跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]786 号

景瑞地产（集团）有限公司：

联合信用评级有限公司通过对景瑞地产（集团）有限公司主体长期信用状况和发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

景瑞地产（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

景瑞地产（集团）有限公司发行的“16 景瑞 01”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：

二零一六年六月二十九日

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

景瑞地产（集团）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　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

本次债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 景瑞 01	15 亿元	5 年	AA	AA	2015.11.25

跟踪评级时间：2016 年 6 月 29 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	200.39	227.76
所有者权益（亿元）	41.30	37.79
长期债务（亿元）	39.30	23.90
全部债务（亿元）	67.80	78.07
营业收入（亿元）	45.13	73.36
净利润（亿元）	2.03	0.78
EBITDA（亿元）	3.20	3.19
经营性净现金流（亿元）	-11.75	6.26
营业利润率（%）	16.42	5.58
净资产收益率（%）	5.66	1.97
资产负债率（%）	79.39	83.41
全部债务资本化比率（%）	62.14	67.38
流动比率（倍）	1.58	1.32
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	0.68	0.71
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.21	0.21

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、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；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

景瑞地产（集团）有限公司（以下简称“公司”或“景瑞地产”）于 2014 年进行业务结构调整，将三线城市房地产项目适当下调销售价格去库存并于 2015 年结转，使得 2015 年收入大幅增长，且 2015 年底预收款项规模较大，对公司未来收入的实现形成有力支撑；公司通过二手并购方式获取土地，扩大了公司项目储备规模，提升了土地储备质量，且上海房地产市场发展向好，二手并购项目盈利空间可期。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司房地产项目毛利率大幅下降、在建拟建项目仍将面临一定的资金支出压力、债务负担加重、短期偿债压力较大等因素可能给公司经营发展带来的不利影响。

公司在建项目规模较大，随着在建项目的开发和销售，以及预售项目的竣工结转，公司收入规模有望获得提升。公司于 2016 年 6 月完成增资，注册资本增加 10 亿元至 16.21 亿元，资本实力有所增强。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”，同时维持“16 景瑞 01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．2015 年公司收入大幅增长，且 2015 年底预收款项规模较大，对公司未来收入的实现形成有力支撑。

2．2015 年公司通过二级市场并购有效扩大了项目储备规模，提升了土地储备质量；上海市房地产市场发展向好，公司二手并购项目盈利空间可期。

关注

1．公司先前调整业务结构，将三线城市项目适当下调销售价格加快去库存，公司房产销售毛利率下降幅度较大。

2．公司在建项目、拟建项目尚需投资规模较大，仍将面临一定的资金支出压力。

3．公司债务负担继续加重，债务结构发生转变，以短期债务为主，短期偿债压力大。

4．公司所有者权益中包含大额永续债券，如其未来进行偿付，将会进一步加重公司债务负担，削弱其整体偿债能力。

分析师

周　尰

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

张　爽

电话：010-85172818

邮箱：zhangs@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：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

景瑞地产（集团）有限公司（以下简称“公司”或“景瑞地产”）前身为 1993 年成立的上海景瑞房地产发展公司，经上海市人民政府沪府体改审（1999）009 号《关于同意设立上海景瑞企业发展股份有限公司的批复》批准，由 8 家股东共同发起组建，并于 1999 年 6 月取得上海市工商行政管理局核发的《企业法人营业执照》，注册号为 3100001005987 号，初始注册资本 1,500 万元。后经多次变更及股份制改革，公司更名为上海景瑞地产（集团）股份有限公司。

2014 年 3 月，公司由其他股份有限公司改制为其他有限责任公司，并变更为现名。截至 2015 年末，公司注册资本为 62,107.90 万元，其中天津亿安城市设施开发有限公司（以下简称“天津亿安”）出资 12,607.90 万元，持股比例 20.30%；海南景申投资管理有限公司（以下简称“海南景申”）出资 49,500.00 万元，持股比例 79.70%，为公司控股股东。景瑞控股有限公司（以下简称“景瑞控股”）对公司间接持股 100%，景瑞控股于 2013 年 10 月 31 日在香港联合交易所有限公司主板上市，股票代码：01862，总股本：129,130.22 万股。公司实际控制人为闫浩和陈新戈。

公司于 2016 年 5 月召开股东大会，通过了景瑞地产（集团）有限公司关于增资的股东会决议，注册资本由 62,107.90 万元增至 162,107.90 万元，增资后，海南景申和天津亿安持股比例未发生变化。

2015 年公司经营范围没有变化。截至 2015 年末，公司下设风险管理部、人力行政部、市场研发及品牌管理中心、运营管理中心、客户服务部、资金管理中心、财务管理部、战略投资部、资本市场部等 9 个职能部门；截至 2015 年末，公司拥有直接或间接控股子公司 88 家，其中一级子公司 24 家，合营公司 4 家。截至 2015 年 12 月末，公司拥有在职员工 1,032 人。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 227.76 亿元，负债合计 189.97 亿元，所有者权益合计 37.79 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 30.09 亿元。2015 年，公司实现营业收入 73.36 亿元，净利润 0.78 亿元，其中归属于母公司的净利润 1.52 亿元；经营活动产现金流量净额 6.26 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.02 亿元。

公司注册地址：上海市青云路 158 号 5 楼；法定代表人：徐海峰。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证件许可【2016】280 号文核准，公司于 2016 年 3 月 18 日成功发行总额为 15 亿元的公司债券，债券为五年期固定利率债券，票面利率为 5.88%，采用单利按年付息，不利复利，到期一次还本，最后一期利息随本金一期兑付，附第三年末发行人上调票面利率和投资者回售选择权，所发行公司债券 2016 年 4 月 6 日在上海证券交易所上市交易，债券简称为“16 景瑞 01”，证券代码为“136170”。

截至 2016 年 5 月底，“16 景瑞 01”已全部按照募集用途偿付公司债务，因还未到付息期，公司尚未偿还利息。

三、行业分析

1．房地产行业

（1）行业概况

2015 年，我国房地产行业增速明显放缓。受经济持续下行影响，2015 年全国房地产开发投资

95,979 亿元，比上年名义增长 1.0%（扣除价格因素实际增长 2.8%），比上年增速大幅下滑 9.5 个百分点。2015 年全年房地产开发企业房屋施工面积 735,693 万平方米，比上年增长 1.3%，增幅同比下降 7.9 个百分点；新开工面积 154,454 万平方米，比上年下降 14.0%，继续维持下降趋势。

2016 年 1~3 月，全国房地产开发投资 17,677 亿元，同比名义增长 6.2%，其中，住宅投资 11,670 亿元，增长 4.6%。房地产开发企业房屋施工面积 617,975 万平方米，同比增长 5.8%。其中，住宅施工面积 424,041 万平方米，增长 4.0%。房屋新开工面积 28,281 万平方米，增长 19.2%。其中，住宅新开工面积 19,271 万平方米，增长 14.8%。房地产开发企业土地购置面积 3,577 万平方米，同比下降 11.7%。

