

信用等级公告

联合[2015]607 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拟公开发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，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拟公开发行的 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：

二零一五年十月十六日

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

2016 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 25 亿元（含）

本期发行规模：基础发行规模 10 亿元，可超额配售不超过 15 亿元；其中，品种一基础发行规模为 5 亿元，品种二基础发行规模为 5 亿元，并设品种间回拨选择权。

本次债券期限：不超过 5 年（含）

本期债券期限：品种一为 5 年期（附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）；品种二为 3 年期（附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015 年 10 月 16 日

主要财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	234.38	255.55	288.69	307.76
所有者权益(亿元)	46.75	55.76	60.81	64.00
长期债务(亿元)	25.46	51.55	63.15	58.76
全部债务(亿元)	25.66	55.05	75.26	71.86
营业收入(亿元)	53.25	63.21	48.15	27.13
净利润(亿元)	4.37	6.86	5.25	3.18
EBITDA(亿元)	8.67	10.71	8.96	-
经营性净现金流(亿元)	13.23	-14.77	-15.07	11.47
营业利润率(%)	24.41	24.23	24.68	24.72
净资产收益率(%)	-	13.39	9.00	5.10
资产负债率(%)	80.06	78.18	78.94	79.21
全部债务资本化比率(%)	35.44	49.68	55.31	52.89
流动比率	1.21	1.45	1.51	1.44
EBITDA 全部债务比	0.34	0.19	0.12	-
EBITDA 利息倍数(倍)	2.41	1.66	1.30	-
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.35	0.43	0.36	-

注：本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；本报告财务数据及指标计算均为合并口径；半年度指标未年化。

注：2015 年 6 月 30 日财务报表未经审计

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；公司土地储备充足、价格合理，开发建设管理成熟，成本控制得当。近年来，在房地产行业景气度下滑的背景下，公司盈利水平良好。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，以及在建项目资金需求较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着公司在售项目实现销售以及在建项目逐步竣工，公司收入规模和盈利能力有望持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

优势

1. 公司专注于高端房地产的开发和销售，经过多年经营，已经建立起良好的企业形象，“星河湾”品牌定位明确，在国内房地产市场具有良好的口碑。

2. 公司经营管理成熟，规划设计质量较高，开发建设管理规范严谨，成本控制得当，为公司长远发展建立了良好的基础。

3. 公司土地储备充分，主要位于一、二线城市，且成本较低，为公司塑造品牌形象和提升盈利能力奠定了良好的基础。

4. 公司在建项目储备较多，能够满足公司未来几年的发展需求。

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高速发展的阶段已经过去。公司受房地产市场调整的影响需持续关注。

2. 公司土地储备相对集中于少数一、二线城市，需要关注这些地区房地产市场变化对公司整体经营的影响。

3. 相对于公司的经营规模，公司在建项目规模较大，预计随着公司经营规模的扩大，对建设开发资金的需求将保持较大规模，应关注公司现金流与开发资金的匹配情况。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

刘晓亮

电话：010-85172818

邮箱：liuxl@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

除因本次信用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。

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

分析师：



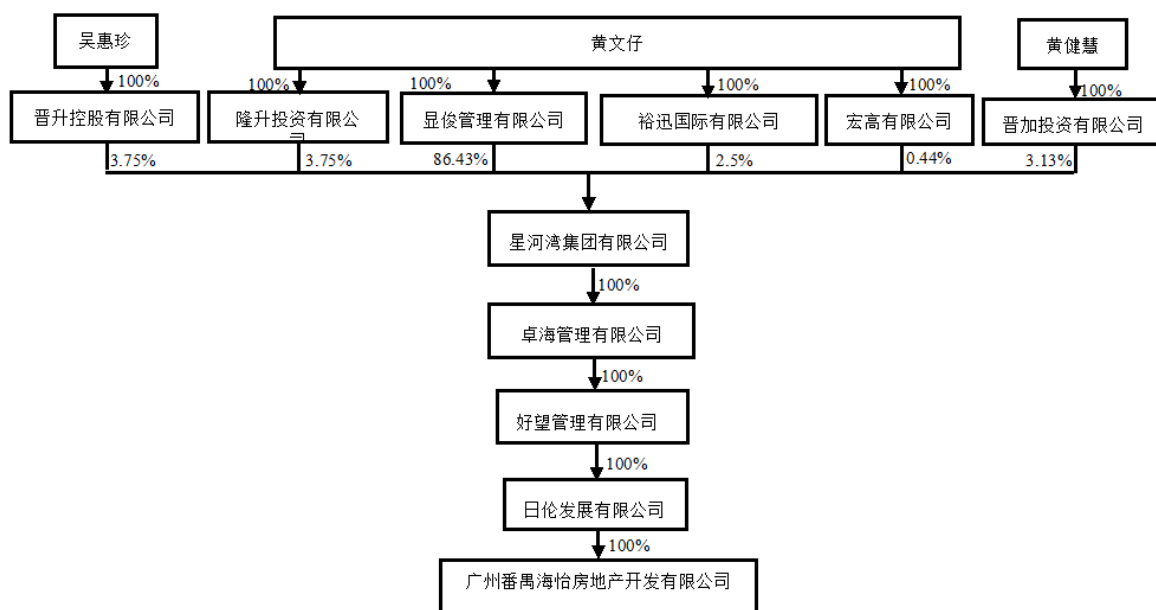
联合信用评级有限公司

一、主体概况

广州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28日在广州市番禺区成立。公司初始注册资本为5,000万元，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6月底，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。公司2015年6月末的股权结构如下图所示。

图1 截至2015年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营业务为房地产开发与销售。截至2015年6月底，公司设有9个职能部门，即法务部、财务管理中心、合约成本管理中心、投资拓展及商业运营中心、市场营运中心、规划设计工程管理中心、酒店管理中心、人力资源行政IT部和内审部（详见附件1）；下辖13家控股子公司，分布在6个城市。截至2015年6月末，公司员工合计2,641人。

截至2014年底，公司合并资产总计288.69亿元，负债合计227.88亿元，股东权益（含少数股东权益）60.81亿元。2014年公司实现营业收入48.15亿元，净利润（含少数股东损益）5.25亿元，2014年公司经营活动现金流量净额为-15.07亿元，现金及现金等价物增加额0.91亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总计307.76亿元，负债合计243.77亿元，股东权益（含少数股东权益）64.00亿元。2015年1~6月公司实现营业收入27.13亿元，净利润（含少数股东损益）3.18亿元，2015年1~6月经营活动现金流量净额为11.47亿元，现金及现金等价物增加额3.87亿元。

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、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“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”），发行规模不超过 25 亿。本次债券面向合格投资者公开发行。本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券票面利率由公司和主承销商通过市场询价协商确定。

其中，首期债券基础发行规模为 10 亿元，可超额配售不超过 15 亿元。首期债券分为 2 个品种，其中品种一为 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，基础发行规模 5 亿元；品种二为 3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权及投资者回购权，基础发行规模 5 亿元。首期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内（含超额配售部分），由公司和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金 25 亿元，募集资金将用于偿还金融机构借款、补充营运资金。

三、行业分析

公司为房地产开发企业，其绝大部分收入和利润来源于房地产开发及其延伸产业。

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。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产开发企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房企普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产开发企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房企较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产开发企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产开发企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的

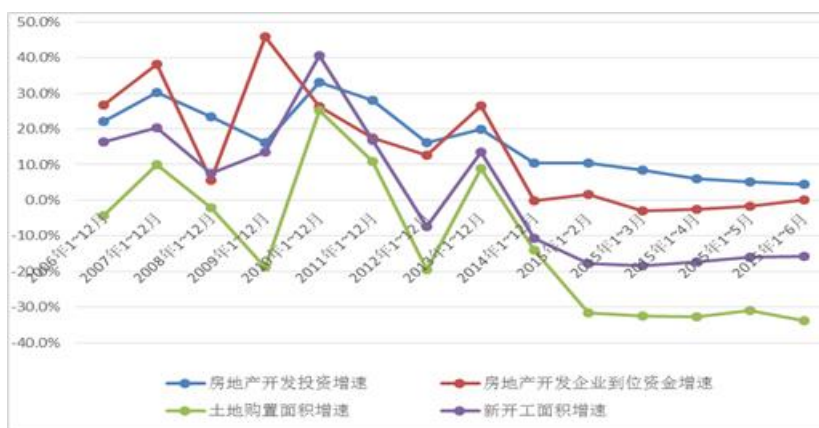
验收，都不可避免地与企业相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，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，但在整个宏观经济增速放缓背景下，我国房地产行业整体呈现下行趋势。

2014年全年，全国房地产开发投资95,036亿元，名义同比增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速比2013年回落9.3个百分点。其中，房屋施工面积72.65亿平方米，同比增长9.2%，新开工面积17.96亿平方米，同比下降10.7%，降幅扩大1.7个百分点。

2015年上半年，全国房地产开发投资43,955亿元，同比名义增长4.6%，增速比上年同期回落9.5个百分点。其中，房屋施工面积63.76亿平方米，同比增长4.3%，新开工面积6.75亿平方米，同比下降15.8%，降幅收窄0.2个百分点，政策宽松效果逐步显现。

图2 2006年~2015年5月全国房地产市场发展情况 单位：%



资料来源：国家统计局，联合评级整理。

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、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。进入2015年上半年，房地产开发企业到位资金、土地购置面积和新开工面积作为房地产开发投资走势的先行指标，降幅均有所收窄，显示出房地产业有向好迹象。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，全国300个城市共成交土地11.96亿平方米，较上年同期下降15%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，全国300个城市住宅类用地平均溢价率回调8个百分点至16%。尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。

表1 2012年~2015年6月全国300个城市土地交易情况

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
推出面积（万平方米）	158,084	177,964	135,659	47,372
同比	-8%	13%	-24%	-29%
成交面积（万平方米）	119,595	143,569	104,032	33,362
同比	-15%	20%	-28%	-40%
出让金（亿元）	19,504	31,305	23,412	7,835
同比	-13%	61%	-25%	-38%
楼面均价（元/平方米）	942	1,174	1,234	1,269
同比	-1%	25%	5%	4%
土地平均溢价率	8%	16%	10%	10%
同比	下降 4 个百分点	上升 8 个百分点	下降 6 个百分点	下降 2 个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理。

2014年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。全年，全国300个城市土地供求量均有较大程度跌幅，推出面积及成交面积比2013年分别减少24%和28%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至10%；其中，住宅类用地平均溢价率为12%，较2013年同期下降7个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为1,234元/平方米，同比上涨6%。从各线城市来看，一线城市推出面积0.37亿平方米，成交土地面积0.34亿平方米，同比分别减少26%和27%；楼面均价7,705元/平方米，同比上涨41%；土地溢价率25%，比2013年下降7个百分点，但土地价格依然相对坚挺。二线城市推出土地面积5.20亿平方米，成交土地面积4.32亿平方米，同比分别减少20%和23%，跌幅为各线城市最小；楼面均价1,337元/平方米，同比下降4%；土地溢价率8%，同比下降8个百分点。三四线城市推出土地面积8.00亿平方米，成交土地面积5.74亿平方米，同比分别减少26%和36%，跌幅最大；楼面均价724元/平方米，同比下降2%；土地溢价率6%，同比下降4个百分点。整体看，一线城市地价较为坚挺，二三四线城市土地市场遇冷。

2015年上半年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于去年同期，仅楼面均价小幅上调。从各线城市来看，各线城市推出土地面积及成交土地面积同比均有大幅下降。一线城市土地溢价率也出现大幅下滑，比2014年同期下降16个百分点至17%；仅有楼面均价小幅上涨9%至8,829元/平方米。二线城市楼面均价及土地溢价率同比分别微涨至1,393元/平方米和10%；三四线城市则延续下行趋势，微跌至722元/平方米和5%。

