跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1288 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：

二〇一九年 六月二十日

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 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

本次债项信用等级

债券简称	债券余额	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	2018 年 6 月 25 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 20 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	324.19	430.28	433.08
所有者权益（亿元）	75.88	108.69	116.35
长期债务（亿元）	60.50	78.90	82.22
全部债务（亿元）	89.18	122.69	115.62
营业收入（亿元）	158.80	100.63	20.31
净利润（亿元）	11.00	14.14	0.85
EBITDA（亿元）	17.45	22.55	--
经营性净现金流（亿元）	60.16	23.56	-48.66
营业利润率（%）	14.37	19.53	16.05
净资产收益率（%）	16.32	15.32	--
资产负债率（%）	76.59	74.74	73.13
全部债务资本化比率（%）	54.03	53.03	49.84
流动比率（倍）	1.59	1.64	1.72
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.18	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.40	2.37	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.16	1.50	--

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。4、公司其他应付款中债务部分已调整至短期债务，2017 年相关数据以此版报告为准；应付债券于一年内到期部分已调整至短期债务。5、2019 年 1 季度财务报表未经审计，相关数据未年化。

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”）作为长三角地区知名的房地产企业，积累了大量的房地产开发经验并具有一定的品牌知名度。目前公司土地储备质量较高；2018 年，随着签约销售均价大幅提升，公司签约销售金额随之增长。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司土地储备规模较小、未来项目开发面临一定资金支出压力、未来项目盈利空间可能收窄、项目增加对公司管理能力要求提高、公司债务存在集中偿付压力、公司营业利润对投资收益和公允价值变动有较大依赖等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将继续拓展一、二线城市；随着在建项目的陆续开盘销售，公司经营状况有望保持良好。

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．公司作为长三角地区的知名房地产企业，具有丰富的房地产开发经验和一定的品牌知名度。

2．公司持续以长三角地区为主，并逐渐向四大核心城市群拓展，获取土地主要分布于一线城市和二线城市，土地储备质量较好。

3．2018 年，公司签约销售均价大幅提升，签约销售金额有所增长。

关注

1．公司土地储备规模仍较小，对未来持续发展形成一定限制。

2．公司在建项目尚需投资金额较大，同时考虑拟建项目及补库存需求，未来将面临一定的资本支出压力。

3．2019 年及 2020 年有一定的债务集中偿付压力；公司营业利润对投资收益和公允价值变动有较大依赖。

分析师

王安娜
电话：010-85172818
邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

曹梦茹
电话：010-85172818
邮箱：caomr@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。

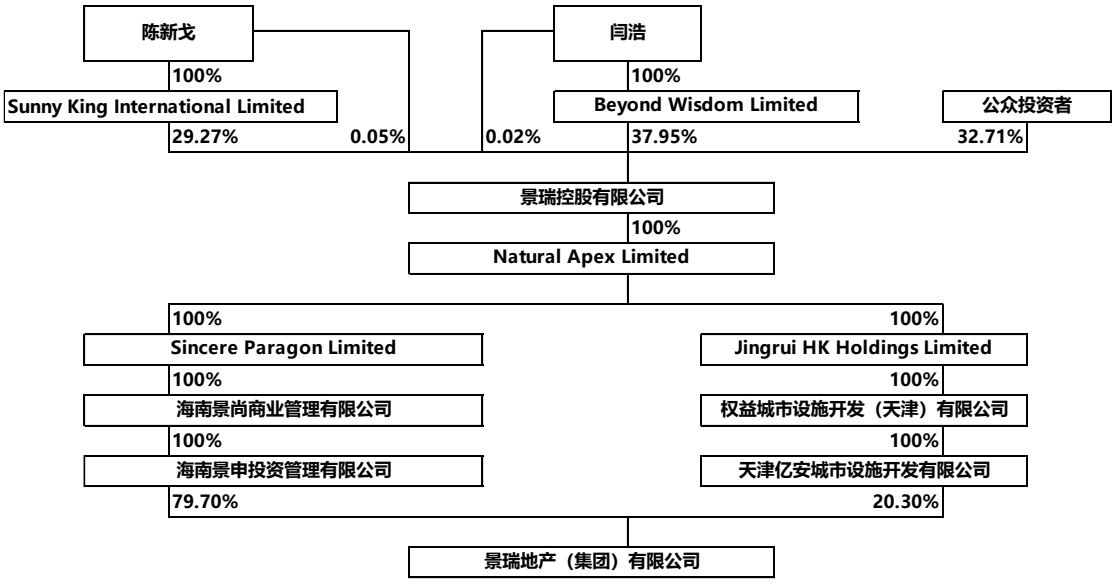
分析师：

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。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 年底，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。经多次增资，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 16.21 亿元，闫浩和陈新戈实际控制景瑞控股，为公司实际控制人。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围和组织架构没有重大变化。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内共 325 家子公司，拥有在职员工 3,274 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 430.28 亿元，负债合计 321.59 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 108.69 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 59.17 亿元。2018 年，公司实现营业收入 100.63 亿元，净利润（含少数股东损益）14.14 亿元，其中归属于母公司的净利润 11.61 亿元；经营活动产现金流量净额 23.56 亿元，现金及现金等价物净增加额 46.40 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 433.08 亿元，负债合计 316.73 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 116.35 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 59.66 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.31 亿元，净利润（含少数股东损益）0.85 亿元，其中归属于母公司的净利润 0.49 亿元；经营活动产现金流量净额-48.66 亿元，现金及现金等价物净增加额-48.21 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

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”，债券代码为“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 2019 年 3 月底，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。

2019 年 3 月 18 日，公司已支付 2018 年 3 月 17 至 2019 年 3 月 16 日期间的债券利息。

三、行业分析

公司主营业务仍为房地产开发销售，属于房地产行业。

1．行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速高于 2017 年水平；其中，住宅投资 85,192 亿元，增长 13.40%，比上年提高 4 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.80%；办公楼投资 5,996 亿元，同比下降 11.30%；商业营业用房投资 14,177 亿元，同比下降 9.40%。整体看，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长背景下，房地产开发投资增速继续维持在高位。

土地供应方面，2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

市场供需方面，2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减

少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

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

竞争格局方面，从市场集中度来看，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。从房企销售额来看，据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企世茂房地产、招商蛇口、华夏幸福、阳光城等销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2018 年，全国房地产开发投资保持较高增速；土地供应量继续上扬，成交楼面均价及溢价率继续走低；商品房销售增速在持续调控下继续回落；货币政策结构性宽松，房企融资环境有所改善；行业集中度进一步提升。

