2014 年公司期间费用总额年均复合下降 11.25%，2014 年，公司费用总额为 4.15 亿元。近三年公司的销售费用呈稳步上涨趋势，年均复合增长 14.76%，主要系销售佣金和业务宣传费上涨所致；2012~2014 年，公司管理费用波动下降，年均复合下降 7.02%，2014 年，职工薪酬、办公费和折旧费的下降导致公司管理费用同比下降 17.98%。2012~2014 年，公司财务费用下降很快，年均复合下降 59.63%，主要系利息费用降低，利息费用较低的主要原因是公司近三年房地产开发项目与在建工程规模逐年增大，其利息资本化率较高。2012~2014 年，公司

费用收入比分别为 10.72%、10.46%和 7.36%，三年稳定下降，公司费用控制能力尚可。

从各项盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率波动下降，三年分别为 31.09%、23.06%，和 26.47%，经营业务盈利能力有所下降，系营业成本上涨幅度大于营业收入上涨幅度。2014 年公司总资产收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 10.98%、5.43%和 15.20%，较上年均有所上升，与国内同行业其他主要上市公司比较，公司总资产报酬率，净资产收益率和销售毛利率均处于较高水平。

表 14 2014 年主要房地产上市公司盈利指标情况

公司简称	净资产收益率(%)	总资产报酬率(%)	销售毛利率(%)
万科 A	19.08	5.24	29.94
招商地产	14.75	6.38	37.33
卧龙地产	16.94	9.72	32.72
滨江集团	10.88	3.48	22.50
广宇集团	5.43	2.80	27.89
银亿股份	13.61	3.84	32.92
广州合景	15.20	5.80	38.85

资料来源：Wind 资讯；

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，公司主营业务突出，期间费用控制能力尚可，盈利能力较强同行业上市公司比较处于较高水平且波动性较小。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 11.04 亿元、12.74 亿元和 30.91 亿元，波动增长。公司 2012~2014 年房屋预售项目、预售面积和协议销售金额均增长较快。2014 年公司经营活动产生的现金流量净额的增长主要是依靠与关联方的业务往来款增加所致。从收入实现质量来看，因公司房地产项目采取预售制度，待完工交付后方确认收入，商品销售产生现金流量与结转收入之间存在一定的时间差，公司的现金收入比呈大幅波动的趋势，近三年现金收入比分别为 97.04%、122.46%和 72.64%，表观收入实现质量一般，但符合公司所在行业特点。

从投资活动来看，2012~2014 年，公司投资活动现金产生的现金流量净额分别为-0.22 亿元、-0.24 亿元和-0.23 亿元。近三年公司投资活动现金产生的现金流量净额为净流出的主要原因是由于房地产市场政策调整频繁导致市场景气程度波动性较大，近年来公司为了分散风险很多开发项目采取与其他房地产开发企业合作开发的方式，公司对其合资房地产项目公司的股权投资支出大于其投资收到的现金，导致其投资活动现金产生的现金流量净额持续为负值。

从筹资活动情况来看，2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-3.44 亿元、-4.71 亿元和 8.08 亿元。2012~2013 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别是-3.44 亿元和-4.71 亿元，是偿还银行借款金额大于取得银行借款金额所致，主要原因是 2012 年至 2014 年公司新开工项目较少，每年只有 4 个，且销售商品收到的现金较充足，融资压力不大。2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 8.08 亿元，主要系取得银行借款金额大于偿还银行借款金额所致，主要原因是 2014 年公司新开工项目 7 个，较年初增长的 75%，新开工面积 40.37 万平方米，较年初增长 43.27%，同时销售回笼现金比率有所下降，为保证在建项目的顺利建设，公司加大了银行借款规模，筹资活动呈现净流入态势。

2015年1~6月,公司经营活动现金流净额为-59.42亿元,主要系支付与关联公司的往来款所致,现金收入比103.31%,主要系房地产行业预收房款与收入结转时间存在差异的行业特性所致;公司投资活动产生的现金流量净额为-74.03万元;公司筹资活动产生的现金流量净额为3.18亿元,主要系取得银行借款所致。

总体看,受在售项目规模、预售情况的变化等因素影响,公司经营活动现金流量净额波动较大;同时,因公司商品销售产生现金流量与结转收入之间存在一定的时间差,收入实现质量不稳定;近年来,随着公司销售回笼资金规模有所下降,及公司在建项目规模逐步增大,公司存在较大的筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2012~2014年公司流动比率保持稳定,同时在存货不断下降的影响下,速动比率呈波动上升态势。2014年底,流动比率和速动比率分别为1.34倍和0.67倍;现金短期债务比为28.93倍,现金对短期债务的保护程度较好。整体看,公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看,近三年,公司盈利水平波动较大,EBITDA年均复合下降3.39%,2014年公司EBITDA为15.31亿元,EBITDA利息倍数为1.40倍,EBITDA全部债务比为0.43倍,EBITDA对全部债务的保障程度一般。公司拥有一定规模的土地储备和在建项目,考虑到其具有一定的保值增值性,一定程度上可以增强公司对全部债务的保障能力。

截至2014年底,公司在各银行获得综合授信额度合计115.66亿元,其中尚未使用的授信额度为52.40亿元。

截至2014年底,公司对外担保9.38亿元,主要是公司为商品房的买受人行申请按揭贷款提供保证。

截至2015年7月公司受到行政处罚15起,行政处罚金额合计113.81万元,主要是公司的地产项目子公司没有按照政府的规定擅自开工所致。

根据公司提供的查询日期2015年7月31日的银行征信报告(本部)显示所有贷款记录中无不良类、关注类贷款。一条强制执行记录,制定标的金额0元。

总体看,公司土地储备和在建项目的规模适当,或有风险较小,公司房地产销售盈利能力较高,协议销售金额逐年增长未来可以带来较大的现金流入,股东及关联方可以提供一定的现金支持,整体偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至2015年6月底,公司债务总额为37.91亿元,本次拟发行债券规模为33亿元,相对于目前公司债务规模,本次债券发债额度较大,对公司债务水平的影响较大。

