

跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]582 号

广州番禺海怡房地产开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对广州番禺海怡房地产开发有限公司主体长期信用状况和发行的“16 海怡 01”和“16 海怡 02”进行跟踪评级，确定：

广州番禺海怡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”

广州番禺海怡房地产开发有限公司发行的“16 海怡 01”和“16 海怡 02”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月十三日

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>

广州番禺海怡房地产开发有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA

上次评级结果：AA

债项信用等级

评级展望：稳定

评级展望：稳定

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
16 海怡 01	15 亿元	5 年 (3+2)	AA	AA	2015 年 10 月 16 日
16 海怡 02	10 亿元	3 年 (2+1)	AA	AA	2015 年 10 月 16 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 13 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	288.69	292.75
所有者权益 (亿元)	60.81	68.91
长期债务 (亿元)	63.15	51.36
全部债务 (亿元)	75.26	67.06
营业收入 (亿元)	48.15	80.02
净利润 (亿元)	5.25	7.58
EBITDA (亿元)	8.96	13.52
经营性净现金流 (亿元)	-15.07	25.42
营业利润率 (%)	24.68	23.13
净资产收益率 (%)	9.00	11.69
资产负债率 (%)	78.94	76.46
全部债务资本化比率 (%)	55.31	49.32
流动比率 (倍)	1.51	1.46
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.20
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.43	1.78
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.36	0.54

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

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广州番禺海怡房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“海怡地产”）的评级反映了公司作为星河湾集团有限公司的全资子公司，多年来专注于高端房地产开发和销售，形成了良好的品牌形象和市场影响力。

跟踪期内，公司土地储备充足、价格合理、成本控制得当、经营性现金流较好。随着房地产行业回暖，公司销售签约金额快速增长；公司自持物业收入和酒店收入规模稳定提高。同时，联合评级也关注到公司产品区域分布相对集中，存货去化时间较长等因素对其信用水平可能产生不利影响。

未来，随着公司在售项目的持续销售以及在建项目的竣工，公司收入规模和盈利能力有望持续提升。

综上，联合信用评级有限公司维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 海怡 01”和“16 海怡 02”“AA”的债项信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司房地产项目销售情况良好，收入和利润规模大幅增长，经营现金流状况大幅改善。

2. 跟踪期内，公司债务负担有所下降，债务结构有所优化。

3. 跟踪期内，公司土地储备充足，主要位于一、二线城市，且成本较低，为公司提升盈利能力奠定了良好的基础。

4. 跟踪期内，公司在建项目储备较多，能够满足公司未来发展需求。

关注

1. 房地产业面临全局性调整，虽然近期房地产政策出现放松迹象，但整体看房地产行业

业高速发展的阶段已经过去。公司受房地产市场调整的影响较大。

2. 公司土地储备相对集中于少数一、二线城市，不利于分散地域间的房地产行业周期波动风险。

3. 公司位于二线城市的在建项目规模较大，受宏观经济不景气影响，面临着一定的去化压力。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

闫 欣

电话：010-85172818

邮箱：yanx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

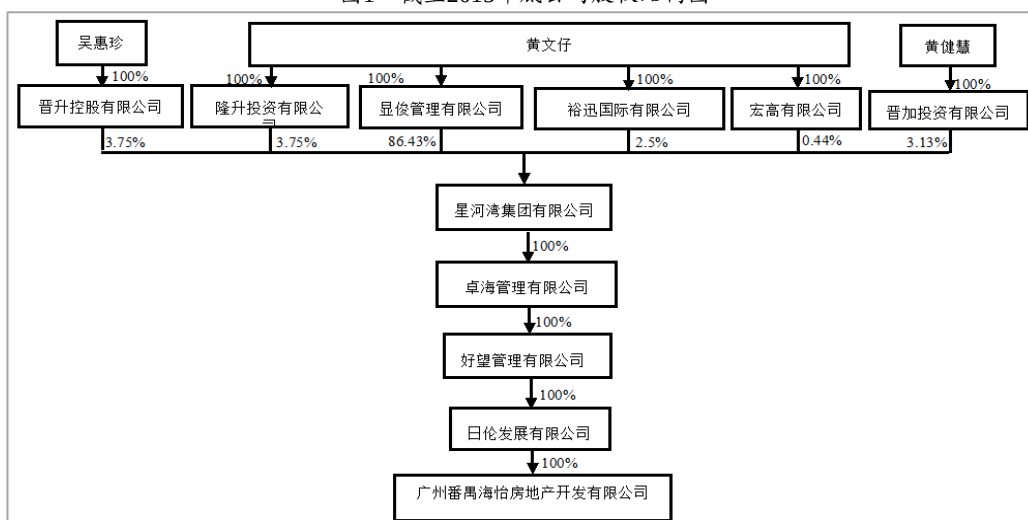


一、主体概况

广州番禺海怡房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“海怡地产”），原名“番禺海怡房地产开发有限公司”，于1992年4月在广州市番禺区成立。公司初始注册资本为5,000万元，其中番禺县房地产联合开发有限公司（以下简称“番禺地产”）以建设项目土地使用权出资2,000万元，出资比例为40%；香港日伦发展有限公司（以下简称“日伦发展”）以现金认缴注册资本3,000万元，出资比例为60%。2007年7月3日公司更名为“广州番禺海怡房地产开发有限公司”。

历经数次增资及股权转让，截至2015年底，公司注册资本75,000万元，日伦发展有限公司为公司的唯一股东，公司控股股东为星河湾集团有限公司（以下简称“星河湾集团”），公司实际控制人为自然人黄文仔先生。

