# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]971 号

景瑞地产（集团）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 景瑞 01”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）有限公司公开发行的“16 景瑞 01”信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

# 景瑞地产（集团）有限公司
# 公司债券 2017 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（3+2） | AA | AA | 2016 年 6 月 29 日 |

**跟踪评级时间：**2017 年 6 月 23 日

**主要财务数据：**

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 |
|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 227.76 | 275.71 |
| 所有者权益（亿元） | 37.79 | 59.10 |
| 长期债务（亿元） | 23.90 | 65.03 |
| 全部债务（亿元） | 78.07 | 92.73 |
| 营业收入（亿元） | 73.36 | 152.95 |
| 净利润（亿元） | 0.78 | 2.94 |
| EBITDA（亿元） | 3.19 | 6.72 |
| 经营性净现金流（亿元） | 6.26 | 24.60 |
| 营业利润率（%） | 5.38 | 2.29 |
| 净资产收益率（%） | 1.97 | 6.07 |
| 资产负债率（%） | 83.41 | 78.56 |
| 全部债务资本化比率（%） | 67.38 | 61.07 |
| 流动比率（倍） | 1.32 | 1.74 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.04 | 0.07 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 0.70 | 0.78 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.21 | 0.45 |

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

2016 年，景瑞地产（集团）有限公司（以下简称“公司”或“景瑞地产”）在三四线城市去库存情况良好，合同销售金额大幅增长，新竣工交付项目有所增加，新增项目规模有所扩大；营业收入和净利润规模大幅提升，经营性现金流入规模进一步增长；债务结构有所优化，短期债务负担明显减轻。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产行业未来仍存在不确定性、在建和拟建项目仍将面临一定的资金支出压力、债务面临一定的集中偿付压力和对外担保规模较大等因素可能给公司经营发展和信用水平带来的不利影响。

公司于 2016 年 6 月完成增资，注册资本大幅增长，资本实力有所增强。公司在建项目规模较大，未来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”。

## 优势

1．2016 年，受益于房地产市场的景气以及公司大力推盘，公司签约销售金额大幅增长。

2．2016 年，公司继续调整土地储备区域结构，土地储备质量有所提高。

3．2016 年，股东增资有效增强了公司的资本实力；公司债务结构有所优化，短期偿债压力明显减轻。

4．2016 年，公司经营活动现金净流入规模进一步扩大，货币资金充足。

**关注**

1. 房地产行业高速发展的阶段已经过去；同时房地产政策面临整体调整，调控政策再度趋紧，不排除房地产市场再度低迷的可能，可能会对公司部分项目造成去化压力。

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. 公司对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险。

**分析师**

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

李　聪

电话：010-85172818

邮箱：lic@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：

联合信用评级有限公司

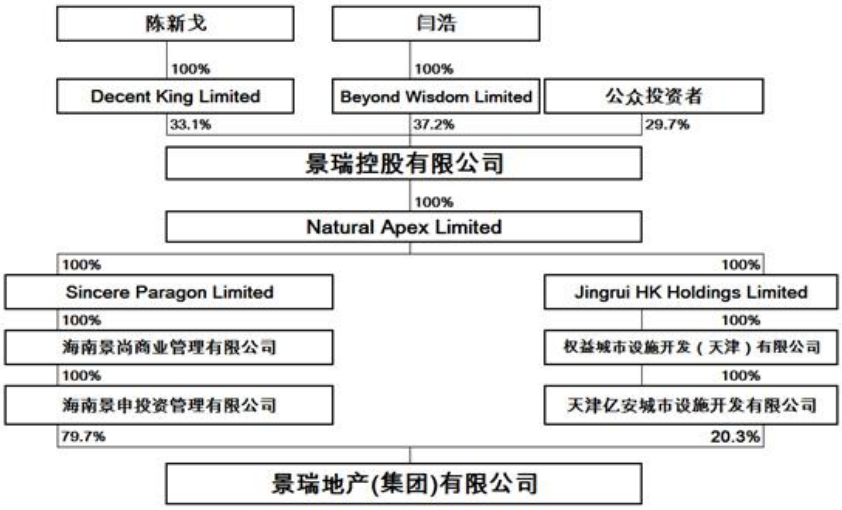
## 一、主体概况

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》，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%，为公司直接控股股东。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：1862.HK，总股本为 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，实际控制人未发生变化。

图 1　截至 2016 年底公司股权结构图




资料来源：公司提供

2016 年，公司经营范围和组织架构没有发生变化。截至 2016 年底，公司拥有直接或间接控股子公司 116 家；拥有在职员工 2,533 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 275.71 亿元，负债合计 216.61 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 59.10 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 44.65 亿元。2016 年，公司实现营业收入 152.95 亿元，净利润（含少数股东损益）2.94 亿元，其中归属于母公司的净利润 2.92 亿元；经营活动产现金流量净额 24.60 亿元，现金及现金等价物净增加额 43.53 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监许可[2016]280号文核准，公司于2016年3月17日面向合格投资者公开发行总额为15亿元的公司债券，债券全称为“景瑞地产(集团)有限公司公开发行2016年公司债券(第一期)”（以下简称“本期债券”），本期债券为5年期固定利率债券，票面利率为5.88%。本期债券于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.SH”。本期债券扣除发行费用后的募集资金为14.82亿元，截至2016年底募集资金已全部使用完毕，全部用于置换前期债务，与募集说明书约定一致。

2017年3月17日，公司支付了2016年3月17日至2017年3月16日期间的债券利息。

## 三、行业分析

公司主营业务是房地产开发销售，属于房地产行业。

1．房地产行业

（1）行业概况

2016年，受信贷政策刺激以及去库存政策的影响，房地产市场有所回暖，全国房地产开发投资102,581亿元，比上年名义增长6.9%（扣除价格因素实际增长7.5%）。其中，住宅投资68,704亿元，较上年增长6.4%，增速提高0.4个百分点。

2016年，全国房屋新开工面积166,928万平方米，较上年增长8.1%，增速提高0.5个百分点；其中，住宅新开工面积115,911万平方米，较上年增长8.7%。房屋竣工面积106,128万平方米，增长6.1%，增速回落0.3个百分点；其中，住宅竣工面积77,185万平方米，较上年增长4.6%。

需要注意的是，2016年开始，一二三线城市投资增速开始趋同，一线城市投资增速放缓，二线城市自年初开始投资增幅增长，三线城市投资受去库存及市场预期影响增长有所滞后。受一线城市土地供应限制及限购政策从严等因素限制，未来可能再度出现一线走低、三线走高的背离局面。

总体看，2016年房地产行业整体有所回暖，投资和开发面积等重要指标同比均有所提升，但市场有所分化。

（2）行业供需

土地供应方面，2016年房地产开发企业土地购置面积为22,025万平方米，比上年下降3.4%；土地成交价款9,129亿元，增长19.8%，增速回落1.6个百分点。土地成交宗数共为64,502宗，同比下降10.71%；土地成交面积为188,102.22万平方米，同比下降6.08%；土地成交价款共34,637.32亿元，同比增长22.45%。2016年，随着房地产市场不断升温，房价不断升高，同时部分城市土地供应收缩，导致“地王”频现。截至2016年底，成交土地溢价率为27.38%。