2．行业政策

在国内经济发展稳中向好和防范系统性金融风险的背景下，房地产行业从2016年10月开始密集出台调控政策，并在2017年持续加码，市场政策环境已经开始从注重去库存转向稳定房地产市场的方向发展。2017年，房地产行业政策坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”基调，整体延续分类调控、因城施策的思路：一方面高库存的三、四线城市落实各种措施去库存；另一方面，一线城市和热点二、三线城市继续出台或升级以“限购、限贷、限价、限售”为核心的调控政策；此外，金融去杠杆持续推进，严格限贷同时，热点城市严查“消费贷”资金流向，严防资金违规流入房地产市场；同时，开始对房地产企业的非标融资和海外融资进行限制。

在加快建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策导向下，2017年下半年开始，政府积极推进租赁市场的建设发展，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的基本住房制度。

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

2019年3月，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

总体看，2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

3．行业关注

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

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

进入2019年，从“政府工作报告”及住建部副部长倪虹近期在中国发展高层论坛上的发言来看，“房住不炒”的定位没变，房地产调控不会动摇，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。总体看，房地产调控政策短期内难以出现实质性放松。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

4．行业发展

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，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、管理分析

2018 年 7 月，公司总经理、财务总监申广平先生离任，公司新任命徐海峰先生担任公司总经理，陈超先生担任公司财务总监；公司其他高层管理人员未发生变化，相关管理制度亦未发生变化。

公司总经理徐海峰先生，毕业于同济大学，取得工学学位，并于 2013 年 9 月取得中欧国际工商学院高级工商管理硕士学位。历任景瑞地产重庆公司副总经理、公司人力行政总监、总裁助理、常务副总裁等职务。2018 年 6 月 22 日，出任公司董事兼总经理。

总体看，公司高管发生小范围变动但未对经营产生影响，相关管理制度延续以往模式。

五、经营分析

1．经营概况

2018年，公司主营业务仍为住宅开发与销售，受售房收入下降影响，公司实现营业收入100.63亿元，较上年下降36.63%；公司实现净利润14.14亿元，同比增长28.49%，主要系毛利率有所提高同时当期投资收益和公允价值变动收益增加所致。

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有所下降但仍保持在92%以上。具体来看，2018年公司售房收入为93.02亿元，较上年大

幅下降40.13%，主要系本期结转合作项目占比较多，计入投资收益中，未在营业收入中体现所致，售房收入占营业收入比重为92.44%；公司物业管理收入仍为公司第二收入来源，2018年实现收入4.01亿元，较上年增长46.21%，主要系公司物业服务面积增长所致，占营业收入比重为3.98%，较上年有所提升；公司其他业务板块收入占比较低，对收入的影响很小。

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。2018年，公司售房业务毛利率较上年上升1.47个百分点至20.06%，主要系公司近年来房地产销售回归一、二线城市，结转房地产项目价格提升所致；物业管理业务毛利率下降28.11个百分点至11.08%，主要系物业管理的外拓业务规模大幅增加，提升服务质量使得投入运营成本增加所致。受上述因素影响，2018年公司综合毛利率为21.78%，较上年上升2.59个百分点。

表1　2017~2018年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
售房收入	1,553,624.58	97.84	18.59	930,153.95	92.44	20.06
房租收入	4,790.80	0.30	73.47	9,427.40	0.94	83.53
物业管理收入	27,425.42	1.73	39.19	40,098.77	3.98	11.08
装修收入	70.19	0.00	15.00	8,553.19	0.85	58.11
其他	2,040.02	0.13	82.38	18,018.96	1.79	84.46
合计	**1,587,950.99**	**100.00**	**19.19**	**1,006,252.28**	**100.00**	**21.78**

资料来源：公司提供

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.31 亿元，同比增长 96.69%，主要系公司结转项目规模增加所致；净利润由去年同期的-1.11 亿元转为 0.85 亿元，主要系结转项目毛利增加所致。

总体看，2018 年，受结转合作项目增加影响，公司营业收入有所下降；受益于一、二线城市结转项目价格增加影响，公司综合毛利率小幅上升。

2．土地储备

从土地获取方式来看，公司积极展开合作，利用多元化的投资渠道及基金化运作等确保公司获得优质的土地资源。公司2018年获取房地产开发项目来源包括“招拍挂”和并购两种方式。公司在众多开发项目上与其他实力雄厚的房地产开发商合作，2017年及2018年通过合作进行的投资约占50%。此外，公司已成立机会型基金和增值型基金，未来将继续加强操盘项目的基金化运作。

2018 年，公司新增土地 21 幅，获取土地全部位于一、二线核心城市，总占地面积为 78.74 万平方米，规划建筑面积合计 165.34 万平方米，均较上年有所下降。公司除了通过传统的招拍挂获得天津、杭州、南京等战略城市的地块外，还通过收购股权的方式获得北京、上海、武汉、苏州的项目，进一步深耕长三角地区的基地城市。从楼面均价来看，除少数一线城市土地获取价格较高外，公司整体土地获取成本处于较低水平。

表2　2018年公司土地获取情况（单位：平方米、元/平方米）

项目名称	所处区域	土地占地面积	建筑面积	土地取得方式	类型	楼面价
海淀区程远大厦 A 栋项目	北京	2,700	9,699	二手股权并购	综合服务	27,735
津滨塘（挂）2017-1 号（塘沽湾 1#地块）	天津	44,722	105,334	招拍挂	住宅商服	5,105
津海河园（挂）2018-014 号（海教园 14#地块）	天津	60,460	119,463	招拍挂	住宅商服	9,543
蔡甸区后官湖地块	武汉	38,020	54,020	二手股权并购	旅游居住	4,927
中关村前海中金项目	北京	425	5,369	二手股权并购	办公	55,873