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2015年底，公司组织结构未发生变化，公司员工合计2,641人。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

截至2015年底，公司合并资产总计292.75亿元，负债合计223.84亿元，股东权益（含少数股东权益）68.91亿元，其中归属于母公司的所有者权益为63.04亿元。2015年公司实现营业收入80.02亿元，净利润（含少数股东损益）7.58亿元，其中归属于母公司的净利润为7.83亿元。2015年，公司经营活动现金流量净额为25.42亿元，现金及现金等价物增加额8.44亿元。

二、本次债券发行情况及募集资金用途

广州番禺海怡房地产开发有限公司2016年公司债券（以下简称“本次债券”）为无担保债券，于2016年4月1日发行结束，并于2016年4月21日在上海证券交易所上市，实际发行规模为人民币25亿元，其中，品种一发行规模为15亿元，债券期限为5年，附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回购选择权，最终票面利率为6.49%，债券代码为“136249.SH”，债券简称为“16海怡01”；品种二发行规模为10亿元，债券期限为3年，附第2年末公司调整票面利率选择权及投资者回购选择权，债券代码为“136350.SH”，债券简称为“16海怡02”，最终票面利率5.80%。本次公司债券起息日为2016年3月30日。

本次债券募集资金 25 亿元，其中，21 亿元拟用于偿还金融机构借款；4 亿元拟用于补充营运资金。截至 2016 年 4 月 30 日，公司已用募集资金 11.10 亿元偿还银行贷款，剩余募集资金尚未使用。

截至本报告出具日，“16 海怡 01”和“16 海怡 02”尚未开始付息。

三、行业分析

1. 行业概况

2015 年，全国房地产行业在持续宽松的货币政策和信贷政策等多项利好刺激下仍有所增长，但增速明显下滑；不同区域房地产市场明显分化；去库存成为房地产行业共识。

2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，增速较上年同期下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。房屋新开工面积 154,454 万平方米，比上年下降 14.0%。全年土地购置面积 22,811 万平方米，比上年下降 31.7%。总体看，房地产行业波动较大，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。作为房地产市场景气度的前导指标，房地产开发投资增速的下降预示房地产开发商对未来房地产市场的谨慎态度和未来可售房源的下降。

土地供应方面，2015 年，全国 300 个城市共推出土地 31,686 宗，同比减少 14%；土地面积 113,235 万平方米，同比减少 18%；出让金总额为 21,793 亿元，同比减少 10%。土地溢价率方面，2015 年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，但土地供应量有所减少，土地市场溢价率相应有所好转，全国 300 个城市土地平均溢价率 16%，较上年上升 6 个百分点。但土地市场分化明显，一线城市呈现上升态势，较上年上升 2 个百分点至 27%；二线城市较上年上升 10 个百分点至 17%；三、四线城市较上年上升 2 个百分点至 8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨 19%至 9,180 元/平方米；二线城市同比上涨 18%至 1,565 元/平方米；三、四线城市同比上涨 1%至 751 元/平方米。总体看，在去库存压力下，土地供求量均出现较大下滑；但城市分化比较明显，一、二线城市土地市场热度较高，三线城市土地市场相对较为疲软。

开发资金来源方面，2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中票发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有公司制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 297 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。总体看，2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

市场供需方面，2015 年，随着政策持续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于上年同期表现。2015 年下半年商品房销售面积开始由降转增，2015 年全年商品房累计销售 128,494.97 万平方米，同比增长 6.50%，增速较上年同期增加 14.10 个百分点。伴随房地产企业逐步意识到部分城市房产库存积压严重并做出区域性调整后，商品房待售面积增速自 2015 年有所下滑，2015 年 12 月，全国拥有 7.19 亿平方米待售商品房，同比增长 15.60%，增速较去年下滑 10.50 个百分点，其中，住宅待售面积 4.52 亿平方米，同比增长 11.20%，增速较上年同期下滑 14.40 个百分点。总体上看，全国商品房库存增速放缓，但库存总量仍处高位。

销售价格方面，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，

环比上涨 0.74%。全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。其中，一线城市住宅平均价格仍呈快速增长态势，截至 2015 年底，一线城市房价为 32,891.25 元/平方米，同比增长 17.20%。总体看，2015 年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，一线城市房价呈快速增长态势。

2015 年，房地产行业集中度小幅提升。2015 年房地产行业前 10 名企业销售额占比为 16.41%，较上年下降 0.51 个百分点；前 20 名企业销售额占比为 23.25%，较上年提高了 0.46 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 10.91%和 14.84%，较上年分别提高了 2.12 个百分点和 1.19 个百分点（详见下表）。

表 1 2014~2015 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2014 年	2015 年
前 10 大企业销售额占比	16.92	16.41
前 20 大企业销售额占比	22.79	23.25
前 10 大企业销售面积占比	8.79	10.91
前 20 大企业销售面积占比	13.65	14.84

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，房地产行业受持续宽松的货币政策以及信贷政策等多重利好的影响下持续增长，但是增速明显下滑，不同区域房地产市场明显分化；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。

2. 行业政策

针对我国房地产行业投资增速明显放缓，以及我国房地产去库存压力较大等因素，2015 年国家出台了一系列政策对房地产进行调控。

2015 年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3 月，两会召开，确定 2015 年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于 3 月、5 月、6 月、9 月、10 月五次降息降准。经此调整，5 年以上商业贷款利率降至 4.9%，公积金贷款利率降至 3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于 3 月、8 月和 9 月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应地，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，对房地产长期供求关系进行调整。

2015 年 11 月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016 年 2 月份，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