销售方面，随着信贷刺激政策以及各种政策的出台，2016年商品房销售面积为157,349万平方米，较上年增长22.5%。全国房地产市场价格持续增长，2016年12月，百城住宅价格指数同比增长18.71%。我国房价自2002年至今一直处于波动上升的态势，截至2016年底，百城住宅平均价格13,035元/平方米，已达到历史高点。

截至2016年底，全国商品房待售面积为69,539万平方米，比上年末下降3.2%，但较11月底增加444万平方米，连续9个月库存下降的态势被打破。截至2015年底，我国商品住宅待售面积4.52亿平方米，2016年底降至4.03亿平方米，下降了11%。而待售面积仅仅是指已经竣工的建筑

面积，还有大量已经开工尚未竣工的面积，我国房地产去化压力有所缓解，但仍面临一定的压力。

总体看，受“去库存”政策影响，2016 年房地产开发企业购置面积和土地成交面积较上年有所下降，2016 年上半年成交土地溢价率总体快速上涨，下半年有所回落；商品房销售面积较 2015 年有所回升，住宅销售均价已达到历史高点；待售面积同比略有下降，去化压力有所缓解。

（3）行业政策

2016 年 2 月，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。6 月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

2016 年 9~10 月初，各地政府密集出台多项房地产调控政策，包括北上广深等一线城市，也包括南京、合肥等热点城市以及无锡、佛山等三线城市。本轮调控因城施政：一线城市调控最为严厉，重点在于抑制投机、去杠杆、同时保证刚需住宅的供应；厦门、南京、武汉等热点二线城市二套房首付比例大幅提升，以上城市大幅提高二套房首付比例，对本地逐渐升温的房地产投资情绪起到重要的抑制作用，同时有效降低杠杆，预防由此导致的金融风险；其它城市根据各地房地产特殊情况作出针对性调整，并预防未来投资投机性购房增长。

此外，2016 年 9 月，政府出台严控房地产企业发债的审批政策，收缩融资渠道，控制投资节奏和开发商借款比率。10 月 12 日央行召集多家银行召开商业银行住房信贷的会议，要求各商业银行理性对待楼市的同时，加强信贷结构调整，在强化住房信贷管理的同时控制好相关贷款风险；随后上海市银监局也对管辖内银行发出房贷的风险警示，可视为信贷政策的定向收紧。

2017 年 2 月 13 日，中国基金业协会发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号——私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》。文件规定，投资于房地产价格上涨过快热点城市普通住宅地产项目的，暂不予备案。基金业协会称，房价上涨过快热点城市目前包括北京、上海、广州、深圳、厦门、合肥、南京、苏州、无锡、杭州、天津、福州、武汉、郑州、济南、成都等 16 个，将根据住房和城乡建设部相关规定适时调整范围。

2017 年 3 月，房地产热点城市调控升级，限购限贷城市不断增加，共涉及 24 个城市，且限购限贷力度有所加强。本轮调控以限购、限贷为主要手段，热点城市在抑制投资需求的基础上突出“补库存”；强三四线城市限购政策以预防性动机为主；其余三四线城市受益于差异化信贷政策倾斜继续坚持去库存。

总体看，目前我国房地产行业因城施策，分类调控。2016 年 9 月份开始的限贷限购政策重在减缓一二线城市房价上涨幅度，打压投资投机性行为，是对全面去库存政策的局部纠偏。自 2017 年 3 月开始，新一轮限购、限贷政策出台且力度有所加强。

（4）行业关注

**发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险**

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来政府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；2016 年，房地产行业总体发债规模为 9,663.05 亿元，较 2015 年增长 46.38%，房企融资环境明显改善，房企公司债发行量持续提升，此轮发债规模的激增导致整体房地产行业资产负债率处于较高水平，需关注并防范后续风险。

**房地产调控政策再度趋严**

进入 2016 年，我国房地产调控政策再度趋严，全国 20 余个城市陆续出台从限购、限价、限

贷和限售等多方面对房地产行业进行调控。2017 年 3 月后续政策继续出台，房地产行业再度面临进入行业紧缩期的可能。

**市场格局持续分化**

近年来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。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，除去少量地理位置特殊的三四线城市（环京、环沪、环深）外，部分三四线城市库存去化非常不乐观，去库存已成为目前房地产市场调控的重要任务之一。

（5）未来发展

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。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，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

2016 年，公司副总经理匡放先生因个人原因离职，公司暂未选举新副总经理，除此之外公司其他主要管理人员未发生变化，相关管理制度亦未发生变化。

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

2016年，公司主营业务仍为住宅开发与销售，受售房收入大幅增长影响，公司实现营业收入152.95亿元，较上年大幅增长108.49%；实现净利润2.94亿元，较上年大幅增长277.52%，主要系公司营业收入及投资收益大幅增长所致。

从营业收入构成情况来看，住宅开发和销售仍是公司的核心业务，售房收入在公司营业收入中的占比仍保持在98%以上。具体来看，2016年公司售房收入为150.50亿元，较上年增长108.50%，主要系竣工交付项目规模增加所致，售房收入占营业收入比重为98.40%，较上年基本持平；公司物业管理收入仍为公司第二收入来源，2016年实现收入1.84亿元，较上年增长83.48%，主要系公司物业服务面积增长所致，占营业收入比重为1.20%，较上年变化不大；公司其他业务板块收入占比较低，对收入的影响很小。

表1　2015~2016年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 业务板块 | 2015 年 | | | 2016 年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 售房收入 | 72.18 | 98.39 | 13.40 | 150.50 | 98.40 | 8.44 |
| 房租收入 | 0.08 | 0.11 | 77.56 | 0.14 | 0.09 | 97.93 |
| 物业管理收入 | 1.00 | 1.36 | -12.01 | 1.84 | 1.20 | 45.56 |
| 代理收入 | 0.00 | 0.00 | 100.00 | 0.21 | 0.14 | 98.40 |
| 装修收入 | 0.02 | 0.03 | 25.40 | 0.15 | 0.10 | 22.27 |
| 其他 | 0.08 | 0.11 | 13.14 | 0.11 | 0.07 | -25.03 |
| **合计** | **73.36** | **100.00** | **13.14** | **152.95** | **100.00** | **9.08** |

资料来源：公司提供

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。公司自2014年开始进行业务结构调整，针对三四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，2016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2016年房产销售板块毛利率较2015年下降4.96个百分点至8.44%。受上述因素影响，2016年公司综合毛利率为9.08%，较上年下降4.06个百分点。

总体看，2016 年，受竣工交付项目增加影响，公司营业收入和净利润大幅增长，受公司调整业务结构，前期将三四线城市项目适当调整价格进行去库存的影响，房产结转项目毛利率有所下降。

2．土地储备

2016 年，公司土地投资仍来源于“招、拍、挂”和二级市场收购，公司加大了拿地力度，共获取土地 10 幅，较上年增长了 3 幅，总占地面积为 39.70 万平方米，规划建筑面积合计 98.62 万平方米，均较上年有所增长，土地出让金已全部缴纳。从土地获取方式来看，公司通过招拍挂方式获取土地 6 幅，通过二手并购方式获取土地 4 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。2016 年，公司在区域布局方面形成了坚持基地城市、战略性城市、机会性城市的“1+8+X”[1]的梯度布局，新增土地区域主要位于长三角区域经济发展水平较高的城市（上海市、苏州市、杭州市）以及直辖市天津。