2015 年以来，中国房地产市场在宽松的政策刺激下，总体上步入了复苏通道，但是土地成交量、新开工量、开发投资额等指标继续回落。

（2）行业供需

土地供应方面，2015 年，“去库存”是房地产政策主基调，中央及各级政府在供应端实施“有供有限”，2015 年全年房地产开发企业的土地购置面积增速均处于负增长态势。根据国家统计局数据，2015 年房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米，比上年下降 31.7%；土地成交价款 7,622 亿元，下降 23.9%，降幅收窄 2.1 个百分点。2016 年 1~3 月，全国 300 个城市共推出土地 6,554 宗，同比减少 25%；推出土地面积 22,482 万平方米，同比减少 34%。

土地价格方面，2015 年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，土地市场溢价率也有所好转，全国 300 个城市土地平均溢价率 16%，较去年同期上升 6 个百分点；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）平均溢价率 21%，较去年同期上升 9 个百分点。2016 年 1~3 月，全国 300 个城市土地平均溢价率 9%，较去年同期下降 4 个百分点；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）平均溢价率 10%，较去年同期下降 4 个百分点。

开发资金来源方面，根据国家统计局数据，2015 年房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%，增速较上年上升 2.7 个百分点。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%，增速较上年降低 12.8 个百分点；利用外资 297 亿元，下降 53.6%，增速较上年大幅下滑 73.3 个百分点；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%，增速较上年回落 9.0 个百分点；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%，增速较上年大幅上涨 20.8 个百分点。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。2016 年 1~3 月，房地产开发企业到位资金 31,992 亿元，同比增长 14.7%，其中，利用外资继续下降，下降幅度达 80.6%。

从商品房市场供求情况看，2015 年得益于中央多轮降准降息、降首付、减免税费等降低购房成本；地方政策灵活调整，采取税费减免、财政补贴、取消限购限外等多措施刺激消费，全年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。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%；商品房销售额 87,281 亿元，增长 14.4%，增速回落 1.2 个百分点。其中，住宅销售额增长 16.6%，办公楼销售额增长 26.9%，商业营业用房销售额下降 0.7%。从供给看，2015 年土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房货币化安置，改善市场环境，全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%；其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。2016 年 1~3 月，房地产行业各项指标均超预期，全国商品房销售面积 24,299 万平方米，同比增长 33.1%。其中，住宅销售面积增长 35.6%，办公楼销售面积增长 34.4%。从供应来看，全年房屋竣

工面积 20,001 万平方米，增长 17.7%。其中，住宅竣工面积 14,509 万平方米，增长 17.1%。

从销售价格看，2015 年受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交价格小幅回升，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%。整体来看，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。2016 年 3 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 11,303 元/平方米，环比上涨 1.90%，涨幅较上月扩大 1.30 个百分点。从涨跌城市个数看，60 个城市环比上涨，38 个城市环比下跌，2 个城市持平。

总体看，2015 年随着利好政策逐步落地实施，需求进一步释放，房价稳中看涨。随着中央工作会议关于去库存、稳楼市的相关部署在各地逐步落地实施，未来市场供求关系将得到改善，库存压力有望缓解。

（3）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。2015 年以来，与房地产行业相关的调控政策频出，对房地产市场的发展有较大的影响。

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、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。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。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，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，随后楼市的政策态度渐入宽松。

2016年一季度，受宽松的货币环境及政策环境影响，一线城市及南京、苏州等热点二线城市楼市急剧升温。货币信贷方面再宽松，2016年2月央行、银监会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，在不实施“限购”措施的城市，首套房商贷最低首付比例可向下浮动5个百分点至20%，二套房商贷最低首付比例降至30%。2月末，央行再次降准0.5个百分点，为信贷需求的增长提供更宽松的环境。3月财政部、国家税务总局下发《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》，营改增细则正式出台，规定房地产业营改增税率为11%。对房地产行业而言，计税方式较市场预期给予更多的让利，土地出让成本以及新增不动产可抵扣，将减轻房地产企业税负，也将增强其它企业购置不动产的动力。

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，2015年中央及地方相继出台多重利好政策，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。

（4）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。受近两年销售放缓影响，房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起

始终保持负增长。

发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

根据Wind资讯统计数据显示，截至2015年12月14日，上市房企总计发行公司债2,974.06亿元，与去年同期的153.97亿元相比，同比暴涨18倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

房企利润率回归正常水平

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。

中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力。

（5）区域房地产市场

公司的总可售货值中上海地区项目合计占比 31.53%，公司未来收入的实现受上海地区房地产市场的影响较大。

上海市作为中国的经济、交通、科技、工业、金融、贸易、会展和航运中心，GDP 总量常年居国内城市之首。2015 年末，全市常住人口共 2,415.27 万人；2015 年上海市全年实现生产总值 24,964.00 亿元，同比增长 6.9%；人均地区生产总值（按常住人口计算）10.34 万元,；全年全市居民人均可支配收入 49,867 元，同比增长 8.5%，扣除价格因素，实际增长 6.0%。随着经济快速发展，上海市地方财政收入保持了高基数下的持续增长，2015 年全年共实现一般公共预算收入 5,519.50 亿元，同比增长 13.3%。

2015 年受宏观政策利好影响，上海住宅价格整体呈上涨趋势，从新建住宅均价来看，持续 12 个月上涨，12 月达 36,935 元/平方米，创历史新高；2015 年，上海商品住宅成交均价为 32,384 元/平方米，同比上涨 19%。受“330”新政影响，需求持续释放，房价上涨和中高端改善项目需求增强拉升了上海房价整体走高。

从商品住宅的成交情况来看，2015 年上海房地产市场整体成交量同比大幅增长 53%，成交面积为 1,488.03 万平方米，同比大幅增长 53%，创近六年最高水平。分月份来看，受“330”新政刺激影响，4 月份成交面积快速增长，在降准、降息、降首付等一系列政策叠加影响下，连续 9 个月同比增长。从区域分布来看，外郊环间仍是成交量主力，成交量占比仍保持在 50%以上，2015 年占比较 2014 年下降 6 个百分点至 53%；郊环外成交量占比较 2014 年下降 6 百分点；内环内、中外环间占比分别增加 2 个百分点，上升至 8%和 15%；中内环间占比不变，仍为 7%。

从供应方面来看，2015 年上海商品住宅新增供应 1,161.64 万平米，同比小幅下降 4%，但仍处于近六年较高水平，9~10 月为供应高峰期。松江、浦东、嘉定、南汇、青浦五个区的新批上市面积均超过 100 万平方米，五区累计新增供应量 680 万平方米，占上海全市的 59%。从供需对比来看，2015 年上海楼市需求旺盛，促使销供比上升为 1.28，市场整体呈供不应求态势；商品住宅库存下降至 12 月底的 1,075.35 万平方米，去化压力进一步缓解。