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

3. 行业关注

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015 年末，全国商品房待售面积 71,853 万平方米，比 11 月末增加 2,217

万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，根据Wind资讯，2015年度房地产上市公司板块资产负债率为63.23%，较2014年底提高了0.12个百分点，房地产板块整体债务率较高。

市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三、四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一、二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

房企利润率下降

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

总体看，房地产企业面临去库存、高杠杆低利润率等压力；市场格局持续分化，市场面临整合风险。

4. 行业发展

地产金融化和资本化催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

房企拓展第二主业意愿加强

受房地产企业毛利率逐渐下滑以及房地产行业库存量高企因素的影响，房地产企业跨界转型拓展第二主业的意愿强烈。近几年，房地产企业在转型方面已经进行了较多尝试，转型行业有包括金融、医疗、资源能源、军工、材料、TMT等。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业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。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业会呈缓慢增长的趋势，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时房地产企业转型趋势会更加明显，未来房地产企业中会出现较为成功的转型案例。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事会成员、监事及高级管理人员保持稳定，无人员变化。公司章程及相关管理制度无变化；公司组织结构及管理体制均无重大变化。

整体来看，跟踪期内，公司高管团队稳定，相关管理制度延续以往模式，管理运作水平良好。

五、经营分析

公司作为星河湾房集团有限公司的全资子公司，多年来专注于高端房地产开发和销售，形成了良好的品牌形象和市场影响力。2015 年，一线城市房地产市场销售情况较好，公司签约销售额增长很快。

2015 年，公司实现主营业务收入 79.85 亿元，较上年大幅增长 65.97%，主要是公司房地产业务收入规模扩大所致。分业务来看，公司房地产销售业务收入较上年增长 68.68%至 77.52 亿元，占公司 2015 年主营业务收入的 97.08%，主要系广州、太原地区楼盘大量实现销售结转所致；酒店餐饮业务收入较上年增长 8.10%至 2.30 亿元，占主营业务收入的 2.89%，主要系公司改变酒店经营策略入住率提高所致；物业管理收入占比小于 1%，对公司主营业务影响不大。

从毛利率变化情况来看，2015 年，公司综合毛利率为 34.23%，较上年下降 2.57 个百分点，主要系房地产销售业务毛利率下降所致；公司房地产销售业务毛利率较上年下降 2.71 个百分点至 34.09%，主要系沈阳、西安房地产项目销售有所增加而尚未达到结转条件，但其产生的相关费用在当期营业成本列支所致；酒店餐饮业务毛利率较上年提高 2.50 个百分点至 40.31%，主要系公司加强管理、增收节支所致。

表 2 2014~2015 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

细分板块	2014 年			2015 年			收入变化	毛利率变化情况
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率		
房产销售	459,583.71	95.52	36.80	775,230.90	97.08	34.09	68.68	下降 2.71 个百分点
酒店餐饮	21,310.68	4.43	37.81	23,037.66	2.89	40.31	8.10	提高 2.50 个百分点
物业收入	223.41	0.05	-48.42	250.02	0.03	-66.73	11.91	下降 18.31 个百分点
合计	481,117.80	100.00	36.81	798,518.59	100.00	34.24	65.97	下降 2.57 个百分点

资料来源：公司审计报告

整体看，公司 2015 年经营情况良好，销售收入明显增加，毛利率水平较高且较为稳定。

项目储备情况

公司土地储备策略方面，与公司高端精品住宅的产品定位和控制土地成本的运营原则相适应，公司对土地储备的区位选择和发展潜力尤为重视，土地储备的购置行为受土地价格、城市规划等众多因素的影响，拿地策略总体偏保守。2015 年 2 月，公司购入位于陕西省西安市西咸新区秦汉新城兰池大道土地，该地块土地面积为 12.67 万平方米，对应建筑面积 32.93 万平方米，购地均价为 1,378.16 元/平方米，购地支出为 1.75 亿元。截至 2015 年底，公司共在 5 个城市拥有土地储备，分别为广州、上海、西安、太原和沈阳，其中 2 个一线城市和 3 个二线城市。以土地对应建筑面积计算，公司广州、上海土地储备占比 22.17%，西安、太原和沈阳土地储备占 77.83%，三线及以下城市没有土地储备。从土地储备的均价来看，一线城市的土储均价为 516.93 元/平方米，二线城市的土储均价为 725.51 元/平方米，一、二线城市的土地储备成本普遍较低，土地储备质量好，未来具备较好的升值空间，如下表所示。

表 3 2015 年末公司土地储备地域情况（单位：个、平方米、万元、元/平方米、%）

城市分类	一线城市	二线城市	合计
城市数量	2	3	5
土地储备面积	616,579.80	2,164,694.95	2,781,274.75
面积占比	22.17	77.83	100.00

土储总价款	31,872.72	162,895.04	194,767.76
价款占比	16.36	83.64	100.00
土地储备均价	516.93	752.51	700.28

资料来源：公司提供

总体看，2015 年，公司土地储备集中于一、二线城市，土地储备充足，且价格合理。

原材料采购情况

公司为保障房屋建造品质，与中建系统公司以及中天建设集团有限公司和陕西华山建设有限公司等建筑行业知名企业进行长期战略合作。2015 年，公司第一大建筑承包商中建三局集团有限公司的年度采购额为 3.65 亿元，占同类业务的比例 45.69%，较 2014 年提高了 13.19 个百分点；前五大建筑承包商的年度采购额为 7.67 亿元，占同类业务的比例为 96.02%，较上年提高了 8.62 个百分点，建筑承包商采购集中度有所提高。2015 年，公司前五大建筑承包商年度采购额较 2014 年下滑较大，主要系 2013~2014 年间，公司集中建设了广州海怡岛三期、广州海怡岛四期、上海星河湾二期 A 区、浦东星河湾三期、沈阳一期和西安一期项目的主体工程，签订的总承包合同较多，结算也较集中；而进入 2015 年，上述各项目进入精装修期，主体工程的采购额相对大幅减少所致。