表2　公司2016年土地获取情况（单位：平方米、万元、元/平方米）

| 项目公司 | 取得时间 | 所处区域 | 土地占地面积 | 建筑面积 | 土地取得方式 | 土地出让金总额 | 已缴纳金额 | 类型 | 楼面价 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 宁波缇香郡 | 2016.1 | 浙江 | 45,066 | 120,832 | 招拍挂 | 36,233 | 36,233 | 住宅 | 4,016 |
| 宁波海志府 | 2016.3 | 浙江 | 32,474 | 120,927 | 招拍挂 | 81,743 | 81,743 | 综合 | 8,985 |
| 苏州东环之歌 | 2016.1 | 苏州 | 54,461 | 136,057 | 招拍挂 | 64,591 | 64,591 | 住宅 | 5,931 |
| 苏州无双 | 2016.4 | 苏州 | 77,910 | 133,871 | 招拍挂 | 155,100 | 155,100 | 住宅 | 19,711 |
| 杭州奥体 | 2016.5 | 杭州 | 32,666 | 107,865 | 招拍挂 | 141,100 | 141,100 | 住宅 | 19,634 |
| 杭州申花郡 | 2016.4 | 杭州 | 24,952 | 73,940 | 二手并购 | 29,600 | 29,600 | 综合 | 8,380 |
| 天津悦府 | 2016.4 | 天津 | 61,986 | 112,366 | 二手并购 | 17,100 | 17,100 | 综合 | 1,839 |
| 南京春风十里 | 2016.4 | 南京 | 18,158 | 37,638 | 二手并购 | 2,579 | 25,679 | 住宅 | 9,506 |
| 上海尚滨江 | 2016.7 | 上海 | 8,280 | 31,466 | 二手并购 | 135,300 | 135,300 | 商业 | 70,202 |
| 宁波姜山 3 号 | 2016.9 | 宁波 | 41,088 | 111,188 | 招拍挂 | 34,800 | 34,800 | 住宅 | 4,235 |
| **合计** | -- | | **397,041** | **986,150** | -- | **698,146** | **721,246** | -- | **10,289** |

资料来源：公司提供
注:上表中，楼面价=土地出让金总额/地上建筑面积，地上建筑面积与总建筑面积略有尾差差异。

截至2016年底，公司土地储备占地面积合计39.70万平方米，规划建筑面积合计94.50万平方米，均较上年底有所增长，其中位于杭州、苏州、天津和宁波的土地面积占比较高，受到公司“8611”经营法则影响，公司2016年以前获取的土地储备已全部投入开发。公司的土地储备主要位于长三角区域经济较发达的地区，土地储备质量较好。根据以往的开发节奏，公司土地储备可支撑未来一定时期的开发需求。

[1]公司聚焦长三角、津渝一二线城市，形成以上海为基地城市，以苏州、杭州、宁波、南京、重庆、天津、北京为战略城市，武汉为尝试进入城市，以绍兴、南通、台州等为机会型城市的 1+8+X 的梯度布局。

表3 截至2016年底公司土地储备状况（单位：平方米、%、万元）

| 项目名称 | 位置 | 类型 | 占地面积 | 建筑面积 | 获取时间 | 权益占比 | 获取价格 | 已缴纳出让金 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 宁波望府西 | 浙江 | 住宅 | 45,066 | 120,832 | 2016 年 1 月 | 48 | 36,233 | 36,233 |
| 宁波庆丰 | 浙江 | 综合 | 32,474 | 120,927 | 2016 年 3 月 | 5 | 81,743 | 81,743 |
| 苏州吴江 | 苏州 | 住宅 | 54,457 | 136,057 | 2016 年 1 月 | 70 | 64,591 | 64,591 |
| 苏州科技城 | 苏州 | 住宅 | 77,910 | 133,871 | 2016 年 4 月 | 100 | 155,100 | 155,100 |
| 杭州奥体 | 杭州 | 住宅 | 32,666 | 107,865 | 2016 年 5 月 | 51 | 141,100 | 141,100 |
| 杭州汉嘉 | 杭州 | 综合 | 24,952 | 73,940 | 2016 年 4 月 | 100 | 29,600 | 29,600 |
| 天津宝坻一中 | 天津 | 综合 | 61,986 | 112,366 | 2016 年 4 月 | 70 | 17,100 | 17,100 |
| 南京国信 | 南京 | 住宅 | 18,158 | 37,638 | 2016 年 4 月 | 100 | 25,679 | 25,679 |
| 上海丰永 | 上海 | 商业 | 8,280 | 31,456 | 2016 年 7 月 | 100 | 135,300 | 135,300 |
| 宁波姜山 | 宁波 | 住宅 | 41,088 | 111,188 | 2016 年 9 月 | 40 | 34,800 | 34,800 |
| **合计** | **--** | | **397,037** | **986,140** | **--** | | **721,246** | **721,246** |

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，公司加大土地获取力度，通过二手并购有效扩大了项目储备规模；公司目前土地储备规模尚可，整体质量较好。

3．房地产开发

2016年，公司继续采用“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。

2016年，公司项目开发力度有所加大，具体来看，公司新开工项目数量为13个，较上年增长8个，新开工面积118.00万平方米，较上年大幅增长180.95%；竣工面积为105.26万平方米，较上年小幅下降3.43%。受上述因素影响，截至2016年底公司在建面积为243.94万平方米，较上年底小幅增长5.51%。

表4 2015~2016年公司主要开发数据情况（单位：个、万平方米）

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 |
|---|---|---|
| 开工数量 | 5 | 13 |
| 新开工面积 | 42.00 | 118.00 |
| 竣工面积 | 109.00 | 105.26 |
| 在建面积 | 231.20 | 243.94 |

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司在建房地产项目共计 19 个，较上年底增加了 3 个，类别以住宅为主，在建项目规划建筑面积合计 389.96 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，上海仅有城中公园项目，规划建筑面积占比为 5.42%；杭州城区在建项目建筑面积占 2.98%；苏州城区在建项目建筑面积占比 13.95%，宁波在建项目建筑面积占 9.29%，三线城市中太仓、南通和绍兴在建面积占比分别为 17.26%、8.84%和 19.09%，合计占比 45.19%。