新华文化大厦项目	北京	--	4,262	二手股权并购	商业	56,310
广运姑苏大楼项目	苏州	3,410	12,081	二手资产并购	商服	12,995
团泊西 13#地块	天津	35,827	46,921	招拍挂	住宅商服	5,396
团泊西 14#地块	天津	36,267	52,545	招拍挂	住宅商服	4,852
常熟江南府邸项目	苏州	297,143	456,544	二手股权并购	住宅	7,191
常熟东南虞悦广场二期地块	苏州	34,128	123,607	二手股权并购	商业	1,242
未来科技城	杭州	38,381	94,501	招拍挂	住宅	16,447
咸水沽 05#地块	天津	99,258	249,669	招拍挂	住宅	6,449
正黄海门地块	台州	29,108	76,579	二手股权并购	商住	4,440
金台路项目	北京	522	2,209	二手股权并购	商业	48,742
黄浦区西藏南路中山大楼项目	上海	2,285	3,013	二手股权并购	综合	26,884
静安区中山北路项目	上海	6,544	3,207	二手资产并购	综合	25,321
浦东新区银桥公寓项目	上海	14,057	8,883	二手股权并购	商业	26,300
雨花台区西善桥街道岱山 03 号地块	南京	26,829	106,383	招拍挂	商住	10,716
静安区天目中路新梅项目	上海	--	7,118	二手资产并购	商业	18,600
浦东新区路发项目	上海	17,271	112,013	二手股权并购	商办	24,399
合计	--	**787,357**	**1,653,420**	--	--	--

资料来源：公司提供
注：上表数据为全口径数据

截至2019年3月底，公司土地储备总可售建筑面积为472.02万平方米，权益可售建筑面积241.64万平方米，相对于公司每年开发面积，土地储备规模较小。从土地储备布局来看，公司位于上海（占比8.50%）、常熟（占比12.35%）、天津（18.86%）、宁波（占比21.08%）、杭州（占比10.26%）和武汉（占比11.14%）的土地储备建筑面积占比较高，公司的土地储备主要位于经济发达的一、二线城市，土地储备质量较好。

表3　截至2019年3月底公司土地储备状况（单位：万平方米、亿元、%）

所属区域	项目名称	土地储备总建筑面积	取得方式	取得成本	权益占比
北京	北京景瑞·NAGA 上院项目	0.58	收购	2.80	100.00
	北京景瑞·程远大厦 A 栋	0.97	收购	2.69	100.00
	北京景瑞·金台路项目	0.22	收购	1.08	100.00
	北京景瑞·三全公寓项目	2.43	收购	23.46	100.00
	北京景瑞·新华文化大厦项目	0.43	收购	2.40	100.00
	北京景瑞·中关村前海中金项目	0.54	收购	2.15	100.00
常州	常州景瑞·天禧（望府）三期	12.23	招拍挂	7.50	100.00
	常州景瑞·曦城/英郡	0.98	招拍挂	1.46	100.00
杭州	杭州景瑞·法兰公园（春暖花都）*	26.27	收购	11.16	50.00
	杭州景瑞·原墅（青枫墅园）*	1.79	收购	7.12	100.00
	杭州景瑞·未来科技城	9.47	招拍挂	15.54	60.00
	杭州景瑞·西溪云庐（留下地块）*	9.61	招拍挂	12.71	7.00
	杭州景瑞·阳明谷*	0.67	收购	9.98	100.00
	杭州景瑞·悦见山（临平山北）*	22.15	招拍挂	13.22	12.75
	杭州景瑞·申花郡	0.01	收购	2.96	100.00
湖州	杭州景瑞·长兴望府	0.06	招拍挂	4.20	100.00
诸暨	杭州景瑞·诸暨上府	0.41	招拍挂	2.84	100.00
南京	南京·岱山 G30*	10.92	招拍挂	11.40	19.75
	南京·金域东方*	2.12	招拍挂	15.90	17.00
	南京景瑞·春风十里	0.11	收购	2.58	100.00

	南京景瑞·六合 G18*	12.40	招拍挂	5.40	50.00
南通	南通景瑞·御江山	0.12	招拍挂	0.39	100.00
宁波（台州）	宁波景瑞·慈溪梵石花园南	4.32	法拍	0.62	100.00
	宁波景瑞·枫云府（正黄海门地块）	7.67	收购	3.40	100.00
	宁波景瑞·高新区商办项目	4.60	招拍挂	1.05	100.00
	宁波景瑞·兴宁府（华光城）	5.59	招拍挂	4.24	44.00
	宁波景瑞·荣安星院（潘火项目）*	3.43	招拍挂	1.77	25.00
	宁波景瑞·天赋姚江（洪塘地块）	7.79	招拍挂	3.64	100.00
	宁波景瑞·星海彼岸（春晓 160#）*	32.53	招拍挂	8.73	50.00
	宁波景瑞·御江山（姜山 8 号地块）	9.21	招拍挂	7.09	51.00
	宁波景瑞·海港城	4.20	招拍挂	0.28	50.00
	宁波景瑞·海志府	0.09	招拍挂	8.17	50.00
	宁波景瑞·上府	0.09	招拍挂	7.35	100.00
	宁波景瑞·缇郦苑（姜山 3 号地块）*	0.09	招拍挂	3.48	40.00
上海	上海景瑞·黄浦区中山大楼项目	0.30	收购	0.81	100.00
	上海景瑞·静安区中山北路项目	0.32	收购	0.81	100.00
	上海景瑞·科苑大厦	1.01	收购	3.00	100.00
	上海景瑞·路发项目*	11.20	收购	27.33	46.00
	上海景瑞·申信大厦	0.34	收购	1.02	100.00
	上海景瑞·新梅大厦项目	0.71	收购	1.32	100.00
	上海景瑞·银桥公寓项目	0.89	收购	2.34	100.00
	上海景瑞·城中公园	10.70	收购	4.31	100.00
	上海景瑞·法兰云廷	0.24	收购	4.40	100.00
	上海景瑞·生活广场	0.68	收购	-	100.00
	上海景瑞·徐汇新城	0.19	收购	-	100.00
绍兴	绍兴景瑞·望府	4.12	招拍挂	19.42	100.00
常熟	苏州景瑞·常熟珺悦阁（梅李项目）*	8.71	招拍挂	3.64	25.00
	苏州景瑞·常熟时光里（虞悦广场二期）*	12.71	收购	1.54	80.00
	苏州景瑞·常熟江南府邸*	53.02	收购	32.83	33.00
苏州	苏州·七都庙港项目 016 地块*	2.10	招拍挂	0.30	50.00
	苏州景瑞·广运姑苏大楼	1.21	收购	1.57	100.00
	苏州景瑞·无双	1.58	招拍挂	15.50	70.00
天津	天津·海蓝城（咸水沽 05#地块）*	24.78	招拍挂	16.10	49.00
	天津·翰邻（海教园 14#地块）	12.80	招拍挂	11.40	100.00
	天津·鲲栖府（海上国际）*	41.32	收购	31.36	20.00
	天津·六合茗着（团泊西 14#地块）*	5.72	收购	2.63	33.00
	天津景瑞·阳光尚城	0.14	招拍挂	3.60	100.00
	天津景瑞·塘沽湾壹号（塘沽湾 1#地块）	10.33	招拍挂	5.38	100.00
武汉	武汉景瑞·天赋滨江（大洲村 K4 地块）	58.52	收购	13.12	40.00
	武汉景瑞·后官湖项目	6.50	收购	2.40	54.00
重庆	重庆景瑞·西联社	0.20	招拍挂	1.04	100.00
	重庆景瑞·御蓝湾	0.50	招拍挂	1.97	100.00
舟山	舟山景瑞·半岛湾	0.44	招拍挂	1.96	100.00
	舟山景瑞·豪布斯卡三期	6.65	招拍挂	0.65	100.00
合计	--	**472.02**	--	--	--

