跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1512 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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“16 海怡 01”和“18 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公开发行的“16 海怡 01”和“18 海怡 02”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年 [illegible] 月 [illegible] 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 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	跟踪评级结果	上次评级时间
16 海怡 01	10.94 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2018 年 6 月 25 日
18 海怡 02	6.50 亿元	3 年（2+1）	AA	AA	2018 年 7 月 30 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	322.91	340.84	400.71
所有者权益（亿元）	81.07	94.89	107.50
长期债务（亿元）	70.03	51.00	63.18
全部债务（亿元）	76.75	79.22	82.98
营业收入（亿元）	89.35	95.55	95.44
净利润（亿元）	8.24	16.87	16.68
EBITDA（亿元）	14.69	25.32	24.59
经营性净现金流（亿元）	14.27	21.65	47.97
营业利润率（%）	22.66	31.84	33.83
净资产收益率（%）	20.33	19.18	16.48
资产负债率（%）	74.89	72.16	73.17
全部债务资本化比率（%）	48.63	45.50	43.56
流动比率（倍）	1.54	1.35	1.38
EBITDA 全部债务比（倍）	0.19	0.32	0.30
EBITDA 利息倍数（倍）	2.11	3.90	3.62
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.84	1.45	1.41

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、公司长期应付款已计入长期债务 3、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

2018 年，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”）经营稳定，土地储备充足且楼面价低，住宅品质优良，签约销售面积和金额均有所增长，经营现金流继续保持净流入。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到一二线城市限价限购调控常态化，公司在建项目有一定资金支出压力，三线城市项目体量较大等因素可能对公司信用状况产生影响。

未来，随着公司地产项目持续销售以及在建项目陆续竣工，公司收入规模和盈利能力有望保持稳定。

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”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 海怡 01”和“18 海怡 02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 公司住宅品质优良，毛利率保持在高水平，盈利能力较好。

2. 公司可售面积充足且楼面价较低，在精装修后依然能保持较大的利润空间。

3. 公司资产质量较好，债务负担适中，经营性现金流充足。

关注

1. 目前一二线城市房地产限价限购调控常态化，公司住宅产品售价较高，相比刚需住宅更容易受限价限签政策影响。

2. 公司近两年新进入汕尾和临汾等三线城市，且项目体量较大。公司住宅产品定位高端，售价较高，若市场不及预期，可能对公司盈利有较大影响。

3. 公司 2018 年新开工面积和在建面积快速增长，在建项目有一定资金支出压力。

4. 公司其他应收款规模较大，对资金有一

定占用；债务 2021 年有一定集中偿付压力。

分析师

支亚梅
电话：010-85172818
邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

宋莹莹
电话：010-85172818
邮箱：songyy@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：古亚楠 宋荣荣

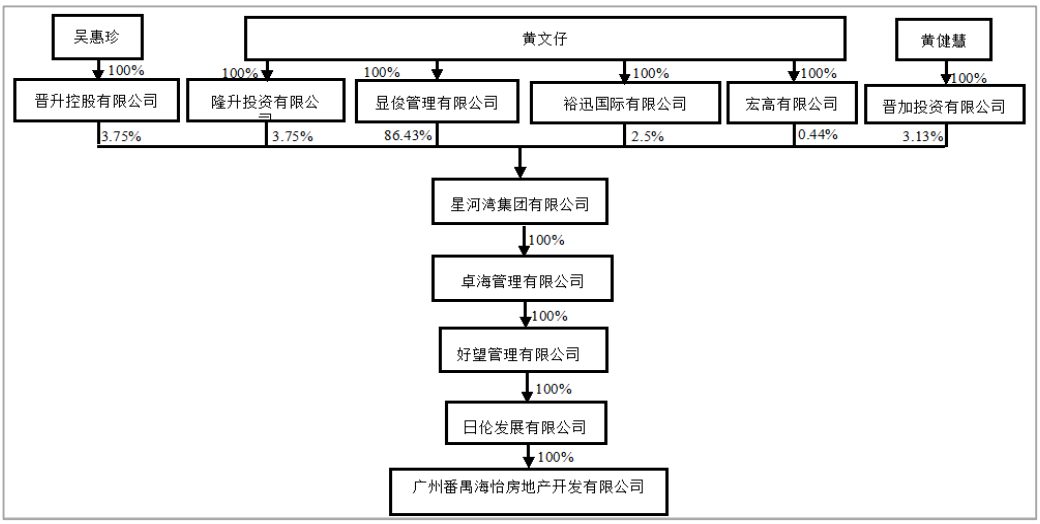
联合信用评级有限公司

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5,000.00万元，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2,000.00万元，出资比例为40.00%；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3,000.00万元，出资比例为60.00%。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2018年底，公司注册资本75,000.00万元，日伦发展有限公司为公司的唯一股东，公司实际控制人为自然人黄文仔先生。2019月6月18日，发行人完成未分配利润12.50亿元转增资本，经验资其注册资本变为200,000.00万元。