表 5 截至 2016 年底公司主要在建项目情况（单位：平方米、万元）

| 项目名称 | 所在区域 | 规划建筑面积 | 项目类别 | 开工时间 | 预计竣工时间 | 预计总投资 | 截至 2016 年底已完成投资 | 2017 年预计投资 | 2018 年预计投资 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 绍兴望府 | 柯桥 | 472,972 | 住宅、商业 | 2012/3/9 | 2017/11/30 | 386,911 | 377,885 | 6,272 | 2,754 |
| 绍兴曦之湖 | 绍兴 | 271,215 | 住宅 | 2014/3/15 | 2017/8/31 | 139,328 | 99,650 | 18,201 | 10,326 |

| | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 诸暨上府 | 诸暨 | 173,054 | | 2013/8/15 | 2017/12/8 | 80,387 | 62,371 | 10,322 | 4,684 |
| 杭州奥体 | 钱江新城 | 116,306 | 住宅 | 2016/10/25 | 2018/9/30 | 220,207 | 153,383 | 17,592 | 28,754 |
| 宁波缇香郡 | 鄞州区 | 120,832 | 住宅 | 2016/4/1 | 2018/8/25 | 95,345 | 47,789 | 11,184 | 17,865 |
| 宁波红翎台 | 鄞州区 | 120,444 | 住宅 | 2015/4/4 | 2017/10/30 | 79,973 | 73,920 | 4,859 | 1,194 |
| 宁波海国图志 | 江东 | 120,927 | 住宅 | 2016/8/15 | 2018/10/30 | 160,184 | 93,029 | 20,321 | 23,265 |
| 苏州御江山 | 苏州越溪 | 273,871 | 住宅、商业 | 2014/3/25 | 2017/11/30 | 229,827 | 200,869 | 12,547 | 7,896 |
| 太仓望府 | 太仓主城区 | 289,349 | 住宅 | 2013/12/16 | 2017/12/23 | 206,554 | 186,144 | 17,632 | 2,777 |
| 太仓翡翠湾 | 太仓西 | 383,544 | 住宅 | 2010/6/23 | 2018/5/15 | 217,926 | 181,307 | 16,457 | 10,245 |
| 无锡望府 | 锡山区 | 256,166 | 住宅 | 2014/6/5 | 2017/8/31 | 151,400 | 106,095 | 15,639 | 16,567 |
| 常州望府 | 天宁区 | 292,510 | 住宅、商业 | 2011/11/15 | 2019/9/15 | 226,209 | 159,970 | 9,042 | 5,879 |
| 苏州东环之歌 | 吴江 | 136,075 | 住宅 | 2016/5/1 | 2017/12/15 | 220,815 | 75,525 | 25,912 | 38,765 |
| 苏州无双 | 科技城 | 133,871 | 住宅 | 2016/9/16 | 2018/12/15 | 225,764 | 173,045 | 28,873 | 18,624 |
| 南通御府 | 开发区 | 344,452 | 住宅 | 2015/12/28 | 2018/10/30 | 149,257 | 56,493 | 36,937 | 28,997 |
| 南京春风十里 | 江宁 | 37,571 | 住宅 | 2016/9/13 | 2017/10/12 | 48,554 | 34,070 | 6,600 | 4,922 |
| 上海城中公园 | 青浦 | 211,395 | 住宅、商业、办公 | 2016/1/8 | 2018/12/20 | 247,860 | 172,568 | 36,976 | 20,325 |
| 天津悦府 | 宝坻 | 111,093 | 住宅 | 2016/7/19 | 2017/11/30 | 72,032 | 26,839 | 18,835 | 16,724 |
| 重庆西联社 | 杨家坪 | 32,915 | 住宅、商业 | 2016/2/22 | 2017/11/15 | 29,189 | 16,050 | 5,349 | 5,073 |
| **合计** | **--** | **3,898,562** | **--** | | | **3,187,721** | **2,297,002** | **319,548** | **265,636** |

资料来源：公司提供
注：1、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。2、上表中的规划建筑面积包含已完工的面积。3、上表中有些项目为分期销售，有些项目虽然已销售，但存在尚未签约的存货部分，故部分项目在土地储备表格中出现。

拟建项目方面，截至2016年底，公司共有拟建项目3个，分别位于宁波和南京，全部为住宅项目，总占地面积为12.35万平方米，规划建筑面积合计26.79万平方米，规划可售面积为26.61万平方米。

表6　截至2016年底公司拟建项目情况（单位：平方米、万元）

| 项目名称 | 所在地区 | 项目类别 | 土地面积 | 建筑面积 | 规划可售面积 | 预计总投资额 | 截至2016年底已投资额 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 宁波姜山3号地块 | 宁波姜山 | 住宅 | 41,088 | 111,188 | 111,188 | 79,000 | 34,809 |
| 宁波潘火项目 | 宁波潘火 | 住宅 | 16,134 | 24,201 | 22,360 | 31,000 | 0 |
| 南京淳化项目 | 南京淳化 | 住宅 | 66,267 | 132,534 | 132,534 | 209,300 | 0 |
| **合计** | **--** | | **123,489** | **267,923** | **266,082** | **319,300** | **34,809** |

资料来源：公司提供

从投资情况来看，截至2016年底，公司在建项目规划总投资318.77亿元，已投资229.70亿元，公司2017~2018年分别计划投资31.95亿元和26.56亿元；拟建项目预计总投44.71亿元，已投资3.48亿元，未来还需投资41.23亿元。公司在建拟建项目规模较大，考虑到公司房地产项目销售回款减轻了一定投资压力，若未来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，公司仍将面临一定程度的资本支出压力。

总体看，2016年公司房地产在建和拟建项目分布仍以长三角区域为主，且规模较大，未来面临一定的资金支出压力。

4．房地产销售

从销售数据上来看，受公司房地产项目布局区域整体房价增长影响，公司 2016 年合同销售均价较 2015 年上升了 9.85%至 11,780.81 元/平方米；受公司加大去推盘力度的影响，2016 年公司合同销售面积为 126.49 万平方米，同比增长 56.01%；受上述因素影响，2016 年公司合同销售金额为 149.00 亿元，同比增长 71.36%。

表 7　2015~2016 年公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 |
|---|---|---|
| 合同销售面积 | 81.03 | 129.37 |
| 合同销售金额 | 86.95 | 149.00 |
| 合同销售均价 | 10,724.12 | 11,780.81 |
| 结转面积 | 82.98 | 164.52 |
| 结转收入 | 72.18 | 150.50 |
| 平均结转价格 | 8,698.70 | 9,147.96 |

资料来源：公司提供

从结转情况来看，受项目结转周期影响，2016年公司结转销售面积为164.52万平方米，同比大幅增长98.26%，带动结转收入大幅增长108.51%至150.50亿元，2016年平均结转价格为9,147.96元/平方米，较上年增长了5.16%，变化幅度不大。

公司可售项目数量较多，受公司销售力度加大的影响，2016 年公司销售面积较 2015 年大幅增长 109.69%为 129.37 万平方米，截至 2016 年底，公司总可售面积为 563.25 万平方米，已销售面积为 470.46 万平方米，剩余可售面积合计 92.80 万平方米，其中占比较大的项目有绍兴望府、绍兴曦之湖和上海城中公园，公司可售项目主要分布在长三角区域经济较为发达城市，未来面临的去化压力较小，具体参见下表。