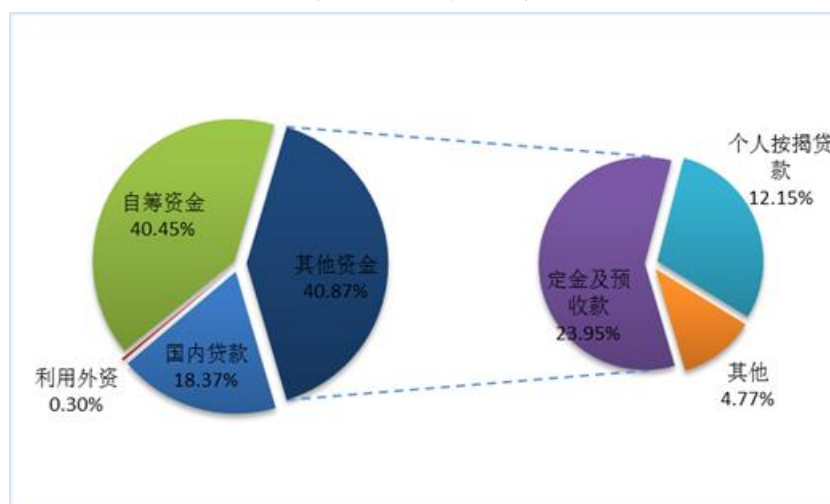
总体看，在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑，；但房企对重点城市优质地块的争夺未有丝毫减退，从而使得楼面均价仍然保持在较高水平，不过与一线城市相比，二三四线城市土地溢价率及楼面均价均有所降低，房企土地成本压力亦有所减轻。值得注意的是，2013年由于房企拿地成本较高、成交面积较大，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

（2）开发资金来源状况

2008年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。据国家统计局数据显示，2014年，房地产开发企业到位资金121,991亿元，比上年下降0.1%，增速比2013年回落26.6个百分点，结束了自2000年以来的正向增长。其中，国内

贷款 21,243 亿元，增长 8.0%，较 2013 年回落 25.1 个百分点；利用外资 639 亿元，增长 19.7%，较 2013 年回落 13.1 个百分点；自筹资金 50,420 亿元，增长 6.3%，较 2013 年回落 15 个百分点；其他资金 49,690 亿元，下降 8.8%，较 2013 年回落 37.7 个百分点。在其他资金中，定金及预收款 30,238 亿元，下降 12.4%，较 2013 年回落 42.4 个百分点；个人按揭贷款 13,665 亿元，下降 2.6%，较 2013 年回落 35.9 个百分点。整体看，2014 年银行信贷政策的收紧，使得房地产企业所获国内贷款增速出现了较大回落，个人按揭贷款更是出现了小幅下降；同时，房地产市场的低迷也降低了定金及购房款的预缴额度。

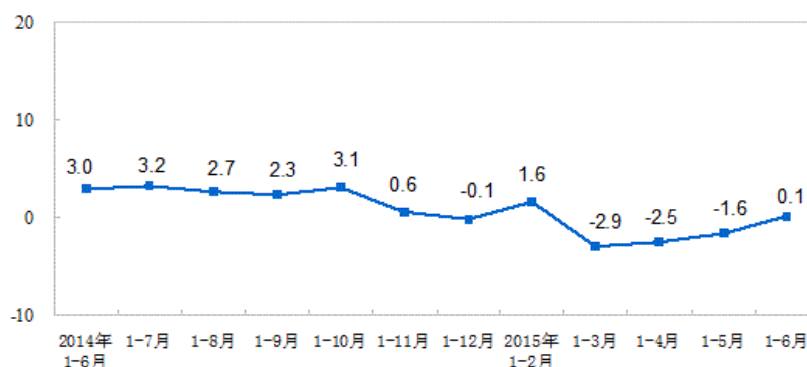
图 3 2015 年 6 月末房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

进入 2015 年，房地产开发企业到位资金增速较 2014 年同期有较大下滑，但已逐步显示出向好趋势。2015 年前 6 个月，房地产开发企业到位资金 58,948 亿元，同比增长 0.1%，降幅比 1~5 月份收窄 1.7 个百分点。其中，国内贷款 10,831 亿元，下降 4.1%；利用外资 179 亿元，下降 3.9%；自筹资金 23,844 亿元，增长 0.1%；其他资金 24,095 亿元，下降 2.0%。在其他资金中，定金及预收款 14,121 亿元，下降 0.9%；个人按揭贷款 7,163 亿元，增长 10.0%。

图 4 全国房地产开发企业本年资金到位增速 单位：%



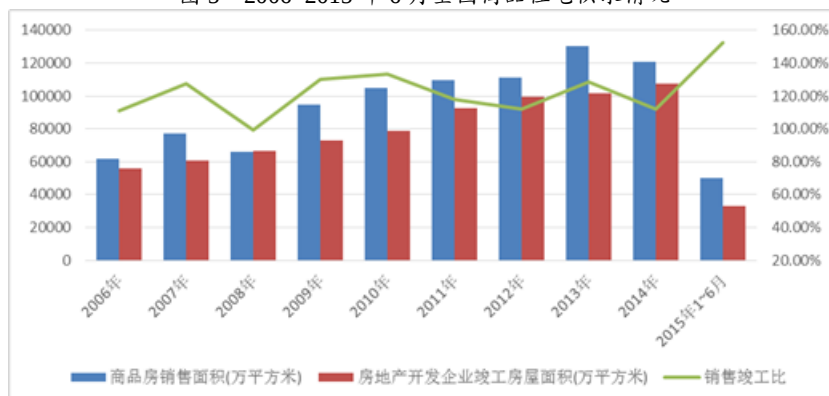
资料来源：国家统计局

总的来看，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但在央行“930 新政”下，随着金融机构对个人住房贷款投放力度的加大，房地产企业资金压力有望获得一定缓解。

（3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，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。2012年在一系列调控政策作用下，房地产市场整体运行稳定。全年房屋竣工面积 9.94 亿平方米，较 2011 年增长 7.3%；商品房销售面积 11.13 亿平方米，较 2011 年增长 1.8%。2013 年房地产市场稳中有升，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。统计数据显示，受市场看淡影响，过去几年新开工面积增速的减缓导致 2013 年房屋竣工面积增速回落 5.3 个百分点；但商品房销售面积同比增长 17.3%，也显示出了 2013 年房地产市场需求依然旺盛。

图 5 2006~2015 年 6 月全国商品住宅供求情况

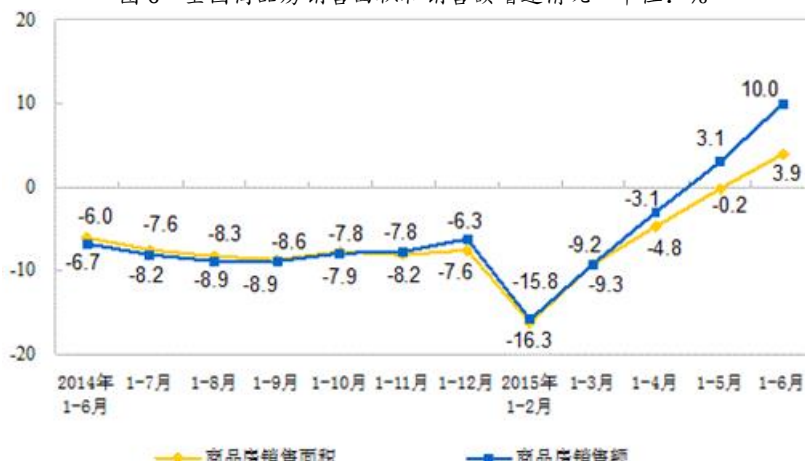


资料来源：国家统计局，联合评级整理。

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。

2014 年，尽管有多轮政策调整刺激住房需求，市场观望情绪仍然强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。全年，商品房销售面积 12.06 亿平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 7.63 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，2014 年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落。全年房屋竣工面积 10.75 亿平方米，其中住宅竣工面积 8.09 亿平方米，同比增长 2.7%。

图 6 全国商品房销售面积和销售额增速情况 单位：%



资料来源：国家统计局

2015 年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。上半年，商品房销售面积 5.03 亿平方米，同比增长 3.9%，增速有负转正，环比提高 4.1 个

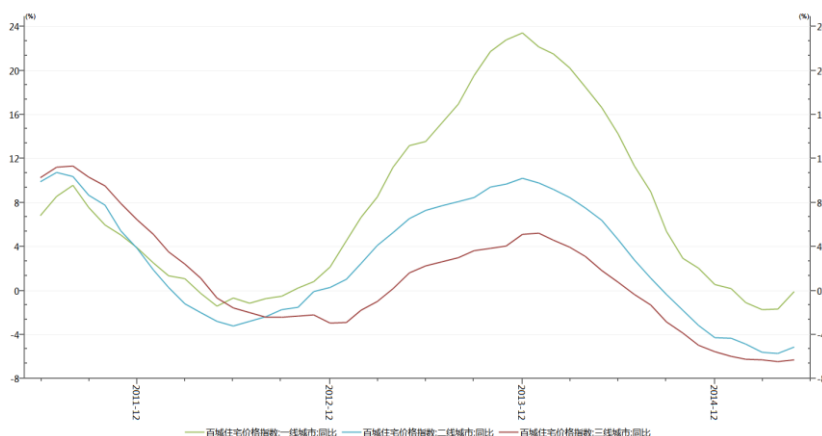
百分点。商品房销售额34,259亿元，比1~5月增长10.0%，增速环比提高6.9个百分点。从供给方面看，2015年上半年房地产竣工面积2.66亿平方米，同比下降13.3%，其中住宅竣工面积1.96亿平方米，下降16.2%。

总体看，在政府调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放下，楼市逐步回暖趋势已基本确定。

（4）销售价格情况

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、天津、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0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点，如下图所示。

图7 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况 单位：%



资料来源：Wind 资讯

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年一季度百城住宅价格为10,523元/平方米，延续去年四季度下跌态势，但跌幅明显收窄，累计小幅下跌0.18%，各月份涨跌幅均在0.25%以内，表现较为平稳。

总的来看，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，预计2015年随着利好政策逐步落地实施，需求将进一步释放，房价将继续稳中看涨。

3. 竞争格局

从2003年至今，房地产市场已经走过了黄金10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。

进入 2014 年，行业集中度进一步提升。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 17.49%和 23.49%，较上年分别提高了 4.22 个和 5.24 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.26%和 13.51%，较上年分别提高了 1.89 和 2.39 个百分点（详见下表）。

表2 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%	13.27%	17.49%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	23.49%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	10.26%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.51%

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，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态势已经趋于固化，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，领先规模进一步扩大。

表3 2015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	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

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。

4. 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。

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。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4 2013年~2015年6月主要房地产调控政策

年份	调控政策
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9月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014年10月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015年3月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015年3月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015年3月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限

资料来源：联合评级搜集整理

2014年，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。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

2015年上半年，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月三次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至5.4%，公积金贷款利率降至3.5%，均已处于历史地位。相应，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。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，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，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年上半年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

5. 行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入2014年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

资金成本上升

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，2013年房地产行业平均负债率有所上升，139家房企的平均负债率为63.15%，相较于2012年的61.64%上升了近两个百分点，逾四成房企资产负债率超过70%。在

宏观经济增速放缓，市场资金面偏紧常态化的情况下，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一、二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的 60% 需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。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愈发难以持续。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。

6. 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。

参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

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，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，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。