总体看，2015 年上海市经济实力增强，受宏观政策利好影响，上海房地产市场呈现“量价齐

升”走势，2015 年交易量达为近六年最高水平，为公司的发展提供了良好的外部环境。

四、管理分析

2015 年 12 月，公司法人代表由杨铁军先生变更为徐海峰先生，高管团队稳定，相关管理制度延续以往模式，公司运营情况良好。徐海峰简介如下：

公司的法人代表徐海峰先生，1974 年 8 月生，中欧 EMBA。曾任职于浦南大众公共交通有限公司、上海科利华软件有限责任公司，2000 年进入公司，分管行政人事部及市场部。

总体看，公司高管团队稳定，相关管理制度延续以往模式，公司运营情况良好。

五、经营分析

1．经营概况

公司主营住宅开发与销售，整体经营规模较大且持续增长，2015年公司实现营业收入73.36亿元，同比大幅增长62.57%；实现净利润0.78亿元，同比下降62.56%，主要系公司于2013年和2014年调整业务结构，适当下调三线城市房地产项目销售价格所致。

从主营业务构成情况来看，住宅开发和销售仍是公司的核心业务，售房收入在公司主营业务收入中的占比仍保持在97%以上，其中2015年收入占比为98.52%。2015年公司售房收入为72.18亿元，同比增长63.86%，主要系当期交付结转的项目较多所致；2015年公司物业管理收入为1.00亿元，同比增长17.65%，主要系公司物业服务面积增长所致；公司其他业务板块收入占比较低，对收入的实现影响较小。

表1　2014~2015年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
售房收入	44.05	97.86	26.32	72.18	98.52	13.40
房租收入	0.08	0.18	100.00	0.08	0.11	77.56
代理收入	0.04	0.08	7.37	--	--	--
物业管理收入	0.85	1.88	1.90	1.00	1.37	-12.01
合计	**45.01**	**100.00**	**25.98**	**73.27**	**100.00**	**13.13**

资料来源：公司审计报告

从毛利率情况来看，房产销售的毛利率水平对公司盈利规模的影响较大。公司2014年调整业务结构，针对三线城市的房地产项目采取适当下调价格方式以达到加快去库存目的，以便于把资源转移至长三角核心城市，同时，2015年实现结转的项目中毛利率较低的高层项目规模较大，且结转项目多位于三四线城市，导致公司2015年房产销售板块毛利率大幅下降12.92个百分点至13.40%。受上述因素影响，2015年公司主营业务综合毛利率为13.13%，较上年下降12.85个百分点。

总体看，2015 年，受公司先前调整业务结构，将三四线城市项目适当调整价格进行去库存影响，2015 年收入规模同比大幅增长，公司房产销售毛利率下降幅度较大。

2．业务运营

（1）房地产开发

公司房地产开发以住宅项目为主。公司在开发过程中采用标准化产品的策略，通过标准化产

品及部件模块缩减产品设计的耗时，缩短开发周期，提升存货的周转能力。公司采用“8611”的经营法则，在长三角多数地区可实现“从获得土地到开盘预售平均时间约为8个月，首次开盘去化率达60%，现金流平均11个月回正”的经营目标。

公司目前的房地产开发项目来源包括一级土地市场“招拍挂”、二级市场并购两种方式。后者包括土地并购、在建项目并购以及已完工项目并购等。对于已完工项目，公司并购后通过局部改造，提升产品附加值后投入销售。

2015年，公司放缓项目开发力度，从项目开发数据来看，2015年公司新开工项目数量为5个，新开工面积42.00万平方米，较2014年大幅下降67.69%；竣工面积为109.00万平方米，较上年增长32.93%。截至2015年末，公司在建面积为231.20万平方米，较2014年底下降了22.42%。

表2　2014~2015年公司主要开发数据情况（单位：个、万平方米）

项目	2014 年	2015 年
新开工面积	130.00	42.00
竣工面积	82.00	109.00
在建面积	298.00	231.20

资料来源：公司提供

截至 2015 年末，公司在建房地产项目共计 16 个，在建项目占地面积合计 166.43 万平方米，规划建筑面积合计 341.17 万平方米，已完工建筑面积合计 88.67 万平方米，在建建筑面积为 231.21 万平方米。从地域分布来看，公司在建项目主要分布于经济发展状况较好的长三角区域，其中，上海仅有宝山高境项目，建筑面积占比较小，仅为 0.26%；杭州城区在建项目建筑面积占 19.62%，苏州城区在建建筑面积占比 7.76%，宁波在建建筑面积占 35.38%，三线城市中南通和绍兴，在建面积占比分别为 22.48%和 24.41%，合计占比 46.89%。

表 3　截至 2015 年末公司主要在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	所在地区	占地面积	规划建筑面积	预计总投资	截至 2015 年末已投资额	在建面积	已完工面积
上海宝山高境项目	宝山	0.30	0.61	3.80	1.06	0.61	--
苏州景瑞·望府	太仓	12.66	27.98	20.66	15.17	12.42	8.75
苏州景瑞•翡翠湾	太仓	26.88	35.12	21.79	16.31	2.82	26.28
苏州景隆·御江山 1 期	苏州越溪	10.87	26.01	22.98	17.53	5.71	5.89
苏州景隆·御江山 2 期						7.78	--
苏州景隆·御江山 3 期						4.46	--
杭州景瑞•御华府	临平	7.70	21.25	13.49	9.86	21.25	--
杭州景瑞·申花壹号院 1 期	杭州市拱墅区	5.45	19.14	14.91	12.64	9.18	--
杭州景瑞·申花壹号院 2 期						9.96	--
杭州景瑞•御蓝湾	余杭区	6.83	20.68	9.92	7.60	4.98	15.70
宁波•上府	鄞州区	4.49	13.10	13.34	10.23	13.10	--
宁波红翎台	鄞州区	5.03	9.05	8.00	4.49	9.05	--
海港城	宁波	3.35	13.23	5.90	2.16	13.23	--
绍兴景瑞•望府 4 期	柯桥	43.11	47.30	38.69	32.47	12.04	28.96
绍兴景瑞•御江山 1 期	诸暨	7.40	20.37	8.80	5.63	10.14	3.09
绍兴景瑞•御江山 2 期						7.15	--
绍兴•曦之湖项目	绍兴	8.54	27.12	13.93	7.05	27.12	--
台州景瑞·望府	台州路桥	5.14	8.24	7.29	5.49	8.24	--

南通景瑞•御府	南通开发区	11.91	34.45	15.17	3.56	34.45	--
南通景尚•御江山	海门开发区	6.77	17.52	9.44	6.79	17.52	--
合计	**--**	**166.43**	**341.17**	**228.11**	**158.04**	**231.21**	**88.67**

资料来源：公司提供
注：南通景尚•御江山项目为公司通过设立信托计划持有的项目。

拟建项目方面，截至 2015 年末，公司共有拟建项目 3 个，分别位于上海青浦区、上海虹口区江湾镇和重庆九龙坡区，总占地面积为 7.17 万平方米，规划建筑面积合计 25.11 万平方米。其中青浦项目是公司于 2013 年 9 月通过二手并购获取的项目。