以2015年6月底财务数据为基础,假设募集资金净额为33亿元,本次债券发行后,在其它因素不变的情况下,公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为45.07%、45.67%和76.09%,债务负担有所加重。本次债券的用途是补充流动资金,公司债务负担尚处于可控范围。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 15.31 亿元，为本次公司债券发行额度（33 亿元）的 0.46 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较好；2014 年经营活动产生的现金流入 72.11 亿元，为本次公司债券发行额度（33 亿元）的 2.19 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本次债券覆盖程度较好；现金类资产 78.46 亿元，为本次债券发行额度（33 亿元）的 2.38 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度较好。

综合以上分析，并考虑到公司作为区域内长期从事房地产开发企业，在行业经验、市场品牌等方面具有一定的区域竞争优势，能够通过持续经营达到较高的盈利水平，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力较强。

九、担保方分析

1. 担保条款

为确保本次债券如期兑付，公司采用第三方信用担保方式为本次债券提供担保。根据合景泰富地产控股有限公司（以下简称“合景泰富”）为本次债券出具的担保函，合景泰富为公司本次拟公开发行的总额不超过人民币 33 亿元（含 33 亿元）的公司债券的还本付息提供不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及其利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

在保证期间（债券存续期及债券到期之日起二年）内，如公司不能在募集说明书规定的期限内按约定偿还本次债券本金和/或利息，合景泰富应在收到登记在册的本次债券的债券持有人或债券受托管理人的书面索赔要求后，在保证范围内根据担保函向债券持有人履行担保义务。

2. 担保人概况

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 2014 年底，合景泰富普通股 2.85 亿元，大股东/实际控制人为孔健岷（间接持股比例为 51.64%）。

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

截至 2014 年末，合景泰富的合并资产总额 715.47 亿元，负债总额 511.11 亿元，所有者权益（包含少数股东权益）为 204.36 亿元。2014 年合景泰富实现合并营业收入 105.15 亿元，净利润 32.72 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -3.76 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.80 亿元。

合景泰富注册地址：Cricket Square Hutchins Drive P.O.Box 2681 Grand Cayman KY1-1111 Cayman Islands，法定代表人：孔健岷、徐锦添。

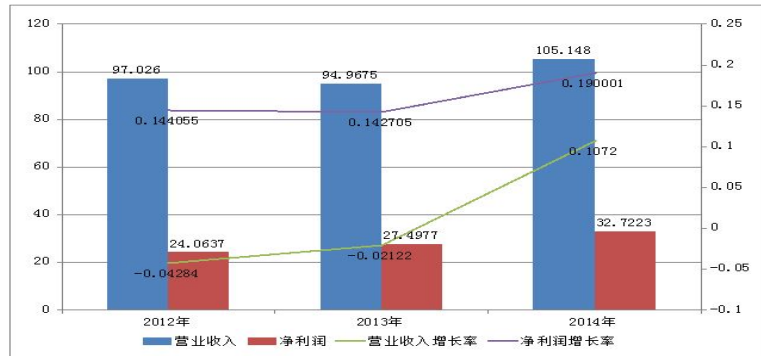
3. 经营分析

（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。从各业务发展情况看，房地产开发业务经营时间较长，是合景泰富收入的主要来源，但受房地产政策影响较大，经营业绩存在一定程度的波动；酒店运营是合景泰富另一个主要的收入来源，酒店运营主要是与国际上较为知名的酒店管理公司合作以及创建自有酒店品牌两种模式，近三年酒店收入稳步增长；物业投资是合景泰富持有部分开发项目的商铺、购物中心以及写字楼、公寓的对外出租等，近年来投资物业收入基本保持平稳；物业管理服务主要是合景泰富对已开发的住宅小区和自持物业的物业管理，主要是子公司宁骏物业管理有限公司承担。

合景泰富近三年营业收入、净利润及其增长变动情况如下图所示，2012~2014年，合景泰富分别实现营业总收入97.03亿元、94.97亿元和105.15亿元，呈现波动式变化，年均复合增长率为4.10%；2012~2014年，合景泰富分别实现净利润24.06亿元、27.50亿元和32.72亿元，年均复合增长率为16.61%。截至2014年底，合景泰富实现营业收入较上年末增长10.72%而净利润较上年末增长19.00%，主要系权益性投资损益大幅增加所致。

图9 合景泰富近三年营业收入、净利润及其增长变动情况（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯

从合景泰富业务的地区分布来看，合景泰富房产销售业务和酒店运营集中在广州市，成都市，苏州市、北京市和上海市。近三年，合景泰富房产销售业务广州地区营业收入占比较为稳定，分别为30.98%、38.92%和30.60%；近三年，合景泰富在不断占领中国经济前沿的华东地区市场，华东地区的营业收入及占比保持稳定，尤其市上海市的营业收入出现迅猛增长；近三年，合景泰富在西南重镇成都市的营业收入出现波动式变化；近三年，合景泰富在北京市的营业收入占比基本保持稳定，分别为11.77%、12.22%和13.08%。

表15 2012~2014年合景泰富主营业务收入分地区情况（单位：亿元、%）

区域	2012年		2013年		2014年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
广州	29.98	30.98	36.85	38.92	32.02	30.60
成都	23.12	23.89	14.06	14.85	20.67	19.75
苏州	26.18	27.06	13.64	14.41	18.36	17.54
北京	11.39	11.77	11.57	12.22	13.69	13.08
上海	4.6	4.75	14.7	15.53	14.96	14.30
海南	1.49	1.54	3.86	4.08	4.95	4.73
总计	96.76	100.00	94.68	100.00	104.65	100.00

资料来源：合景泰富提供

合景泰富主营业务十分突出，近三年主营业务收入在营业收入中占比始终保持在99%以上，2014年占比99.53%。房地产开发销售是合景泰富主营业务收入最重要的来源，2014年合景泰富实现主营业务收入中，房地产开发销售占比93.36%，主营业务高度集中，具体情况见下表。

表16 2012~2014年合景泰富营业收入、毛利及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块业务	2012年			2013年			2014年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发销售	93.30	96.42	60.61	89.77	94.81	59.42	97.70	93.35	64.69
酒店运营	0.84	0.87	0.51	2.03	2.14	0.45	3.32	3.17	1.25
物业投资	1.43	1.48	--	1.45	1.53	--	1.47	1.40	--
物业管理服务	1.89	1.95	0.29	1.43	1.51	0.49	2.16	2.06	1.54