表 4 公司建筑承包商前五位情况（单位：万元、%）

	供应商	采购金额	占同类业务比例
2015 年	中建三局集团有限公司	36,470.0	45.69
	中建四局第六建筑工程有限公司	18,396.5	23.04
	中天建设集团有限公司	8,569.0	10.73
	中国建筑一局（集团）有限公司	8,000.3	10.02
	陕西华山建设有限公司	5,217.7	6.54
	合计	76,653.5	96.02

资料来源：公司提供

2015 年，公司供应商装修工程发包量合计 4.90 亿元，其中甲指乙供材料约为 4.3 亿元，占比 87.76%。公司前五位供应商装修工程发包量合计为 1.54 亿元，占比 31.42%，较 2014 年降低了 8.58 个百分点，装修采购集中度有所下降，但仍处于较高水平。

表 5 公司建装修承包商前五位情况（单位：万元、%）

	供应商	类别	采购金额	占同类业务比例
2015 年	福建溪石股份有限公司	石材	5,660.34	11.55
	日立电梯（中国）有限公司	电梯	3,142.34	5.65
	苏州市森泉园林建设有限公司	园林苗木	2,766.82	5.65
	佛山市新陆有限公司	空调	2,026.20	4.14
	广州市林华园林建设工程有限公司	园林苗木	1,799.76	3.67
	合计		15,395.46	30.65

资料来源：公司提供

总体看，公司建筑承包与装修承包采购集中度较高；随着部分项目竣工，建筑承包购量有所下降。

项目建设情况

公司项目数量不多，开发建设进度受具体项目开工建设和竣工影响较大。2015 年，公司新开

工面积 7.76 万平方米，较上年下降 36.29%；公司新开工项目系位于上海市的闵行二期 B 区项目。2015 年，公司竣工面积 54.01 万平方米，较上年末增加了 803.18%，主要系海怡三期与闵行二期 A 区集中竣工所致。2015 年，公司在建面积为 129.92 万平方米，较上年末下降了 26.25%。

表 6 2015 年公司项目开发建设情况

项目	2014 年	2015 年
当期新开工面积（万平方米）	12.18	7.76
当期新开工项目数量（个）	1	1
期末在建面积（万平方米）	176.17	129.92
期末在建项目数量（个）	10	5
当期竣工面积（万平方米）	5.98	54.01

资料来源：公司提供

从公司在建项目分布看，公司在建项目主要是位于广州市番禺区的海怡四期，位于上海市的浦东三期和闵行二期 B 区，位于沈阳市的沈阳一期 C 地块和位于西安市的西安一期。预计浦东三期、西安一期和沈阳一期 C 地块等项目将于 2016 年竣工。

总体看，2015 年，公司在建项目数量不多，公司竣工面积增长较快，而在建面积有所减少。

项目销售情况

2015 年，公司房屋销售情况较好，全年实现销售面积 26.86 万平方米，较上年同期增长 13.48%，主要系 2015 年购房政策有所放松，一线城市高端房产的需求得以释放所致；2015 年下半年，公司广州星河湾半岛四期、上海浦东星河湾三期、沈阳新河湾一期以及西安星河湾一期开盘，增加了 79.03 万平方米可售面积。2015 年，公司签约销售均价为 2.92 万/平方米，较上年提高了 13.04%，主要系公司在上海市和广州市的销售面积较上年增加（两市销售面积占比为 53.40%，较上年提高 7.69 个百分点），整体拉高了平均销售价格所致。受益于签约销售均价与签约销售面积大幅增长，2015 年公司签约销售金额为 80.82 亿元，较上年增长 32.36%。2015 年，公司多个楼盘集中结转，导致公司结转面积及结转收入大幅增加，公司结转面积为 26.58 万平方米，较上年增加 42.39%；公司结转收入为 77.52 亿元，较上年增加 61.00%。

表 7 2015 年公司销售情况

项目	2014 年	2015 年	同比变化（%）
签约销售面积（万平方米）	23.67	26.86	13.48
签约销售金额（亿元）	61.06	80.82	32.36
签约销售均价（万元/平方米）	2.58	2.92	13.04
结转收入面积（万平方米）	18.67	26.58	42.39
结转收入（亿元）	48.15	77.52	61.00

资料来源：公司提供

从公司可售情况来看，公司可售面积仍较为充足，能够满足公司未来几年的销售需求，截至 2015 年末，公司尚余可售面积 87.32 万平方米，较上年末下降 14.71%，主要系 2015 年公司销售情况较好所致。此外从分布区域看，公司可售项目集中于一、二线少数城市，一、二线城市可售面积占比分别为 32.35% 和 67.65%，公司二线城市可售面积占比较大，预计去化时间较长，销售价格受市场影响波动明显，需持续关注二线城市项目的销售情况和该区域未来的经济形势。

表 8 2015 年末公司可售项目情况 (单位: 个、平方米、%)

城市分类	一线城市	二线城市	合计
项目数量	4	4	8
2015 年销售面积	140,248	122,407	262,655
尚余可售面积	282,434	590,718	873,152
可售面积占比	32.35	67.65	100.00