图1　截至2018年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018年，公司组织结构和经营范围未发生重大变化。截至2018年底，公司合并范围内共51家子公司，员工合计2,680人。

截至2018年底，公司合并资产总计400.71亿元，负债合计293.21亿元，所有者权益（含少数股东权益）107.50亿元，其中归属于母公司的所有者权益为102.80亿元。2018年，公司实现营业收入95.44亿元，净利润（含少数股东损益）16.68亿元，其中归属于母公司的净利润为15.70亿元；经营活动现金流量净额为47.97亿元，现金及现金等价物增加额18.21亿元。

公司注册地址：广州市番禺南村沙滘岛东端；法定代表人：黄文仔。

二、债券发行及募集资金情况

2015 年 12 月 24 日，经中国证监会证监许可[2015]3060 号文核准，公司获准发行面值不超过 25 亿元的公司债券。公司于 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，票面利率为 6.49%，债券代码为“136249.SH”，债券简称为“16 海怡 01”。2019 年 3 月，“16 海怡 01”回售 4.06 亿元。截至

本报告出具日，“16 海怡 01”存续债券待偿本金 10.94 亿元，票面利率 7.80%；品种二发行规模为 10 亿元，债券期限 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，票面利率为 5.80%。2018 年 3 月，“16 海怡 02”已完成本息兑付并摘牌。

2019 年 3 月 30 日，公司足额按期支付“16 海怡 01”自 2018 年 3 月 30 日至 2019 年 3 月 29 日期间的利息。

2018 年 1 月 8 日，经中国证监会证监许可[2018]70 号文批准，公司获准发行面值不超过 6.50 亿元的公司债券。公司于 2019 年 1 月 3 日发行结束，实际发行规模为 6.50 亿元。该债券于 2019 年 1 月 15 日在上海证券交易所上市，债券简称“18 海怡 02”，债券代码“155121.SH”。截至本报告出具日，“18 海怡 02”未届付息兑付日。

截至 2019 年 3 月底，“16 海怡 01”和“18 海怡 02”均已按募集说明书规定用途全部使用。

三、行业分析

公司目前主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

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%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，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。

2018 年，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%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；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。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

总体看，2018 年房地产行业投资开发热情依然较高；房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低；商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑，一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。

2．行业政策

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

总体看，2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路，预计2019年房地产以“稳”为主，继续推进长效机制方案。

3．行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项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

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控；2018年7月31日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两

种主要方式拿地，行业集中度将进一步提高。

4．行业发展

（1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

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。2017 年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，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。

（2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

（3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，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，地产金融化迎来发展良机。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。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

（4）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。

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。

四、管理分析

2018 年，公司管理制度连续，未发生重大变化。

2018 年，公司新增高级管理人员一人：刘德生，男，1979 年出生，担任公司副总裁，于 2018 年 3 月加入本公司，全面负责工程及运营管理工作，湖南科技大学毕业，本科学历，曾先后于顺驰中国苏州公司、中国星月集团苏州公司及金螳螂企业集团等担任高管职位。

此外，宁仁歧先生不再担任公司常务副总裁。

总体看，公司管理制度连续，高管团队基本稳定，新上任高管有比较丰富的管理经验。

五、经营分析

1．经营概况

公司作为高端住宅开发商，其市场知名度和房屋品质高，有一定品牌溢价。2018 年，公司实现营业收入 95.44 亿元，同比减少 0.11%；实现净利润 16.68 亿元，同比减少 1.14%。

2018 年，公司主营业务收入 93.60 亿元，较上年增长 2.27%。分业务来看，公司房地产销售业务收入和占比较上年均变化不大。酒店餐饮业务收入较上年增长 26.28%，主要系西安星河湾酒店市场逐步培育成熟和北京星河湾酒店完成装修改造重新开业所致；物业管理收入和占比较上年变化不大；其他业务收入主要来自为提高业主居住体验的社区配套教育服务，随着学校的增加收入有所增长。

从毛利率变化情况来看，2018 年，公司主营业务毛利率为 44.41%，较上年提高 5.41 个百分点，主要系结转广州和上海一线城市的占比较高所致。物业管理板块近年毛利率为负，主要系公司为提高业主体验，多年未提高部分在管项目的物业费，出现成本倒挂所致，公司住宅售价较高，在一定程度上弥补了物业费的亏损。公司其他业务收入规模较小，对毛利率影响较小。