表 4　截至 2015 年末公司拟建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	所在地区	占地面积	规划建筑面积	项目类别	预计总投资额	截至 2015 年末已投资额
上海青浦项目	青浦区	5.65	18.36	商业、住宅	26.00	14.05
上海虹口区项目	虹口区江湾镇	0.89	2.81	住宅	8.85	6.66
重庆九龙坡项目	九龙坡区	0.63	3.94	住宅、商业	2.60	1.17
合计	**--**	**7.17**	**25.11**	**-**	**37.45**	**21.87**

资料来源：公司提供

从投资情况来看，截至 2015 年末，公司在建项目规划总投资 228.11 亿元，已投资 158.04 亿元，未来还需投资 70.07 亿元；拟建项目预计总投资 37.45 亿元，其中土地出让金均已付清，未来还需投资 21.87 亿元。公司在建拟建项目较多，未来仍将面临一定的投资压力。

总体看，2015年，公司房地产项目分布仍以长三角为主，目前公司在建拟建项目数量较多，仍面临一定的资金支出压力。

（2）房地产销售

从销售数据上来看，由于公司在 2014 年销售的位于长三角三线城市项目中采取了适当下调价格达到去库存的目的，因此 2015 年合同销售均价较 2014 年大幅上升了 16.67%至 10,274.12 元/平方米；2015 年公司合同销售面积为 81.08 万平方米，同比下降 18.10%；2015 年公司合同销售金额 86.95 亿元，同比下降 4.44%，受合同销售均价上涨影响，下降幅度远低于合同销售面积下降幅度。

表 5　2014~2015 年公司房地产销售情况(单位：万平方米、亿元、元/平方米)

项目	2014 年	2015 年
合同销售面积	99.00	81.08
合同销售金额	91.00	86.95
合同销售均价	9,191.92	10,724.12
结转面积	39.98	82.98
结转收入	44.05	72.18
平均结转价格	11,016.96	8,698.70

资料来源：公司提供

从结转情况来看，受项目结转周期影响，2015年公司结转销售面积为82.98万平方米，同比大幅增长107.55%，带动结转收入大幅增长63.86%，当年结转收入为72.18亿元，结转收入增幅小于结转销售面积增幅。2015年平均结转价格为8,698.70元/平方米，较上年大幅下降了21.04%，主要系公司2014年调整业务结构，针对三线城市的房地产项目采取适当下调价格方式以达到加快去库

存目的，以便于将资源转移至长三角核心城市，同时，2015年实现结转的项目中毛利率较低的高层项目规模较大，且结转项目多位于三四线城市所致。

从结转收入的地区分布来看，宁波、杭州、扬州和苏州四地的项目于2015年实现结转；2015年公司收入结转所处地区分布较分散，其中绍兴地区项目结转收入占比最高，为18.20%，其次为太仓、常州和扬州，占比分比为13.17%、13.57%和10.70%，前四名合计占比55.62%，上海地区结转收入占比继续下降，2015年仅为2.46%。

表 6　截至 2015 年末公司在售（已竣工）项目情况（单位：万平方米）

区域	规划可售面积	已销售面积	剩余可售面积
上海惠南项目	3.30	0.00	3.30
天津景瑞•阳光尚城	22.81	22.66	0.15
天津景瑞•英郡	13.56	5.01	8.55
重庆景瑞•御蓝湾	10.95	7.43	3.52
苏州景瑞•荣御蓝湾	36.52	36.08	0.44
常州景瑞•望府	13.41	7.58	5.83
常州景瑞•曦城	20.80	20.79	0.01
湖州景瑞•望府	5.08	2.21	2.87
宁波景瑞•望府	11.95	11.24	0.71
舟山景瑞•半岛湾	7.70	5.14	2.56
舟山景瑞•豪布斯卡	11.99	7.09	4.90
扬州景瑞•望府	15.79	14.69	1.10
泰州景瑞•荣御蓝湾	25.85	24.93	0.93
绍兴景瑞•上府	14.32	11.57	2.75
合计	**214.03**	**176.42**	**37.61**

资料来源：公司提供

公司已竣工项目销售方面，总可售面积为 214.03 万平方米，截至 2015 年底已销售面积为 176.42 万平方米，剩余可售面积合计 37.61 万平方米。其中上海惠南项目系公司 2015 年通过二手并购的别墅现房，该项目位于上海市浦东新区惠南镇郊环以内，临近上海市动物园。针对惠南项目，公司进行局部改造后于 2016 年 1 月进行销售，收购现房成本 11,968 元/平方米，公司预计售价为 30,000 元/平方米，相比现房收购成本而言，每平方米增值幅度较大，将有利于公司盈利能力的提升。天津景瑞 •阳光尚城处于尾盘销售阶段，天津景瑞 •英郡剩余可售面积为 8.55 万平方米，占已竣工项目剩余可售面积之和的比较高，且考虑到天津项目位于宝坻区的非核心城区，将面临一定的去化压力。

表 7　截至 2015 年末公司在售（在建）项目情况（单位：万平方米）

区域	规划可售面积	已销售面积	剩余可售面积
上海宝山项目	0.61	0.00	0.61
苏州景瑞•翡翠湾	24.24	17.24	7.00
苏州景瑞•望府	20.58	12.65	7.93
苏州景瑞•御江山	19.35	12.12	7.23
杭州景瑞•御华府	15.17	8.84	6.33
杭州景瑞•御蓝湾	15.36	13.12	2.24
杭州景瑞 • 申花壹号院	13.29	8.97	4.32

宁波景瑞•上府	9.65	7.94	1.71
宁波景瑞•红翎台	8.82	3.90	4.92
宁波景瑞•海港城	9.89	3.31	6.58
南通景瑞•御府	26.20	2.35	23.85
南通景尚•御江山	13.98	9.60	4.38
绍兴景瑞•望府	34.20	19.95	14.25
绍兴景瑞• 御江山	16.33	7.19	9.14
绍兴•曦之湖项目	20.71	2.79	17.92
台州景瑞 • 望府	5.30	4.80	0.50
合计	**253.68**	**134.77**	**118.91**

资料来源：公司提供

在建项目销售方面，总规划可售面积为253.68万平方米，截至2015年末已销售134.77万平方米，剩余可销售面积为118.92万平方米。从剩余可销售面积来看，绍兴、南通占比分别为34.75%和23、74%，两地合计占比为58.49%，集中度偏高，仍面临一定的去化压力。

从可售货值来看，截至2015年末，公司可售项目总货值为280.26亿元，其中上海青浦项目、惠南项目、宝山项目和虹口项目可售货值规模较大，为88.36亿元。可售项目中，上海惠南项目和上海青浦项目系公司通过二手并购获得；其中惠南项目每平方米增值18,032元，增值总额约5.96亿元，项目毛利率达60.00%；青浦项目土地每平方米增值达7,374元，土地增值总额达11.64亿元，预计毛利率为54.00%；上述项目所处区域经济发展水平较高，房地产发展向好，项目盈利空间较大。公司通过二手并购方式获取的房地产开发项目包括土地并购、在建项目并购以及已完工项目并购等，对于已完工项目，公司并购后通过局部改造，提升产品附加值后投入销售，公司现存的二手并购项目位置较好，盈利空间较大，未来收益可期。天津地区项目位于天津市宝坻区，可售面积规模较大，总货值为23.32亿元，应关注天津项目的去化情况。