资料来源：公司提供
注：上表数据为全口径数据；*标记项目为合作项目

总体看，截至 2019 年 3 月底，公司土地储备主要位于经济发达的一、二线城市，质量较好，但规模较小；公司通过多元化的投资渠道及基金化运作等获得优质的土地资源，整体土地获取成本较低，但部分一线城市土地获取成本仍处于较高水平。

3．房地产开发

公司根据项目开工计划进行建设。从项目开发数据来看，2018 年，公司加大了开发力度，公司新开工面积增长至 274.47 万平方米；竣工面积由 148.00 万平方米下降至 100.02 万平方米。受以上因素影响，截至 2018 年底，公司在建项目面积为 373.70 万平方米。2019 年 1~3 月，公司无新开工，在建面积仍为 373.70 万平方米。

表4　2017~2018年及2019年1~3月公司主要开发数据情况（单位：个、万平方米）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
开工数量	13	17	0
新开工面积	145.28	274.47	0
竣工面积	148.00	100.02	0
期末在建面积	245.41	373.70	373.70

资料来源：公司提供，联合评级整理。
注：数据口径为公司操盘项目，不满足上期末在建+当期新开工-当期竣工=当期期末在建公式。

截至 2019 年 3 月底，公司在建项目建筑面积 433.35 万平方米。从地域分布来看，公司在建项目主要分布于长三角地区，以一、二线城市为主。从投资情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司在建项目规划总投资额为 507.23 亿元，已投资 288.26 亿元，未来还需投资 218.97 亿元，权益尚需投资金额 94.41 亿元。公司在建项目投入规模较大，同时，考虑到拟建项目尚需投资以及公司补库存需求，未来资金需求大，公司将面临一定资金支出压力。

表 5　截至 2019 年 3 月底公司在建项目情况（单位：平方米、万元、%）

项目	总建筑面积	开工时间	预计总投资金额	截至 2019 年 3 月底已投资金额	预计竣工时间	权益占比
天津·鲲栖府（海上国际）	401,661	2018/4/15	510,000	360,653	2021/9/25	20
天津塘沽湾 1 号地块	103,293	2018/8/23	120,161	65,300	2019/12/13	100
天津·翰邻（海教园 14#地块）	128,020	2018/8/9	187,000	126,522	2019/12/26	100
天津·六合茗著（团泊西 14#地块）	57,156	2018/8/20	56,003	33,890	2019/11/30	33
天津·海蓝城（咸水沽 05#地块）	247,820	2018/9/3	290,000	178,566	2020/11/20	49
杭州景瑞·西溪云庐（留下地块）	96,140	2017/9/30	241,368	179,675	2019/12/31	7
杭州景瑞·悦见山（临平山北）	221,508	2017/12/31	331,600	164,403	2019/12/31	13
杭州景瑞·法兰公园	262,674	2017/12/14	263,600	238,530	2019/11/30	50
杭州景瑞·未来科技城	94,748	2018/9/18	255,200	167,803	2020/9/30	60
宁波景瑞·天赋姚江（洪塘地块）	77,856	2018/3/5	80,000	75,224	2019/11/30	100
宁波景瑞·华光城	55,919	2018/6/30	93,600	65,531	2020/12/30	44
宁波景瑞·星海彼岸（春晓 160#）	325,323	2017/11/13	205,183	134,023	2019/12/31	50
宁波景瑞·御江山（姜山 8 号地块）	92,058	2018/1/14	122,100	95,583	2019/12/25	51
宁波景瑞·荣安星院（潘火项目）	34,271	2017/8/31	40,000	26,580	2019/9/30	25
宁波景瑞·枫云府（正黄海门地块）	76,733	2018/7/11	61,738	40,495	2019/12/27	100
宁波景瑞·时光里（高新区商办项目）	45,966	2018/7/10	36,595	17,410	2020/6/30	100

舟山景瑞·豪布斯卡三期	66,477	2018/7/5	39,322	19,198	2020/8/25	100
常州景瑞·天禧（望府三期）	122,295	2017/7/28	110,000	56,725	2019/11/15	100
苏州景瑞·常熟珺悦阁（梅李项目）	87,088	2017/10/15	74,647	63,353	2019/11/15	25
苏州景瑞·常熟时光里（虞悦广场）	127,065	2018/8/7	92,392	17,980	2020/6/15	80
苏州·常熟江南府邸	530,186	2018/11/16	548,557	362,639	2020/8/30	33
苏州·常熟七都庙港项目 016 地块	21,000	2017/12/6	10,017	7,434	2019/3/30	50
南京景瑞·六合 G18	124,021	2018/5/31	116,258	84,778	2020/12/130	50
南京·岱山 G30	109,243	2018/11/30	187,826	23,437	2021/3/20	20
南京景瑞·金域东方	174,813	2016/10	225,000	187,000	2019/6	17
武汉大洲村 K4 地块	585,217	2018/3/20	694,791	72,962	2021/5/28	40
武汉后官湖	64,974	2018/9/5	79,362	16,939	2020/44/30	54
合　计	**4,333,525**	--	**5,072,320**	**2,882,633**	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。
注：总投资额及总建筑面积为项目总口径，非权益计算口径。

总体看，公司在建房地产项目主要分布于长三角地区，以一、二线城市为主；公司在建项目尚需投资规模较大，同时考虑拟投资项目及补库存需求，存在一定资金支出压力。

4．房地产销售

2018年，公司签约销售金额同比增长29.57%至231.64亿元；签约销售面积小幅增长至107.88万平方米，但签约销售均价由17,764.48元/平方米上升至21,147.90元/平方米，主要系公司战略重心转向一、二线核心城市所致；公司一、二线城市签约销售金额占比为98%。2018年，公司签约销售回款率达到91%，仍处于较高水平。从结转情况来看，受公司转型升级，基金化和合作项目增多，使得当期结转合并范围内的项目减少影响，2018年公司结转面积下降至89.03万平方米，结转收入下降至93.02亿元，结转均价下降至10,447.39元/平方米。2019年1~3月，公司实现签约销售金额38.41亿元，签约销售面积18.52万平方米，签约销售均价仍保持较高水平，为20,958.92元/平方米；结转价格随公司一二线项目结转比例增加而大幅上升，为27,922.47元/平方米。

