跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1657 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：

二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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 2020 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	15.00 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2019.6.24

跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	324.19	430.28	453.87
所有者权益（亿元）	75.88	108.69	134.70
长期债务（亿元）	60.50	78.90	60.62
全部债务（亿元）	89.18	122.69	96.16
营业收入（亿元）	158.80	100.63	120.24
净利润（亿元）	11.00	14.14	12.00
EBITDA（亿元）	17.45	22.55	17.36
经营性净现金流（亿元）	60.16	23.56	26.18
营业利润率（%）	14.37	19.53	16.93
净资产收益率（%）	16.32	15.32	9.86
资产负债率（%）	76.59	74.74	70.32
全部债务资本化比率（%）	54.03	53.03	41.65
流动比率（倍）	1.59	1.64	1.53
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.18	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	2.40	2.37	1.98
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.16	1.50	1.16

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. 公司其他应付款中有息债务部分已调整至短期债务，应付债券于一年内到期部分已调整至短期债务

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。2019 年，公司继续布局一二线城市，土地储备质量较高；公司签约销售面积和金额均有所上升，签约销售回款率仍保持较高水平。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、权益稳定性一般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．**区域开发优势。**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．**土地储备质量较好。**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．**销售情况良好。**2019 年，公司签约销售面积和金额均有所提升，签约销售回款率仍保持较高水平。

关注

1．**土地储备规模仍较小。**截至 2020 年 3 月底，土地储备规模仍较小，对未来持续发展形成一定限制。

2．**有一定资本支出压力。**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．**房地产业务毛利率不高。**公司项目主要位于一二线城市，部分一线城市拿地成本较高，房地产业务毛利率不高。

4．**权益稳定性一般。**2019 年，公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较大，权益稳定性一般。

分析师

曹梦茹 登记编号（R0040218090002）
宋莹莹 登记编号（R0040219010002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010--85172818
传真：010--85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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他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。

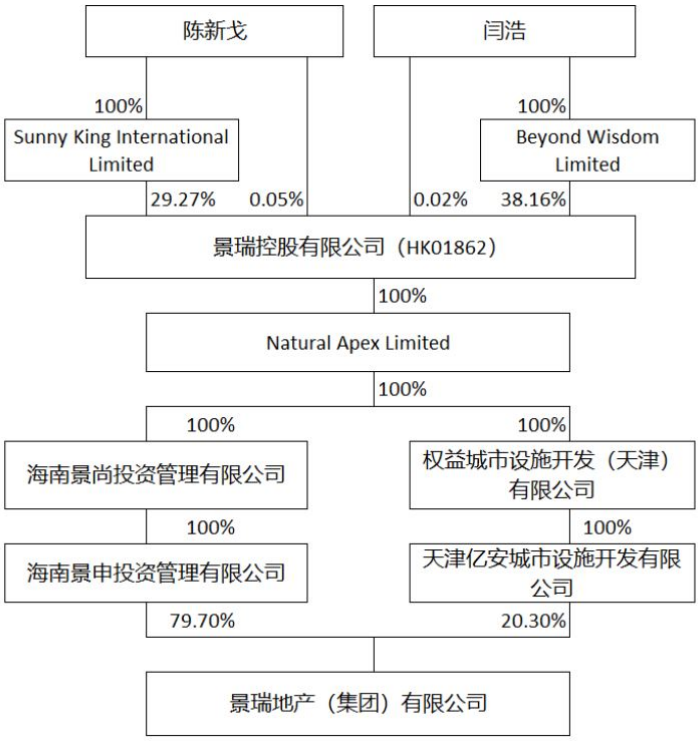
分析师：

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 年底，公司注册资本为 16.21 亿元，自然人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 年底，公司合并范围内共 303 家子公司，拥有在职员工 2,946 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 453.87 亿元，负债合计 319.16 亿元，所有者权益 134.70 亿元，其中归属于母公司所有者权益 68.88 亿元。2019 年，公司实现营业收入 120.24 亿元，净利润 12.00 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 8.88 亿元；经营活动产生的现金流量净额 26.18 亿元，现金及现金等价物净增加额-29.48 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2020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。

付息情况：2020年3月17日，公司已支付2019年3月17日至2020年3月16日期间的债券利息。

回售情况：2019年3月18日，本期债券回售有效期登记数量为819,999手，回售金额为819,999,000元。截至2019年3月22日，本期债券已转售819,99手，转售部分已完成全额非交易过户。