总体看，2015 年，公司房地产销售金额和面积均有所下降，销售均价较上年上升；由于公司先前调整业务结构，将三四线城市项目适当调整价格进行去化，2015 年结转收入规模同比大幅增长；公司通过二手并购方式获得的项目盈利空间较大；公司可售项目仍面临一定的去化压力。

（3）土地储备情况

公司土地储备的来源主要包括“招、拍、挂”和二级市场收购。2015 年公司加大土地获取力度，公司获取土地 7 幅，占地面积合计 25.12 万平方米，规划建筑面积合计 60.34 万平方米。从土地获取方式来看，公司通过二手并购方式获得土地两幅，通过招拍挂获取土地 5 幅。二手并购的的 2 幅土地中，其中 1 幅位于宁波鄞州区，占地面积 3.35 万平方米，规划建筑面积为 13.23 万平方米，购地支出为 2.80 亿元；另外 1 幅位于上海市浦东区惠南，占地面积 3.01 万平方米，规划建筑面积 3.30 万平方米，购地支出为 4.39 亿元。从新增土地的区域分布来看，其中 3 幅土地位于上海，合计建筑面积为 6.67 万平方米；2 幅位于宁波，合计建筑面积 24.95 万平方米；重庆和南通各 1 幅，建筑面积分别为 2.52 万平方米和 26.20 万平方米。从 2015 年公司土地获取情况来看，公司着力于获取上海区域增值潜力较大的土地。

表8　公司2015年土地获取情况（单位：万平方米、亿元）

项目公司	所属区域	占地面积	建筑面积	土地取得方式	支出	用途
宁波景越	宁波鄞州区	5.03	11.72	招拍挂	3.44	住宅

宁波海港城	宁波鄞州区	3.35	13.23	二手并购	2.80	商业
上海景月	宝山区	0.3	0.61	招拍挂	0.99	商办
上海景麒	虹口江湾	0.89	2.76	招拍挂	6.52	住宅
上海上璞	浦东惠南	3.01	3.30	二手并购	4.39	住宅
重庆景腾	重庆九龙坡杨家坪	0.63	2.52	招拍挂	1.04	住宅、商业
南通景瑞	通富路西	11.91	26.20	招拍挂	3.39	住宅
合计	**--**	**25.12**	**60.34**	**--**	**22.57**	**--**

资料来源：公司提供

2016 年以来，公司共获取土地 8 幅，占地面积合计 34.79 万平方米，规划建筑面积合计 84.17 万平方米，出让金合计 55.26 亿元，已缴纳 34.48 亿元，未来还需缴纳 20.78 亿元，存在一定的购地支出压力。从土地获取方式来看，公司通过招拍挂方式获取土地 5 幅，通过二手并购方式获取土地 3 幅，公司通过二手并购方式获取土地有效的补充了公司的土地储备。公司在区域布局方面继续坚持基地城市、战略性城市、机会性城市的“1+7+X”[1]的梯度布局，新增土地区域主要为位于长三角区域经济发展水平较高的城市和天津宝坻区。公司通过二手并购获得的土地中，天津天瑞项目规划建筑面积为 11.11 万平方米，总购地支出为 1.71 亿元，楼面地价约为 2,500 元/平方米，由于所购土地属于学区位置，因此增值空间较大，目前增值 4,942 元/平方米；杭州汉嘉项目规划建筑面积为 7.39 万平方米，楼面价为 10,800 元/平方米，与周边运河新城楼板价（15,200 元/平方米）相比，项目盈利空间较大。公司通过二手并购的项目具备成本优势，未来项目盈利空间较大。

截至2016年6月末，公司土地储备规划建筑面积合计188.64万平方米，天津、重庆和长三角区域，其中天津、苏州、宁波和上海占较高，分别为29.26%、22.26%、12.81%和11.22%，合计占比75.55%。天津地区项目规划建筑面积为55.19万平方米，其中一幅土地规划建筑面积44.08万平方米，单体规模较大且位于宝坻区非中心区域。公司的土地储备位于长三角区域经济较发达的地区，公司通过二手并购获取土地的方式有效补充了土地储备，提升了土地储备质量。

总体看，跟踪期内，公司加大土地获取力度，通过二手并购获得上海地区项目，有效扩大了项目储备规模，提升了土地储备质量；公司目前土地储备规模较大，整体质量尚可。

3．重大事项

公司于 2016 年 5 月 18 日召开股东大会，通过了景瑞地产（集团）有限公司关于增资的股东会决议，由海南景申出资 79,700 万元，天津亿安出资 20,300 万元，注册资本由 62,107.90 万元增至 162,107.90 万元，增资后，海南景申出资额为 129,200 万元，持股比例为 79.70%，天津亿安出资额为 32,907.90 万元，持股比例为 20.30%。公司已于 2016 年 5 月 20 日完成工商信息变更，于 2016 年 6 月 28 日收到股东认缴出资额。截至本报告出具日，公司尚未完成验资事项。经增资后，公司资本实力有所增强。

4．经营效率

公司主营住宅开发与销售，整体经营规模较大且持续增长，公司于2013年和2014年调整业务结构，适当下调三线城市房地产项目销售价格，2015年公司实现营业收入73.36亿元，同比大幅增长62.57%，公司流动资产周转次数、存货周转次数和总资产周转次数由0.28次、0.28次和0.26次上升至0.36次、0.39次和0.34次。2015年公司经营效率有所上升。

[1]区域发展上，公司聚焦长三角、津渝一二线，形成以上海为基地城市，以苏州、杭州、宁波、南京、重庆、天津、合肥为战略城市、以绍兴、南通、台州等为机会型城市的 1+7+X 的梯度布局。

5．经营关注

（1）房地产市场风险及去化压力

宏观经济形势的持续变化及房地产市场的波动，尤其是公司房地产开发业务主要经营地市场的波动将给公司经营带来一定的风险。公司房地产开发业务可售项目部分位于天津（可售货值占8.32%）、南通（可售货值占 8.38%）和绍兴（可售货值占 12.56%），需关注未来区域经济及政策环境变动带来的影响以及二三线城市项目的去化压力对公司经营所产生的不利影响。

（2）二手并购项目盈利存在一定的不确定性

随着上海及其周边土地价格持续上涨，公司在相关区域获取土地难度增大，未来项目开发将更多的依赖于二级市场并购，经营规模与盈利水平存在一定的不确定性。

（3）采取信托计划设立的项目若销售达不到预期，回购股权可能面临的资金支出压力

公司房地产业务采取独立开发、与开发商合作以及成立信托计划进行开发三种经营模式，公司通过信托计划融资进行开发的项目，开发后期公司通过股权回购方式将其纳入报表合并范围，若项目销售情况达不到预期时，回购股权将面临一定的资金压力。截至 2015 年底，公司仅有南通景尚存在信托持股，且已于 2016 年 3 月完成了股权回购。