合计	96.76	100.00	61.41	94.68	100.00	60.36	104.66	100.00	67.48
----	-------	--------	-------	-------	--------	-------	--------	--------	-------

资料来源：合景泰富提供

从营业收入规模来看，2012~2014年，合景泰富房地产开发销售营业收入分别为93.30亿元、89.77亿元和97.70亿元，占比分别为96.42%、94.81%和93.35%，比较稳定；2012~2014年，合景泰富酒店运营收入分别为0.84亿元、2.03亿元和3.32亿元，占比分别为0.87%、2.14%和3.17%，收入规模和占比不断扩张；2012~2014年，合景泰富物业投资收入分别为1.43亿元、1.45亿元和1.47亿元，比较稳定；2012~2014年，合景泰富物业管理服务收入分别为1.89亿元、1.43亿元和2.16亿元，占比分别为0.29%、1.51%和2.06%，收入较为稳定，占比逐年增加。

从毛利率来看，2012~2014年，合景泰富房地产开发销售毛利率分别为60.61%、59.42%和64.69%，呈现逐年上升的趋势；2012~2014年，合景泰富酒店运营毛利率分别为0.51%、0.45%和1.25%，呈现逐年上升的趋势，主要系酒店运营逐渐成熟所致；2012~2014年，合景泰富物业管理服务毛利率分别为0.29%、0.49%和1.54%，呈现逐年上升的趋势。其中，物业管理服务主要由子公司广州市宁骏物业管理有限公司承担，近三年经营良好，收入占比较为稳定。

总体看，合景泰富营业收入以房地产开发销售为主，且积极发展的酒店运营业务正在逐步进入平稳增长期，预期未来能为合景泰富带来稳定的现金流补充；多元化的投资物业能分散经营风险，创造稳定长久的收益。未来随着广州市、成都市、苏州市、上海市和北京市等一二线城市房地产行业的逐步回暖和酒店运营、物业投资和物业管理服务等业务的培育，合景泰富营业收入有望持续增长。

(2) 房地产业务

项目开发

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。2012~2014年，新开工项目分别为5个、11个和12个，2014年年初新开发项目增长有所放缓。

随着市场环境的变化，合景泰富新建项目主要选择一线城市和经济发达的二线城市。合景泰富项目开始之前进行市场分析与成本分析的前期基础性工作，拿地后约6~7个月进行开盘预售。在项目竣工前期进行物业与客服的配套业务板块的跟进建设。合景泰富通过上述的开发模式有效提升合景泰富的存货周转能力，加快资金周转。同时，面对较短的项目开发周期，合景泰富对行情的判断更加准确，可合理根据短期行情的判断来决定项目投资，降低合景泰富经营风险。物业和客服的配套设施跟进为合景泰富的品牌积累了良好的口碑。

表 17 2012~2014 年合景泰富主要开发数据情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
新开工项目数（个）	5	11	12
新开工面积（平方米）	375,292.00	718,502.00	741,699.00
竣工项目数（个）	9	9	18
竣工面积（平方米）	839,219.00	899,352.00	1,300,368.00
在建项目数（个）	24	35	46
在建面积（平方米）	3,251,410.00	4,404,296.00	5,717,042.00

资料来源：合景泰富提供

从项目开发数据来看，合景泰富房地产开发的规模较大，处于建设阶段的项目数量稳中上涨。2012~2014年，合景泰富在建面积稳定上升，三年施工面积分别为325.14万平方米、440.43万平方米和571.70万平方米。2012年，合景泰富新开工建设项目5个，新开工面积37.53万平方米，全年在

建面积325.14万平方米，分布于24个项目，年内竣工面积83.92万平方米。2013年，年内新开工11个建设项目，新开工面积达71.85万平方米，全年在建面积440.43万平方米，分布于35个项目，施工面积较上年上涨幅度较大，年内9个项目交付，整体竣工面积89.35万平方米。2014年，年内新开工12个建设项目，新开工面积74.17万平方米，全年在建面积571.70万平方米，施工面积持续上涨，年内18个项目竣工，竣工面积130.04万平方米，较上年大幅上涨，合景泰富整体开发规模扩张较快。截至2014年底，合景泰富在建和在售项目是住宅项目和商用物业。

从合景泰富开发业务发展定位来看，合景泰富项目开发规模较大，合景泰富根据各地实际情况，以多样化的产品应对市场挑战，设计合理的户型，控制总价，迎合客户的需求。在一线城市推出了总建筑面积80-110平方米的刚需产品和改善型产品。为了在行业中增加竞争优势，同时推出低密度的叠拼和别墅产品，与周边同类型的竞争产品区别开。同时，合景泰富在楼盘绿化、房屋内部配套、公共区域设置、物业服务等多方面实现差异化竞争，着力增加开发项目产品的附加值。

总体看，合景泰富房地产开发规模较大，合景泰富建设项目基本保持稳定；近年来，合景泰富年度施工面积稳步增长且增长幅度较大，竣工面积波动增长。合景泰富开发项目集中于住宅项目，同时也进行商业地产的开发，业务发展较为均衡。

房屋销售

目前，合景泰富房地产开发的销售模式采取以专业团队销售方式为主，以自有建设团队销售为辅的销售模式。合景泰富在广东、华东和北京地区从事房地产经营多年，对地区房地产行业市场和客户需求、客户购买力等较为了解；合景泰富一般在地产项目开盘或新进入地区的楼盘委托代理公司或者合作伙伴进行联合销售增加销售的稳健性。合景泰富销售团队从获取土地前的项目定位、规划设计、潜在购买群体定位等各方面参与项目规划，增强项目规划设计与现实的契合度。

合景泰富住宅销售目标对象以刚性需求为和改善性需求为主，为了能够实现房屋的快速销售及资金及时回笼，合景泰富采用“快进快出”开发模式，取得预售证后及时推出可售房源。当在售楼盘总体去化率达到95%以上时，合景泰富根据市场情况降价促销达到清盘目的，较少尾盘积压。