表 6　2017~2018 及 2019 年 1~3 月公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
签约销售面积	100.63	107.88	18.52
签约销售金额	178.77	231.64	38.41
签约销售均价	17,764.48	21,147.90	20,958.92
回款率	93	91	110
结转面积	119.03	89.03	4.63
结转收入	155.36	93.02	12.92
平均结转价格	13,052.40	10,447.39	27,922.47

资料来源：公司提供
注：签约销售口径为全口径，非权益口径；结转收入、结转面积为合并范围口径。

从公司目前在售的项目和库存来看，截至 2019 年 3 月底，公司在建项目总可售面积为 311.61 万平方米，尚余可售面积为 194.02 万平方米，可以满足公司未来 2 年的销售需要。从去化进度看，截至 2019 年 3 月底，在建项目的去化率为 71.87%，去化水平尚可。

表 7　截至 2019 年 3 月底公司在建项目销售情况（单位：万平方米）

项目	可售面积	已取得预售证的可售面积	已售面积	已取得预售证未售面积	尚余可售面积
天津·鲲栖府（海上国际）	39.07	26.88	21.71	5.17	17.36
天津塘沽湾 1 号地块	8.28	2.95	1.30	1.65	6.98
天津·翰邻（海教园 14#地块）	9.65	2.89	0.13	2.75	9.52
天津·六合茗着（团泊西 14#地块）	4.28	0.86	0.45	0.41	3.83
天津·海蓝城（咸水沽 05#地块）	18.66	3.44	0.51	2.93	18.15
杭州景瑞·西溪云庐（留下地块）	5.22	5.22	3.11	2.11	2.11
杭州景瑞·悦见山（临平山北）	15.30	15.30	11.72	0.20	3.58
杭州景瑞·法兰公园	17.90	17.90	17.84	0.06	0.06
杭州景瑞·未来科技城	5.22	--	--	--	5.22
宁波景瑞·天赋姚江（洪塘地块）	4.56	4.56	2.18	2.38	2.38
宁波景瑞·华光城	3.81	1.57	1.07	0.50	2.74
宁波景瑞·星海彼岸（春晓 160#）	22.03	22.03	8.18	13.85	13.85
宁波景瑞·御江山（姜山 8 号地块）	5.92	5.92	4.64	1.28	1.28
宁波景瑞·荣安星院（潘火项目）	2.30	2.30	2.26	0.04	0.04
宁波景瑞·枫云府（正黄海门地块）	5.17	5.17	3.91	1.26	1.26
宁波景瑞·时光里（高新区商办项目）	3.07	3.07	2.30	0.77	0.77
舟山景瑞·豪布斯卡三期	11.91	11.91	9.99	1.91	1.91
常州景瑞·天禧（望府三期）	9.27	8.97	8.97	--	0.30
苏州景瑞·常熟珺悦阁（梅李项目）	6.06	2.48	2.48	--	3.57
苏州景瑞·常熟时光里（虞悦广场）	9.06	--	--	--	9.06
苏州·常熟江南府邸	35.64	5.99	3.34	2.66	32.30
苏州·常熟七都庙港项目 016 地块	1.05	1.04	0.56	0.48	0.49
南京景瑞·六合 G18	4.84	--	--	--	4.84
南京·岱山 G30	8.01	--	--	--	8.01
南京·金域东方	13.14	13.14	10.92	2.22	2.22
武汉大洲村 K4 地块（一期）	40.49	--	--	--	40.49
武汉后官湖	1.70	--	--	--	1.70
合计	**311.61**	**163.59**	**117.57**	**42.63**	**194.02**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

截至 2019 年 3 月底，公司已完工项目总可售面积为 219.83 万平方米，已完工的项目的去化率为 88.49%，去化水平尚可。部分项目去化较慢主要系项目竣工时间较短，车位开始销售的时间较短所致。

表 8　截至 2019 年 3 月底公司已完工项目销售情况（单位：万平方米）

	总可售面积	已售面积	未售面积
上海景瑞·生活广场	0.78	0.06	0.72
上海景瑞·城中公园一期和三期	16.33	6.53	9.80
上海景瑞·法兰云廷	3.30	3.07	0.24
重庆景瑞·西联社	2.52	2.31	0.21
重庆景瑞·御蓝湾	11.57	11.02	0.55
天津景瑞·阳光尚城	22.74	22.60	0.14

武汉景瑞·万福国际	7.67	7.19	0.48
杭州景瑞·申花郡	4.87	4.86	0.01
杭州景瑞·阳明谷	1.83	1.16	0.67
杭州景瑞·青枫墅园	2.69	0.90	1.79
杭州景瑞·长兴望府	5.08	5.01	0.06
杭州景瑞·诸暨上府	13.49	13.11	0.38
宁波景瑞·上府	11.55	11.55	--
宁波景瑞·海港城	9.46	5.32	4.14
宁波景瑞·海志府	8.84	8.71	0.13
宁波景瑞·缇郦苑	7.99	7.87	0.12
舟山景瑞·半岛湾	7.67	7.23	0.44
绍兴景瑞·望府三期	35.49	32.65	2.85
苏州景瑞·无双	9.59	7.28	2.30
常州景瑞·曦城/英郡	19.77	19.77	--
南京景瑞·春风十里	2.66	2.54	0.12
南通景瑞·御江山	13.94	13.79	0.14
合计	**219.83**	**194.53**	**25.29**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，跟踪期内，公司房地产签约销售面积小幅上升，伴随公司将战略重心转为一、二线核心城市，签约销售均价大幅上升，带动签约销售金额增长；公司在售项目以一、二线城市为主，去化情况较好。

5．经营关注

（1）土储规模较小

截至 2019 年 3 月底，公司土地储备总可售建筑面积为 472.02 万平方米，权益可售建筑面积 241.64 万平方米，相对于公司每年开发面积，土地储备规模较小，对公司未来持续发展形成一定的制约。

（2）未来存在较大规模资本支出

截至 2019 年 3 月底，公司在建项目规划总投资额为 507.23 亿元，已投资 288.26 亿元，尚需投资金额为 218.97 亿元，公司在建项目尚需投入规模较大，同时考虑到拟建项目及补库存需求，未来公司将面临一定的资本支出压力。