表 1　2016~2018 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

细分板块	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	85.94	96.81	34.00	88.67	96.89	39.00	86.87	92.81	43.21
酒店餐饮	2.78	3.13	47.86	2.74	2.99	49.00	3.46	3.70	52.63
物业收入	0.02	0.02	-150.04	0.02	0.02	-134.00	0.03	0.03	-186.41
其他	0.03	0.03	6.17	0.09	0.10	21.00	3.24	3.46	94.79
合计	**88.77**	**100.00**	**34.22**	**91.52**	**100.00**	**39.00**	**93.60**	**100.00**	**44.41**

资料来源：公司提供

总体看，公司 2018 年经营情况稳定，收入保持增长，毛利率因房地产结转项目毛利率的提高而有所提升。

2．项目储备情况

2018 年，公司通过招拍挂获取 1 块土地，位于汕尾市海丰县。新增土地储备占地面积 18.07 万平方米，对应建筑面积 54.22 万平方米，购地支出 5.68 亿元，折合楼面价 1,049.01 元/平方米。2019 年 1~3 月，公司获取 1 块土地，位于山西临汾，占地面积 55.54 万平方米，对应建筑面积 152.95 万平方米，购地支出 17.46 亿元，折合楼面价 1,141.55 元/平方米。

截至 2019 年 3 月，公司共在 7 个城市拥有土地储备（为可售口径，包括未建和在建未售项目），分别为广州、上海、西安、太原、沈阳、汕尾和临汾。公司合计可售面积 449.91 万平方米，其中一线城市（广州、上海）合计 46.27 万平方米，占比 10.28%，占比相对较低；二线城市（西安、太原和沈阳）合计 171.42 万平方米，占比 38.10%，三线城市（汕尾、临汾）合计 232.22 万平方米，占 51.62%；公司可售面积较为充足，主要位于二三线城市。从均价来看，由于公司土地获取时间较早且选择地块地域都是临近经济新区的地块，均价较低，具备较好的升值空间。临汾项目规模较大，区域经济一般，若项目不达预期，可能对公司的盈利有较大影响。此外，公司在广州有多个城中村改造项目正在洽谈中，预计 2019 年将正式签约，未来以上项目如能顺利实现一二级联动，则公司在一线城市的土储占比将有所上升。

表 2　截至 2019 年 3 月底公司土地储备情况（单位：万平方米、%、元/平方米）

项目名称	位置	占地面积	建筑面积	获取时间	权益比例	土地楼面价
海怡五、六期	广州市番禺区沙滘岛东端	12.18	31.90	1992.8.8	100	68.96
陕西三至十期	西咸新区秦汉新城兰池大道	7.46	19.36	2012.12.12	100	513.88
陕西三至十期	西咸新区秦汉新城兰池大道	27.52	71.52	2012.12.20	100	514.83
陕西三至十期	西咸新区秦汉新城兰池大道	4.59	11.95	2013.10.13	100	514.65
太原六至七期	龙城大街以南，滨河东路以东，平阳路以西	12.09	36.26	2009.6.9	80	671.47
沈阳三至四期	沈阳市东陵区智慧二街 100\102 号	9.12	32.33	2014.1.16	100	1,060.37
闵行三期 A2、B 区	上海市闵行区都会路	4.83	14.37	2004.12.1	100	2,820.61
汕尾星河湾三期	汕尾市区金湖路北侧 站前路东侧	8.38	25.15	2017.12.8	100	3,003.17
海丰一至三期	汕尾市海丰县海城镇教育园区 L－01-03 的建设用地	18.04	54.12	2018.12.23	100	1,049.01
临汾一至五期	山西省临汾市尧都区规划路	55.54	152.95	2019.1.25	100	1,141.76
合计	--	**159.75**	**449.91**	--	--	--

注：1. 土地储备统计口径为未建和在建未售项目； 2. 土地获取时间为签约时间，非取得土地证时间。
资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备充足，土储均价较低，为未来盈利提供良好保障。土储中临汾项目体量较大，若项目不达逾期，可能对公司盈利能力有一定影响。

3．项目建设情况

2018 年，公司新开工面积 199.65 万平方米，较上年大幅提高，主要系汕尾项目开工所致。2018 年，公司竣工面积 29.02 万平方米，较上年有所下降。截至 2018 年底，公司在建项目 15 个，在建面积为 247.90 万平方米，较上年末大幅上升。

表 3　2016~2018 年公司项目开发建设情况（单位：万平方米、个）

项　目	2016 年	2017 年	2018 年
当期新开工面积	24.35	12.59	199.65
当期新开工项目数量	1	2	9
期末在建面积	116.74	77.27	247.90
期末在建项目数量	7	6	15
当期竣工面积	37.53	52.06	29.02