资料来源: 公司提供

注: 尚余可售面积=可售面积-销售面积, “可售面积”指已建好并取得预售许可证的面积, “销售面积”指签订销售合同面积, 剔除了退房部分的面积。

总体看, 2015 年, 随着房地产行业回暖, 公司销售情况较好, 销售均价有所提高, 可售面积充足但是二线城市占比较大, 受宏观经济不景气影响, 预计公司将面临着一定的去化压力。

自持物业情况

2015 年, 公司新增星河湾半岛二期车库, 建筑面积 11,868.8 平方米, 入账成本 6,395.87 万元。2015 年, 公司自持物业公允价值为 60.16 亿元, 较上年增长 7.68%, 主要系新增星河湾半岛二期车库转入以及原有物业公允价值增加所致。从公司自持物业的收入情况看, 2015 年, 公司自持物业收入为 1,233.38 万元, 同比增长 56.61%, 主要系浦东星河湾商业街部分商铺免租期已过以及星河湾半岛商业街租金增长所致; 上海星河湾商业街未实现收入主要系该物业尚处于免租期所致。

表 9 2015 年末公司自持物业收入情况 (单位: 万元、%)

物业名称	2014 年	2015 年	同比变化
上海星河湾商业街	--	--	--
浦东星河湾商业街	156.00	490.58	214.47
星河湾半岛一期车库	132.54	73.20	-44.77
太原星河湾商业街	5.60	0.00	-100.00
星河湾半岛商业街	493.40	666.00	34.98
星河湾半岛二期车库	--	3.60	--
合计	787.54	1,233.38	56.61

资料来源: 公司提供

注: 公司更正了 2014 年浦东星河湾商业街租金收入数据

总体看, 公司自持物业增值率较高, 租金收入增长较快。

酒店管理情况

2015 年, 公司通过下调客房价格、调整目标客户群、积极开展营销等方式, 各酒店入住率均有较大提高, 从而带动了公司酒店板块营业收入整体提高。2015 年, 公司酒店业务实现营业收入 2.55 亿元, 较上年增长了 12.33%。

表 10 2015 年公司酒店经营情况 (单位: %、元/间、万元)

酒店名称		2014 年	2015 年	同比增长
太原星河湾酒店	入住率	16.00	27.00	提高 11.00 个百分点
	客房均价	878.31	586.76	-33.19
	营业额	5,378.00	6,382.67	18.68
北京星河湾酒店	入住率	42.40	64.00	提高 21.60 个百分点
	客房均价	868.53	764.16	-12.02
	营业额	3,204.00	2,630.11	-17.91
上海星河湾酒店	入住率	10.63	47.00	提高 36.37 个百分点
	客房均价	616.88	536.08	-13.10

	营业额	2,832.00	4,771.20	68.47
浦东星河湾酒店	入住率	37.68	43.00	提高 5.32 个百分点
	客房均价	900.20	830.42	-7.75
	营业额	7,660.00	7,762.41	1.34
星河湾半岛酒店	入住率	37.63	47.00	提高 9.37 个百分点
	客房均价	864.89	956.06	10.54
	营业额	3,655.00	3,986.11	9.06
营业额合计		22,729.00	25,532.50	12.33

资料来源：公司提供

总体看，2015 年，公司酒店业务转变经营策略，各项经营业绩指标较上年均有所提高。

经营关注

（1）公司二线城市土地储备较多，去化时间较长

截至 2015 年末，公司土地储备中 216.47 万平方米位于西安、沈阳和太原三个二线城市，占年底土地储备总面积的 77.83%，土储规模较大、占比较高、去化时间较长。该区域土地储备拿地时间较晚，土地购置成本较高，在实体经济下滑的市场环境下，上述城市高档住宅市场需求受其影响可能更大，对公司房屋销售的去化时间、回款情况都有较大的影响。

（2）公司在建项目地域集中度较高

公司土地储备分布在上海、广州、西安、太原和沈阳五个城市，土地储备较为集中，不利于分散地域间的房地产行业周期波动风险。

未来发展

自成立以来，公司致力于为业主提供高端精品住宅，并提出打造“第一居所”的经营理念，并确立了与之相适应的品牌战略、管理战略、文化战略和销售战略等未来发展战略。

公司作为星河湾集团在境内的房地产业务的经营实体，在各方面的发展战略上，与星河湾集团各战略保持一致。星河湾集团为规范经营管理、保持未来发展的可持续性，推出“企业现代化工程”，要把公司建设成为一个科学决策、规范管理、标准作业、流程运营的现代化企业。基于上述目标，星河湾集团展开了一系列重要筹备工作，包括：引进国际最具影响力和专业水准的咨询机构，为其提供管理咨询服务；聘请有国际化、专业化管理经验的职业经理人团队；引进有国际影响力的战略投资者；快速推动优质土地资源的拓展；按现在企业要求进行企业管理体系的再造等。未来公司将坚持走这条科学决策、规范管理、效益分享的经营路线。

整体看，公司战略结合自身发展历史和当前行业环境，符合未来房地产行业发展方向，能够支持公司的可持续发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2015 年度合并财务报表已经天健会计事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2015 年，公司通过投资新设合并范围新增陕西新河湾酒店有限公司 1 家子公司；公司主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总计 292.75 亿元，负债合计 223.84 亿元，股东权益（含少数股东权益）68.91 元，其中归属于母公司的所有者权益为 63.04 亿元。2015 年，公司实现营业收入 80.02 亿元，净利润（含少数股东损益）7.58 亿元，其中归属于母公司的净利润为 7.83 亿元。2015

年公司经营活动现金流量净额为 25.42 亿元，现金及现金等价物增加额 8.44 亿元。

2. 资产质量

截至2015年底，公司资产总额合计292.75亿元，较年初增长1.41%，主要是非流动资产规模扩大所致。从资产构成上看，公司的资产仍以流动资产（占资产总额的83.60%）为主。