（3）项目增多对公司管理能力要求提升

未来，随着公司区域布局的拓展，在建项目数量持续增加，且公司合作开发规模较大，对公司项目运营管理能力提出更高的要求。

6．未来发展

未来，公司将坚持转型之路，回归客户需求，以提升“客户洞见”和“卓越产品力”为核心的价值设计能力，围绕“客户价值设计”，打造并输出系统化服务，从而提高产品附加值和品牌价值，以此推动公司实现由低估值的开发商向高估值运营商的转变。

公司未来以全生命周期的定制化服务为目标，涵盖从购买、装修到入住后的一系列服务定制，为住户提供完整的一站式产品解决方案。此外，公司还在积极搭建“集客平台”，即为客户提供一个更加高效便捷的交互平台，以参与地产项目前期的互动定制，进一步提升景瑞吸纳客户洞见

和需求的效率，为未来提供全方位的定制服务打下信息化平台的基础。

总体看，公司发展战略明确，有利于公司未来保持快速健康发展。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 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 2018 年纳入合并范围的子公司共 321 家，合并范围较上年增加了 84 家子公司，减少了 7 家子公司。公司合并范围新增子公司数量较多，但主营业务未发生变化，财务可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 430.28 亿元，负债合计 321.59 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 108.69 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 59.17 亿元。2018 年，公司实现营业收入 100.63 亿元，净利润（含少数股东损益）14.14 亿元，其中归属于母公司的净利润 11.61 亿元；经营活动产现金流量净额 23.56 亿元，现金及现金等价物净增加额 46.40 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 433.08 亿元，负债合计 316.73 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 116.35 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 59.66 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.31 亿元，净利润（含少数股东损益）0.85 亿元，其中归属于母公司的净利润 0.49 亿元；经营活动产现金流量净额-48.66 亿元，现金及现金等价物净增加额-48.21 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 430.28 亿元，较年初增长 32.72%，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 83.84%和 16.16%，较年初变化不大，仍以流动资产为主。

截至 2018 年底，公司流动资产合计 360.76 亿元，较年初增长 27.95%，主要系货币资金及存货增加所致；公司流动资产主要以货币资金（占 34.74%）、其他应收款（占 11.50%）和存货（占 49.23%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金为 125.33 亿元，较年初增长 54.26%，主要系公司加大融资力度导致借款增加，销售回款及合作项目增加，同时吸收少数股东投资增加所致，货币资金主要由银行存款构成（占 99.64%）；其中，受限货币资金为 7.77 亿元，主要为定期存单、承兑汇票保证金和按揭款保证金。受限资金占比为 6.20%，受限程度一般。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 177.59 亿元，其中开发成本和开发产品分别占 73.87%和 23.64%，存货规模较年初增长 26.86%，主要系 2018 年公司投资和开发项目增加所致；公司存货规模较大，分布于上海和苏州、武汉、杭州、宁波等一、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；截至 2018 年底，公司未对存货提跌价准备，考虑到公司存货中开发产品占比较大且部分位于三线城市，存在一定去化压力。

截至 2018 年底，公司其他应收款为 41.49 亿元，较年初增长 23.57%，主要系关联方往来款增多所致；公司其他应收款按种类分为单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款和按账龄分析法组合计提坏账准备的其他应收款。按账龄分析法组合计提坏账准备的其他应收款账期一年内的为 25.92 亿元、1~2 年的为 1.11 亿元、2~3 年的为 0.80 亿元，3 年以内的其他应收款合计占比 95.06%，剩余为 3 年以上。其他应收款欠款金额前五名占比 22.95%。其他应收款计提坏账准备 0.89 亿元，计提比例 2.11%。

非流动资产方面，截至 2018 年底，公司非流动资产合计 69.52 亿元，较年初增长 64.57%，主要系投资性房地产和长期股权投资增长所致；公司非流动资产主要以可供出售金融资产（占 11.55%）、长期股权投资（占 20.60%）、投资性房地产（占 52.92%）和在建工程（占 8.81%）为主。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 8.03 亿元，较年初增长 9.18%，主要系持有三全公寓资产支持专项计划以及基金化运作持有基金份额增加所致；公司可供出售金融资产主要为被投资单位股权，按成本法计量 9.06 亿元，2018 年公司可供出售金融资产共计提跌价准备 1.04 亿元，主要针对厦门国际银行股份有限公司和上海衡樱投资管理合伙企业计提。

截至 2018 年底，公司长期股权投资为 14.32 亿元，较年初大幅增长 144.29%，公司长期股权投资单位主要为位于上海、宁波、苏州、南京等地的房地产企业。2018 年，公司按权益法核算的长期股权投资收益为 0.83 亿元。

截至 2018 年底，公司在建工程 6.13 亿元，较年初增长 57.02 倍，主要系新增苏州广运姑苏大楼项目和银桥公寓项目所致。

截至 2018 年底，公司投资性房地产为 36.79 亿元，较年初增长 51.62%，主要系公司自持项目增加以及公允价值变动所致；公司投资性房地产主要分布在北京、上海等一线城市，物业类型以办公物业为主。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 5.78 亿元，在公司利润总额中占比较大。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产 117.07 亿元，其中货币资金受限 8.97 亿元，存货受限 74.15 亿元，投资性房地产受限 33.95 亿元。公司资产受限比例为 27.03%，受限比例一般。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 433.08 亿元，较年初增长 0.65%，变化不大；从资产结构来看，流动资产占比 83.85%，非流动资产占比 16.15%，资产结构较年初变化不大。

总体看，截至 2018 年底，公司资产规模有所增长，资产结构仍以流动资产为主；流动资产中货币资金充足；公司受限资产规模一般，资产质量尚可。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 321.59 亿元，较年初增长 29.51%，主要系流动负债增加所致。负债结构较年初变化不大，其中流动负债占 68.35%，非流动负债占 31.65%。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 219.80 亿元，较年初增加 23.71%，主要系其他应付款和短期借款增加所致；公司流动负债以短期借款（占 7.03%）、应付账款（占 17.79%）、预收款项（占 19.20%）、其他应付款（占 44.78%）和一年内到期的非流动负债（占 5.97%）为主。