注：新开工面积按施工证面积统计
资料来源：公司提供

公司住宅定位高端、高品质、精装修产品，项目建设周期较长，通常主体工程建设需要1年时间，园林建造工程以及基础装修需要1.5年左右时间。从公司在建项目分布看，截至2018年底，公司在建住宅项目11个，预计总投资金额252.16亿元，截至2018年底已完成投资159.93亿元，尚需投资92.23亿元，其中2019年尚需投资63.43亿元，2020年尚需投资28.80亿元。

表 4　截至 2018 年末公司在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	预计总投资金额	2018年末累计已投	2019年预计投入	2020年预计投入
1	沈阳星河湾二期（酒店住宅地块）	24.00	12.00	2.40	9.60
2	沈阳星河湾千平住宅	6.00	3.60	2.40	--
3	西安星河湾二期住宅	13.00	7.80	5.20	--
4	太原星河湾4号园	18.36	16.52	1.84	--
5	太原星河湾5号园	14.00	5.60	5.60	2.80
6	汕尾一期住宅项目	30.00	24.00	6.00	--
7	汕尾一期配套（酒店、商业街）	15.00	14.25	0.75	--
8	汕尾二期住宅项目	63.00	25.20	25.20	12.60
9	汕尾二期幼儿园项目	0.80	0.16	0.24	0.40
10	星河湾中心	18.00	10.80	6.30	0.90
11	广商大厦项目	50.00	40.00	7.50	2.50
合计		**252.16**	**159.93**	**63.43**	**28.80**

资料来源：公司提供

总体看，公司新开工面积大幅增加，在建项目数量较上年有所增加；公司在建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资金支出压力。

4．项目销售情况

2018年，公司实现销售面积47.20万平方米，较上年增长28.93%，签约销售金额为131.02亿元，较上年增长46.93%。签约销售回款率为97%，较上年有所下降，但依然处于较高水平。2018年销售中，广州星河湾半岛销售21.07亿元，上海星河湾和浦东星河湾销售35.08亿元，太原星河湾销售19.58亿元，沈阳星河湾销售16.63亿元，西安星河湾销售17.19亿元，汕尾星河湾销售21.47亿元。

表 5　2016~2018 年公司销售情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
签约销售面积	41.96	36.61	47.20
签约销售金额	91.76	89.17	131.02
签约销售均价	2.19	2.42	2.78
签约销售回款率	92	103	97
结转面积	33.02	38.86	33.51
结转收入	85.86	88.67	93.91

注：签约销售回款率包含跨期回款
资料来源：公司提供

从公司在售项目情况看，公司在售项目总体去化率 80.19%，去化情况较好。其中有 6 个在售项目去化率不足 80%，一方面，西安星河湾二期、太原星河湾 5 号园、沈阳星河湾二期住宅于 2018 年下半年推售，公司产品定位高端，户型大单价高，受众面较小，去化周期比刚需项目长；另一方面，公司产品售价较高，相较刚需盘收到限购和限签影响更大。

表 6　截至 2019 年 4 月底公司在售项目情况（单位：万平方米、%）

项目	城市	已取得预售证面积	已销售面积	去化率
西安星河湾一期住宅	西安	22.01	21.92	99.58
西安星河湾二期住宅	西安	17.98	7.95	44.20
太原星河湾 1 号园	太原	21.50	21.38	99.43
太原星河湾 2 号园	太原	25.94	25.91	99.90
太原星河湾 3 号园	太原	26.79	26.70	99.66
太原星河湾 4 号园	太原	24.21	24.11	99.58
太原星河湾 5 号园	太原	28.80	8.18	28.41
沈阳星河湾一期千平住宅	沈阳	4.85	1.63	33.58
沈阳星河湾一期住宅	沈阳	19.55	19.43	99.38
沈阳星河湾二期住宅	沈阳	15.64	8.22	52.58
汕尾星河湾一期住宅	汕尾	29.01	12.03	41.46
海怡半岛一期	广州	14.62	14.48	99.04
海怡半岛二期	广州	4.66	4.39	94.09
海怡半岛三期	广州	17.75	17.48	98.49
海怡半岛四期	广州	12.30	7.51	61.02
上海浦东星河湾三期	上海	11.79	9.87	83.76
上海金色紫都一期	上海	20.01	19.87	99.28
上海金色紫都二期 A 区	上海	16.48	16.08	97.55
上海金色紫都二期 B 区	上海	4.45	4.20	94.38
合计	**--**	**338.34**	**271.33**	**80.19**