从销售数据来看，2012年房地产调控的整体基调没有改变，但在刚性需求的支撑下，房地产市场发展先抑后扬，市场有所回暖，合景泰富当年实现协议销售金额122.01亿元、销售面积93.17万平方米；2013年，房地产行业宏观调控持续进行，合景泰富重点布局区域住宅新增供应量稳中有增长，合景泰富当年实现协议销售金额162.13亿元、协议销售面积118.18万平方米。2014年合景泰富楼盘供给较多，新开盘预售项目达到36个，全年合景泰富实现协议销售面积147.16万平方米，协议销售金额202.95亿元，较上年增长较快。

表 18 2012~2014 年合景泰富发展物业运营数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
达预售项目（个）	21	25	36
协议销售面积（平方米）	931,738.00	1,181,845.00	1,471,640.00
协议销售金额（万元）	122.01	162.13	202.95
协议销售均价（元/平方米）	13,095.00	13,792.00	13,785.00
结转收入面积（平方米）	796,370.00	936,869.00	844,938.00
结转收入（亿元）	93.30	89.77	97.70

资料来源：合景泰富提供

注：达预售项目按当期在售项目数统计

从结转情况来看，2012年合景泰富结转面积79.64万平方米，结转收入93.30亿元。2013年，合

景泰富结转面积93.69万平方米，结转收入89.77亿元，较2012年有所降低。2014年，合景泰富结转面积84.49万平方米，较上年有所增长，结转收入97.70亿元，较上年上涨8.83%。

营销方面，合景泰富较为注重品牌运营，除充分利用传统媒体如报纸等进行广告宣传外，还通过各种新媒体进行销售宣传。合景泰富尝试引入电子商务平台增加客源，在广州、苏州、上海等多地项目开展活动。合景泰富通过电商平台，把最新动态及时呈现给客户，组织线下看房，增加客流量。同时合景泰富针对多个项目建立微信公众号和微楼书，推送新项目的资信，方便潜在客户搜索项目信息，直观了解项目的具体情况，同时增加一些客户回馈活动，增加与客户之间的沟通。

截至2014年底，合景泰富在建面积571.70万平方米，目前合景泰富在建项目规模较大，未来随着在建项目陆续达到可售标准，合景泰富营业收入和营业利润规模会有较大增长。

总体看，合景泰富销售状况受政策及行业环境的影响较小，房屋销售面积及金额近三年稳步增长，同时保持了较高水平的盈利能力，通过项目的快速周转，资金的快速回笼支撑其发展，合景泰富在房地产开发业务上有较强的竞争力。

土地储备和在建项目

合景泰富土地储备基本通过“招、拍、挂”方式获得，合景泰富主要以单独开发为主，在购置大型、价值高且需要即时付款的土地时，合景泰富会与其他开发商合作开发以减轻资金压力。

从土地储备的目标区域来看，合景泰富房地产项目的开发区域定位于以一线城市和经济总量与人口排名靠前的二线城市（如：苏州、成都、杭州、南京等城市）为核心区域重点开发，并择机在上述地区的周边城市进行开发。土地成本的高低直接决定了项目的盈利与否及盈利空间大小。合景泰富高度重视土地储备的成本管控，坚持贯彻执行“先定位再拿地、拿性价比高的地”的原则。合景泰富根据公司资金储备及下属项目公司的开发进度，合理预计新增土地储备规模。在确定增加土地储备之前，合景泰富充分开展土地储备的调研、产品地位、利润测算等前期工作，并通过项目投资评审会进行集体决策，评审委员必须进行实地考察。一般项目测算利润高于15%，一线城市可稍微放松标准，不符合城市发展方向的地不拿。

合景泰富土地储备主要是2010年至2014年取得，2014年底合景泰富土地储备面积772.00万平方米。从合景泰富存量土地储备项目购入的时间看，合景泰富在2012年前的土地使用性质以商业、酒店、写字楼和住宅为主的综合地块开发为主，由于一线城市商业地产区域饱和，国家地产行业政策调控以及合景泰富加速销售去化，合景泰富在2012年后取得的土地储备主要以刚需和刚需改善型的住宅用地为主。目前，合景泰富存量土地都已经进行了项目开发，基本情况如下表所示：

表 19 截至 2014 年底合景泰富土地储备情况（单位：万平方米）

序号	项目名称	项目性质	土地取得时间	储备面积
1	成都誉峰	住宅/商业/酒店/写字楼	2007 年	37
2	誉山国际	住宅/商业/酒店/写字楼	2007 年	179
3	海南汀澜海岸	住宅/酒店	2007 年	20
4	峰汇国际	住宅/商业/酒店/写字楼	2007 年	7
5	天玺	商业/酒店/写字楼	2007 年	5
6	睿峰	公寓	2008 年	1
7	上海领峰	住宅/酒店/写字楼	2009 年	3
8	苏州领峰	住宅/商业/酒店/写字楼	2009 年	11
9	海南月亮湾	住宅/酒店	2010 年	35

10	上海合景国际金融广场	写字楼/商业	2010 年	8
11	环球汇	住宅/商业/酒店/写字楼	2010 年	27
12	佛山地块	住宅/商业/酒店/写字楼	2010 年	50
13	上海嘉誉湾	住宅/商业/酒店/写字楼	2010 年	3
14	津南新城	住宅/商业/酒店/写字楼	2010 年	55
15	北京崇文门项目	商业	2011 年	2
16	生物岛地块 1 项目	写字楼	2011 年	12
17	生物岛地块 2 项目	写字楼	2011 年	8
18	上海峰汇	写字楼/酒店	2011 年	4
19	上海万景峰	住宅/写字楼	2011 年	12
20	苏州叠翠峰	住宅/商业	2011 年	5
21	合景天峻	写字楼/商业/酒店	2012 年	54
22	挂绿湖	写字楼	2012 年	4
23	琶洲项目	写字楼	2012 年	5
24	花语水岸	住宅	2012 年	6
25	映月台	住宅	2013 年	2
26	花漫里项目	住宅	2013 年	31
27	杭州叠彩园项目	住宅	2013 年	6
28	天津御华苑南苑	住宅	2013 年	2
29	天津御华苑北苑	住宅	2013 年	3
30	南宁天汇广场	住宅/商业	2013 年	51
31	广西国际金融广场	写字楼	2013 年	6
32	房山区拱辰项目	住宅/商业	2013 年	2
33	长阳领峰项目	住宅/写字楼/商业	2013 年	2
34	金融城项目	写字楼/商业	2013 年	10
35	通州 04 地块项目	写字楼	2014 年	12
36	通州 05 地块项目	写字楼	2014 年	13
37	杭州天峻项目	住宅	2014 年	11
38	郑州项目	住宅	2014 年	3
39	天峻广场	住宅/商业	2014 年	46
40	南沙叠翠峰项目	住宅/写字楼/商业	2014 年	16
41	沙河项目	住宅	2014 年	3
合计				772