截至 2018 年底。公司短期借款 15.45 亿元，较年初增长 97.09%，主要系公司经营所需资金增加所致。

截至 2018 年底，公司应付账款为 39.09 亿元，较年初增长 0.36%，变化不大，主要系工程进度结算款。

截至 2018 年底，公司预收款项合计 42.21 亿元，主要为预收房屋销售款，预收款项规模较年初下降 23.08%，主要系非并表项目增加，预收房屋销售款未纳入预收款项所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 98.44 亿元，较年初大幅增长 104.45%，主要系关联方往来及合作项目增加，应付关联方款项增长所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 13.12 亿元，较年初下降 28.81%；全部为一年

内到期的长期借款。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 101.80 亿元，较年初增长 44.11%，主要系长期借款增加所致。非流动负债由长期借款（占 62.86%）、应付债券（占 24.02%）和递延所得税负债（占 13.13%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款为 63.98 亿元，其中包括 61.19 亿元的抵押借款和 2.79 亿元的担保借款，长期借款规模较年初增长 76.83%，主要系公司加大项目开发力度，投资增加所致。从长期借款的还款期限来看，2020 年到期的金额占比 61.56%，2021 年到期金额占比 20.33%，2022 年及以后到期金额占比 18.11%。长期借款 2020 年存在一定的集中偿付压力。

截至 2018 年底，公司应付债券账面价值 24.45 亿元，较年初小幅增长 0.57%，变化不大，公司应付债券为“16 景瑞 01”和“16 景瑞 02”，其中“16 景瑞 02”将于 2019 年 9 月 13 日到期，已调整至短期债务。

截至 2018 年底，公司递延所得税负债为 13.36 亿元，较年初增长 31.78%，主要系公司应纳税暂时性差异增加所致。

截至 2018 年底，公司全部债务为 122.69 亿元，较年初增加 37.58%，长期债务和短期债务均有所增加。其中短期债务 43.79 亿元（占 35.69%），长期债务为 78.90 亿元（占 64.31%），构成以长期债务为主。公司资产负债率和全部债务资本化率分别为 74.74%和 53.03%，分别较年初下降了 1.85 个百分点和 1.00 个百分点，长期债务资本化比率为 42.06%，较年初下降了 2.30 个百分点，公司整体债务负担有所减轻，但短期债务规模较大，仍存在一定的短期偿付压力。

截至2019年3月底，公司负债合计316.73亿元，较年初下降1.51%，变化不大；其中流动负债占66.78%，非流动负债占33.22%，负债结构较年初变化不大。截至2019年3月底，公司全部债务115.62亿元，较年初下降5.76%，主要系短期债务减少所致，其中短期债务占比28.89%，长期债务占比71.11%，短期债务占比下降6.80个百分点；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73.13%、49.84%和41.40%，资产负债率和全部债务资本化率较年初分别下降了1.61个百分点和3.18个百分点，长期债务资本化率较年初下降0.66个百分点。

总体看，截至 2018 年底，公司整体债务规模有所增加，债务结构合理，以长期债务为主；公司债务负担有所减轻，但公司存在一定的集中偿付压力。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 108.69 亿元，较年初增长 43.23%，主要系少数股东权益以及未分配利润增加所致。归属于母公司所有者权益为 59.17 亿元，占所有者权益的 54.44%。其中实收资本占 27.40%，资本公积占 9.86%，其他综合收益占 2.54%，盈余公积占 2.90%，未分配利润占 57.30%。公司归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至2019年3月底，公司所有者权益116.35亿元，较年初增长7.05%，公司权益结构变化不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益有所增长，但未分配利润和少数股东权益仍占比较大，权益的稳定性一般。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 100.63 亿元，同比下降 36.63%，主要系公司基金化和合作项目增加，致使 2018 年部分合作项目未计入公司营业收入中所致。同期，营业成本 78.71 亿元，同比下降 38.66%。2018 年，公司净利润 14.14 亿元，同比增长 28.49%；其中归属于母公司所有者的净利润为 11.61 亿元，主要系合作项目收益以及公允价值变动收益增加所致。

2018 年，公司期间费用为 8.58 亿元，同比增长 0.87%，变化不大。具体来看，2018 年销售费用为 2.15 亿元，同比下降 40.57%，主要系公司压缩销售费用，宣传费和代理费减少所致；2018 年管理费用为 5.33 亿元，同比增长 39.22%，主要系平台及在建项目增加导致工资及福利费上升所致；2018 年财务费用为 1.08 亿元，同比增长 4.51%，主要系融资余额增加，导致的利息费用增加所致。2018 年，费用收入比为 8.52%，较 2017 年上升 3.17 个百分点，公司费用控制能力有所减弱。

2018 年，公司投资收益为 5.41 亿元，同比大幅增长 15.47 倍，主要系合作开发宁波姜山项目结算利润确认以及出售虹口项目剩余 49%股权交易完成确认投资收益所致；当期公司投资收益占营业利润的比重为 26.23%，对营业利润影响较大。2018 年，公司公允价值变动收益 5.78 亿元，同比增长 334.52%，主要系投资性房地产增值所致；公允价值变动收益占当期营业利润的比重为 28.00%，公司营业利润对投资收益及公允价值变动损益较为依赖。

从盈利指标来看，公司营业利润率有所上升，2017~2018 年分别为 14.37%和 19.53%，2018 年，公司营业利润率上升主要系 2018 年结转的项目以一二线城市项目为主，售价较高所致；2018 年公司总资本收益率和总资产报酬率均有所上升，分别为 8.07%和 5.94%，较上年分别上升 0.25 个百分点和 0.38 个百分点，净资产收益率为 15.32%，较上年下降 1.00 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.31 亿元，同比增长 96.69%，主要系公司结转项目规模增加所致；净利润由去年同期的-1.11 亿元转为 0.85 亿元，主要系结转项目毛利增加所致。

总体看，2018 年，公司营业收入有所下降，净利润大幅增长但对投资收益和公允价值变动较为依赖；公司主要盈利指标均有所提升。公司总体盈利能力提升明显。

5．现金流

从经营活动情况来看，2018 年，公司经营活动现金流入为 185.80 亿元，同比下降 12.65%，主要系合作项目变多，并表口径减少所致；经营活动现金流出方面，2018 年公司经营活动现金流出 162.24 亿元，同比增长 6.35%，主要系材料涨价、工程款支付增加所致。2018 年公司经营活动产生的现金流量净额为 23.56 亿元，净流入规模同比下降 60.83%。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入为 8.89 亿元，同比增长 148.38%，主要系出售虹口项目股权获得投资收益所致；2018 年，公司投资活动现金流出为 26.12 亿元，同比下降 31.41%，主要系公司基金化运作和同行业合作投资力度加大，使得自有资金投资占比减少所致。同期，投资活动产生的现金流净额为-17.23 亿元，2018 年净流出规模同比有所减少。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 107.76 亿元，同比增长 73.52%，主要系上半年获取新项目的相关融资增加所致；2018 年，公司筹资活动现金流出 67.70 亿元，同比下降 15.54%，主要系公司当期到期的债务较少，偿还债务减少所致；2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 40.06 亿元，筹资性现金流较上年由净流出转为净流入。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-48.66亿元，投资活动产生的现金流量净额为0.70亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.25亿元。