资料来源：公司提供

总体看，签约销售面积和金额较上年均有所增长，在售项目总体去化良好。但因公司产品高端售价较高，部分项目收到限价限签影响。

5．酒店业务

公司酒店全部为五星级酒店。2018 年公司酒店收入为 3.51 亿元，较上年增长 15.08%，主要系北京酒店完成装修改造和西安星河湾酒店餐饮会议收入大幅增长所致。西安星河湾酒店于 2018 年 5 月开始对外营业，客源需要培育，入住率有待提高。其他酒店经营情况稳定。

表 7　2016~2018 年公司酒店经营情况（单位：%、元/间、万元）

酒店名称	项目	2016 年	2017 年	2018 年
太原星河湾酒店	入住率	45.14	53.00	53.49
	客房均价	548.96	637.06	674.68
	营业额	6,383.90	6,569.00	7,177.78
北京星河湾酒店	入住率	53.34	46.00	70.00
	客房均价	836.38	756.39	833.00
	营业额	2,703.57	820.19	1,971.21
上海闵行星河湾酒店	入住率	51.04	55.90	56.52
	客房均价	576.07	746.80	738.98
	营业额	7,444.60	7,768.57	8,467.61
上海浦东星河湾酒店	入住率	56.37	62.00	65.00
	客房均价	766.17	827.00	825.92
	营业额	10,160.22	10,279.52	10,505.95

广州星河湾半岛酒店	入住率	43.64	59.88	72.19
	客房均价	820.37	903.00	841.69
	营业额	4,171.92	4,926.31	5,761.97
西安星河湾酒店	入住率	--	6.17	16.20
	客房均价	--	628.34	507.22
	营业额	--	192.09	1,198.47
营业额合计	**--**	**32,582.06**	**30,517.11**	**35,082.99**

注：表中酒店收入数据为主营收入且未剔除内部消费
资料来源：公司提供

总体看，公司酒店管理业务经营比较稳定，能为公司贡献稳定的现金流补充。

6．经营关注

（1）一二线城市限价限购调控可能对项目去化及毛利率产生影响

公司产品定位高端，售价较高。目前一二线城市限价限购政策常态化，可能对公司销售及利润有一定不利影响。

（2）2018 年公司新开工面积大幅增加，在建项目尚需投资额较大，未来面临一定的资金支出压力。

（3）公司近两年拿地下沉到汕尾、临汾等三线城市，且项目体量均比较大。公司住宅项目品质和售价较高，存在一定去化压力，若以上城市销售不及预期，可能对公司盈利产生较大影响。

7．未来发展

在区域布局方面，公司将坚持深耕一线城市，同时逐步开展副省级和经济增长速度快、适合生活宜居的二线前端城市布局。在产品定位方面，公司将以高端产品市场为重点，打造适时的顶尖产品，在细分市场不断聚焦土地价值与产品细化，公司的发展战略一直与“房住不炒”的政策契合，以大平层与“微豪宅”共同演绎“第一居所战略”。

在产品开发方面，公司将坚持以精装大平层为主的住宅地产，以小盘滚动开发保证稳健持续发展，同时适当参与轻资产运作，近年参与多个品牌合作项目，收获一定品牌合作费。

在运营管理方面，公司将运用超前设计、科学工程管理、集中采购、提高资金使用效率、精细化管理等手段，通过内部的高度协调与合作，减少内耗，从产品设计、经营管理上挖掘效益。

在资本运营方面，公司将以“控制负债规模”为原则，通过开发贷款、经营性物业贷、公司债券、资产证券化产品等多种融资方式，进一步优化负债结构，降低整体融资成本。

在发展理念方面，公司将控制规模，精益求精，以“坚守品质”为价值观，以“舍得”创立品牌，以“用心”巩固品牌，以“创新”发展品牌。

整体看，公司战略结合自身发展历史和当前行业环境，能够支持公司的可持续发展。深耕一线城市的战略主要依赖广州城中村改造项目的进展。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2018 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。财务报表按照《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》编制。2018 年，公司增加非同一控制下合并企业 1 家，同一控制下企业 1 家，新设子公司 7 家，公司主营业务未发生变化，

财务数据可比性较强。

截至2018年底，公司合并资产总计400.71亿元，负债合计293.21亿元，所有者权益（含少数股东权益）107.50亿元，其中归属于母公司的所有者权益为102.80亿元。2018年，公司实现营业收入95.44亿元，净利润（含少数股东损益）16.68亿元，其中归属于母公司的净利润为15.70亿元；经营活动现金流量净额为47.97亿元，现金及现金等价物增加额18.21亿元。