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，预期房地产行业将会继续稳健发展，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小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是星河湾集团有限公司（以下简称“星河湾集团”）的全资控股公司，是星河湾集团有限公司在中国大陆房地产开发的主体之一。公司控股股东星河湾集团是一家致力于营造高品质住宅、高品位生活平台的企业。以房地产开发为核心业务，同时拥有酒店经营、物业管理、教育事业、生产制造业、商务经营、酒业等七大业务板块。星河湾集团以“坚守品质”为价值观，始终秉承“舍得、用心、创新”的企业理念，努力成为受世人尊敬的企业，做优质生活方式的创领者。在房地产开发上，星河湾集团恪守品质信念，潜心执着于星河湾品质生活的营造，成为市场和业界认可并尊重的开发商。集团业务由从广州扩展至北京、上海、太原、鄂尔多斯、沈阳、成都、西安、青岛、常州、澳门等 11 个城市和地区，逐步实现全国性布局发展计划。截至 2014 年底，集团在建项目共 14 个，总建筑面积约 343.2 万平方米，合作项目 102.97 万平方米。

公司拥有中国二级房地产开发资质。在多年的开发建设中，建立起标准化、科学化、系统化的质量管理体系，形成过程质量控制和成本控制机制。2001 年起，公司坚持并且贯彻的理念是“品牌是战略的核心，用高品质打造第一居所”，秉持工匠精神建设宜居住宅。公司对住宅品质和细节的追求几近于苛刻的程度，在各期住宅的建造中不断总结经验和不足，完善建造质量和内外部设计。公司历年获得了“2014 年度中国房地产品牌价值榜”、“中国房地产卓越 100 榜”、“中国房地产社会贡献卓越榜”、“国家康居住宅示范工程规划设计”金奖、联合国发展规划署的“国际花园社区”奖等奖项。

截至 2015 年 6 月末，公司总资产 307.76 亿元，员工 2,641 人（2014 年底数据）；在广州、北京、上海、沈阳、太原、西安设立 6 家房地产开发子公司（地区公司）、5 个酒店、2 个物业管理公司、1 个游艇俱乐部和 1 个体育俱乐部，公司项目遍及全国 6 个主要城市。截至 2014 年末，公司土地储备 245.19 万平方米。

公司项目所在城市基本是全国和区域经济中心，高端住宅需求量大，项目规划配套完善、城市交通发达、升值潜力较大；公司在上述地区持有土地成本低、土地可持续拓展性强。

公司拥有较优秀的高端住宅概念、园建、绿建和室内装修设计团队，为业主设计宜居、舒适、安心的居住环境，公司楼盘多年来受到新老业主的追捧。公司依靠集团化紧密型管理模式，确保在拿地后在楼宇建设、内部装修和园林建设方面原材料与供应商的选择和质量监督进行严格管理，严控工程质量、狠抓材料质地，保证产品的高品质、安全性与奢华度。公司拥有服务水平较高的物业管理团队，在楼宇的后期维护、社区安保、社区活动等内容为业主提供贴心的服务，有效的维护了公司品牌。公司提供较健全的社区配套设施，在每个“星河湾”楼盘都有相关酒店、康体中心、和商业街等配套基础设施，引入优质幼儿园及中小学入驻社区，解决业主入住的后顾之忧，提高了公司产品的口碑。公司通过深入研究城市未来的发展趋势，前瞻性的进行拿地、拿大块土地，保证公司在个城市长期开发住房产品，有效降低了公司产品的土地成本。

总体看，公司是国内优秀的高端住宅开发商，土地储备丰富且成本较低，项目覆盖全国主要发达、富裕城市，同时公司产品质量较高，业界口碑较好，为公司产品的销售提供了较好基础。

2. 人员素质

公司现有董事长、董事、监事、总裁、常务副总裁、副总裁、党委书记、市场营运中心总监等共 10 人。公司高级管理人员均有丰富的行业经验和管理经验，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

公司董事长黄文仔先生，1953年出生，广东省社会科学院经济管理专业研究生学历。广州番禺海怡房地产开发有限公司创办人，现主要负责制订公司的发展策略、投资拓展及提供指引。

公司副董事长、执行总裁吴惠珍女士，1959年出生，广东省社会科学院经济管理专业研究生学历。参与公司的创办，自成立之日起，即担任公司高层执行董事长的决策，全面管理公司业务。

公司董事、副总裁黄健慧女士，1978年出生，澳洲悉尼大学商科硕士。2007年加入公司，负责合约成本管理中心全面运营及团队管理工作，包括重大投资决策、成本管控、项目招标监督审核、材料选购指导等。

截至2014年底，公司在职员工2,641人，其中销售人员占5.91%，财务人员占6.85%，设计人员占6.44%，行政人员占5.26%，工程人员占12.38%，物业人员占11.32%，酒店人员占41.58%，其他人员占10.26%；从文化程度看，大专以下学历人员占79.33%，本科以上学历占20.67%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，主要管理人员是公司的创始人，具有多年行业从业经验和管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

五、管理分析

1. 治理结构

作为星河湾集团有限公司的全资下属公司，公司建立了较为完善的法人治理结构。日伦发展有限公司是公司的唯一股东；公司设董事会，董事会成员3人，任期三年，董事长1人；董事会对股东负责，执行股东的决定，制订公司的经营计划和投资方案、预决算方案等。公司不设监事会，设监事1人，由股东指定，任期三年，监事负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。公司设经理，由董事会聘任，对董事会负责；公司经理主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议并接受董事会和监事的监督。

总体看，公司作为单一股东企业，法人治理结构较简单，符合法律要求，公司运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

2. 管理体制

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在建设施工、安全质量、经营管理、财务会计等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的主要环节。根据自身经营管理需要，设有9个职能部门，即法务部、财务管理中心、合约成本管理中心、投资拓展及商业运营中心、市场营运中心、规划设计工程管理中心、酒店管理中心、人力资源行政IT部、内审部，形成了以营销为导向、质量为核心的运营管理体系。

公司在营销方面出台了《营销决策委员会组成及议事程序》，程序中规定了营销决策委员会的成员构成，主要由董事长、集团营销负责人、集团财务管理负责人、集团规划设计、工程管理负责人等；规定了职责权限，主要有审批各城市公司项目的《项目营销策划报告》、《项目市场定位报告》、《项目营销进度计划及价格专题报告》和集团的《年度营销计划》等其他重要事项；规定了营销决策委员会会议议事规则，应由三分之二以上组员出席方可举行，每一名组员有一票的表决权，对于重大议题的讨论或会议议题存在一定分歧的，会议应采取逐项表决的方式，具体表决方式为举手表决或记名表决，临时会议也可采取通讯表决的方式，会议做出的决议，必须经全体组员的过半数通过。

公司招标采购方面制定了《工程招投标管理制度》，规定了公司可以根据实际情况采取的 4 种招标方式，有竞争性招标、谈判性招标、单一性谈判和集团年度招标。规定公司招标管理分为两级管理，集团招标委员会和城市招标委员会，集团招标委员会负责集团内各项目的招标工作同时负责修订《招投标管理制度》，城市公司招标委员会负责管理城市公司权限内的招标工作。规定公司成立招标监督小组，监督集团招标委员会和城市公司招标委员会对项目的招标过程。规定了公司招标、投标、开标、评标、定标的具体流程与要求；公司在工程结算管理方面制定了《工程结算管理办法（试行）》规定了公司工程结算均实行二审定审制，其中初审工作由各城市公司合约成本部负责办理，复审工作由工程审核部负责办理。制定 12 大类结算类别，根据不同的类别规定了结算报送时限。对工程结算的前提条件及工程结算资料、工程结算报审及审核要求、工程结算的核对及确认、结算资料的移交与存档和结算人员的行为准则进行了详细、严格的规定。公司为了进一步明确具体专业职能部门职责及《工程招投标管理制度》中的操作要点，制定了《工程招标管理办法及工作指引》。

公司在工程技术方面制定了《产品设计及工程标准》，对房屋产品的土建部分、装饰部分、公建部分、地下室、车廊、园林、交楼标准及效果都做出了细致的规定，对不同地区的项目都有专项规定，以木门的厚度为例：公司对在建的 12 个项目的房/卫门、入墙趟门、厨房趟门和公共部门 4 个部位的门均有不同的厚度要求。公司根据多年的项目经验出台了《针对性的工程技术措施》对模板工程、钢筋工程、砌体工程、防水工程等 15 项工程施工制定了针对性的技术措施，并配以图片说明。公司出台《项目管理细则（试行版）》，对项目部组织结构、项目管理制度、质量控制、安全文明施工、进度控制、对施工单位管理、合约管理、材料管理和项目管理用表进行了详细的规定与工作指引，对公司工程项目制定了标准化管理模式。

公司在内审方面制定了《内审工作章程》，规定内审部归董事会领导是董事会审计工作的执行机构，至少每年向董事会提供年度工作报告。规定了内审部应履行的职责和权限、保证活动的范围、咨询活动的范围。规定了内审工作的审计程序，提出内审工作的质量要求。同时公司在《内审工作章程》的基础上制定了内审工作流程，涉及到流程、负责人、记录文件和其他依据及备注方面。

公司在财务管理方面制定了 4 个“办法”、两类“规范”、一个“制度”和一个“指引”。涉及到资金管理、预算管理、融资管理、会计档案管理、财务报告管理、房地产销售管理、房地产会计核算、行政费用与报销管理 8 个方面。在现金管理方面，规定了不相容岗位分离制度、出纳岗位轮岗制度；集团和各公司实行现金限额管理，库存现金的最高限额不得超出 3 天的平均现金使用量。全年预算方面，预算的决策机构是集团预算委员会，由集团财务管理中心与区域预算办公室负责预算的日常管理。融资方面由集团财务管理中心融资管理部统一管理。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，财务制度规范，对子公司和分支机构管理严格，公司整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产销售收入、酒店餐饮收入和物业收入。2012~2014 年，受房地产行业景气程度波动及公司自身项目结算节奏的影响，公司营业收入规模呈现波动下降态势，三年复合增长率下降了 4.90%，2014 年实现营业收入 48.15 亿元，较上年下降了 23.82%；2014 年公司实现利润总额为 7.55 亿元，较上年下降 21.82%；2014 年公司净利润规模为 5.25 亿元，较上年下降

23.53%。2015 年 1~6 月实现营业收入 27.13 亿元，利润总额 4.13 亿元，净利润 3.18 亿元。

从公司主营业务的收入构成来看，房地产销售业务是公司主要收入来源，近三年占公司主营业务收入的比例均在 94%以上，2014 年房地产销售业务实现营业收入 45.95 亿元，占当年营业收入的 95.53%，公司主营业务十分突出。公司酒店餐饮业务收入也具备一定规模，近三年占公司主营业务收入比 4.5%左右，2014 年公司酒店餐饮实现收入 2.13 亿元。公司物业收入主要包括物业管理和车位的收入，近三年占公司主营业务收入比重逐年下降，2014 年，公司物业收入仅为 223 万元，较上年下降了 80.94%，主要是由于公司母公司物业板块业务调整，将公司原物业管理的大部分业务转由广州星河湾物业管理有限公司接管所致。

毛利率变化方面，公司近三年整体毛利率呈稳步上升的趋势，2014 年整体毛利率为 36.81%。从主营业务的细分来看，公司房地产销售业务毛利率呈现上升的态势，其中 2014 年该业务毛利率较上年上升 4.44 个百分点。受整体经济形势和其他政策因素的影响，公司酒店餐饮业务毛利率近三年呈现波动下降态势，2014 年为 37.81%，较上年下降 29.71 个百分点。公司物业管理业务毛利率波动剧烈，主要是公司 2014 年发生的维修工程成本较高、且当期物业收入大幅下降所致，详细情况参见下表。

表 5 2012 年~2014 年公司主营业务细分情况 单位：千元、%

细分板块	2012 年			2013 年			2014 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
房产销售	5,036,209	94.83	31.98	5,995,920	94.99	32.36	4,595,837	95.52	36.80
酒店餐饮	246,619	4.64	57.58	304,544	4.82	67.52	213,107	4.43	37.81
物业收入	28,213	0.53	11.23	11,721	0.19	57.63	2,234	0.05	-48.42
合计	5,311,042	100.00	33.06	6,312,184	100.00	34.11	4,811,178	100.00	36.81