总体看，2018年，受合作项目占比上升影响，公司经营活动产生的现金流量净额有所下降；投资活动现金流持续净流出；公司筹资前现金流持续净流入，但考虑到未来补库存及在建项目持续投入，公司仍存在一定的筹资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年，公司流动比率由上年的 1.59 倍上升至 1.64 倍，主要系货币资金和其他应付款增加所致；速动比率由上年的 0.80 倍上升至 0.83 倍，主要新增借款和合作项目应收往来款增加所致。截至 2018 年底，现金短期债务比为 2.87 倍，较 2017 年无变化，现金类资产对短期债务的保护程度尚可。整体看，公司短期偿债能力有所增强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年公司 EBITDA 为 22.55 亿元，较上年大幅增长 29.21%，主要系利润总额大幅增加所致。公司 EBITDA 由折旧（占比 0.33%）、摊销（占比 0.25%）、计入财务费用的利息支出（占比 8.22%）和利润总额（占比 91.20%）构成；同期，公司 EBTIDA 利息倍数由 2.40 倍小幅下降为 2.37 倍，EBITDA 对利息的保障程度仍较高；EBITDA 全部债务比为 0.18 倍，较 2017 年变化不大，EBITDA 对全部债务的保障程度尚可。整体看，公司长期偿债能力尚可。

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：G1031010901612940B），截至 2019 年 2 月 27 日，公司无未结清不良信贷信息，已结清中有 1 笔欠息记录，金额较小，系银行未按约定时间扣款，公司未提前划付资金所致。

截至 2019 年 3 月底，公司银行授信额度为 235.89 亿元，已使用额度 98.15 亿元，公司间接融资渠道畅通。

对外担保方面，截至 2019 年 3 月底，公司对外担保 21.90 亿元，担保额度占净资产比率为 18.82%，被担保方如下表所示，未来若被担保公司经营恶化，公司将面临一定或有负债风险。

表 9　截至 2019 年 3 月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	Natural Apex Limited	2018.01.31~2020.02.29	26,000
2	南京彩程置业有限公司	2018.06.21~2021.05.20	12,000
3	常熟志诚房地产开发有限公司	2017.10.31~2020.10.16	11,250
4	常熟骏淳贸易有限公司	2018.09.21~2020.12.21	62,700
5	苏州程瑞置业有限公司	2018.05.22~2021.05.21	3,120
6	苏州领瑞置业有限公司	2018.02.12~2021.02.11	1,975
7	上海韬永物业管理有限公司	2018.08.31~2020.09.21	57,600
8	阳陵光辉（天津）房地产开发有限公司	2019.01.29~2021.01.28	29,400
9	上海浩沛置业有限公司	2018.05.18~2022.02.26	15,000
合计			**219,045**

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2019 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

总体看，跟踪期内，公司流动资产增长较多，短期偿债能力有所提升，长期偿债能力尚可，整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，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 86.93 亿元，约为“16 景瑞 01”本金（15.00 亿元）的 5.80 倍，公司现金类资产对“16 景瑞 01”的覆盖程度较高；净资产达 116.35 亿元，约为“16 景瑞 01”本金（15.00 亿元）的 7.76 倍，公司净资产对“16 景瑞 01”的覆盖程度较高。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，2018 年，公司 EBITDA 为 22.55 亿元，约为“16 景瑞 01”本金（15.00 亿元）的 1.50 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 2018 年经营活动产生的现金流入 185.80 亿元，约为“16 景瑞 01”本金（15.00 亿元）的 12.39 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；公司预收款项虽有所减少但规模仍较大，未来可结转的收入规模较大。联合评级认为，公司对“16 景瑞 01”的偿还能力很强。

八、综合评价

公司作为长三角地区知名的房地产企业，积累了大量的房地产开发经验并具有一定的品牌知名度。2018 年，公司新增土地储备主要位于一、二线城市，质量较好；随着签约销售均价大幅提升，签约销售金额随之增长；受益于结转项目价格上升，综合毛利率有所提升。同时联合评级也关注到公司土地储备规模较小、未来项目开发面临一定资金支出压力、未来项目盈利空间可能收窄、项目增加对公司管理能力要求提高、公司债务存在集中偿付压力、公司营业利润对投资收益和公允价值变动有较大依赖等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将继续拓展一、二线城市；随着在建项目的陆续开盘销售，公司经营状况有望保持良好。

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
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	324.19	430.28	433.08
所有者权益（亿元）	75.88	108.69	116.35
短期债务（亿元）	28.68	43.79	33.41
长期债务（亿元）	60.50	78.90	82.22
全部债务（亿元）	89.18	122.69	115.62
营业收入（亿元）	158.80	100.63	20.31
净利润（亿元）	11.00	14.14	0.85
EBITDA（亿元）	17.45	22.55	--
经营性净现金流（亿元）	60.16	23.56	-48.66
流动资产周转次数(次)	0.57	0.31	--
存货周转次数（次）	0.81	0.50	--
总资产周转次数（次）	0.51	0.27	--
现金收入比率（%）	70.37	65.86	94.19
总资本收益率（%）	7.82	8.07	--
总资产报酬率（%）	5.56	5.94	--
净资产收益率（%）	16.32	15.32	--
营业利润率（%）	14.37	19.53	16.05
费用收入比（%）	5.35	8.52	8.52
资产负债率（%）	76.59	74.74	73.13
全部债务资本化比率（%）	54.03	53.03	49.84
长期债务资本化比率（%）	44.36	42.06	41.40
EBITDA 利息倍数（倍）	2.40	2.37	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.18	--
流动比率（倍）	1.59	1.64	1.72
速动比率（倍）	0.80	0.83	0.91
现金短期债务比（倍）	2.87	2.87	2.60
经营现金流动负债比率（%）	33.86	10.72	-23.01
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.16	1.50	--

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。4、公司其他应付款中债务部分已调整至短期债务，2017 年相关数据以此版报告为准；应付债券于一年内到期部分已调整至短期债务。5、2019 年 1 季度财务报表未经审计，相关数据未年化。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	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 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。