2．资产质量

截至2018年底，公司资产总额合计400.71亿元，较年初增长17.57%，主要是流动资产规模增长所致。从资产构成上看，公司的资产仍以流动资产（占资产总额的77.26%）为主。

截至2018年底，公司流动资产合计309.60亿元，较年初增长22.07%，主要系货币资金增加所致。公司流动的资产主要由货币资金（占比21.50%）、其他应收款（占比12.71%）、存货（占比56.79%）和其他流动资产（占7.75%）构成。

截至2018年底，公司货币资金为66.56亿元，较年初增长60.40%，主要系房地产销售回款增加所致。货币资金主要由银行存款（占比89.36%）和其他货币资金（占10.64%）构成。货币资金受限7.08亿元，占比10.64%。公司货币资金受限比例较低。

截至2018年底，公司其他应收款账面价值39.35亿元，较年初增长17.27%，主要系押金保证金及单位借款增加所致；其他应收账款由关联方往来款（21.45亿元）、押金及保证金（12.40亿元）和单位借款（5.23亿元）构成。其他应收款计提坏账准备0.34亿元，计提比例0.85%，考虑到其他应收款主要为关联方往来款以及交给政府的土地保证金，坏账风险较小。其他应收款金额前五名占比57.17%，集中度较高。

截至2018年底，公司存货账面价值175.83亿元，较年初增长4.93%，主要系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15.01%和84.87%，存货未计提跌价准备。公司房地产项目楼面均价较低，存货跌价风险较小。

截至2018年底，公司其他流动资产24.00亿元，较年初大幅增长194.55%，主要系理财产品增加所致。

截至2018年底，公司非流动资产合计91.11亿元，较年初增长4.46%，主要系固定资产和可供出售金融资产增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占17.05%）、投资性房地产（占38.40%）、固定资产（占比26.14%）、递延所得税资产（占比7.44%）和其他非流动资产（占比6.76%）构成。

截至2018年底，公司可供出售金融资产15.53亿元，较年初增长15.46%，主要系对深圳市柔宇科技有限公司投资1.00亿元和对宁波清益投资合伙企业（有限合伙）投资0.85亿元所致。

截至2018年底，公司投资性房地产账面价值34.98亿元，较年初减少3.30%，主要系公允价值变动-1.17亿元所致。

截至2018年底，公司固定资产账面价值23.82亿元，较年初增长8.10%，主要系房屋及建筑物2.81亿元所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比78.17%）和运输工具（占比17.51%）构成，房屋及建筑物主要是公司的酒店资产；公司固定资产账面原值32.06亿元，成新率为74.30%，固定资产成新率尚可。

截至2018年底，公司递延所得税资产账面价值6.78亿元，较年初增长42.75%，主要系2018年公司房屋销售持续增长导致预售房款可抵扣暂时性差异增加所致。

截至2018年底，公司其他非流动资产账面价值6.16亿元，较年初减少6.83%，主要为投资意向

款（占比99.51%）。公司投资意向款主要是公司与上海信虹房地产有限公司合作虹口区的三旧改造项目，向项目股东支付的投资意向金4亿元。该项目正处于拆迁补偿阶段。

截至2018年底，公司受限资产合计73.75亿元，占总资产比率为18.40%，占比较低。

表 8　截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	账面价值	占本科目比例	受限原因
货币资金	7.08	10.64	贷款保证金、按揭保证金
存货	23.24	13.22	抵押借款
投资性房地产	21.66	61.92	
固定资产	11.78	49.45	
可供出售金融资产	10.00	64.39	
合计	**73.74**	**18.40**	--

资料来源：公司审计报告

总体看，2018年，公司资产规模稳步增长，以流动资产为主；流动资产中存货占比较大，货币资金较充裕，但其他应收款对资金有一定占用；公司受限资产比率较低，整体资产质量较好。

3．负债及所有者权益

负债

截至2018年底，公司负债合计293.21亿元，较年初增长19.21%，主要系流动负债增长所致；公司负债以流动负债（占比76.30%）为主，占比较年初变化不大。

截至2018年底，公司流动负债合计223.72亿元，较年初增长18.70%，主要系预收款项和应付账款增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占比16.54%）、预收账款（占比64.59%）、应交税费（占比6.54%）和一年内到期的非流动负债（占比8.85%）构成。

截至2018年底，公司应付账款余额36.99亿元，较年初增加68.35%，主要系公司在建项目规模增加应付工程款相应增加所致。

截至2018年底，公司预收款项账面余额144.50亿元，较年初增长26.28%，主要系预收购房款增加所致。

截至2018年底，公司应交税费账面余额14.63亿元，较年初增长11.06%，主要系应付土地增值税大幅增长所致。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债账面余额19.80亿元，较年初减少29.82%，主要系“15海怡01”2018年到期兑付所致。