截至2015年底，公司流动资产合计244.73亿元，较年初增长1.05%，主要系货币资金增长较快所致；主要由货币资金（占比8.70%）、预付款项（占比5.90%）和存货（占比78.65%）构成

截至2015年底，公司货币资金余额为21.28亿元，较年初增加64.42%，主要系公司房屋销售情况较好、房屋建设支出规模同比下降以及发行债券募集资金到账所致，公司无受限制的货币资金。

截至2015年底，公司存货账面价值192.47亿元，较年初减少2.92%，主要是年内对存货进行结转所致；其中，开发产品和开发成本分别占比33.20%和66.51%，公司房地产项目位于一、二线城市且土地成本较低，存货未计提跌价准备。

截至2015年底，公司预付款项余额14.43亿元，较年初增加23.16%，主要是未决算的工程款增加所致。

2015年末，公司非流动资产合计48.02亿元，较年初增加3.25%，主要系投资性房地产增长所致；主要由投资性房地产（占51.87%）、固定资产（占比35.57%）、无形资产（占比8.19%）和递延所得税资产（占比7.27%）构成。

截至2015年底，公司投资性房地产账面价值24.91亿元，较年初增加10.52%，主要系公允价值增加1.73亿元和开发产品转入0.64亿元所致。其中，未办妥产权证书的投资性房地产0.91亿元。

截至2015年底，公司固定资产账面价值15.64亿元，较年初下降了5.70%，主要系计提折旧0.99亿元以及处置部分机械、运输工具和办公设施所致；主要由房屋及建筑物（占比97.30%）构成，房屋及建筑物主要是公司的酒店资产；固定资产账面原值20.22亿元，累计计提折旧4.57亿元，固定资产成新率为77.40%，固定资产成新率尚可。

截至2015年底，公司无形资产账面价值3.93亿元，较年初下降了10.47%，主要系无形资产计提摊销以及0.20亿元土地使用权转入开发成本所致。

截至2015年底，公司递延所得税资产账面价值3.49亿元，较年初增长19.64%，主要系预售房款增加所致。

总体看，跟踪期内，公司资产规模较大，以流动资产为主，流动资产中存货占比较大，资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

截至2015年底，公司负债合计223.84亿元，较上年末下降1.77%，主要系非流动资产规模下降所致；以流动负债（占比75.03%）为主。

截至2015年底，公司流动负债较上年末增加4.50%，主要系预收账款与应付账款增加所致；公司流动负债由应付账款（占比11.52%）、预收账款（占比64.52%）、其他应付款（12.31%）和一年内到期的非流动负债（占比5.36%）构成。

截至2015年底，公司应付账款账面余额19.35亿元，较上年末增长26.39%，主要系公司受工程款结算时点影响应付工程款增加所致；主要由应付工程款（占比93.04%）构成。

截至2015年底，公司预收款项账面余额108.36亿元，较上年末增长8.24%，主要系公司房地产

销售情况较好，签约销售金额增长较快所致。

截至2015年底，公司其他应付款账面价值20.67亿元，较上年末下降34.25%，主要系公司加强资金运用效率对内部关联企业往来款进行梳理所致。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债账面价值9.00亿元，较上年末增长38.54%，主要由一年内到期的长期借款构成。

截至2015年底，公司非流动负债为55.89亿元，较上年末下降16.79%，主要系长期借款下降所致；主要由长期借款（占比38.98%）、应付债券（占比52.90%）和递延所得税负债（占比8.12%）构成。

截至2015年底，公司长期借款账面余额21.79亿元，较上年末下降65.60%，主要系部分长期借款剩余存续期限不足1年重分类为一年内到期的非流动负债，以及公司发行私募债偿还部分高息信托借款所致。

截至2015年底，公司应付债券账面余额29.57亿元，系公司于2015年11月17日给公开发行的“15海怡01”债。

截至2015年底，公司递延所得税负债账面余额4.54亿元，较上年末增长13.08%，主要系公司投资性房地产公允价值增加所致。

截至2015年底，公司全部债务为67.06亿元，较上年末下降了10.90%，其中公司短期债务较上年末增长29.72%至15.70亿元，主要系公司2015年底增加0.89亿元短期借款以及一年内到期的非流动负债增加2.50亿元所致；长期债务较上年末下降了18.68%至51.36亿元，主要系公司偿还部分长期借款以及重新划分为一年内到期非流动负债所致。截至2015年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为76.46%、42.70%和49.32%，较上年分别下降了2.47个百分点、8.24个百分点和5.99个百分点，债务负担较年初有所下降。

考虑到公司发行本次债券25亿元，加上2015年底公司67.06亿元的全部债务，公司全部债务规模为92.06亿元。以公司2015年底的财务数据为基础，加上本次债券发行的25亿元，假设公司全部债务为92.06亿元，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为78.31%、52.56%和57.19%，债务负担进一步加重。但考虑到公司此次发行债券募集资金中21亿元拟偿还金融机构借款，此次发债对公司的实际债务水平影响有限。

总体看，2015年，公司整体负债规模有所下降，债务负担有所减轻，债务结构较合理。2016年4月，公司发行公司债债务负担有所加重，但是影响有限。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益为68.91亿元，较年初增长13.32%，主要系未分配利润增加较快所致，其中归属于母公司的所有者权益合计63.04亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占比11.90%、未分配利润占比82.08%、盈余公积占比1.42%、其他综合收益占比4.60%，所有者权益构成较年初变化不大，权益稳定性有待提高。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益稳定性有待提高。