（4）未来存在一定的资本支出压力

截至 2015 年末，公司的在建项目与拟建项目未来还需投资 85.89 亿元，2016 年新拿地项目尚有 20.78 亿元土地款未支付，考虑到公司在未来将面临一定程度的资本支出压力，未来若公司的融资能力受到宏观经济政策、信贷政策、产业政策等方面的影响，则未来的经营目标的实现将受到一定程度的影响。

6．未来发展

未来，公司仍将坚定守正策略，在区域发展上坚持两个“聚焦”，即聚焦区域、聚焦高周转；聚焦区域，形成基地城市、战略性城市、机会性城市的“1+7+X”的梯度布局；聚焦高周转，即形成“轻资产+高效运营”双轮驱动的高周转模式。坚持两个“领先”，即产品价值领先和融资模式能力领先；产品开发上，公司将丰富现有产品线，通过内部探索和外部资源整合，提供“定制化产品解决方案+定制化软性服务”，其中定制化产品解决方案将实现定制化精装、定制化智能家居、定制化软装、定制化空间、住宅升级等，定制化软性服务将实现定制化物业服务、社区物流、社区养老、社区教育等，公司将着力智能家居，打造智慧社区，实现“软”服务协同；融资模式上，提升“股+债”基本融资效率，拓展互联网金融、资产证券化等创新渠道，进一步降低公司融资成本、完善公司财务结构，为公司的稳健发展提供高效的资金支持。

总体看，基于公司发展战略，公司将继续在现有的经营模式下，通过深耕长三角，合理扩大土地储备，深化品牌竞争力，为确保公司在核心业务领域占有并逐步扩大市场份额，形成多层次区域的利润结构。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2015 年的合并财务报表已经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了

标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照最新《企业会计准则》编制。从合并范围变化来看，公司 2015 年纳入合并范围的公司包括 88 家，其中通过新设增加子公司 5 家，购买股权增加子公司 8 家，处置或者丧失控制权的子公司 2 家，分别为上海凤翔房地产开发有限公司和上海佳冠投资有限公司（以下简称“上海佳冠”）。总体看，近年来，公司合并范围新增子公司数量较多，但公司主营业务未发生变化，财务可比性较强。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 227.76 亿元，负债合计 189.97 亿元，所有者权益合计 37.79 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 30.09 亿元。2015 年，公司实现营业收入 73.36 亿元，净利润 0.78 亿元，其中归属于母公司的净利润 1.52 亿元；经营活动产现金流量净额 6.26 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.02 亿元。

2．资产质量

截至 2015 年末，公司合并资产总额 227.76 亿元，较年初增长 13.66%；其中流动资产和非流动资产占比分别为 94.48%和 5.52%，较年初变化不大。

截至 2015 年末，公司流动资产合计 215.18 亿元，较年初增长 14.87%，主要系存货增长较快所致；公司流动资产主要以存货（占 83.40%）、货币资金（占 9.89%）和预付款项（占 4.36%）为主。

截至 2015 年末，公司存货账面价值为 179.46 亿元，其中开发成本和开发产品分别占 78.73%和 21.26%，存货规模较年初增长 26.22%，主要系土地储备的增长以及项目未结转所致；公司存货规模较大，分布于上海和苏州、天津、杭州、宁波等二线城市以及扬州、常州、太仓、绍兴、南通等三线城市，存货质量一般；2015 年公司存货共计提跌价准备 1.41 亿元，主要系宁波·望府项目为高层和别墅住宅，其中高层住宅中可售面积合计 8.90 万平方米分摊成本较高使其可变现净值小于账面余额所致；公司账面价值为 65.84 亿元的存货用于抵押借款，占比为 28.90%，受限比例一般。公司货币资金为 21.28 亿元，较年初下降 25.95%，主要系公司偿还借款所致；受限货币资金为 6.02 亿元，占比为 2.64%，占比较低。公司预付款项为 9.38 亿元，较年初下降 23.62%，主要系公司预付的工程款和出让金结转成本所致。

截至 2015 年末，公司非流动资产合计 12.58 亿元，较年初下降 3.70%，主要系投资性房地产减少所致。公司非流动资产主要以投资性房地产（38.97%）、长期股权投资（34.44%）和递延所得税资产（16.13%）为主。

截至 2015 年末，公司投资性房地产总额为 4.90 亿元，较年初下降 30.58%，主要系公司将上海佳冠股权转让所致；公司投资性房地产中受限部分账面价值为 0.96 亿元，占比为 0.42%，占比较低。公司长期股权投资为 4.33 亿元，较年初增长 30.69%，主要系公司减持对上海佳冠的持股使其转入长期股权投资所致；公司长期股权投资未计提减值准备。公司递延所得税资产账面余额为 2.03 亿元，较年初增长 39.04%，主要系计提了存货跌价准备和可弥补亏损增加所致。

总体看，2015 年公司资产规模增长较快，资产结构较为稳定，仍以流动资产为主；流动资产中以房地产开发项目为主的存货占比较高，公司对存货计提了跌价准备，受限资产占比一般，资产流动性尚可。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2015 年末，公司负债合计 189.97 亿元，较年初增长 19.41%，主要系公司流动负债增加

所致。其中流动负债占 85.84%；非流动负债占 14.16%。

截至 2015 年末，公司流动负债合计 163.08 亿元，较年初增长 37.62%，主要系短期借款、应付账款、预收款项以及一年内到期的非流动负债增长所致；公司流动负债以短期借款（占 17.48%）、应付账款（占 12.44%）、预收款项（占 53.21%）和一年内到期的非流动负债（占 13.03%）为主。

截至 2015 年末，公司短期借款 28.51 亿元，年初大幅增长 88.00%，主要系随着公司业务的扩张，融资需求增大所致；短期借款中 18.02%为保证借款，21.90%为信用借款，16.71%为质押借款，43.38%为抵押借款。公司应付账款余额为 20.28 亿元，较年初大幅增长 134.52%，主要系已完工未结算项目增多所致；账龄构成以 1 年以内的应付账款（占比 89.19%）为主。公司预收款项合计 86.78 亿元，主要为预收房屋销售款，预收款项规模较年初增长 36.49%；由于这部分负债未来将结转为收入，对于公司而言不存在实际偿付压力。公司一年内到期的非流动负债为 21.25 亿元，较年初大幅增长 92.03%，主要系一年内到期的信用借款和抵押借款增加所致。公司将未并表的信托计划项目形成的销售回款计入到其他应付款中，2015 年底为 5.87 亿元，较年初大幅下降 69.62%，主要系信托计划项目销售回款下降所致。

截至 2015 年末，公司非流动负债为 26.90 亿元，较年初下降 33.75%，主要系长期借款大幅减少所致。非流动负债由长期借款（占比 88.84%）和递延所得税负债（占比 11.16%）构成，长期借款占比较年初下降 7.97 个百分点。