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2015 年 1~6 月公司实现营业收入 27.13 亿元，净利润（含少数股东损益）3.18 亿元。

总体看，虽受房地产市场行情和国家整体经济形势的影响，但公司营业收入保持基本平稳，盈利水平良好。其中，房地产销售为公司主要收入来源，毛利率水平较为稳定；酒店餐饮业务作为公司主营业务收入的重要组成部分，近些年收入规模和毛利率水平均出现下降；未来随着国内房地产市场环境和经济形势的逐步好转，以及公司在售楼盘的开发和销售渐次推进，预计公司营业收入规模将保持稳健增长。

2. 土地储备

房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润规模最为重要的环节。

从开发的成本构成来看，公司项目的开发成本主要包括土地成本、前期费用（设计费、报批报建费用、三通一平）、建安成本（建筑费）、电力和市政配套（景观绿化）费用、开发间接费（含财务费用）和基建费（含管理费用、销售费用）。公司目前开发在售项目的地块购置时间较早，土地购置的成本较低，加上公司高端精品住宅的产品定位，导致建安成本占开发成本比重最高，合计约占 80%左右；土地成本占比反而较低，合计约占 10~12%。早期土地出让金金额较低，一般为先期支付 50%，并在项目开工前结清款项；后期土地购置的出让金金额较大，一般采取分

期付款额方式。开发成本中，建安成本相对固定可控，费用的支付通常根据项目工程进度而定，完成主体结构前支付款项不超过总价款的 80%，竣工验收前支付款项不超过总价款的 85%，项目决算后一般支付至总价款的 95%，剩余 5%作为工程质保金，质保期限一般为两年。

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。尽管公司近年来土地储备规模不大、增速波动明显，但土地储备的质量好、土地储备规模与公司发展规模相适应，基本满足未来 3~5 年的开发需求。从土地储备的区域分布来看，公司土地储备主要集中于一线城市核心地区和二线城市最优区域。公司会对拟进入城市的现状、城市规划、消费能力以及对房地产的承载能力等进行综合分析及判断，并重点关注拟购入土地的成本价格、经济发展规划、配套设施和交通情况等情况，以保证土地储备的保值升值能力。

从公司土地储备的具体执行情况来看，公司基于总公司、城市公司的两级管理架构，上级总公司的投资拓展部负责统一编制土地储备规划，集中进行土地储备投资和管理。下级城市公司在发现合适的项目资源时，经过初步沟通和论证，也可将有开发前景的项目情况上报总公司，由总公司组织项目小组，对上报项目进行市场分析，并组织调研和实地考察。项目小组在调研过程中，通过综合考虑成本和合理利润率倒推并初步确定一个土地价格，同时集合财务、规划、设计、营销等相关人员的专业意见，论证上报项目的可行性出具报告和制定项目方案，形成可行性报告上交总公司投资委员会。公司投资委员会由多名董事及高管组成，从公司自身发展战略和项目区域未来发展的高度出发，对该项目的可行性评估，对相应方案进行调整，做出该项目的投资决策。公司在拿地决策过程中，对目标项目的初步设计和对成本的详细核算，能使公司的土地储备决策更加符合自身发展的实际需求，从而在项目起点上就保证了项目的后续增值潜力；长远来看，保证了公司发展的可持续性。

目前，公司土地收购方式主要为股权收购和土地竞拍两种。长期以来，公司对自身品牌的树立和一流品质的追求，获得了良好的业界口碑和社会各界的一致认可，从而给公司带来了众多政府“招商引资”的项目机会，为公司以合适价格取得优质土地提供了有利条件。

从公司土地储备获得的情况看，公司以《国有土地使用权证》的取得为准确认土地储备。由于土地权证办理的时间相对较长，权证取得的时间晚于土地储备实际购置的时间，导致土地储备确认入账和实际购买的时间相异。如下表所示，从土地权证的取得时间来看，公司近三年土地购置面积波动较大。2012 年，公司确认的土地购置面积为 24.35 万平米（以土地证的取得时间为统计时点），对应建筑面积 71.14 万平方米，主要为公司太原地块四至六期土地权证的取得，期末土地储备（均以建筑面积计量）为 171.49 万平方米。2013 年，公司未获得新的土地权证，土地储备当期没有新增，期末土地储备为 132.80 万平方米。2014 年，公司新确认的土地购置面积为 53.17 万平方米，对应建筑面积 109.83 万平方米，主要为公司取得西安地块和上海地块的国有土地权证，期末土地储备为 245.19 万平方米。2015 年 1~6 月，公司新增土地储备的占地面积为 12.67 万平方米，对应建筑面积 32.93 万平方米，为西安地块剩余部分的土地权证获取所致，期末土地储备为 278.13 万平方米。具体数据如下表所示。

表 6 近年公司新增土地储备情况（单位：平方米，万元，元/平方米）

时间	土地占地面积	对应建筑面积	用途	购地支出	获取均价	期末土地储备
2012 年	243,477.10	711,400.00	房地产	61,777.34	868.39	1,714,859.80
2013 年	--	--	房地产	--	--	1,327,979.80

2014 年	531,723.00	1,098,255.00	房地产	78,711.87	716.70	2,451,926.75
2015 年 1~6 月	126,672.00	329,348.00	房地产	17,457.47	530.06	2,781,274.75

数据来源：公司提供，联合评级整理。

从公司土地储备的区域分布来看，截至 2015 年 6 月底，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。其中以土地对应建筑面积计，一线城市土地储备占 22.17%，二线城市土地储备占 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 7 2015 年 6 月末公司土地储备地域情况（单位：平方米，万元，元/平方米）

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	合计
城市数量	2	3	0	5
土地储备面积	616,579.80	2,164,694.95	0.00	2,781,274.75
面积占比	22.17%	77.83%	0.00%	100.00%
土储总价款	31,872.72	162,895.04	0.00	194,767.76
价款占比	16.36%	83.64%	0.00%	100.00%
土地储备均价	516.93	752.51	--	700.28

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司土地储备购置时间较早，土地储备规模适中，以一、二线城市为主，土地获取价格偏低，具备较好的升值空间；近年来由于公司策略和市场行情的变化，土地储备量增速有所波动，但现有土地储备能够满足未来几年公司的开发需求。

3. 原材料采购

公司将采购分为土建、装修、园林、材料等不同部分，由于公司开发项目较为集中、开发规模较小，因此采购方式基本相同，以总公司集中采购、统一招标为主。总公司每年根据项目的开发要求进行统一招标，集中签订年度材料采购合同，城市公司按照项目工程进度向总公司提交计划，后续实行分散管理。

土建、装修和园林采购

土建、装修和园林采购是公司原材料发包量较大的采购项目。由于该等供应商主要提供建造和装修等服务，公司并不直接管理供应商的内部流程，因此公司主要通过管理供应商和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制施工质量。

供应商的筛选由总公司的合约成本部负责，公司通过其他供应商推荐、展览会考察和网络搜索等方式，搜集潜在供应商信息，筛选其中的优秀公司并主动建立商业联系，并通过进一步的实地考察最终确立合作关系获取供应商资源。经过多年积累，公司已经建立起 1,000 余家供应商的资源库（含材料供应商），并建立起相对稳定健全的供应商合作体系。当前阶段，公司的供应商管理除维护已有的供应商合作关系之外，更积极引进大型企业和上市公司，寻求建立新的合作关系。

供应商的管理方面，公司合约成本部主要通过资质、综合实力、供应及时性、产品质量、施工安全和施工进度等方面的考核对供应商进行筛选，由相关人员分别出具项目、采购、设计等专

业化意见，并最终确立合作关系。项目开工后，合约成本部会组织监理、供应商、城市公司和施工方五方对供应商原材料进行现场验收以确保原材料质量，并按照项目计划和合同节点对供应商工作进行具体监督。长期的业务合作为公司筛选出一批优质的供应商，公司与之建立稳定的合作关系，彼此之间形成了信赖和合作默契，有效提高了供应商的管理效益并降低了交易成本。如下表所示，公司土建工程和装修工程发包量在前五位的供应商占该类发包量比例较高。联合评级认为，虽然供应商集中度较高，但由于合作的供应商为实力雄厚的大企业或与公司有多年合作经营的商业伙伴，且公司同类业务的供应商竞争充分，因此发生供应商合作关系变化而影响公司正常经营的风险不大。

公司主要主体建筑供应商为国内知名的大型建筑承包商，与公司建立了稳定的业务合作关系。截至 2014 年底，公司对第一大建筑承包商中建三局集团有限公司的采购金额为 17.23 亿元，占同类业务的比例 32.50%；公司对前五大建筑承包商的采购金额为 46.28 亿元，占同类业务的比例为 87.40%。集中度较高，但公司合作的建筑承包商实力强，管理效率高，建筑质量有保证，不易产生风险。

表 8 2014 年公司建筑承包商集中度情况 单位：万元

年度	供应商	采购金额（万元）	占同类业务比例
2014 年	中建三局集团有限公司	172,338.00	32.50%
	中天建设集团有限公司	116,072.00	21.90%
	中国建筑一局（集团）有限公司	77,177.00	14.60%
	江苏省苏中建设集团股份有限公司	54,001.00	10.20%
	中建四局第六建筑工程有限公司	43,234.00	8.20%
	合计	462,822.00	87.40%

资料来源：公司提供

截至 2014 年底，公司前五位供应商装修工程发包量合计为 1.11 亿元，同类业务的比例合计为 40%，设备材料类型主要为电梯、空调设备、铁艺金属、园林配套和配电柜设备。如下表所示，公司装修类承包商数量众多，集中度一般。

表 9 2014 年公司装修承包商集中度情况 单位：万元

年度	供应商	采购金额（万元）	占同类业务比例
2014 年	日立电梯(中国)有限公司	4,751.68	17.00%
	广州旻丰机电设备有限公司	2,730.02	10.00%
	广州市坤泽辉金属制品有限公司	1,496.67	5.00%
	广东硕泉园林股份有限公司	1,061.05	4.00%
	上海顺意成套设备有限公司	1,024.99	4.00%
	合计	11,064.41	40.00%

资料来源：公司提供

工程结算方面，公司按工程现场的进度支付给供应商的相应比例工程款的方式进行结算，在不同进度节点支付不同比例工程款：工程完工时支付大约总工程款的 80%，竣工验收后，支付至总工程款的 85%，项目决算时支付总工程款的 95%，剩余 5%的工程款于相应质保期后支付。土建和园林质保期为两年，装修和防水工程分别为三年和五年。

材料采购

材料供应分为甲指乙供和乙供两类，甲指乙供材料是指由公司指定品牌、指定规格、制定价格，并由乙方采购并运至项目现场使用的材料，乙供材料是指由总包方采购的材料，公司甲指乙供材料包括管线、电缆、墙砖地砖、洁具等，乙供材料主要是需要在项目当地采购的钢筋、混凝土和石材等。公司材料采购年均发包量在 2.8 亿元左右，其中甲指乙供材料年均 2.5 亿元左右，占比 89.29%。

甲指乙供材料供应商的筛选、管理、考核和淘汰，公司采用上述土建供应商类似的模式。由于公司销售的住宅均为精装修商品房，材料供应商众多，供应产品分散，公司供应商集中度不高。