资料来源：合景泰富提供

注：合景泰富项目储备面积是指未预售的计划建筑面积，以公司拥有权益比率计算。

在土地获取模式上，合景泰富将视情况拓展土地获取渠道，如通过采取大型项目合作开发、与实力相当的竞争者合作拿地、合理布局地产开发区域，通过收购工业用地变更为商业用地等多种方式增加土地储备，进一步降低土地成本，减轻合景泰富资金压力。

表 20 截至 2014 年底合景泰富在建项目投资情况(单位：万平方米、亿元)

序号	项目名称	总建筑面积	预计项目总投资	累计已投资	还需投资
1	香悦四季	49	53	51	2
2	北京崇文门项目	2	10	9	1
3	映月台	3	7	6	1
4	通州 04 地块项目	12	20	15	5
5	通州 05 地块项目	13	22	17	5
6	万景峰	51	28	27	1
7	成都誉峰	87	97	70	27
8	誉山国际	254	115	53	62
9	生物岛地块 1 项目	12	8	5	3
10	生物岛地块 2 项目	8	6	2	4
11	合景天峻	64	31	10	21
12	花漫里项目	34	24	13	11
13	杭州瑜翠园项目	5	5	3	2
14	杭州叠彩园项目	6	7	6	1
15	杭州天峻项目	11	12	8	4
16	海南汀澜海岸	29	19	14	5
17	海南月亮湾	48	22	7	15
18	上海领峰	11	13	11	2
19	上海峰汇	16	10	8	2
20	上海叠翠峰	15	19	18	1
21	上海万景峰	24	18	11	7
22	上海合景国际金融广场	8	16	14	2
23	苏州叠翠峰	16	14	11	3
24	苏州万汇大厦	6	3	1	2
25	苏州瑜翠园	9	4	2	2
26	峰汇国际	79	41	39	2
27	天津御华苑南苑	5	5	3	2
28	天津御华苑北苑	3	3	2	1
29	郑州项目	3	3	2	1
30	睿峰项目	7	10	9	1
31	苏州领峰	40	35	27	8
32	广西合景国际金融广场	6	4	1	3
33	天峻广场	11	27	8	19
34	南宁天汇广场	59	30	8	22
35	苏州睿峰	7	4	3	1
36	上海天汇广场	8	13	12	1
37	上海嘉誉湾	14	26	22	4
38	房山区拱辰项目	10	9	8	1
39	长阳领峰项目	10	12	9	3
40	环球汇	45	52	27	25
41	环球都会广场	7	9	4	5
42	佛山地块	56	49	5	44
43	琶洲项目	5	5	4	1

44	花语水岸	14	18	16	2
45	南沙叠翠峰项目	16	12	7	5
46	天銮	15	26	25	1
47	沙河项目	7	15	8	7
48	金融城项目	19	17	15	2
49	津南新城	75	45	27	18
50	挂绿湖	4	2	2	0
51	领汇广场	4	4	4	0
合计		1322	1059	689	370

资料来源：合景泰富提供

注：小数点后差异由四舍五入造成。

从合景泰富在建项目来看，截至2014年底，合景泰富在建项目总数51个，总建筑面积1322.00万平方米；计划总投资1059.00亿元，已投资689.00亿元，尚需投资370.00亿元。从合景泰富在建项目投资计划及合景泰富土地储备计划来看，合景泰富存在一定的资金压力。同时，联合评级也注意到，合景泰富在建项目总建筑面积较大，未来可售面积较大，预期可以为合景泰富带来较为可观的销售收入。

总体看，合景泰富土地储备成本管控较为严格，尽量保证预算利润空间。但合景泰富近三年土地储备规模较为有限，合景泰富未来发展追求“稳定”的销售、建设规模，对合景泰富未来的匹配发展的土地储备规模提出了更高的要求。随着合景泰富土地储备的增长和项目的持续开发，合景泰富面临着一定的资金压力。

（3）自持物业业务

合景泰富持有部分商业物业，主要为写字楼和酒店，以出租为主。截至2014年底，合景泰富共持有商业物业14.00万平方米，入账成本24.91亿元。从合景泰富自持物业的构成看，主要集中在广州等一、二线城市，具体情况如下表所示。

表 21 截至 2014 年底合景泰富持有物业情况（单位：万平方米、亿元、%）

序号	项目名称	建筑面积	物业性质	出租率	投资成本	账面金额
1	广州 W 酒店	8.00	酒店	69	16.78	16.78
2	福朋喜来登	3.50	酒店	74	3.62	3.62
3	花都喜来登	2.50	酒店	49	4.51	4.51
4	广州 IFP	6.00	写字楼	97	9.60	27.02
合计		14.00			24.91	24.91

资料来源：合景泰富提供

（4）酒店运营

合景泰富的酒店运营业务模式是合景泰富作为酒店资产的业务方与国际知名的专业酒店管理公司喜达屋和喜来登进行合作。在酒店建设期间与之合作的酒店管理公司全程参与酒店的设计与装修材料的选材，酒店竣工后酒店管理公司入驻运营。

从自持物业的租金收入来看，随着合景泰富自持物业规模增加以及相关配套成熟，近三年租金收入稳步提升，分别为0.84亿元、2.03亿元和3.32亿元，具体情况见下表。

表 22 2012~2014 年合景泰富酒店运营收入情况（单位：亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
酒店运营收入	0.84	2.03	3.32