4. 盈利能力

跟踪期内，受益于达到确认收入条件的竣工房地产面积增长较快，公司全年营业收入明显提升。2015年，公司实现营业收入80.02亿元，较上年增长66.18%。2015年，公司营业成本52.61亿元，较上年增长72.88%，主要系沈阳、西安房地产项目销售有所增加而尚未达到结转条件，但其产生的相关费用在当期营业成本列支所致。2015年，公司主营业务毛利率为34.24%，较上年下降2.57

个百分点。2015年，公司实现净利润7.58亿元，较上年增长44.52%，其中归属于母公司所有者的净利润为7.83亿元，较上年增长58.46%。

从期间费用上看，2015年公司销售费用为4.73亿元，同比增长50.66%，主要系公司本年度签约销售面积大幅增长以及公司加大销售力度，投入较多广告与中介服务费用所致；管理费用为2.41亿元，同比下降3.45%，主要系公司管理税金较上年同期下降0.17亿元所致；财务费用为599.85万元，同比下降67.05%，主要系利息支出全部资本化以及手续费下降所致。2015年，公司费用收入比为9.00%，较上年下降3.08个百分点，主要是公司费用控制得当，以及本年收入增加较快所致。

盈利指标方面，公司2015年的总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为5.58%、4.21%和11.69%，同比分别提高了1.74个百分点、1.41个百分点和2.69个百分点，主要系公司净利润增长所致。

总体看，2015年，公司经营情况良好，收入规模与盈利能力均有所提升。

5. 现金流

2015年，随着公司销售规模增加，公司经营活动现金流入121.91亿元，较上年增长43.40%；受公司在建房屋规模下降的原因，公司经营活动现金流出96.49亿元，较上年下降3.59%。公司经营活动产生的现金流量净额为25.42亿元，扭转了前两年经营现金净流出的状态。

投资活动方面，2015年，公司投资活动现金流入197.67万元，同比下降99.46%，主要系收回投资收到的现金大幅下降所致；公司投资活动现金流出2.31亿元，主要是购置固定资产和其他长期资产，以及投资陕西星河湾酒店有限公司所致。2015年，公司投资活动现金净流出2.29亿元。

筹资活动方面，2015年，公司筹资活动现金流入为54.10亿元，主要系公司收到发行债券募集资金29.55亿元，向银行取得借款24.55亿元所致；公司筹资活动现金流出为68.79亿元，主要系偿还银行及信托贷款62.52亿元，支付利息6.27亿元所致。2015年，公司筹资活动现金净流出14.69亿元。

总体看，2015年，公司经营活动现金流呈净流入，现金流情况良好；公司对外投资金额较小，投资现金呈小幅净流出态势；公司房产销售情况好转，在建房地产面积小幅下降，公司筹资压力有所下降。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至2015年底，受预收房款增长和存货规模下降的影响，公司流动比率由2014年末的1.51倍下降至1.46倍；速动比率由2014年末的0.27倍提高至0.31倍。截至2015年底，公司现金短期债务比由2014年末的1.07倍上升至1.36倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2015年，公司EBITDA为13.52亿元，较2014年大幅增长50.82%；主要由折旧（占比7.35%）、摊销（占比2.17%）和利润总额（占比90.47%）构成；EBITDA全部债务比由上年的0.12倍上升至0.20倍；EBITDA利息倍数由上年的1.43倍上升至1.78倍，EBITDA对全部债务和利息支出的保障程度均有所提高，公司长期偿债能力有所提升。

根据公司提供的中国人民银行2016年4月26日出具的企业信用报告（机构信用代码：G10440113009038201），截至2016年4月26日，公司无未结清不良贷款。

截至2015年底，公司不存在重大未决诉讼事项。

截至2015年底，公司对外担保26.80亿元，公司对外担保均为对关联方担保，或有负债风险较小。

表 11 2015 年公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
青岛星河湾房地产开发有限公司	100,000.00	2017.4.13
青岛星河湾房地产开发有限公司	117,000.00	2019.6.25
广州星河湾实业发展有限公司	46,000.00	2017.3.27
上海赫曼德实业有限公司	2,000.00	2018.5.9
上海赫曼德实业有限公司	1,000.00	2016.3.23
上海赫曼德实业有限公司	2,000.00	2020.5.10
小计	268,000.00	

资料来源：公司提供

总体看，由于公司盈利规模提升，其偿债能力明显改善且处于较强水平，或有负债风险较小。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、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）达21.31亿元，约为“16海怡01”和“16海怡02”本金合计（25亿元）的0.85倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度较高；净资产达68.91亿元，约为“16海怡01”和“16海怡02”债券本金合计（25亿元）的2.76倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16海怡01”和“16海怡02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为13.52亿元，约为“16海怡01”和“16海怡02”债券本金合计（25亿元）的0.54倍，公司EBITDA对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入121.91亿元，约为“16海怡01”和“16海怡02”债券本金合计（25亿元）的4.88倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为高端房地产开发企业，其品牌形象和市场影响力较高，2015年房地产销售情况增长较快，自持物业与酒店收入稳定增长，公司对“16海怡01”和“16海怡02”的偿还能力很强。