公司对甲指乙供材料采取集中采购的模式。总公司的合约成本部负责采购的管理，根据公司各项的生产计划，制定年度的采购计划，并与所有甲指乙供材料供应商进行交易，签订年度购销合同。城市公司根据当月的建设计划，向合约成本部提交材料申请，供应商根据合约成本部的指示，直接向城市公司的项目现场配送材料，城市公司对项目材料进行分散管理。材料到达项目所在地后，由总公司合约成本部组织五方共同验收，验收合格后公司确认收货。材料款前期预付约 30%的价款，到货验收后支付 40%~60%，相关项目完工后支付至 80%，公司决算时支付至总价款的 95%。集中采购的模式符合公司发展的实际情况，便于提高管理效益，节省运输及储存成本，保证材料质量和工程进度。

整体看，公司采用集中采购、分散管理的采购模式，公司对供应商的筛选和管理有效，供应商合作关系稳定，集中度较低。

4. 项目建设开发情况

公司采用总公司、城市公司的两级管理架构，房地产项目开发的前期准备由总公司进行，待项目进入后期建设阶段转由城市公司进行管理。总公司对城市公司及下属项目的采购、建设、销售等制定计划，进行管控并组织考核。

公司下属项目的土建工程的管理和监督由公司规划设计工程管理中心负责，城市公司对项目建设进行日常管理。公司将设计规划、成本估算等工作提前至拿地之前，从而保证了土建工程的进度和效率。

公司对工程建设进度进行严密计划，年初按照公司当年的策略和对市场的判断制定总体的销售计划和建设计划，之后再将建设计划进行分解，逐月落实到城市公司，直至每个楼盘每期项目的楼栋。项目工程部根据公司确定的运营节点，编制各个项目相应的一、二、三级工程节点计划，并按照各级节点计划对项目执行情况进行监督检查，及时预警，以确保土建工作顺利进行和公司销售计划的充足供应。公司根据在售楼盘的户型、去化情况、价格走向等方面对现有项目进行分析，对建设计划进行动态调整，以适应市场变化，保证公司利润增长。

公司以树立标杆品质为目标，致力于为业主打造“第一居所”的精品住宅产品。因此，公司在项目质量管理方面尤为严格。按照公司的管理架构，下级城市公司负责对项目质量做日常管理，上级总公司项目工程部的人员则会每个项目工程进行全面质量检查。项目工程部会组织工程师、设计师和施工方在房屋验收交房前对项目建筑的结构安全（包括混凝土、钢筋、基础结构等）、房间规整度、渗漏水情况等进行逐一检查，尽最大限度保证产品质量，维护公司高品质的品牌形象。

从公司房地产开发建设情况看，由于公司项目数量不多，开发建设进度受具体项目开工建设和竣工影响较大。从施工证载明的时间和面积情况来看，公司 2012 年至 2014 年年度新开发建设规模呈下降态势，三年复合增长率下降了 57.03%；截至 2014 年底，公司当期新开工面积为 12.18

万平方米，较年初减少了 81.29%。这与公司高端精品的产品定位有关，公司高端住宅产品普遍建设周期长，公司的新开工面积虽下降，但在建面积规模较大，随着在建工程的逐渐竣工，可以满足公司未来的销售需求；公司年度竣工面积自 2013 年稳步增加，2015 年上半年达到近年来的峰值，为 47.47 万平方米。具体数据如下表所示。

表 10 近三年及一期公司项目开发情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
当期新开工面积（万平方米）	65.97	65.1	12.18	--
当期新开工项目数量（个）	3	3	1	--
期末在建面积（万平方米）	105.82	169.97	176.17	128.7
期末在建项目数量（个）	3	10	10	8
当期竣工面积（万平方米）	35.94	0.95	5.98	47.47

资料来源：公司提供

从公司在建工程的预计投入情况看，截至 2014 年底公司在建工程预计总投资 133.57 亿元，已完成投资 64.70 亿元，未来三年尚需完成投资 68.87 亿元，未来资金需要较大。

总体看，由于公司产品定位的原因，导致公司在建项目虽不多，建设周期长；联合评级也关注到，公司在建项目投资规模较大，未来存在较大的开发资金需求。

5. 房产销售情况

公司项目的销售方式主要为第三方代理销售，并计划筹建团队参与一线城市项目的自主销售。目前，公司主要与易居中国（NYSE:EJ）、合富置业及地方代理销售公司开展合作，借助第三方的客户资源开拓新市场，逐步形成自有客户信息管理（简称 CIM）系统。代理公司的销售人员组成团队入驻公司项目现场，接受公司销售业务的管理，执行公司销售计划。由于公司销售的住宅产品价格高、销售时间较长，公司支付给第三方代理公司的销售提成高于行业一般水平，按销售额的 1.2%~1.5%计提；公司在收到全部房款或者按揭款后与代理公司进行结算。

公司各项目的销售计划，按年度确定当期认购额、签约额、回款额和营销费用目标，进而分解至季度和月度，落实到城市公司，由城市公司营销部门负责协调代理公司执行销售计划，按周把握进度，按季度进行考核。总公司的市场营运中心负责销售计划的制定、监督、考核和人员激励。由于公司销售的住宅产品是高端精品宅，总公司会与城市公司销售团队定期召开销售会议，协调销售进度，调整销售计划，控制销售价格；而销售人员的考核，则主要关注销售进度和回款情况。公司高效灵活的销售计划和严格的考核体系保证了房款回收的速度。

公司项目的销售手段方面，公司的营销部会根据项目的去化情况、周边市场变化以及客户特点的变化深挖已有客户发展新的潜在客户，并充分利用公司的品牌效应，在不同地区项目之间联动进行开盘项目的宣传和销售；总公司内部，营销部与工程项目部之间积极配合，使项目工程的建设计划与销售计划相协调，保证不同项目之间的销售连贯性，达到蓄客和市场保有的目的。

从公司近期的销售情况看，公司销售面积呈现稳步上升态势，2014 年实现签约销售面积 23.67 万平方米，较 2013 年增加 36.35%，实现签约销售金额 61.06 亿元，较上年上升 25.17%。从销售均价上看，不同区域的在售项目价格受各地房地产市场的行情和经济形势的影响不同，导致销售价格整体呈下降态势；但 2015 年上半年，随着房地产市场的回暖，以及公司营销策略的及时调整，公司签约销售均价开始回升：2015 年上半年，签约销售均价回升至 3.82 万元/平方米。公司 2015 年上半年实现签约销售面积 12.87 万平方米，实现签约销售金额 49.18 亿元。如下表所示。

表 11 公司近三年及一期的销售情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
签约销售面积（万平方米）	10.6	17.36	23.67	12.87
签约销售金额（亿元）	51.83	48.78	61.06	49.18
签约销售均价（万元/平方米）	4.89	2.81	2.58	3.82
结转收入面积（万平方米）	10.89	22.49	18.67	7.1
结转收入（亿元）	53.25	63.2	48.15	27.13

资料来源：公司提供

从公司可售项目情况来看，截至 2015 年 6 月底，公司当期竣工面积 43.87 万平方米，尚余可售项目规模为 102.37 万平方米。从近几年签约销售情况来看，公司可售面积充足，能够满足公司未来几年的销售需求。从区域分布看，公司可售项目集中于一线、二线少数城市，一、二线城市 2015 年 6 月底可售面积占比分别为 33.33% 和 66.67%。其中，就单个项目的可售情况而言，占比最高的为沈阳星河湾项目（占比 29.02%），其尚余可售面积为 29.70 万平方米；其次是西安星河湾项目，占比为 20.87%，该项目尚余可售面积为 21.37 万平方米。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 12 公司 2015 年 6 月底可售项目情况 单位：个，平方米

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	合计
项目数	3	3	0	6
2013 年销售面积	102,044.00	71,631.00	0.00	173,675.00
2014 年销售面积	125,930.00	110,816.00	0.00	236,746.00
2015 年 1~6 月销售面积	97,987.00	30,260.00	0.00	128,247.00
尚余可售面积	341,280.00	682,376.00	0.00	1,023,656.00
可售面积占比	33.33%	66.67%	0.00%	100.00%

数据来源：公司提供，联合评级整理。

从公司提供的未来三年销售计划来看，随着未来三年公司在建项目的相继竣工和公司营销力度的加大，将提升公司产品去化能力，预计未来销售和回款能够保持稳步上升的趋势，如下表所示。

表 13 公司预计未来三年销售及回款情况 单位：万平方米，万元

项目	2015 年	2016 年	2017 年
预计签约销售面积	22.48	28.47	33.53
预计签约销售金额	755,000.00	807,925.87	851,879.36
预计销售回款金额	679,500.00	718,004.50	750,000.00

数据来源：公司提供

注：表中数据不代表公司对于未来经营情况的承诺

整体看，公司销售组织有序、执行情况良好；近年来公司销售情况较好，销售规模维持在一定水平，预计未来销售量及回款将继续保持增长态势；需要关注公司二线城市存货规模较大、去化时间较长对公司未来销售带来的不确定性。

6. 自持物业情况

公司持有酒店、商业物业和车位等物业。其中，商铺和车位类物业按公允价值计量，计入公司投资性房地产；酒店类物业按成本计量，计入公司固定资产。

商铺和车位

截至 2014 年底，公司自持物业的商铺和车位共 9.88 万平方米，入账成本 4.25 亿元，2014 年底公允价值 22.54 亿元，整体增值率 429.93%。

具体来看，公司共有自持物业 5 处，主要分布在上海、广州和太原，以一线城市为主，建筑面合计占比 86.74%，2014 年末公允价值合计占比 90.14%，地区集中度较高；从自持物业业态的构成上看，公司自持物业由自有楼盘周边配套商铺和车位构成，以商铺为主，建筑面积合计占比 64.68%，2014 年末公允价值合计占比 81.40%；其中从自持物业的增值情况看，由于公司拿地时间早、土地成本低，导致自持物业的增值率较高，其中上海地区自持物业的增值率高于其他地区，商铺类的增值率普遍高于车位。具体数据如下表所示。

表 14 2014 年底公司自持物业情况 单位：平方米，万元，%

物业名称	位置	建筑面积	业态	入账成本	公允价值	增值率
		(万平方米)		(万元)	(万元)	
上海星河湾商业街	上海	2.49	商铺	11,950.14	80,658.90	574.96
浦东星河湾商业街	上海	2.35	商铺	11,235.06	75,077.69	568.24
星河湾半岛一期车库	广州	3.49	车位	11,303.86	41,915.95	270.81
太原星河湾商业街	太原	1.31	商铺	6,756.64	22,218.17	228.83
星河湾半岛商业街	广州	0.24	商铺	1,286.11	5,517.22	328.99
合计		9.88		42,531.81	225,387.93	429.93

数据来源：公司提供，联合评级整理。

从自持物业的收入情况来看，近年来，广州地区自持物业的租金收入规模呈稳步上升态势，车库和商铺的三年复合增长率分别为9.93%和16.11%；上海地区的两处物业一处未投入使用、一处刚刚投入运营，收入规模较低，但由于两处物业均位于星河湾楼盘周边，区位优势明显，经济潜力巨大，将来能为公司带来较高收入；其中，太原星河湾商业街因配合地产公司楼宇销售活动需要，对2013年到期的出租物业暂停继续出租，直至2014年正式销售场所调整完善后，才开始恢复对外出租，2013年度因此无收入。

表 15 2014 年底公司自持物业收入情况 单位：万平方米，万元

物业名称	位置	建筑面积	业态	收入		
				2012 年	2013 年	2014 年
上海星河湾商业街	上海	2.49	商铺	-	-	-
浦东星河湾商业街	上海	2.35	商铺	-	-	15.20
星河湾半岛一期车库	广州	3.49	车位	109.68	126.60	132.54
太原星河湾商业街	太原	1.31	商铺	6.30	-	5.60
星河湾半岛商业街	广州	0.24	商铺	365.99	431.98	493.40
合计		9.88		481.97	558.58	646.74