表 8　截至 2016 年底公司可售项目销售情况（单位：平方米）

| 项目名称 | 所在区域 | 建筑面积 | 可售面积 | 已售面积 | 取得预售证未销售面积 | 开盘时间 | 是否竣工 | 2015 年销售面积 | 2016 年销售面积 | 剩余可售面积 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 绍兴望府 | 柯桥 | 472,972 | 354,945 | 252,867 | 89,157 | 2014/11/15 | 否 | 24065 | 56,650 | 102,078 |
| 台州望府 | 台州路桥 | 82,422 | 52,990 | 48,335 | 4,654 | 2014/12/25 | 是 | 43,653 | 2,987 | 4,655 |
| 绍兴曦之湖 | 绍兴 | 271,215 | 206,820 | 88,399 | 118,420 | 2014/12/11 | 否 | 18,320 | 62,563 | 118,421 |
| 诸暨上府 | 诸暨 | 173,054 | 134,887 | 108,526 | 26,362 | 2015/10/23 | 否 | 19,777 | 38,180 | 26,361 |
| 绍兴上府 | 绍兴 | 164,496 | 115,902 | 115,902 | -- | 2013/7/26 | 是 | 119 | -404 | -- |
| 杭州申花壹號院 | 杭州市拱墅区 | 191,359 | 132,549 | 123,494 | 1,957 | 2015/10/27 | 是 | 60,353 | 40,048 | 9,055 |
| 杭州御华府 | 临平 | 212,489 | 150,876 | 143,613 | 575 | 2013/12/27 | 是 | 30,766 | 61,677 | 7,263 |
| 杭州御蓝湾 | 余杭 | 206,781 | 153,532 | 148,691 | 3,936 | 2013/9/28 | 是 | 16,598 | 14,168 | 4,841 |
| 长兴望府 | 长兴 | 53,046 | 50,138 | 35,435 | 14,708 | 2012/8/24 | 是 | 8,013 | 16,746 | 14,703 |
| 湖州西西那堤 | 湖州 | -- | 94,216 | 89,599 | -- | 2008/1/1 | 是 | 2,197 | 369 | 4,617 |
| 杭州申花郡 | 杭州市拱墅区 | 73,940 | 48,710 | 15,922 | 4,910 | 2014/10/20 | 是 | -- | 15,662 | 32,788 |
| 宁波上府 | 鄞州区 | 131,406 | 96,226 | 94,505 | 1,765 | 2015/9/20 | 是 | 59,695 | 17,488 | 1,721 |
| 宁波望府 | 鄞州区 | 182,782 | 119,505 | 115,757 | 3,716 | 2013/9/16 | 是 | 5,189 | 3,240 | 3,749 |

| | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 宁波缇香郡 | 鄞州区 | 120,832 | 87,722 | 84,201 | 3,388 | 2016/9/22 | 否 | -- | 84,201 | 3,521 |
| 宁波红翎台 | 鄞州区 | 120,444 | 88,014 | 88,015 | -- | 2015/9/20 | 否 | 39,048 | 51,237 | -1 |
| 宁波海港城 | 鄞州区 | 132344 | 65409 | 65409 | | 2014/12/1 | 是 | 33,090 | | |
| 宁波海国图志 | 江东 | 120,927 | 89,372 | 16,248 | -- | 2016/12/16 | 否 | 0 | 16,248 | 73,124 |
| 舟山半岛湾 | 舟山 | 99,570 | 77,000 | 70,195 | 6,493 | 2011/10/28 | 是 | 4,440 | 20,800 | 6,805 |
| 苏州御江山 | 苏州越溪 | 273,871 | 210,896 | 210,201 | 126 | 2015/12/17 | 否 | 75,795 | 93,321 | 695 |
| 太仓望府 | 太仓主城区 | 289,349 | 207,553 | 197,422 | 12,905 | 2014/3/7 | 否 | 34,209 | 71,854 | 10,131 |
| 太仓翡翠湾 | 太仓西 | 383,544 | 238,671 | 205,828 | 9,316 | 2010/10/23 | 否 | 8,549 | 36,438 | 32,843 |
| 太仓荣御蓝湾 | 太仓 | 472,098 | 365,232 | 363,143 | 2,037 | 2009/3/23 | 是 | 6,053 | 2,323 | 2,089 |
| 无锡望府 | 锡山区 | 256,166 | 207,329 | 192,313 | 15,016 | 2014/7/23 | 否 | 37,633 | 119,220 | 15,016 |
| 常州望府 | 天宁区 | 292,510 | 123,345 | 108,890 | 13,241 | 2012/10/19 | 否 | 16,563 | 34,994 | 14,455 |
| 常州铂庭 | 常州 | 254,494 | 208,000 | 207,859 | -- | 2011/3/1 | 是 | -141 | 0 | 141 |
| 苏州东环之歌 | 吴江 | 136,075 | 107,568 | 41,133 | 20,567 | 2016/8/15 | 否 | -- | 41,133 | 66,435 |
| 苏州无双 | 科技城 | 133,871 | 76,834 | -- | -- | -- | 否 | -- | -- | 76,834 |
| 南通望府 | 开发区 | 423,164 | 324,630 | 324,124 | 501 | 2011/5/15 | 是 | 62,056 | 1,832 | 506 |
| 南通御府 | 开发区 | 344,452 | 253,811 | 223,825 | 29,387 | 2015/12/29 | 否 | 23,458 | 200,367 | 29,986 |
| 海门御江山 | 海门 | 176,208 | 138,706 | 129,869 | 8,817 | 2013/11/15 | 是 | 36,704 | 37,306 | 8,837 |
| 扬州望府 | 扬州 | 210,181 | 157,925 | 155,989 | -- | 2013/9/30 | 是 | 55,638 | - | 1,936 |
| 泰州荣御蓝湾 | 泰州 | 338,680 | 258,542 | 255,811 | -- | 2012/7/30 | 是 | 17,397 | 2,056 | 2,731 |
| 南京春风十里 | 江宁 | 37,571 | 26,626 | 7,738 | 18,900 | 2016/11/11 | 否 | -- | 7,738 | 18,888 |
| 上海城中公园 | 青浦 | 211,395 | 163,267 | 16,111 | 34,141 | 2014/1/16 | 否 | -448 | 14,069 | 147,156 |
| 尚滨江 | 浦东 | 19,306 | 19,273 | 411 | 17,156 | 2016/12/26 | 是 | -- | 411 | 18,862 |
| 上海法兰云廷 | 惠南 | 36,424 | 33,027 | 28,592 | 4,474 | 2016/1/30 | 是 | -- | 28,554 | 4,435 |
| 上海@way 遇道 | 宝山 | 6,065 | 5,919 | 5,919 | -- | 2016/3/8 | 是 | -- | 5,919 | -- |
| 天津阳光尚城 | 北辰 | 261,570 | 227,720 | 225,635 | 2,026 | 2011/7/21 | 是 | 5,370 | 512 | 2,085 |
| 天津悦府 | 宝坻 | 111,093 | 90,169 | 55,468 | 1,664 | 2016/8/27 | 否 | -- | 55,468 | 34,701 |
| 天津英郡 | 宝坻 | 539403 | 450696 | 450696 | 0 | 2010/8/1 | 是 | 23,400 | | |
| 重庆蓝溪谷地 | 北碚 | 611878 | 488996 | 488996 | 0 | 2006/9/1 | 是 | 3,894 | | |
| 重庆御蓝湾 | 北碚 | 157,821 | 109,463 | 92,625 | -- | 2013/9/24 | 是 | 38,872 | 22,351 | 16,838 |
| 重庆西联社 | 杨家坪 | 32,915 | 24,615 | 15,958 | 8,704 | 2016/6/22 | 否 | -- | 15,958 | 8,657 |
| **合计** | **--** | **7,536,558** | **5,632,524** | **4,704,566** | **479,021** | **--** | | **810,325** | **1,293,681** | **927,958** |