资料来源：合景泰富提供

总体看，合景泰富通过持有较好的酒店品牌，可以获得持续稳定的收益和现金流，对合景泰富的现金流形成有益的补充，开拓合景泰富的收入。随着未来合景泰富在建酒店的投入使用，预

计未来可以为合景泰富酒店业务带来可观的收入。

(5) 投资物业

截至2014年底，合景泰富持有的投资性物业是合景泰富开发的各楼盘预留的商铺以及酒店式公寓。未来合景泰富计划择机持有自行开发的高品质、升值潜力巨大的物业，扩大投资性物业经营规模。

总体看，合景泰富通过出租投资性物业能够获得持续稳定的收益及现金流，对合景泰富现金流形成有益的补充，开拓合景泰富收入实现渠道。

(6) 未来发展

从合景泰富层次来看，合景泰富坚持可售型物业实现高速周转与保持利润的平衡，加强资金的周转速度，可售型物业实现标准化生产、精细化管理；在可售型物业高速周转率的基础上，合理稳步发展投资型物业，聚焦发达经济城市圈，深耕已有区域，发展多业态布局；择机辐射到周边次中心区。

从宏观经济来看，房地产市场将继续在市场经济的调整中平稳健康向前发展，在去行政化的趋势下，逐渐回归市场经济，竞争日渐明显。随着区域、城市间的差异进一步分化，合景泰富重点将转为保证充足的净现金流，加快存货周转和改善产品布局。

从合景泰富策略实施来看，合景泰富将陆续推出位于广州、杭州、天津、南宁、北京等地近十个全新项目，产品将针对市场进行细分，大部分为刚需产品和首次改善型产品，预期将为本集团的销售贡献力量。随着市场气氛逐步回升。合景泰富将继续严格控制土地购买的节奏，采取灵活的销售策略和定价方式，加快销售，加快存货周转争取快速现金回笼，保证资金充足。

从产品类别来看，合景泰富将继续以房地产开发为主，辅以酒店、写字楼，引入商场，形成多元化的产业模式，力图得到市场和客户对合景泰富的肯定和认可。

总体看，合景泰富坚持以开发为主体，坚持可售物业高速周转与利润率的平衡，产品结构以住宅物业为主，在增加原区域土地占有率的基础上择机开发周边城市和经济良好的城市，加强投资性物业的投资比重有利于降低合景泰富单一业务经营风险，取得可持续发展。

4. 财务分析

合景泰富地产控股有限公司提供的2013~2014年财务报表系采用香港财务报告准则编制，与采用内地会计准则编制的财务报表存在较大差异，为保证以下财务分析部分与报告其他部分保持一致，因此以下财务分析部分以经Wind资讯按照内地会计准则予以调整后的财务数据为准。

截至2014年底，合景泰富合并资产总额715.47亿元，负债总额511.11亿元，所有者权益（含少数股东权益）204.36亿元。2014年度，合景泰富实现合并营业收入105.15亿元，净利润（含少数股东损益）32.72亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.76亿元，现金及现金等价物净增加额6.80亿元。

资产

2014年合景泰富资产规模较2013年底增长7.78%。截至2014年底，合景泰富资产总额达715.47亿元，其中流动资产占比为58.02%，非流动资产占比41.98%，资产构成以流动资产为主。截至2014年底，合景泰富流动资产合计415.12亿元，现金及现金等价物和存货占比较大，分别占流动资产的24.32%和68.38%。截至2014年底，合景泰富现金及现金等价物为100.94亿元，较2013年底增加7.22%；存货余额为283.85亿元，较2013年增加23.63%。

截至2014年底，合景泰富非流动资产合计300.35亿元，权益性投资、其他长期投资和其他

非流动资产占比较大，分别占非流动资产的 35.89%、23.46%和 25.59%。截至 2014 年底，合景泰富权益性投资余额为 107.79 亿元，较 2013 年底增加 19.81%；其他长期投资余额为 70.46 亿元，较 2013 年增加 14.86%；其他非流动资产余额为 76.86 亿元，较 2013 年增加 28.67%。

总体看，合景泰富资产规模较大，资产质量较好。

负债及所有者权益

2014 年合景泰富负债规模较 2013 年底增长 16.83%。截至 2014 年底，合景泰富负债总额为 511.11 亿元，其中流动负债占比 54.88%，非流动负债占比 45.12%，资产与负债结构较匹配。

截至 2014 年底，合景泰富流动负债合计 280.48 亿元，流动负债以应付账款及票据、应交税费、短期借贷及长期借贷当期到期部分和其他流动负债为主，分别占流动负债的 9.60%、14.02%、12.36%和 64.02%；截至 2014 年底，合景泰富非流动负债规模为 230.63 亿元。非流动负债主要为长期借款和其他非流动负债为主，占比分别为 91.26%和 8.74%。

截至 2014 年底，合景泰富资产负债率为 71.44%，主要为长期债务。

总体看，合景泰富负债规模较大，但属于房地产行业的常态。

所有者权益方面，2014 年合景泰富所有者权益合计 204.36 亿元，较 2013 年底增长 14.54%。其中归属于母公司所有者权益 204.16 亿元，占所有者权益合计的 99.90%。

总体看，合景泰富所有者权益中归属母公司部分占比较大，稳定性良好。

盈利能力

2014 年，合景泰富实现营业收入为 105.15 亿元，较 2013 年底增长 10.72%；实现净利润 32.72 亿元，较 2013 年增加 19.00%，主要是权益性投资收益和非经常项目收益增加所致。2014 年合景泰富总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.99%和 17.12%。

总体看，合景泰富盈利能力尚可。

现金流

2013~2014 年合景泰富经营活动现金流净额分别为 40.56 亿元和-3.76 亿元。2014 年经营活动现金呈现净流出状态，主要是营运资本变动所致。

2013~2014 年合景泰富投资活动现金流净额分别为-46.75 亿元和-24.24 亿元。近两年投资活动现金呈现净流出状态。

2013~2014 年合景泰富筹资活动现金流净额分别为 51.26 亿元和 34.77 亿元。

总体看，合景泰富经营活动现金流波动下降，对外投资规模较大，合景泰富存在较大的筹资需求。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2014 年底，合景泰富流动比率 1.48，速动比率为 0.47，处于行业较好水平。经营现金流流动负债比率为 0.89%，经营活动净现金流对短期债务的覆盖一般。