票面利率上调情况：本期债券在存续期的前3年（2016年3月17日至2019年3月16日）票面利率为5.88%；在存续期的第3年末，公司选择上调票面利率112个基点，本期债券在存续期后2年（2019年3月17日至2021年3月16日）票面利率为7.00%。

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

2019年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下降明显。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2019年，全国房地产开发投资132,194.26亿元，同比增长9.90%，增速较上年上升0.40个百分点，总体仍维持高位，但从2019年4月开始已连续8个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019年，全国300个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二线城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积171,557.87万平方米，同比下降0.1%，较上年下降1.4个百分点，全国房地产销售金额159,725.12亿元，同比增长6.50%，增速较上年同期回落5.70个百分点。2019年，百城住宅价格指数上涨3.34%，涨幅较上年同期收窄1.75个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自2018年末触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020年1－3月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就2020年3月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资21,962.61亿元，同比下降7.70%，降幅较前两月收窄8.60个百分点；房地产销售面积21,978.32万平方米，同比下降26.30%，降幅较前两月收窄13.60个百分点；房地产销售金额20,364.86亿元，同比下降24.70%，降幅较前两月收窄11.20个百分点。

2019年，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为26.28%和37.14%；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为19.95%和27.07%，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比均较2018年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

2. 行业关注

行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券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。

房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及近年来政治局会议上多次强调“房住不炒”看，房地产调控政策短时间不会退出，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。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，行业销售面临下滑压力

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，房地产行业销售和回款承压，行业业绩下行风险加大，行业的整体流动性风险在提高。

3. 未来发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

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

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化，相关管理制度延续以往模式，公司整体运营情况良好。

五、经营分析

1．经营概况

2019 年，受房地产结转金额增加的影响，公司营业收入有所上升；受公司 2019 年多个长租公寓项目开业、前期运营成本较大的影响，公司综合毛利率小幅下降，房地产业务毛利率依然不高。

2019年，公司主营业务仍为住宅开发与销售，受房地产结转收入增加的影响，公司实现营业收入120.24亿元，同比增长19.50%；公司实现净利润12.00亿元，同比下降15.09%，主要系公允价值变动收益和投资收益减少共同影响所致。

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。具体来看，2019年公司售房收入为110.42亿元，较上年增长18.71%，主要系本期结转项目增加所致，售房收入占营业收入比重为91.83%。物业管理收入仍为公司第二收入来源，包括景瑞物业平台承接的多种物业的物业服务收入，2019年实现收入4.52亿元，较上年增长12.72%，主要系公司物业服务面积增长所致，占营业收入比重为3.76%。2019年，公司实现房租收入2.02亿元，较上年大幅增长114.89%，主要系公司不动产板块长租公寓及办公物业多个项目陆续开业，同时物业出租率上升，房租上涨共同影响所致。公司装修和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。2019年，公司售房业务毛利率较上年小幅下降1.12个百分点至18.95%，主要系2019年部分售房收入分类到装修收入中，但成本已在售房收入中分摊所致；物业管理业务毛利率上升14.25个百分点至25.22%，主要系物业板块管理成本下降所致；房租收入业务毛利率下降34.96个百分点至48.02%，主要系2019年多个长租公寓项目开业，前期运营成本较大所致。受上述因素影响，2019年公司综合毛利率为21.29%，较上年小幅下降0.49个百分点。

表1　2017－2019年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%、个百分点）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年			2019 年较 2018 年变动情况	
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	毛利率
售房收入	155.36	97.84	18.58	93.02	92.44	20.07	110.42	91.83	18.95	18.71	-1.12
房租收入	0.48	0.30	72.92	0.94	0.94	82.98	2.02	1.68	48.02	114.89	-34.96
物业管理收入	2.74	1.73	39.05	4.01	3.98	10.97	4.52	3.76	25.22	12.72	14.25
装修收入	0.01	0.00	--	0.86	0.85	58.14	1.07	0.89	65.42	24.42	7.28
其他	0.20	0.13	85.00	1.80	1.79	84.44	2.21	1.84	84.16	22.78	-0.28
合计	**158.80**	**100.00**	**19.19**	**100.63**	**100.00**	**21.78**	**120.24**	**100.00**	**21.29**	**19.49**	**-0.49**

注：上表数据以亿元为单位，与公司审计报告披露数据存在四舍五入的差异
资料来源：公司提供

2．土地储备

截至 2019 年底，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，面临一定补库存需求；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。