八、综合评价

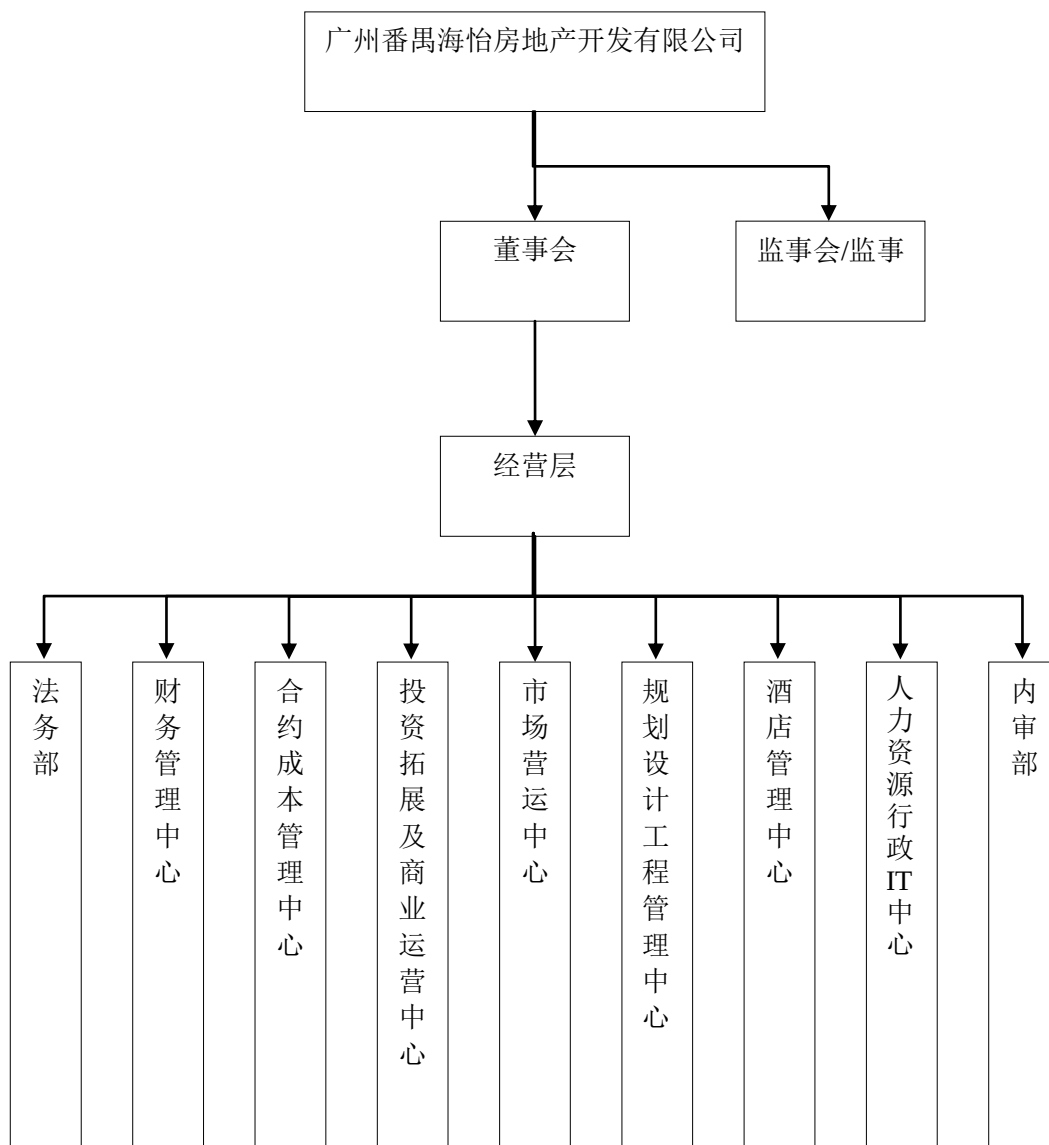
公司作为星河湾房集团有限公司的全资子公司，多年来专注于高端房地产开发和销售，形成了良好的品牌形象和市场影响力。

跟踪期内，公司土地储备充足、价格合理、成本控制得当、经营性现金流较好。随着房地产行业回暖，公司销售签约金额快速增长；公司自持物业收入和酒店业务收入稳定提高。同时，联合评级也关注到公司产品区域分布相对集中，存货去化时间较长等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着公司在售项目的持续销售以及在建项目的逐步竣工，公司收入规模和盈利能力有望持续提升。

综上，联合信用评级有限公司维持公司主体长期信用级别为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16海怡01”“16海怡02”“AA”的债项信用等级。

附件 1 广州番禺海怡房地产开发有限公司组织机构图



附件 2 广州番禺海怡房地产开发有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	288.69	292.75
所有者权益（亿元）	60.81	68.91
短期债务（亿元）	12.11	15.70
长期债务（亿元）	63.15	51.36
全部债务（亿元）	75.26	67.06
营业收入（亿元）	48.15	80.02
净利润（亿元）	5.25	7.58
EBITDA（亿元）	8.96	13.52
经营性净现金流（亿元）	-15.07	25.42
应收账款周转次数（次）	79.18	110.21
存货周转次数（次）	0.17	0.27
总资产周转次数（次）	0.18	0.28
现金收入比率（%）	106.53	100.68
总资本收益率（%）	3.83	5.58
总资产报酬率（%）	2.79	4.21
净资产收益率（%）	9.00	11.69
营业利润率（%）	24.68	23.13
费用收入比（%）	12.08	9.00
资产负债率（%）	78.94	76.46
全部债务资本化比率（%）	55.31	49.32
长期债务资本化比率（%）	50.94	42.70
EBITDA 利息倍数（倍）	1.43	1.78
流动比率（倍）	1.51	1.46
速动比率（倍）	0.27	0.31
现金短期债务比（倍）	1.07	1.36
经营现金流动负债比率（%）	-9.38	15.13
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.36	0.54

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

附件 3 有关计算指标的计算公式

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