数据来源：公司提供

整体看，公司的商铺和车位类自持物业区域分布较为集中，自持物业价值高，增值潜力较好，

收入增长稳定。

酒店管理

公司自持的酒店一般临近公司楼盘或小区，布局于一、二线城市核心地段，既能起到提升楼盘人气方便业主生活的作用，更能利用区位和交通优势吸引客源，便于灵活管理以提高营业收入。公司酒店业务板块，目前已建成并投入运营的有 5 家，分别为太原星河湾酒店、北京星河湾酒店、上海闵行星河湾酒店、上海浦东星河湾酒店和广州星河湾半岛酒店；其中，北京星河湾酒店由于建设和运营时间较早，酒店建筑面积已计入北京星河湾项目楼盘的公建面积，成本已相应摊销。公司自持物业中所有酒店均由兄弟公司广州星河湾酒店物业管理有限公司代为管理。

太原星河湾酒店位于有“龙城浦东”之称的太原市小店区，是太原市“南移西进”城市发展的重要扩张区域。该酒店按五星级标准建造，总建筑面积为 77,761 平方米，拥有客房 352 间，是公司旗下酒店中，建筑面积最大、客房数量最大的酒店。太原星河湾酒店于 2010 年 7 月正式营业，2014 年底公允价值为 121,519 万元，2014 年实现营业收入 5,378 万元。

北京星河湾酒店位于北京市朝阳区朝阳北路四季星河路，紧邻北京星河湾楼盘，总建筑面积 6,306 平方米，拥有客房 64 间。北京星河湾酒店于 2005 年 4 月正式营业，2014 年底账面价值为 12,746 万元，当年实现营业收入 3,204 万元。

上海闵行星河湾酒店为按五星级标准建造的酒店，位于上海市闵行区都会路，交通便利，经济区位优势明显，总建筑面积 65,771 平方米，客房数量 253 间。该酒店于 2010 年 9 月正式营业，2014 年底账面价值为 184,014 万元，2014 年实现营业收入 2,832 万元。

上海浦东星河湾酒店为五星级酒店，位于上海浦东新区锦绣路，总建筑面积为 62,873 平方米，客房数量 261 间。该酒店于 2009 年 4 月起营业，2014 年底账面价值 192,245 万元，2014 年实现营业收入 7,660 万元。

广州星河湾半岛酒店为五星级酒店，位于广州市番禺区南村镇沙滘岛东端，总建筑面积 9,932 平方米，客房数量 101 间。该酒店于 2010 年 9 月正式开业，2014 年底账面价值 19,829 万元，2014 年实现营业收入 3,655 万元。

从酒店经营情况来看，近年来，随着经济发展速度的放缓及各种政策的影响，高消费类服务的市场需求缩减，公司自持的高级酒店通过下调客房价格、调整目标客户群、积极开展营销等方式，及时调整发展战略，实现了营业收入的稳步提升。从具体数据来看，公司酒店开房率除北京星河湾酒店略有下降外，其余地区星河湾酒店开房率均有提升；客房均价总体下调；近年营业总额变化明显，如下所示。

表 16 公司酒店经营情况 单位：%，元，万元

酒店名称		2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-6 月
太原星河湾酒店	开房率	13.05%	11.08%	16.00%	18.15%
	客房均价	1,202.50	1,179.30	878.31	847.58
	营业额	7,561.00	5,364.00	5,378.00	2,316.00
北京星河湾酒店	开房率	57.20%	58.70%	42.40%	48.10%
	客房均价	898.85	871.67	868.53	742.70
	营业额	4,665.00	4,229.00	3,204.00	1,203.00
上海星河湾酒店	开房率	--	1.39%	10.63%	30.76%
	客房均价	0.00	778.36	616.88	630.34
	营业额	2,645.00	2,482.00	2,832.00	1,521.00

浦东星河湾酒店	开房率	19.63%	20.20%	37.68%	39.58%
	客房均价	1,211.43	1,176.03	900.20	861.98
	营业额	8,755.00	9,011.00	7,660.00	3,535.00
星河湾半岛酒店	开房率	26.62%	30.93%	37.63%	43.41%
	客房均价	954.15	941.46	864.89	871.80
	营业额	3,139.00	11,042.00	3,655.00	2,014.00
营业额合计		26,765.00	32,128.00	22,729.00	10,589.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

整体上看，公司自持物业主要以酒店为主，主要分布于一线城市，自持物业价值高，整体经营管理比较成熟，增值率较高。

7. 经营效率

2014 年，公司应收账款周转率、流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率分别为 79.18 次、0.21 次、0.17 次和 0.18 次，均较上年有所下降，主要是受营业收入下降和存货规模上升所致。

从同行业上市的快周转房地产公司比较的情况看，公司应收账款周转率处于行业较高水平。由于公司产品开发时间长，销售周期也较长，导致整体资产周转速度较慢，从 2014 年的经营指标比较来看，公司流动资产周转率低于行业平均水平，存货周转率处于行业较低水平，总资产周转率处于行业较低水平。整体看公司经营效率符合所处行业特征，整体表现一般。具体如下表所示。

表17 房地产开发类上市公司2014年经营效率指标 单位：次

证券简称	应收账款周转率	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
番禺海怡地产	79.18	0.21	0.17	0.18
银亿股份	80.49	0.29	0.24	0.25
华远地产	35.99	0.38	0.36	0.36
天房发展	821.74	0.19	0.15	0.17
格力地产	939.87	0.10	0.08	0.09
美好集团	14.15	0.15	0.13	0.14

资料来源：Wind资讯；联合评级整理。

注：为便于同业比较，本表数据引自wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

8. 关联交易

公司关联交易中主要为与关联方的在建项目资金拆借。2012~2014 年，公司属于关联方的其他应收款分别为 7.63 亿元、12.38 亿元和 9.56 亿元，占同期流动资产比分别为 3.96%、5.89%和 3.95%，波动明显，但较同期流动资产总额的比例都不大。2012~2014 年，公司属于关联方的其他应付账款分别为 5.31 亿元、9.59 亿元和 17.55 亿元，占同期流动负债比分别为 3.33%、6.62%和 10.92%，所占比例逐年增加；截至 2014 年底，属于关联方的其他应付款占比达到 10.92%，联合评级认为，与关联方发生的资金拆借导致其他应付款占比较大，对公司的财务独立性将产生一定影响。

整体看，公司与关联方之间的业务往来以在建项目的资金拆借为主。近年来，公司资金拆出的规模逐渐小于资金拆入的规模，且由资金拆入造成的其他应付款占流动负债的比重较大，对公司经营和财务独立性有一定影响。

9. 经营关注

公司土地储备中二线城市储备较多

截至 2015 年 6 月底，公司土地储备中 216.47 万平方米位于二线城市，占年底土地储备总面积的 77.83%，土储规模较大、占比较高。该区域土地储备拿地时间较晚，土地购置成本较高，开发周期较长，受经济发展形势和政府房地产政策的影响较大，未来应持续关注公司二线城市的项目开发对资金的占用和公司盈利的可持续性。

公司存货去化时间较长

截至 2015 年 6 月底，公司可售库存中，68.24 万平米尚余可售面积位于二线城市，占年末尚余可售面积的 66.66%，规模较大、占比较高。联合评级认为，鉴于我国近年来实体经济发展的下滑和房地产行业整体形势，未来高档住宅的市场需求将难以迅速恢复，二线城市受其影响的可能性更大，需要密切关注公司二线城市存货的去化情况，以及公司销售回款的影响。

公司关联方其他应付款占比大

截至 2014 年底，公司属于关联方的其他应付款合计 17.55 亿元，占 2014 年流动负债比为 10.92%，且该项占比呈逐年增加态势。联合评级认为，公司与关联方发生的资金往来款规模较大，需关注其他应付款对公司经营及财务独立性造成的影响。

10. 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。围绕这项工程，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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2012~2014 年度三年连审财务报告，经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报告遵照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》编制。近三年，公司合并范围发生一定变化，但公司主营业务一直为房地产开发与经营，并未发生重大变化，公司财务数据可比性较强。公司 2015 年 6 月 30 日财务报表未经审计。

表 18 2012~2014 年公司财务报表合并范围变化情况

时间	新增家数	减少家数
2013 年	2	1
2014 年	0	2

资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司合并资产总计 288.69 亿元，负债合计 227.88 亿元，股东权益（含少数股东权益）60.81 亿元。2014 年公司实现营业收入 48.15 亿元，净利润（含少数股东损益）5.25 亿元，2014 年公司经营活动现金流量净额为-15.07 亿元，现金及现金等价物增加额 0.91 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总计 307.76 亿元，负债合计 243.77 亿元，股东权益（含少数股东权益）64.00 亿元。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 27.13 亿元，净利润（含少数股东损益）3.18 亿元，2015 年 1~6 月公司经营活动现金流量净额为 11.47 亿元，现金及现金等价物增加额 3.87 亿元。

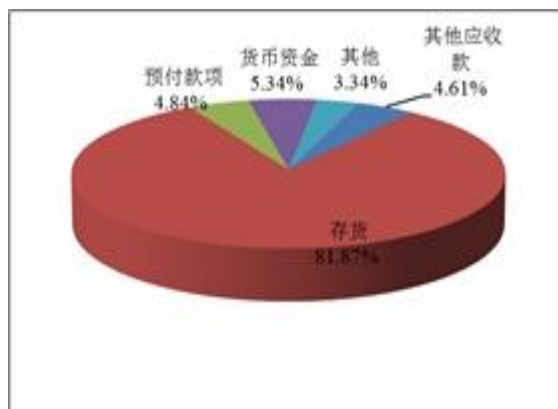
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模稳步增长，年均增加 10.98%，主要系流动资产增加所致。截至 2014 年底，公司资产规模 288.69 亿元，较年初增长 12.97%，其中流动资产占比 83.89%，非流动资产占比 16.11%。公司资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业特征。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产规模稳步增长，年均增加 12.10%，主要系货币资金、预付账款和存货增长所致。截至 2014 年底，公司流动资产总额 242.18 亿元，较年初增长 15.17%，主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成，如下图所示。

图8 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

近三年，随着公司房地产开发业务的发展，公司货币资金总额逐年增长，年均增长 76.73%。2014 年末公司货币资金 12.94 亿元，较上年末下降 14.47%，主要原因系公司 2014 年度收入比上年度略有减少，支付银行贷款本息增加，及时结算支付相关项目工程款，部分项目进行土地增值税清算支付税费增加所致。货币资金主要以银行存款和其他货币资金为主，其中，银行存款占比 99.22%，其他货币资金主要为开具银行承兑汇票保证金，属使用受到限制的货币资金，占比 0.76%。

近三年，随着公司房地产开发项目的增加，公司预付款项增速较快，近年均增长 41.14%，截至 2014 年底，公司预付款项 11.72 亿元，较上年末增长 14.71%，主要是在建造期的工程未结算预付工程款，其中账龄 1 年以内的占比 92.57%，1~2 年的占比 1.94%，2~3 年的占比 2.55%，3~4 年的占比 2.29%，4~5 年的占比 0.66%。

近三年，公司其他应收款年均波动下降 29.36%，截至 2014 年底，公司其他应收款账面余额 11.23 亿元，计提坏账准备 778.10 万元，账面价值 11.16 亿元，较上年末下降 21.39%，系公司加强了其他应收款项目管理，及时清理了内部企业多方往来款挂账情况，规范了往来款管理。公司

其他应收款主要由应收关联方款项构成，占比 85.05%。公司采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款，1 年以内占比 8.66%，计提坏账准备 17.49 万元；1~2 年占比 34.44%，计提坏账准备 139.19 万元；2~3 年占比 17.04%，计提坏账准备 137.75 万元；3~4 年占比 39.48%，计提坏账准备 483.16 万元；4~5 年占比 0.03%，计提坏账准备 0.51 万元，公司对关联方款项、质保金、保证金、员工备用金等款项不计提坏账准备，除此之外的款项按照账龄分析计提坏账准备，公司计提坏账准备尚可。