截至 2015 年末，公司长期借款为 23.90 亿元，其中包括 20.64 亿元的抵押借款和 3.26 亿元的质押借款，长期借款规模较年初下降了 39.19%，主要系公司归还了部分银行借款和部分转至一年内到期的非流动负债所致。从长期借款的还款期限来看，公司于 2017 年、2018 年、2019 年及以后到期的长期借款金额分别为 18.33 亿元、3.48 亿元和 2.09 亿元，主要集中于 2017 年，有一定的集中偿付压力。公司递延所得税负债合计 3.00 亿元，较年初大幅增长 131.37%，主要系公司投资性物业景瑞生活广场的公允价值增长所致。

截至 2015 年末，公司全部债务为 78.07 亿元，较年初增长 15.15%，其中短期债务为 54.17 亿元，占比 69.39%，占比较上年增长了 27.35 个百分点，公司债务结构发生变化，2015 年底以短期债务为主，公司短期偿债压力较大。

截至 2015 年末，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为 83.41%、67.38%和 38.74%，资产负债率和全部债务资本化比率较年初上升了 4.02 和 5.24 个百分点，长期债务资本化比率较年初下降了 10.02 个百分点，公司整体债务及短期债务负担加重。

公司于 2014 年发行永续债券 5.50 亿元，计入公司“所有者权益-其他权益工具”中。考虑到永续债券的性质及特点，分别将其从资产负债表中剔除和将其认定为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算。根据测算结果，若剔除公司永续债券对所有者权益的影响，2015 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均高于 2014 年底剔除前上述指标值；若将永续债券认定为普通债券，2014 年底上述指标值均高于剔除前及剔除后的测算值。

表9　2015年底永续债调整测算表（单位：%）

项目	调整前	剔除后	调整至债务
资产负债率	79.39	83.41	85.82
全部债务资本化比率	62.14	70.74	72.13
长期债务资本化比率	48.76	42.53	47.65

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，2015 年，随着公司项目开发投入加大，整体债务规模快速扩张，债务负担加重；公司债务结构发生变化，以短期债务为主，短期偿债压力较大。

所有者权益

截至 2015 年末，公司所有者权益为 37.79 亿元，较年初下降 8.50%，主要系资本公积和其他综合收益下降所致；公司资本公积为 5.47 亿元，较年初下降 24.87%，其他综合收益为 1.84 亿元，较年初下降 36.02%，主要系处置子公司上海佳冠所致；归属于母公司所有者权益为 30.09 亿元，其中实收资本占 20.64%，资本公积占 18.16%，盈余公积占 5.66%，未分配利润占 31.15%，其他权益工具占 18.28%，其他综合收益占 6.10%，所有者权益结构较年初变化不大。其他权益工具为公司于 2014 年向华融融德资产管理有限公司发行永续债券，金额为 5.50 亿元人民币。公司未分配利润及永续债占比较高，所有者权益稳定性较弱。

总体看，2015 年公司所有者权益中未分配利润及永续债的占比仍较高，权益的稳定性较弱。

4．盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 73.36 亿元，同比增长 62.57%，主要系售房收入大幅增长所致；同期营业成本为 63.72 亿元，同比增长 90.66%，高于营业收入增幅。2015 年，公司实现营业利润 1.37 亿元，同比下降 49.68%，主要系营业成本大幅增长以及对存货计提了 1.41 亿元的存货跌价准备所致；实现利润总额 2.35 亿元，同比下降 13.38%；实现净利润 0.78 亿元，同比下降 61.56%，主要系递延所得税费用大幅增加所致。

从利润构成来看，2015 年，公司处置了上海佳冠实现投资收益 2.25 亿元，较上年大幅增长；投资性房地产采用公允价值计价，2015 年实现公允价值变动收益 1.51 亿元，同比增长 452.70%；2015 年公司营业外收入为 1.14 亿元，主要系收购宁波海港城所致。公司营业外收入、公允价值变动收益和投资收益对公司利润的影响较大。2015 年，公司资产减值损失为 1.59 亿元，较上年增加 1.41 亿元，主要系宁波·望府项目计提跌价准备所致。

从期间费用来看，2015 年，公司期间费用为 4.89 亿元，较年初增长 13.63%，主要来源于销售费用的增长。2015 年，销售费用、管理费用和财务费用分别为 2.25 亿元、2.18 亿元和 0.46 亿元，销售费用、管理费用和财务费用较上年同期分别增长 11.50%、8.11%和 70.14%。公司费用收入比为 6.67%，较年初下降 2.87 个百分点，费用控制能力有所加强。

从各项盈利指标来看，公司各项盈利指标均出现了一定程度下滑。受公司先前调整业务结构，将三四线城市项目适当调整价格进行去库存影响，2015 年，公司营业利润率为 5.58%，较年初大幅下降 10.84 个百分点。2015 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 1.33%、1.44%和 1.97%，较上年分别下降 1.31 个、0.35 个和 3.69 个百分点。截至 2015 年末，公司预收款项为 86.78 亿元，未来随着项目的陆续结转，公司整体盈利能力有望获得提升。

总体看，2015 年，公司收入规模大幅增长，费用控制能力有所提升；2015 年公司投资收益、公允价值变动收益和营业外收入对公司利润的实现影响较大。

5．现金流

从经营活动情况来看，2015 年公司经营活动产生的现金流量净额为 6.26 亿元，由净流出转变为净流入。公司经营活动现金流入主要为销售商品提供劳务所收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金，2015 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 67.53 亿元，同比增长 24.87%；公司收到其他与经营活动有关的现金为 62.48 亿元，同比增长 6.96%，主要系关联方资金的往来增多所

致。2015 年，公司经营活动现金流入为 130.29 亿元，同比增长 15.82%。经营活动现金流出方面，2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金 50.49 亿元，同比下降 16.31%；支付其他与经营活动有关的现金 63.66 亿元，同比增长 23.55%，主要往来款及支付与购买土地相关的其他费用增加所致。由于房地产企业会计计量中现金收入实现与收入确认时点不匹配，故现金收入比变动较大，2015 年公司现金收入比分别为 92.05%，较上年的 119.83%大幅下降。

从投资活动情况来看，2015 年公司投资活动现金流继续呈现净流出，净流出规模为-0.70 亿元，较上年净流出规模减小。2015 年，公司投资活动现金流入为 1.40 亿元，同比增加 1.38 亿元，主要系公司处置子公司上海凤翔所致。2015 年，公司投资活动现金流出为 2.10 亿元，同比下降 41.10%，主要系公司取得子公司及其他营业单位支付的现金净额以及投资支付的现金大幅减少所致。

从筹资活动情况来看，2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额由净流入转变为净流出，净流出规模为-9.59 亿元，主要系当年公司加大偿还债务规模所致。