从长期偿债能力指标看，2014 年合景泰富长期债务与营运资金比率为 1.71 倍。

总体看，合景泰富整体偿债能力保持稳定。

综合来看，合景泰富资产规模较大，资产质量较好，营业收入规模较大。联合评级认为，广州合景是合景泰富业务的经营主体之一，2014 底，广州合景的资产规模、收入及利润分别占合景泰富的资产、收入利润的比例为 41.78%、53.63%和 33.00%，占比较高。但是合景泰富对广州合景本次发行债券提供的全额不可撤销的连带保证责任仍体现出对广州合景的支持和信心，对本次债券的信用状况有一定的积极作用。

十、综合评价

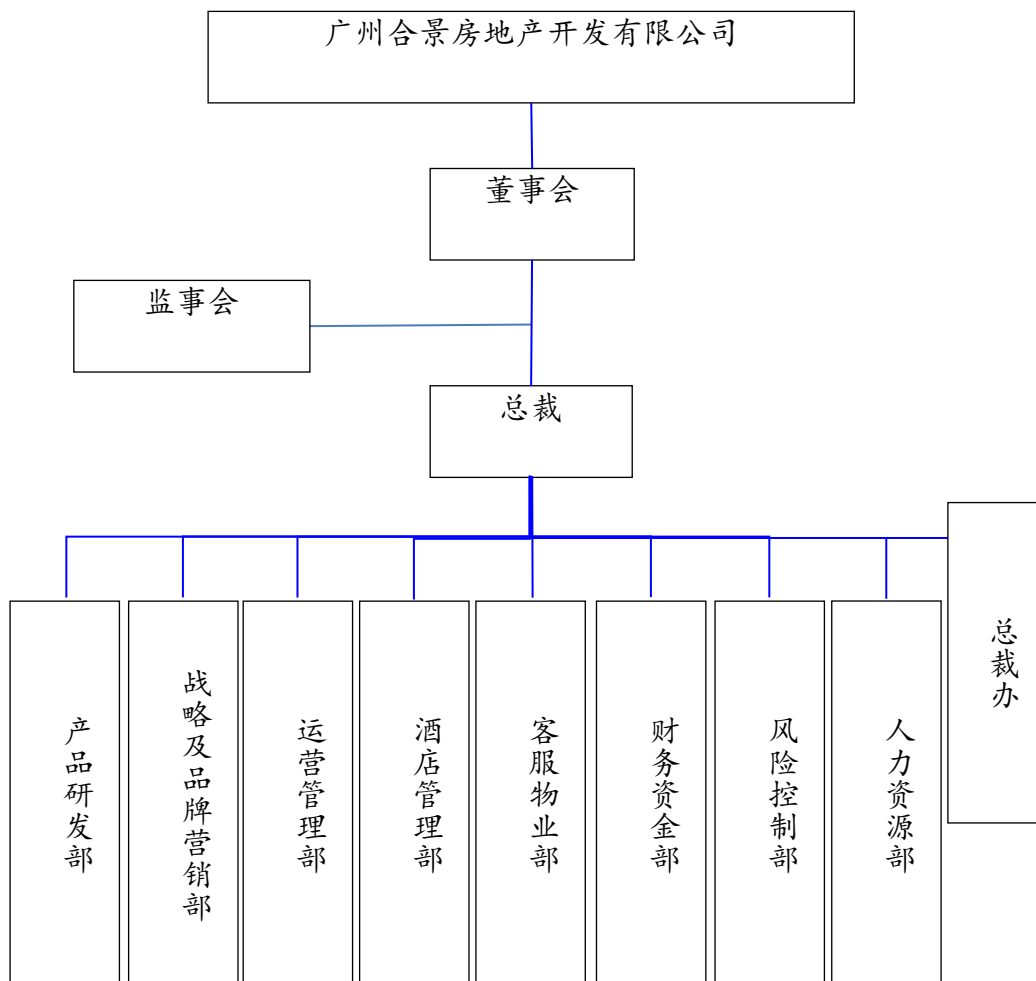
作为广东省知名房地产开发企业，公司具有丰富的房地产开发经验，目前在建项目的品质较高，在区域市场内拥有较高的品牌知名度。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受国家宏观调控政策影响较大、项目开发周期较长、资金需求压力较大等不利因素对公司信用状况形成的不利影响。

未来随着在建项目的竣工，公司可售面积有望获得增长，公司整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由公司实际控制人合景泰富提供不可撤销连带责任保证担保。合景泰富资产规模较大，营业收入稳定增长，盈利能力较强。联合评级认为，合景泰富提供连带责任保证担保体现出大股东对公司的支持和信心，对本次债券的信用状况有一定的积极作用。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 广州合景房地产开发有限公司 组织结构图



附件 2 广州合景房地产开发有限公司 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额 (亿元)	232.87	255.62	298.96	319.82
所有者权益 (亿元)	61.70	65.65	76.52	84.35
短期债务 (亿元)	3.57	2.25	2.71	1.71
长期债务 (亿元)	26.43	23.88	32.99	36.20
全部债务 (亿元)	30.00	26.13	35.70	37.91
营业收入 (亿元)	49.18	44.14	56.39	15.06
归属于母公司所有者的净利润 (亿元)	10.96	4.13	10.86	7.14
EBITDA (亿元)	16.41	7.19	15.31	8.86
经营性净现金流 (亿元)	11.04	12.74	30.91	-59.42
应收账款周转次数 (次)	---	97.27	142.00	70.60
存货周转次数 (次)	---	0.27	0.29	0.07
总资产周转次数 (次)	---	0.18	0.20	0.05
现金收入比率 (%)	97.04	122.48	72.46	103.31
总资本收益率 (%)	---	5.35	10.98	6.76
总资产报酬率 (%)	---	2.78	5.43	2.80
净资产收益率 (%)	---	6.56	15.20	9.74
营业利润率 (%)	31.09	23.06	26.47	32.61
费用收入比 (%)	10.72	10.46	7.36	10.45
资产负债率 (%)	73.51	74.32	74.41	73.62
全部债务资本化比率 (%)	32.72	28.47	31.82	31.01
长期债务资本化比率 (%)	29.99	26.67	30.13	30.03
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.03	0.77	1.40	8.72
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.55	0.28	0.43	0.23
流动比率 (倍)	1.31	1.27	1.34	1.35
速动比率 (倍)	0.58	0.57	0.67	0.70
现金短期债务比 (倍)	9.41	17.13	28.93	14.19
经营现金流动负债比率 (%)	7.69	7.78	16.71	-30.75
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.50	0.22	0.46	0.27