资料来源：公司提供
注：上表中部分项目分期开盘，开盘时间为最近一期开盘的时间；销售面积为负代表有退房。

从可售货值来看，截至2016年底，公司可售项目总货值为280亿元，较上年基本持平，其中上海（占比32%）、苏州（占比23%）、杭州（占比15%）和宁波（占比14%）可售货值规模较大，上述项目所处区域抗风险能力较强，跌价风险较小，未来项目获利空间较大。

总体看，2016 年，受公司加大销售力度影响，房地产销售金额和面积均大幅提升，受整体市场带动影响，销售均价较上年有所上升；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，2016 年结转收入规模同比大幅增长，结转均价变化较小。

5．重大事项

公司于 2016 年 11 月与第三方恒大地产集团天津有限公司订立股份转让协议，据此公司出售天津景秀置业投资有限公司的全部股权并确认投资收益 4.66 亿。2016 年 12 月，公司与第三方恒大地产集团上海盛建置业有限公司签订了股权转让协议，据此恒大地产上海盛建置业有限公司收购上海佳靖投资有限公司 100%股权从而持有上海景麒 49%股权，从而公司确认投资收益 1.92 亿。上海景麒剩余 51%股权在股权转让协议约定条件达成后完成。

6．经营关注

**房地产市场风险及去化压力**

目前，国内宏观经济仍有较强的不确定性，经济周期波动与信贷政策的变化直接影响市场对房地产价格的预期，影响居民对房产的购置意向，目前房地产市场总体保持上涨的趋势已经发生改变。作为宏观经济调控的重点，房地产价格未来仍可能会产生较大的波动，进而从销售、回款等多方面影响房地产开发业务的收益，对公司业绩造成不利影响。

**未来存在一定的资本支出压力**

截至 2016 年底，公司的在建项目与拟建项目未来尚需投资 130.30 亿元，若未来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，公司将面临一定程度的资本支出压力。

7．未来发展

未来，公司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，巩固基地城市、战略性城市、机会性城市的“1+8+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，提供房屋定制化服务，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 2016 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 2016 年纳入合并范围的公司共 116 家，合并范围较上年增长了 33 家子公司，减少了 8 家子公司。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 2016 年底，公司合并资产总额 275.71 亿元，负债合计 216.61 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 59.10 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 44.65 亿元。2016 年，公司

实现营业收入 152.95 亿元，净利润（含少数股东损益）2.94 亿元，其中归属于母公司的净利润 2.92 亿元；经营活动产现金流量净额 24.60 亿元，现金及现金等价物净增加额 43.53 亿元。

2．资产质量

截至 2016 年底，公司合并资产总额 275.11 亿元，较年初增长 21.05%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产和非流动资产占比分别为 91.01%和 8.99%，较年初变化不大。

截至 2016 年底，公司流动资产合计 250.93 亿元，较年初增长 16.61%，主要系货币资金增长所致；公司流动资产主要以货币资金（占 27.77%）、存货（占 62.34%）和其他应收款（占 6.53%）构成为主。

截至 2016 年底，公司货币资金为 69.68 亿元，较年初增长 227.50%，主要系公司房地产项目销售回款大幅增长以及股东增资所致；其中，受限货币资金为 6.57 亿元，主要为定期存单和工程保证金，占比为 9.44%，占比较低。

截至 2016 年底，公司存货账面价值为 156.44 亿元，其中开发成本和开发产品分别占 77.15%和 22.83%，存货规模较年初减少 12.83%，主要系项目结转所致；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上海、杭州周边的常州、太仓、绍兴、南通等三线城市，存货质量尚可；2016 年公司存货共计提跌价准备 1.31 亿元，主要针对绍兴景明、舟山景尚和湖州景尚等项目计提，主要系已签约合同售价低于项目成本所致；公司账面价值为 11.57 亿元的存货用于抵押借款，占比为 7.40%，受限比例一般。

截至 2016 年底，公司其他应收款为 16.39 亿元，较年初增长 257.03%，主要系当期公司将上海虹口项目、天津景秀项目股权出售给恒大地产集团有限公司子公司产生的应收股权款增加所致。

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 24.78 亿元，较年初增长 96.97%，主要系投资性房地产增长所致。公司非流动资产主要以可供出售金融资产（占 20.95%）、长期股权投资（占 9.76%）、投资性房地产（占 55.09%）、商誉（占 6.89%）和递延所得税资产（占 5.28%）为主。

截至 2016 年底，公司投资性房地产余额为 13.65 亿元，较年初增长 178.47%，主要系存货转入以及企业合并使得投资性房地产增加所致。公司投资性房地产全部按公允价值计量，当期公允价值变动为 0.01 亿元，占比很小。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 5.19 亿元，较年初增长 1,496.10%，主要系新增对厦门国际银行股份有限公司的投资 4.03 亿元、易居（中国）企业集团股份有限公司的投资 4,000.00 万元和苏州钟鼎四号创业投资中心（有限合伙）的投资 1,050.00 万元。

截至 2016 年底，公司长期股权投资为 2.42 亿元，较年初减少 44.19%，主要系公司购回若干合营公司股权所致；公司长期股权投资未计提减值准备，公司长期股权投资单位主要为位于上海的房地产企业，未来减值风险较小。

截至 2016 年底，公司商誉为 1.71 亿元，较年初增长 319.98%，主要系公司收购上海佳冠投资有限公司（以下简称“上海佳冠”）34.43%部分股权所致，公司未对商誉计提减值准备。

截至 2016 年底，公司递延所得税资产账面余额为 1.31 亿元，较年初下降 35.52%，主要系结转盈利项目冲销以前年度计提的递延所得税资产所致。

截至 2016 年底，公司受限资产合计 75.01 亿元，其中货币资金 6.57 亿元（占比 8.76%），存货 11.57 亿元（占比 15.42%），土地 56.87 亿元（占比 75.82%），公司受限资产占总资产比重为 27.27%，公司受限资产比率较高。

总体看，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；流动资产中货币

资金充足，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；公司受限资产占比较高，资产质量一般。

3．负债及所有者权益

**负债**

截至 2016 年底，公司负债合计 216.61 亿元，较年初增长 14.02%，主要系公司非流动负债增加所致。其中流动负债占 66.75%；非流动负债占 33.25%，非流动负债占比有所提高，但构成仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 144.59 亿元，较年初减少 11.34%，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债减少所致；公司流动负债以短期借款（占 11.38%）、应付账款（占 14.68%）、预收款项（占 49.45%）、一年内到期的非流动负债（占 7.07%）、和其他应付款（占 14.97%）为主。

截至 2016 年底，公司短期借款 16.46 亿元，较年初减少 42.28%，主要系公司调整有息债务结构，减少短期借款所致，公司短期借款主要由质押借款构成（占 63.72%）。

截至 2016 年底，公司应付账款余额为 21.23 亿元，较年初增长 4.67%，变化不大。公司应付账款主要为工程款。

截至 2016 年底，公司预收款项合计 71.50 亿元，主要为预收房屋销售款，预收款项规模较年初减少 17.61%，主要系结转规模大于签约销售规模所致；公司预收款项规模较大，但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。