总体看，2015年，公司房屋销售收入大幅增加，使得经营活动现金呈净流入的状态，收入实现质量有所下降；处置子公司以及取得子公司支付的现金净额减少导致投资活动现金净流出的规模大幅下降；受加大偿还债务规模的影响，公司筹资活动现金由净流入转为净流出。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年公司短期债务规模大幅增长，流动比率和速动比率分别由 1.58 倍和 0.38 倍下降至 1.32 倍和 0.22 倍；2015 年，现金短期债务比由 1.01 倍下降至 0.39 倍，现金类资产对短期债务的保护程度大幅减弱。整体看，公司短期偿债能力大幅下降。

从长期偿债能力指标来看，2015 年公司 EBITDA 为 3.19 亿元，主要由计入财务费用的利息支出（占比 22.66%）和利润总额（占比 73.85%）构成；EBTIDA 利息倍数为 0.71 倍，EBITDA 全部债务比为 0.04 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较低。但考虑到公司的预收款项规模较大（2015 年为 86.78 亿元），随着收入的陆续结转，未来公司的收入将维持在较好的水平，EBITDA 水平将有望提升，其对利息和全部债务的保障倍数也将得到提升。此外公司拥有一定规模的土地和在建项目，一定程度上也将有利于提升公司对债务的保障能力。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10310109016129408），截至 2016 年 6 月 7 日，公司无未结清及已结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

截至 2015 年末，公司共获得商业银行授信总额 83.60 亿元，尚未使用的授信额度为 36.30 亿元，公司间接融资渠道畅通。景瑞控股于 2013 年在香港上市，可为公司提供一定的资金支持。

对外担保方面，截至 2015 年末，公司对外担保 1.15 亿元，担保比率为 3.04%。被担保方为南通景尚置业有限公司，目前被担保公司经营良好，偿还或有负债的风险较小。公司无重大未决诉讼。

总体看，2015 年，公司短期债务规模大幅增长，债务负担加重，短期偿债能力减弱，但考虑到公司预收款项规模较大，随着收入的结转，公司的长期偿债能力有望获得提升。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 21.28 亿元，约为“16 景瑞 01”本金（15.00 亿元）的 1.42 倍，公司现金类资产对债券的覆盖

程度尚可；净资产达 37.79 亿元，约为债券本金（15.00 亿元）的 2.52 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 景瑞 01”的按期偿付起到一定的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 3.19 亿元，约为“16 景瑞 01”本金（15.00 亿元）的 0.21 倍，公司 EBITDA 对“16 景瑞 01”的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 130.29 亿元，约为“16 景瑞 01”本金合计（15.00 亿元）的 8.69 倍，公司经营活动现金流入量对“16 景瑞 01”的覆盖程度较高。

综合以上分析，考虑到公司作为长三角地区知名的房地产企业，具有丰富的房地产开发经验；在建项目较多，未来可结转的收入规模较大；公司的标准产品的开发模式使得公司的周转效率在行业内具有一定的竞争优势。预计随着在建项目的逐步完工，公司的营业收入规模继续提升。联合评级认为，公司对“16 景瑞 01”的偿还能力较强。

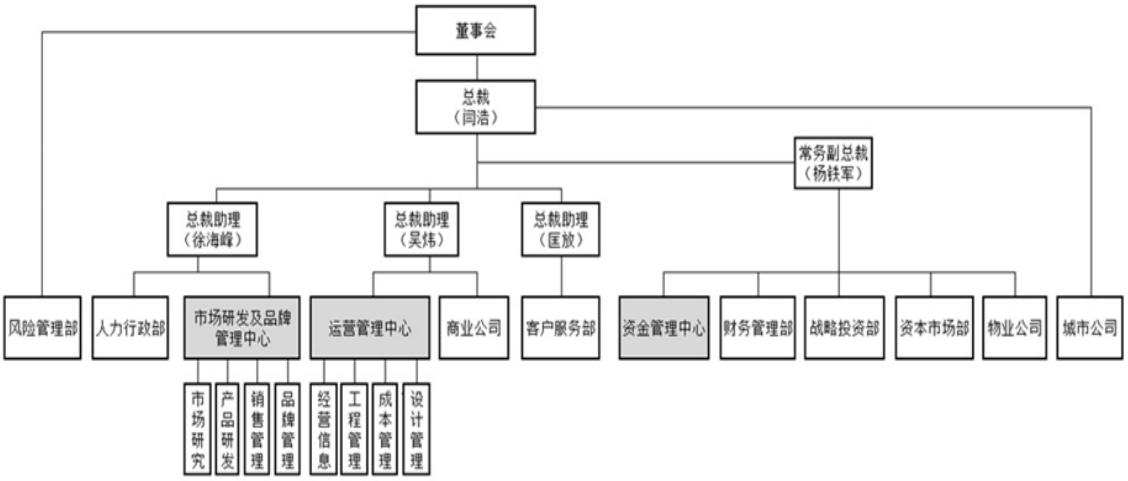
八、综合评价

公司于 2014 年进行业务结构调整，将三线城市房地产项目适当下调销售价格去库存并于 2015 年结转，使得 2015 年收入大幅增长，且 2015 年底预售款项规模较大，对公司未来收入的实现形成有力支撑；公司通过二手并购方式获取土地，扩大了公司项目储备规模，提升了土地储备质量，且上海房地产市场发展向好，二手并购项目盈利空间可期。同时联合评级也关注到公司房地产项目毛利率大幅下降、在建拟建项目仍将面临一定的资金支出压力、债务负担加重、短期偿债压力较大等因素可能给公司经营发展带来的不利影响。

公司在建项目规模较大，随着在建项目的开发和销售，以及预售项目的竣工结转，公司收入规模有望获得提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”，同时维持“16 景瑞 01”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　景瑞地产（集团）有限公司组织结构图



附件 2　景瑞地产（集团）有限公司
主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	200.39	227.76
所有者权益（亿元）	41.30	37.79
短期债务（亿元）	28.50	54.17
长期债务（亿元）	39.30	23.90
全部债务（亿元）	67.80	78.07
营业收入（亿元）	45.13	73.36
净利润（亿元）	2.03	0.78
EBITDA（亿元）	3.20	3.19
经营性净现金流（亿元）	-11.75	6.26
应收账款周转次数(次)	60.47	86.23
存货周转次数（次）	0.28	0.39
总资产周转次数（次）	0.26	0.34
现金收入比率（%）	119.83	92.05
总资本收益率（%）	2.64	1.33
总资产报酬率（%）	1.79	1.44
净资产收益率（%）	5.66	1.97
营业利润率（%）	16.42	5.58
费用收入比（%）	9.54	6.67
资产负债率（%）	79.39	83.41
全部债务资本化比率（%）	62.14	67.38
长期债务资本化比率（%）	48.76	38.74
EBITDA 利息倍数（倍）	0.68	0.71
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.04
流动比率（倍）	1.58	1.32
速动比率（倍）	0.38	0.22
现金短期债务比（倍）	1.01	0.39
经营现金流动负债比率（%）	-9.92	3.84
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.21	0.21

注：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+
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。