截至2018年底，公司非流动负债为69.49亿元，较年初增长20.92%，主要系长期借款增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占比48.34%）、应付债券（占比41.09%）和递延所得税负债（占比9.08%）构成。

截至2018年底，公司长期借款账面余额33.59亿元，较年初增长36.95%。从长期借款期限分布看， 2021年到期29.89亿元，剩余3.7亿元于2022年以后到期。2021年有一定集中还款压力。

截至2018年底，公司应付债券账面余额28.55亿元，较年初增长14.43%，主要系发行“18海怡01”所致。公司应付债券由“16海怡01”15亿元和“18海怡01”13.55亿元构成，均于2021年到期。

截至2018年底，公司递延所得税负债账面余额6.31亿元，较年初减少2.45%，主要系公司投资性房地产公允价值减少所致。

截至2018年底，公司全部债务为82.98亿元，较年初增长4.75%。公司全部债务由短期债务（占

比23.86%）和长期债务（占比76.14%）构成，短期债务占比较上年下降11.75个百分点。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73.17%、43.56%和37.02%，较上年分别上升1.01个百分点、下降1.94个百分点、上升2.06个百分点。债务负担较年初变化不大。

总体看，公司负债总额有所增长，但债务负担变化不大；预收款项占流动负债比率较高，为未来收入提供良好保证；公司有息债务规模尚可，债务负担可控，但2021年有一定集中偿付压力。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 107.50 亿元，较年初增长 13.29%，主要系未分配利润增加所致，其中归属于母公司的所有者权益合计 102.80 亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 7.30%，其他综合收益占比 5.94%，未分配利润占比 86.73%，所有者权益构成较年初变化不大，未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

总体看，公司所有者权益规模有所增长，但权益中未分配利润占比较大，所有者权益稳定性较弱。

4．盈利能力

2018年，公司实现营业收入95.44亿元，较上年减少0.11%，变化不大。2018年，公司营业成本51.35亿元，较上年减少8.31%。2018年，公司营业利润为23.22亿元，较上年减少2.15%，主要系土地增值税增加和公允价值变动为负所致。2018年，公司实现净利润16.68亿元，较上年减少1.14%，其中归属于母公司所有者的净利润为15.70亿元，较上年减少5.48%。

从期间费用上看，2018年，公司费用总额8.93亿元，较上年上升12.89%。2018年公司销售费用为5.03亿元，较上年增长11.87%，主要系销售规模扩大所致；管理费用为3.60亿元，较上年增长34.06%，主要系项目增加管理人员增加所致；财务费用为0.28亿元，较上年减少60.72%，主要系当期资本化利息较多所致。2017年公司无研发费用，2018年研发费用81.00万元，系子公司广东贝林建筑设计有限公司研发项目支出费用。2018年公司费用总额中，销售费用占56.39%，管理费用占40.34%，财务费用占3.18%，研发费用占0.09%。

2018年，公司公允价值变动收益和投资收益分别为-1.17亿元和1.10亿元，当年营业利润为23.22亿元。公允价值变动收益和投资收益对营业利润影响不大。

盈利指标方面，2018年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为9.28%、6.08%和16.48%，较上年分别下降1.14个百分点、1.08个百分点和2.69个百分点。

总体看，公司营业收入较上年变化不大，但因土地增值税增加和公允价值变动损失，净利润有所下降。

5．现金流

2018年，公司经营活动现金流入159.84亿元，较上年增长21.26%，主要系收到购房款增加所致。经营活动现金流出111.87亿元，较上年增长1.55%。综合以上，2018年公司经营活动产生的现金流量净额为47.97亿元，较上年增长121.58%。

投资活动方面，2018年公司投资活动现金流入44.54亿元，较上年的1.51亿元大幅增长；投资活动现金流出62.56亿元，较上年大幅增长527.57%。投资活动流入和流出较上年均大幅增长，主要系之前公司资金管理理念较为保守，重视资金安全性和流动性，2018年公司改变资金管理理念，用闲置资金购买随时可赎回的银行保本理财产品获取一定收益，滚动购买赎回导致流入和流出规模增长较快。2018年公司投资活动现金净流出18.02亿元，较上年净流出规模扩大113.12%。

筹资活动方面，2018年公司筹资活动现金流入39.44亿元，较上年增长319.53%，主要系取得借款增加所致；公司筹资活动现金流出为51.18亿元，较上年增长208.20%，主要系偿还债务增加所致。综合以上，2018年公司筹资活动现金净流出11.73亿元，较上年净流出扩大62.90%。