近三年，随着公司房地产开发项目的增加，存货规模逐年增加，三年复合增长率 14.25%。公司存货构成主要为已完工开发产品和在建开发产品，截至 2014 年底，公司存货账面价值为 198.27 亿元，较上年末增长 21.98%，系当期在建开发成本规模大幅增长所致，其中已完工开发产品、在建开发产品分别占比 18.61%、81.03%。由于房地产开发项目保值增值的能力较强，且近几年房地产开发项目发生减值的风险较小，故公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产规模呈稳步增长态势，年均增长 5.64%，系投资性房地产增长所致。截至 2014 年底，公司非流动资产总额为 46.51 亿元，构成以投资性房地产、固定资产和递延所得税资产为主。

图9 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，公司投资性房地产年均增长 18.63%，截至 2014 年底，公司投资性房地产 22.54 亿元，较上年末增长 9.36%，主要系评估房产增值公允价值和存货转入所致。投资性房地产中尚未办妥产权证书的房产 2.03 亿元，占比 9.00%，预计 2015 年底完成。公司投资性房地产主要为房产与建筑物，系公司自持物业，并以经营租赁的形式租给第三方或自营，公司对投资性房地产按公允价值计量，并定期评估。

2012~2014 年，公司固定资产净值年均下降 2.59%，主要系计提折旧所致，截至 2014 年底，公司固定资产净值 16.59 亿元，主要由房屋及建筑物（占比 96.38%）、机器设备（占比 2.59%）、运输工具（占比 0.67%）和办公设备（占比 0.35%）构成；其中尚未办妥房产证固定资产 7.65 亿元，占比 46.13%，预计 2015 年末办理完毕。截至 2014 年底，公司固定资产原值 20.18 亿元，累计计提折旧 3.60 亿元，成新率 82.19%，成新率较高。

2012~2014 年，公司递延所得税资产波动增长，年均复合增长 0.01%。截至 2014 年底，公司递延所得税资产 2.92 亿元，较上年末增长 20.44%，系可抵扣亏损与预收账款预缴所得税增长较大所致。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总计 307.76 亿元，较年初增长 6.61%，其中流动资产占比 84.80%，较年初略有增长；非流动资产占比 15.20%，资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产以流动资产为主，其中存货占比较大，符合房地产开发企业资产结构特征，其他应收款中关联方往来款占比较大，公司整体资产质量良好。

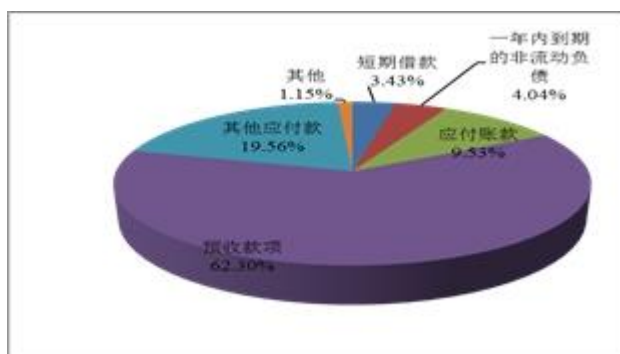
3. 负债及所有者权益

2012~2014 年，公司负债规模稳定增长，年均增长 10.20%，截至 2014 年底，公司负债合计 227.88 亿元，较年初增长 14.06%，系非流动负债增长较快所致。债务结构方面，近三年公司负债主要以流动负债为主，2014 年底，公司流动负债和非流动负债分别占比 70.53%和 29.47%。

流动负债

2012~2014 年，公司流动负债规模缓慢增长，年均增长 0.40%，截至 2014 年底，公司流动负债合计 160.71 亿元，较上年末增长 10.99%，系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债以短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主，如下图所示。

图10 2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

随着公司房地产开发规模的扩大，公司短期借款余额逐年增长，年均增长 424.79%。截至 2014 年底，公司短期借款合计 5.51 亿元，较上年末增长 17.42 倍，主要是信托借款。截至 2015 年 6 月底，公司短期借款 5.51 亿元，短期借款加权平均年利率为 9.93%。

公司应付账款近三年年均下降 7.20%，截至 2014 年底，公司应付账款余额为 15.31 亿元，较上年末下降 17.04%。系公司将按照合同约定及时结算和付款，导致支付工程款的速度有所提高。应付账款主要为应付工程款，占比 89.80%。公司预收款项主要系已收但尚未达到收入确认条件的房款，该款项待工程完工达到结算条件时结转为营业收入。近三年，公司预收账款呈波动走势。2013 年末，公司预收款项余额由年初的 115.12 亿元下降 29.03%至 91.03 亿元，主要受房地产限购政策影响，公司销售速度放缓所致。2014 年末，公司加销售力度，改变销售策略目标客户由传统的制造业创业“老板”转向城市 CBD 核心区从业的“金领”客户群，公司预收款项回升至 100.12 亿元。

近三年，公司其他应付款年均增长 11.25%，主要是应付关联方款项增加所致，截至 2014 年底，公司其他应付款 31.43 亿元，较上年末增长 6.87%，主要由代收代付款（占比 21.91%）、公共维修基金（占比 0.16%）、关联方内部往来款（占比 55.82%）、代扣代缴契税印花税（占比 1.36%）、押金保证金（占比 20.59%）和其他（占比 0.15%）构成。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 6.5 亿元，是一年内到期的信托借款。

非流动负债

截至 2014 年底，公司非流动负债合计 67.17 亿元，较上年末增长 22.15%，近三年年均增长 54.35%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 94.03%）构成。

近三年，公司长期借款余额保持快速增长，年均增长 57.50%，截至 2014 年底，公司长期借款余额合计 63.15 亿元，较上年末增长 22.52%，系公司抵押借款增加较多所致。公司长期借款主要由抵押借款（占比 76.25%）、质押借款（占比 11.08%）和信托借款构成（占比 12.67%）构成。截至 2015 年 6 月底，公司长期借款 58.76 亿元，其中 1~2 年的占比 87.61%；2~3 年占比 10.76%；5 年以上占比 1.63%，公司面临集中还款情况。

2012~2014 年，公司有息债务规模快速增长，年均增长 63.70%。截至 2014 年底，公司全部债务为 75.26 亿元，其中短期债务和长期债务分别占比 16.09%和 83.91%，以长期债务为主。2012~2014 年，公司资产负债率分别为 80.06%、78.18%和 78.94%；长期债务资本化比率分别为 35.26%、48.04%和 50.94%；全部债务资本化比率分别为 35.44%、49.68%和 55.31%，公司债务水平逐年波动升高，公司整体债务负担尚可。

截至 2015 年 6 月底，公司负债总计 243.77 亿元，较年初增长 6.97%，其中流动负债占比 74.15%，占比较年初增长 12.48 个百分点，公司债务结构有待改善。截至 2015 年 6 月底，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率和资产负债率分别为 52.89%、47.87%和 79.21%。

总体看，近三年，随着公司业务规模的扩大，公司整体负债规模快速增长，公司负债以非流动负债为主，债务负担有所加重，但尚属可控；公司长期借款到期时点集中度高，届时公司将面临一定的偿付压力。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益 60.81 亿元，较上年末增长 9.06%，近三年年均增长 27.16%，主要系未分配利润增长所致，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 54.70 亿元，少数股东权益为 6.11 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占 13.71%，盈余公积占 1.26%，未分配利润占 80.67%。公司所有者权益主要由未分配利润构成，所有者权益稳定性较弱。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益为 64.00 亿元，受公司资本公积和未分配利润增加影响，所有者权益较年初增长 5.24%，公司所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益中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 53.25 亿元、63.21 亿元和 48.15 亿元，年均波动下降 4.90%，楼宇销售是公司营业收入的主要来源，近三年均维持在 99%以上，租金收入、提供服务收入、酒店收入和其他业务收入占比较小。2014 年公司实现利润总额 7.55 亿元，年均增长 5.65%；实现净利润 5.25 亿元，归属于母公司所有者的净利润 4.94 亿元，占当期净利润的 94.12%，公司盈利水平较高。

2012~2014 年，公司投资性房地产所在地块区域房价变动呈波动上涨趋势，公允价值变动收益年均波动增长 22.70%，2014 年公允价值变动收益 1.94 亿元，较 2013 年增长 79.83%。近三年，公允价值变动收益占公司营业利润的比率为 18.02%、10.57%和 24.30%，公允价值变动收益对营业利润的影响较大；2012~2014 年，公司购买的理财产品陆续到期收回，不再购买新的理财产品，投资收益年均下降 78.15%，2014 年公司投资收益 20.12 万元，较 2013 年下降 87.89%，投资收益

对公司净利润影响很小。

从期间费用来看，2012~2014 年，公司费用总额逐年降低，年均复合降低 9.72%，主要来自于销售费用、管理费用和财务费用的降低。公司近年实施较为严格的成本控制，管理费用逐年下降，2014 年公司管理费用 2.49 亿元，同比下降 5.46%。随着公司经营营业额波动下降，公司销售费用小幅波动下降；2014 年公司的销售费用支出为 3.14 亿元，较 2013 年增长 1.22%，主要系公司在 2014 年增加了销售力度，扩大了销售费用支出；公司近三年财务费用逐年减少，年均降低 52.15%，主要系 2012 年、2013 年太原项目工程陆续完工，相关借款费用由资本化转费用化，财务费用较大，2013 年后期借款到期还贷后财务费用大幅下降。2014 年公司的财务费用同比下降 59.70%，降至 0.18 亿元。从费用构成来看，2014 年销售费用、管理费用和财务费用在三项费用合计中的占比分别为 54.00%、42.87%和 3.13%，销售费用占比较高，对公司盈利水平影响较大。近三年，公司费用收入比分别为 13.40%、9.80%和 12.08%，近三年公司费用支出比率小幅波动下降，总体看公司费用控制能力一般。

从各项盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率保持稳定，近三年分别为 24.41%、24.23%和 24.68%。2014 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 2.84%、2.48%和 9.00%，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较上年分别下降 3.18 个百分点、1.13 个百分点和 4.39 个百分点，主要原因是公司净利润增速低于公司总资本、总资产和净资产的增速。从与国内房地产上市公司盈利指标比较来看，公司销售毛利率处于行业较高水平，净资产收益率和总资产收益率处于行业中等水平，公司盈利能力尚可（如下表所示）。

表19 2014年部分房地产上市公司相关指标比较 单位：%

证券代码	证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
----	海怡地产	36.81	9.00	2.97
000981.SZ	银亿股份	32.92	13.61	3.84
600743.SH	华远地产	24.06	18.16	4.97
600322.SH	天房发展	33.20	3.72	3.13
600185.SH	格力地产	33.10	10.02	2.66
000667.SZ	美好集团	30.56	1.39	1.43

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。

2015年1~6月，公司实现营业收入27.13亿元，实现净利润3.18亿元。

总体看，公司盈利能力尚可，随着公司在建项目实现大规模销售，为公司未来的收入实现提供了有力保障。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2012~2014 年公司销售商品提供劳务收到的现金年均下降 5.52%，系受高端房地产低迷影响所致，分别为 57.46 亿元、54.84 亿元和 51.30 亿元；2012~2014 年公司收到与其他经营活动有关的现金年均增长 19.24%，分别为 23.71 亿元、38.74 亿元和 33.71 亿元，主要由收到关联方往来款构成；2012~2014 年，公司经营活动现金流入年均增长 2.34%，分别为 81.17 亿元、93.57 亿元和 85.01 亿元。2012~2014 年，公司购买商品接受劳务支付的现金呈波动增长态势，年均增长率为 45.55%，系公司扩大房地产开发规模所致，分别为 28.88 亿元、63.31 亿元和 61.18 亿元；2012~2014 年公司支付其他与经营活动有关的现金呈波动增长态势，年均波动降低