注: 1、2015 年半年度财务数据未经审计;

2、根据公司提供 2012-2014 年审计报告, 审计报告净利润科目不含少数股东损益。

附件 3-1 合景泰富地产控股有限公司

2013~2014 年合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动资产：			
现金及现金等价物	941,448.00	1,009,424.00	3.55
应收账款及票据	16,670.00	21,732.00	14.18
其他应收款	246,489.00	203,814.00	-9.07
存货	2,296,040.00	2,838,542.00	11.19
其他流动资产	144,424.00	77,690.00	-26.66
流动资产合计	3,645,071.00	4,151,202.00	6.72
非流动资产：			
固定资产	317,624.00	358,439.00	6.23
权益性投资	899,688.00	1,077,877.00	9.46
其他长期投资	613,463.00	704,610.00	7.17
土地使用权	85,855.00	93,952.00	4.61
其他非流动资产	597,339.00	768,622.00	13.43
非流动资产合计	2,513,969.00	3,003,500.00	9.30
资产总计	6,159,040.00	7,154,702.00	7.78

附件 3-2 合景泰富地产控股有限公司
2013~2014 年合并资产负债表（负债及所有者权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动负债：			
应付账款及票据	333,332.00	269,361.00	-10.11
应交税金	373,520.00	393,333.00	2.62
短期借贷及长期借贷当期到期部分	306,501.00	346,534.00	6.33
其他流动负债	1,485,382.00	1,795,533.00	9.95
流动负债合计	2,498,735.00	2,804,761.00	5.95
非流动负债：			
长期借贷	1,784,036.00	2,104,772.00	8.62
其他非流动负债	92,052.00	201,527.00	47.96
非流动负债合计	1,876,088.00	2,306,299.00	10.87
负债合计	4,374,823.00	5,111,060.00	8.09
所有者权益：			
优先股			
普通股股本	28,049.00	28,471.00	0.75
储备	1,721,187.00	1,983,658.00	7.35
减：库存股			
其他综合性收益	32,516.00	29,456.00	-4.82
归属于母公司所有者权益合计	1,781,752.00	2,041,585.00	7.04
少数股东权益	2,465.00	2,057.00	-8.65
所有者权益合计	1,784,217.00	2,043,642.00	7.02
负债和所有者权益总计	6,159,040.00	7,154,702.00	7.78

附件 4 合景泰富地产控股有限公司

2013~2014 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2013 年	2014 年	变动率(%)
营业总收入	949,675.00	1,051,480.00	5.22
主营业务收入	946,800.00	1,046,579.00	5.14
其他营业收入	2,875.00	4,902.00	30.58
营业总支出	705,117.00	838,695.00	9.06
营业成本	603,597.00	674,821.00	5.74
营业开支	101,520.00	163,875.00	27.05
营业利润	244,558.00	212,785.00	-6.72
加: 利息收入	4,285.00	4,821.00	6.07
减: 利息支出	21,429.00	608.00	-83.16
加: 权益性投资损益	88,436.00	154,226.00	32.06
其他非经营性损益	54,531.00	70,049.00	13.34
非经常项目前利润	370,380.00	441,273.00	9.15
加: 非经常项目损益		23,285.00	
除税前利润	370,380.00	464,557.00	11.99
减: 所得税	95,455.00	137,743.00	20.13
少数股东损益	-52.00	-408.00	180.11
持续经营净利润	274,977.00	327,223.00	9.09
加: 非持续经营净利润			
其他特殊项			
净利润	274,977.00	327,223.00	9.09
减: 优先股利及其他调整项			
归属普通股股东净利润	274,977.00	327,223.00	9.09
综合收益	296,804.00	323,755.00	4.44

附件 5 合景泰富地产控股有限公司

2013~2014 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

	2013 年	2014 年	变动率(%)
将净利润调整为经营活动的现金流量:			
净利润	274,977.00	327,223.00	19.00
加: 折旧与摊销	7,137.00	15,378.00	115.47
营运资本变动	465,491.00	50,720.00	-89.10
其他非现金调整	-341,998.00	-430,930.00	26.00
经营活动产生的现金流量净额	405,608.00	-37,608.00	-109.27
投资活动:			
出售固定资产收到的现金	640.00	768.00	20.00
减: 资本性支出	57,474.00	55,367.00	-3.67
投资减少	240.00	383.00	59.58
减: 投资增加	91,871.00	24,894.00	-72.90
其他投资活动产生的现金流量净额	-319,054.00	-163,326.00	-48.81
投资活动产生的现金流量净额	-467,521.00	-242,436.00	-48.14
筹资活动:			
债务增加	1,098,536.00	1,265,238.00	15.17
减: 债务减少	542,712.00	548,828.00	1.13
股本增加			
减: 股本减少			
支付的股利合计	43,397.00	64,386.00	48.37
其他筹资活动产生的现金流量净额	220.00	-304,297.00	-138,416.82
筹资活动产生的现金流量净额	512,647.00	347,727.00	-32.17
现金净流量:			
汇率变动影响	-2,005.00	293.00	-114.61
其他现金流量调整			
现金及现金等价物净增加额	448,729.00	67,976.00	-84.85
现金及现金等价物期初余额	492,720.00	941,448.00	91.07
现金及现金等价物期末余额	941,448.00	1,009,424.00	7.22

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本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

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 7 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 广州合景房地产开发有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年广州合景房地产开发有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广州合景房地产开发有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。广州合景房地产开发有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注广州合景房地产开发有限公司的相关状况，如发现广州合景房地产开发有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如广州合景房地产开发有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至广州合景房地产开发有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布，并同时报送广州合景房地产开发有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年八月二十八日