总体看，2018年，公司经营活动现金流仍呈净流入；投资现金继续呈净流出态势；筹资活动仍然为净流出状态。

6．偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 1.35 倍上升至 1.38 倍，变化不大；速动比率由年初的 0.46 倍提高至 0.60 倍，主要系货币资金增加所致。截至 2018 年底，公司现金短期债务比为 3.36 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。综合以上，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2018 年公司 EBITDA 为 24.59 亿元，较上年减少 2.86%；主要由折旧（占比 7.09%）、摊销（占比 1.23%）、计入财务费用的利息支出（占比 1.48%）和利润总额（占比 90.20%）构成；EBITDA 全部债务比由上年的 0.31 倍降至 0.29 倍；EBITDA 利息倍数由上年的 3.90 倍下降至 3.62 倍，EBITDA 对全部债务保障程度一般，对利息保障程度较高。综合以上，公司长期偿债能力尚可。

根据公司提供的中国人民银行 2019 年 5 月 4 日出具的企业信用报告（机构信用代码：G10440113009038201），公司无未结清不良信贷记录。

截至 2018 年底，公司不存在重大未决诉讼事项。

截至 2018 年底，公司对外担保余额 12.76 亿元，占公司净资产的比例为 11.87%，公司对外担保均为对关联方担保，目前被担保企业经营状况稳定，代偿风险一般。

截至 2018 年底，公司拥有的授信总额为 122.00 亿元，已使用授信额度 54.56 亿元，未使用授信余额 67.44 亿元，公司间接融资渠道顺畅。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力较强尚可，间接融资渠道顺畅；考虑到待售房源充足，项目地域分布良好以及土地储备成本低等因素，公司偿还债务的能力很强。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 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 66.56 亿元，约为“16 海怡 01”和“18 海怡 02”本金合计（17.44 亿元）的 3.82 倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度较高；净资产达 107.50 亿元，约为“16 海怡 01”和“18 海怡 02”债券本金合计（17.44 亿元）的 6.16 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“18 海怡 02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 24.59 亿元，约为“16 海怡 01”和“18 海怡 02”债券本金合计（17.44 亿元）的 1.41 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 159.84 亿元，约为“16 海怡 01”和“18 海怡 02”债券本金合计（17.44 亿元）的 9.17 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，并考虑到公司作为国内知名高端物业开发商，土地储备相对充足，住宅产品毛利率较高，能够通过持续经营取得较高的盈利水平，公司对“16 海怡 01”和“18 海怡 02”的偿还能力很强。

八、综合评价

2018 年，公司经营稳定，土地储备充足且楼面价低，住宅品质优良，签约销售面积和金额均有所增长，债务负担有所降低，经营现金流继续保持净流入。同时联合评级也关注到一二线城市限价限购调控常态化，公司在建项目有一定资金支出压力，三线城市项目体量较大等因素可能对公司信用状况产生影响。

未来，随着公司地产项目持续销售以及在建项目陆续竣工，公司收入规模和盈利能力有望保持稳定。

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”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 海怡 01”和“18 海怡 02”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　广州番禺海怡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）	322.91	340.84	400.71
所有者权益（亿元）	81.07	94.89	107.50
短期债务	6.72	28.21	19.80
长期债务（亿元）	70.03	51.00	63.18
全部债务（亿元）	76.75	79.22	82.98
营业收入（亿元）	89.35	95.55	95.44
净利润（亿元）	8.24	16.87	16.68
EBITDA（亿元）	14.69	25.32	24.59
经营性净现金流（亿元）	14.27	21.65	47.97
流动资产周转次数（次）	0.36	0.38	0.34
存货周转次数（次）	0.31	0.32	0.30
总资产周转次数（次）	0.29	0.29	0.26
现金收入比率（%）	90.15	101.62	134.84
总资本收益率（%）	10.46	10.47	9.35
总资产报酬率（%）	8.37	7.16	6.08
净资产收益率（%）	20.33	19.18	16.48
营业利润率（%）	22.66	31.84	33.83
费用收入比（%）	7.64	8.28	9.35
资产负债率（%）	74.89	72.16	73.17
全部债务资本化比率（%）	48.63	45.50	43.56
长期债务资本化比率（%）	46.35	34.96	37.20
EBITDA 利息倍数（倍）	2.11	3.90	3.62
EBITDA 全部债务比（倍）	0.19	0.31	0.29
流动比率（倍）	1.54	1.35	1.38
速动比率（倍）	0.41	0.46	0.60
现金短期债务比（倍）	5.25	1.47	3.36
经营现金流动负债比率（%）	8.60	11.49	21.44
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.84	1.24	2.75

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、公司长期应付款已计入长期债务 3、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　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 3　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。