2.26%，分别为 30.37 亿元、36.48 亿元和 29.01 亿元，主要由关联方往来款构成；2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流出年均增长 21.37%，分别为 67.94 亿元、108.35 亿元和 100.08 亿元。2012~2014 年度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 13.23 亿元、-14.77 亿元和 -15.07 亿元。公司现金收入比率的波动变化主要受项目结转时点影响，近三年公司现金收入比分别为 107.92%、86.76%和 106.53%，收入实现质量一般。

从投资活动情况来看，2012~2014 年度公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -532.24 万元、0.20 亿元和 -0.26 亿元，其规模相对较小。2014 年，公司投资活动现金流入 3.65 亿元，较上年增长 1,140.77%；主要系公司 2014 年度出售 3.65 亿元理财产品所致；投资活动现金流出 3.91 亿元，较上年增长 4,017.52%，主要系公司购买 3.65 亿元理财产品和购置 0.26 亿元固定资产所致。2014 年，公司投资活动现金流呈净流出状态。

从筹资活动情况来看，2012~2014 年度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 -16.98 亿元、22.36 亿元和 16.24 亿元。公司筹资活动现金流出主要系偿还银行贷款和利息支出，筹资活动现金流入主要系取得银行借款。2014 年，公司筹资活动现金流入 47.65 亿元，较上年下降 10.86%，筹资活动现金流出 31.41 亿元，较年初增长 1.01%，由于公司 2014 年取得借款收到的现金有一定下降，公司筹资活动产生的现金净流量较上年减少 27.38%到 16.24 亿元。

2015 年 1~6 月，公司经营活动现金流净额为 11.47 亿元，主要系公司本年销售情况较好，现金收入比 141.02%，公司收入实现质量较好；投资活动产生的现金流量净额为 34.64 万元；筹资活动产生的现金流量净额为 -7.60 亿元，主要系偿还金融机构借款所致。

整体看，近三年公司经营活动现金的需求量较大，存在一定外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年公司流动比率呈现波动增长走势，速动比率逐年增长，二者呈现不同变化趋势主要因存货规模较大引起。2014 年末，流动比率和速动比率分别为 1.51 倍和 0.27 倍。2014 年末公司现金短期债务比为 2.32 倍，经营活动现金流净额为负，经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖能力弱，考虑到公司存货价值较大，且具有一定变现的能力，整体看公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，公司资产负债率近三年较为稳定，2014 年末为 78.94%。2012~2014 年，受房地产调控政策影响，公司 EBITDA 呈波动小幅增长，年均增长 1.65%，分别为 8.67 亿元、10.71 亿元和 8.96 亿元，2014 年公司 EBITDA 由折旧（占比 11.48%）、摊销（占比 3.75%）、计入财务费用的利息支出（占比 0.53%）和利润总额（占比 84.25%）构成。与此同时，公司债务规模逐年增长，EBITDA 对债务保障能力呈现逐年下降走势。2014 年，EBITDA 利息倍数为 1.30 倍，EBITDA 全部债务比为 0.13 倍，EBITDA 对长期债务的保障程度一般。考虑到公司待售房源丰富，公司长期偿债能力尚可。

截至 2014 年底，公司对外担保余额 22.00 亿元，均为对关联方担保，违约的可能性较小。

表 20 截至 2014 年底公司对外担保情况 单位：亿元

被担保方	担保金额	担保起始日	被担保方性质	担保到期日
青岛星河湾房地产开发有限公司	10.00	2014.10.09	关联方	2017.04.13
青岛星河湾房地产开发有限公司	11.70	2014.09.05	关联方	2019.06.25
上海赫曼德实业有限公司	0.20	2013.05.10	关联方	2018.5.10
上海赫曼德实业有限公司	0.20	2015.02.24	关联方	2016.3.23
上海赫曼德实业有限公司	0.10	2015.05.11	关联方	2020.5.10

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年 6 月底，公司无重大影响的诉讼及仲裁等事项。

截至 2015 年 6 月底，公司无重大影响的行政处罚。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G10440113009038201），截至 2015 年 8 月 14 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2014 年底，公司获得金融机构授信额度合计 77.70 亿元，已使用的授信额度 75.00 亿元，公司尚需扩大间接融资渠道。

总体看，目前公司资产负债水平较高，考虑到待售房源充足，整体看公司偿债能力良好。

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负债的影响

截至 2015 年 6 月底，公司债务总额为 71.86 亿元，本次拟发行债券规模为 25 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度较大。

以 2015 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 25 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 47.87%、52.89%和 79.21%，债务负担有所加重，但仍属可控水平。考虑到本次债券募集资金中部分将用于偿还金融机构借款，本次债券的发行对公司整体债务负担的影响有限，且有利于公司改善债务结构。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2014 年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 85.01 亿元，对本次债券发行额度（25 亿元）的保护倍数为 3.40 倍；公司 2014 年 EBITDA 为 8.96 亿元，对本次债券发行额度（25 亿元）的保护倍数为 0.36 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本次债券的保护程度较高。

综合以上分析，联合评级认为，公司作为国内知名高端物业开发商，土地储备相对充足，能满足一定时期内开发需要，且目前公司可售房源较为丰富，能够通过持续经营取得较高的盈利水平，总体看，公司对本次债券的偿还能力较强。

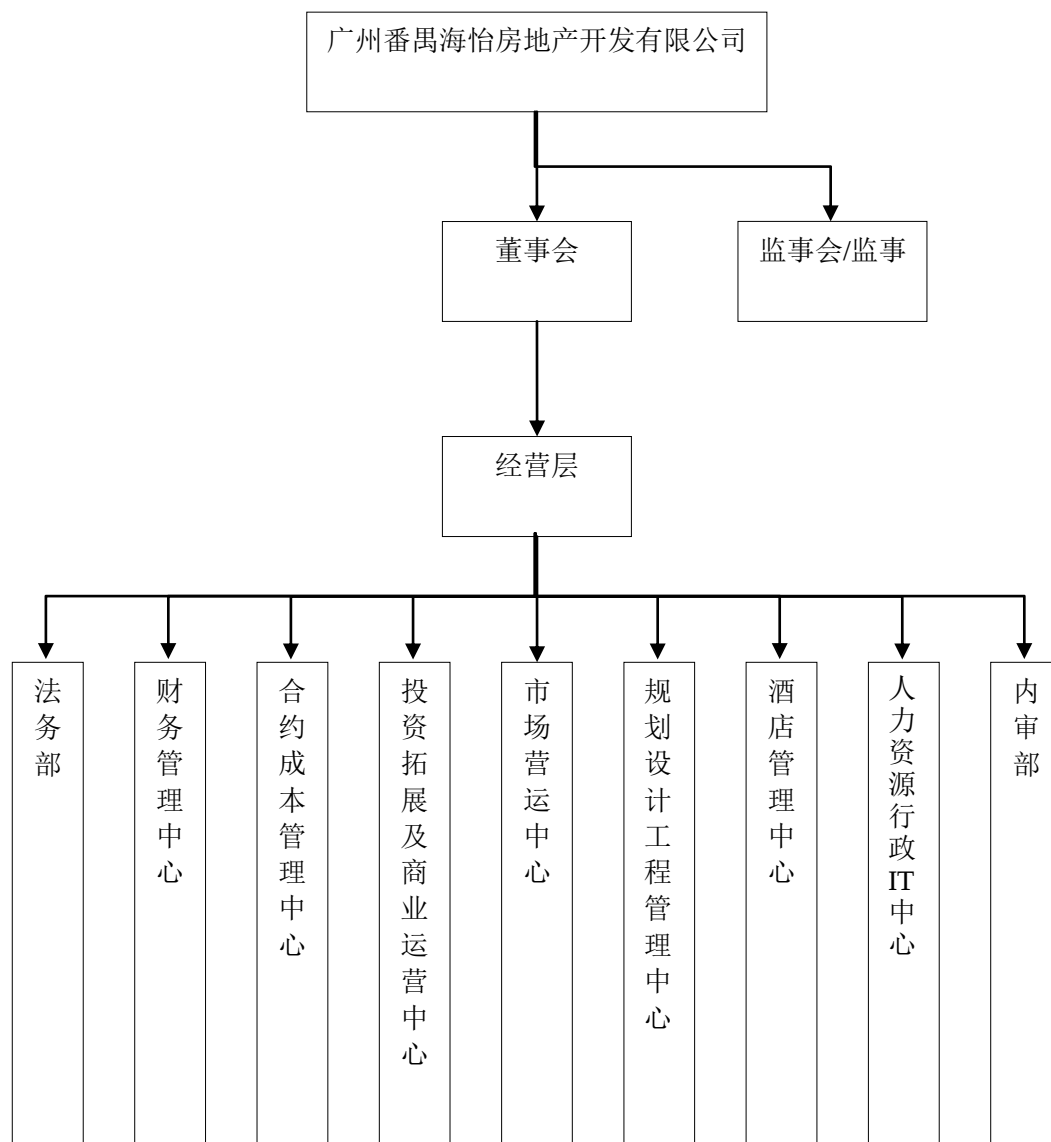
九、综合评价

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；公司土地储备充足、价格合理，开发建设管理成熟，成本控制得当。近年来，在房地产行业景气度下滑的背景下，公司盈利水平良好。同时，联合评级也关注到公司产品区域分布相对集中，因公司开发模式导致存货去化时间较长，以及在建项目资金需求量较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着公司在售项目实现销售以及在建项目逐步竣工，公司收入规模和盈利能力有望持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

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

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额（亿元）	234.38	255.55	288.69	307.76
所有者权益（亿元）	46.75	55.76	60.81	64.00
短期债务（亿元）	0.20	3.50	12.11	13.10
长期债务（亿元）	25.46	51.55	63.15	58.76
全部债务（亿元）	25.66	55.05	75.26	71.86
营业收入（亿元）	53.25	63.21	48.15	27.13
净利润（亿元）	4.37	6.86	5.25	3.18
EBITDA（亿元）	8.67	10.71	8.96	-
经营性净现金流（亿元）	13.23	-14.77	-15.07	11.47
应收账款周转次数（次）	-	117.59	79.18	46.81
存货周转次数（次）	-	0.27	0.17	0.09
总资产周转次数（次）	-	0.26	0.18	0.09
现金收入比率（%）	107.92	86.76	106.53	141.02
总资本收益率（%）	-	7.73	4.29	2.34
总资产报酬率（%）	-	3.92	2.79	1.38
净资产收益率（%）	-	13.39	9.00	5.10
营业利润率（%）	24.41	24.23	24.68	24.72
费用收入比（%）	13.40	9.80	12.08	11.95
资产负债率（%）	80.06	78.18	78.94	79.21
全部债务资本化比率（%）	35.44	49.68	55.31	52.89
长期债务资本化比率（%）	35.26	48.04	50.94	47.87
EBIDA 利息倍数（倍）	2.41	1.66	1.30	-
流动比率（倍）	1.21	1.45	1.51	1.44
速动比率（倍）	0.26	0.33	0.27	0.30
现金短期债务比（倍）	22.29	4.33	1.07	1.35
经营现金流动负债比率（%）	8.30	-10.20	-9.38	6.34
EBIDA/本期发债额度（倍）	0.35	0.43	0.36	-

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]
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 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。

联合信用评级有限公司关于 广州番禺海怡房地产开发有限公司 2016 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，在每年广州番禺海怡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。

广州番禺海怡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。广州番禺海怡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番禺海怡房地产开发有限公司的相关状况，如发现广州番禺海怡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。

如广州番禺海怡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，直至广州番禺海怡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，并同时报送广州番禺海怡房地产开发有限公司、监管部门等，且交易所网站公告披露时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露时间。