截至 2016 年底，公司其他应付款为 21.64 亿元，较年初增长 268.46%，主要系应付关联方款项和应付少数股东权益的款项增长所致。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 10.22 亿元，较年初大幅减少 51.90%，主要系公司偿还了部分一年内到期的长期借款所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 72.02 亿元，较年初大幅增长 167.77%，主要系长期借款和应付债券增长所致。非流动负债由长期借款（占 55.94%）、应付债券（占 34.36%）和递延所得税负债（占比 9.71%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款为 40.29 亿元，其中包括 32.27 亿元的抵押借款、2.71 亿元的质押借款和 5.31 亿元的保证借款，长期借款规模较年初增长 68.59%，主要系公司调整债务结构且新开工项目融资导致长期借款增加所致。从长期借款的还款期限来看，公司于 2018 年、2019 年、2020 年及以后到期的长期借款金额分别为 20.47 亿元、17.93 亿元和 1.77 亿元，主要集中于 2018~2019 年，公司面临一定的集中偿付压力。

截至 2015 年底，公司无应付债券。截至 2016 年底，公司应付债券为 24.74 亿元，为公司发行的“16 景瑞 01”和“16 景瑞 02”两期公司债券，以上两期债券分别将于 2021 年和 2019 年到期。

截至 2016 年底，公司递延所得税负债合计 6.99 亿元，较年初大幅增长 133.0%，主要系投资性房地产公允价值增加和收购上海佳冠 34.43%股权，公司评估公允价值增值所致。

截至 2016 年底，公司全部债务为 92.73 亿元，较年初增长 18.79%，其中短期债务为 27.70 亿元，长期债务为 65.03 亿元，构成以长期债务为主，结构较 2015 年底有所优化。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 78.56%、61.07%和 52.39%，资产负债率和全部债务资本化比率较年初分别下降了 4.85 个百分点和 6.31 个百分点，长期债务资本化比率较年初上

升了 13.65 个百分点，受股东增资公司所有者权益增长的影响，公司整体债务负担有所减轻，但仍处于较重水平。

总体看，2016 年，随着公司项目开发投入加大，整体债务规模有所扩张，但随着增资的完成，债务负担指标有所减轻，但仍属较重水平；公司债务结构有所优化，构成以长期债务为主。

**所有者权益**

截至 2016 年底，公司所有者权益为 59.10 亿元，较年初增长 56.41%，主要系股东增资后股本增长以及未分配利润增加所致；公司资本公积为 7.87 亿元，较年初增长 43.98%，主要系处置子公司宁波景瑞置业有限公司产生支付溢价所致；归属于母公司所有者权益为 44.65 亿元，其中实收资本占 36.31%，资本公积占 17.62%，盈余公积占 3.84%，未分配利润占 26.07%，其他权益工具占 12.32%，其他综合收益占 3.84%，所有者权益结构较年初变化较大。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融资工具，金额为 5.50 亿元人民币，截至本报告出具日已偿还。公司归属于母公司所有者权益中实收资本及资本公积占比较高，所有者权益稳定性较强。

总体看，2016 年，股东增资后公司资本实力有所增强，公司所有者权益中实收资本及资本公积的占比仍较高，权益的稳定性较强。

4．盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 152.95 亿元，同比增长 108.49%，主要系售房收入大幅增长所致；同期营业成本为 139.06 亿元，同比增长 118.25%，主要系土地成本增长所致，高于营业收入增幅。2016 年，公司实现营业利润 5.35 亿元，同比增长 291.00%，主要系投资收益大幅增长所致；受上述因素影响，公司实现净利润 2.94 亿元，同比增长 277.52%，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.92 亿元。

从期间费用来看，2016 年，公司期间费用为 7.81 亿元，较上年增长 64.67%，主要来源于销售费用的增长。2016 年，公司销售费用为 3.69 亿元，较上年增长 63.89%，主要系销售规模扩大销售人员工资及福利费增长所致；管理费用为 3.17 亿元，较上年增长 55.85%，主要系公司发行债券支付的中介机构费增长所致；财务费用为 0.96 亿元，较上年增长 107.05%，主要系公司部分项目竣工交付停止利息资本化所致。公司费用收入比为 5.11%，较年初下降 1.36 个百分点，公司费用控制能力仍属较强。

从利润构成来看，2016 年，公司实现投资收益 10.87 亿元，较上年大幅增长 383.50%，主要来自处置天津景秀置业投资有限公司、上海佳靖投资有限公司和上海景麒房地产开发有限公司的收益以及收购上海佳冠部分股权按照购买日价值重新计量实现的收益，当期公司投资收益占营业利润的比重为 203.08%，公司投资收益对营业利润影响较大，但公司投资收益可持续性较弱；2016 年，公司资产减值损失为 1.22 亿元，较上年减少 23.56%，主要系部分位于三四线城市的项目计提跌价准备所致，当期公司资产减值准备占营业利润的比重为 22.72%，影响尚可；2016 年公司营业外收入为 0.28 亿元，较上年减少 75.15%，主要系政府补助减少所致，公司营业外收入占当期利润总额的比重为 5.24%，较上年大幅减少，公司营业外收入对公司利润的影响较小。

从各项盈利指标来看，公司大部分盈利指标小幅上升。2016 年，公司营业利润率为 2.29%，较年初下降 3.09 个百分点，主要系公司毛利率下降所致。受公司利润总额、净利润和计入财务费用利息支出增长的综合影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.04%、2.60%和 6.07%，较上年分别增长 1.70 个百分点、1.16 个和 4.10 个百分点。

总体看，2016 年，公司营业收入和净利润规模大幅增长，费用控制能力有所提升；公司投资

收益对公司利润的实现影响较大，但公司投资收益持续性较弱，公司主要盈利指标有所提升。未来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。

5．现金流

从经营活动情况来看，公司经营活动现金流入主要为销售房产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，2016 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 119.07 亿元，同比增长 76.34%，主要系公司房地产项目销售情况良好所致；公司收到其他与经营活动有关的现金为 226.71 亿元，同比增长 262.88%，主要系关联方资金的往来增多所致。2016 年，公司经营活动现金流入为 346.19 亿元，同比增长 165.72%；经营活动现金流出方面，2016 年，公司经营活动现金流出 321.59 亿元，同比增长 159.30%，主要系公司支付往来款及支付与购买土地相关的其他费用增加所致。受上述因素影响，2016 年公司经营活动产生的现金流量净额为 24.60 亿元，净流入规模较上年增长 292.88%。

从投资活动情况来看，2016 年，公司投资活动现金流入为 11.39 亿元，同比增长 713.63%，主要系公司当期向恒大地产出售房地产项目所致；2016 年，公司投资活动现金流出为 9.00 亿元，同比增长 328.97%，主要系公司通过二手并购的方式增加土地储备所致。受上述因素影响，2016 年公司投资活动现金流由上年的净流出转为净流入状态，净流入规模为 2.39 亿元。

从筹资活动情况来看，2016 年，公司筹资活动现金流入 129.22 亿元，同比增长 89.67%，主要系公司发行债券、股东增资以及增加长期借款所致；公司筹资活动现金流出 112.70 亿元，同比增长 45.02%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。受上述因素影响，公司筹资活动产生的现金流量净额由净流出转变为净流入状态，净流入规模为 16.52 亿元。

总体看，2016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；收回投资增长导致投资活动现金由净流出转为净流入状态；受发行公司债券的影响，公司筹资活动现金由净流出转为净流入状态。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年公司流动资产规模大幅增长，流动比率和速动比率分别由 2015 年的 1.32 倍和 0.22 倍增长至 1.74 倍和 0.65 倍；截至 2016 年底，受益于公司调整债务期限结构，现金短期债务比由 0.39 倍增长至 2.52 倍，现金类资产对短期债务的保护程度大幅增强。整体看，公司短期偿债能力有所增强，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2016 年公司 EBITDA 为 6.72 亿元，较上年增长 110.80%，主要系公司投资收益大幅增长所致，主要由计入财务费用的利息支出（占比 16.76%）和利润总额（占比 80.61%）构成；EBTIDA 利息倍数为 0.78 倍，较上年的 0.70 倍有所增长，EBITDA 对利息的保障程度一般，EBITDA 全部债务比为 0.07 倍，较上年的 0.04 倍有所增长，EBITDA 对全部债务的保障程度仍属较低。但考虑到公司的预收款项规模较大（截至 2016 年底为 71.50 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 2017 年 5 月 26 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 2016 年底，公司共获得商业银行授信总额 50.00 亿元，尚未使用的授信额度为 31.23 亿

元，公司间接融资渠道畅通。

对外担保方面，截至 2016 年底，公司对外担保 33.50 亿元，担保比率为 56.68%，担保比率较高，被担保方如下表所示，未来如被担保公司经营不畅，公司将面临一定或有负债风险。

表 10　截至 2016 年底公司对外担保情况（单位：万元）

| 序号 | 被担保人 | 担保起始日期 | 担保余额 |
|---|---|---|---|
| 1 | 宁波景越置业有限公司 | 2015-09-25—2018-09-20 | 50,000 |
| 2 | 宁波景瑞置业有限公司 | 2016-08-30—2018-08-30 | 30,000 |
| 3 | 万致发展有限公司 | 2016-09-07—2017-09-08 | 22,400 |
| 4 | 万致发展有限公司 | 2016-08-10—2017-08-10 | 7,600 |
| 5 | Natural Apex Limited | 2016-10-28—2018-10-27 | 42,000 |
| 6 | 上海丰永置业有限公司 | 2016-10-28—2018-10-26 | 48,000 |
| 7 | 上海瑞策投资有限公司 | 2016-07-15—2018-01-15 | 20,000 |
| 8 | 杭州景程置业有限公司 | 2016-07-20—2018-07-19 | 115,000 |
| 合计 | | | **335,000** |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2016 年底，公司无重大未决诉讼。

总体看，2016 年，公司流动资产大幅增长，短期偿债能力有所增强，考虑到公司土地储备质量较好，在建项目规模较大，未来随着收入的结转，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、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 69.68 亿元，约为“16 景瑞 01”本金（15.00 亿元）的 4.65 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 59.10 亿元，约为债券本金（15.00 亿元）的 3.94 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 景瑞 01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 6.72 亿元，约为“16 景瑞 01”本金（15.00 亿元）的 0.45 倍，公司 EBITDA 对“16 景瑞 01”的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 346.19 亿元，约为“16 景瑞 01”本金合计（15.00 亿元）的 23.08 倍，公司经营活动现金流入量对“16 景瑞 01”的覆盖程度很高。

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；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”的偿还能力强。

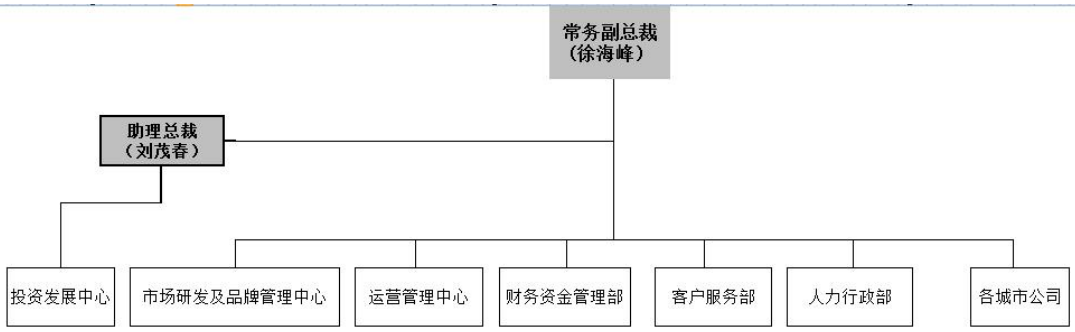
## 八、综合评价

2016 年，公司三四线城市去库存情况良好，合同销售金额大幅增长，新竣工交付项目有所增加，项目储备规模有所扩大，营业收入和净利润规模大幅提升，经营性现金流入规模进一步增长，债务结构有所优化，短期债务负担有所减轻。同时联合评级也关注到房地产行业未来仍存在不确定性、在建和拟建项目仍将面临一定的资金支出压力、债务面临一定的集中支付压力和对外担保规模较大等因素可能给公司经营发展带来的不利影响。

公司于 2016 年 6 月完成增资，注册资本大幅增长，资本实力有所增强。公司在建项目规模较大，未来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 | 2015 年 | 2016 年 |
|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 227.76 | 275.71 |
| 所有者权益（亿元） | 37.79 | 59.10 |
| 短期债务（亿元） | 54.17 | 27.70 |
| 长期债务（亿元） | 23.90 | 65.03 |
| 全部债务（亿元） | 78.07 | 92.73 |
| 营业收入（亿元） | 73.36 | 152.95 |
| 净利润（亿元） | 0.78 | 2.94 |
| EBITDA（亿元） | 3.19 | 6.72 |
| 经营性净现金流（亿元） | 6.26 | 24.60 |
| 应收账款周转次数(次) | 86.23 | 177.44 |
| 存货周转次数（次） | 0.39 | 0.82 |
| 总资产周转次数（次） | 0.34 | 0.61 |
| 现金收入比率（%） | 92.05 | 77.85 |
| 总资本收益率（%） | 1.33 | 3.04 |
| 总资产报酬率（%） | 1.44 | 2.60 |
| 净资产收益率（%） | 1.97 | 6.07 |
| 营业利润率（%） | 5.58 | 2.29 |
| 费用收入比（%） | 6.67 | 5.11 |
| 资产负债率（%） | 83.41 | 78.56 |
| 全部债务资本化比率（%） | 67.38 | 61.07 |
| 长期债务资本化比率（%） | 38.74 | 52.39 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 0.71 | 0.78 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.04 | 0.07 |
| 流动比率（倍） | 1.32 | 1.74 |
| 速动比率（倍） | 0.22 | 0.65 |
| 现金短期债务比（倍） | 0.39 | 2.52 |
| 经营现金流动负债比率（%） | 3.84 | 17.02 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.21 | 0.45 |

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。

# 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%<br>（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。