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。公司在众多开发项目上与其他实力雄厚的房地产开发商合作；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。

考虑到公司整体规划布局及市场风险，2019 年公司拿地力度有所减弱，公司新增土地 10 幅，其中招拍挂获取 9 幅土地；获取土地全部位于天津、上海、南京等一二线核心城市，总占地面积为 43.02 万平方米，规划建筑面积合计 130.02 万平方米。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，还继续布局上海、武汉、苏州、宁波和嘉兴的项目，进一步深耕长三角地区的基地城市。公司整体土地获取成本处于较低水平，2019 年地价较高的项目位于上海、宁波和南京等热门城市，主要系当地土拍市场竞争较激烈所致。2020 年 1－3 月，公司未获取新的土地[1]。

表2　2017－2019年公司土地获取情况（单位：块、亿元、万平方米）

取得时间	拿地数量	权益购地支出	土地占地面积	规划建筑面积
2017年	23	89.94	116.95	285.16
2018年	21	76.02	78.74	165.34
2019年	10	39.81	43.02	130.02

注：上表数据为全口径数据
资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司土地储备总建筑面积为458.36万平方米，权益建筑面积为199.55万平方米，相对于公司近两年平均开发面积（193.88万平方米），公司面临一定补库存需求。从土地储备布局来看，公司土地储备主要位于天津（占24.44%）、武汉（占19.93%）、苏州（占17.05%）、南京（占11.51%）和杭州（占11.74%）。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2020年3月底公司土地储备状况（单位：万平方米、亿元、%、万元/平方米）

区域	项目名称	总建筑面积	取得方式	取得成本	权益占比	楼面价
北京	北京景瑞·三全公寓项目	2.43	收购	23.46	100.00	9.65
	北京景瑞·中关村前海中金项目	0.54	收购	2.15	100.00	3.98
	北京景瑞·新华文化大厦项目	0.43	收购	2.40	50.00	5.58
上海	上海景瑞·城中公园北地块	2.20	收购	2.21	100.00	1.00
	上海景瑞·城中公园南地块	3.96	收购	3.71	100.00	0.94
	上海景瑞·法兰云廷	0.24	收购	0.23	100.00	0.96
	上海景瑞·申信大厦	0.34	收购	1.02	100.00	3.00
	上海景瑞·科苑大厦	1.01	收购	3.00	100.00	2.97
	上海景瑞·新梅大厦项目	0.71	收购	1.32	100.00	1.86
	上海景瑞·静安区中山北路项目	0.32	收购	0.81	100.00	2.53
	上海景瑞·黄浦区中山大楼项目	0.30	收购	0.81	100.00	2.70
	上海景瑞·银桥公寓项目	0.89	收购	2.34	100.00	2.63
	上海景瑞·幸福莱	0.49	收购	1.06	100.00	2.16
杭州	杭州景瑞·申花郡	0.01	收购	2.96	100.00	--
	杭州景瑞·阳明谷	0.07	收购	9.98	100.00	5.45
	杭州景瑞·原墅	1.05	收购	7.12	100.00	2.80
	杭州景瑞·长兴望府	0.06	招拍挂	4.20	100.00	--
	杭州景瑞·西溪云庐（留下地块）	9.61	招拍挂	12.71	7.00	1.32

[1] 公司已于 2020 年 4 月和 5 月，陆续在嘉兴、上海松江、武汉和杭州共获取 4 幅地块，权益购地支出 11.20 亿元，土地占地面积为 11.17 万平方米，规划总建筑面积 28.62 万平方米

	杭州景瑞·悦见山（临平山北）	22.15	招拍挂	13.22	12.75	0.60
	杭州景瑞·镜溪绿汀（未来科技城）	9.47	招拍挂	15.54	60.00	1.64
	杭州景瑞·崇贤向阳 4 号地块	11.41	招拍挂	10.05	51.00	0.88
嘉兴	嘉兴 2019-19 号（姚家荡南）	12.68	招拍挂	8.79	40.00	0.69
南京	南京·金域东方	0.08	招拍挂	15.90	17.00	1.12
	南京景瑞·春风十里	0.11	收购	2.58	100.00	0.66
	南京景瑞·熙棠府（六合 G18）	12.40	招拍挂	5.40	50.00	0.44
	南京·和峰南岸（岱山 G30）	10.92	招拍挂	11.40	19.75	1.03
	南京·浦口 G35	29.24	招拍挂	29.90	30.00	1.02
宁波	宁波景瑞·海港城	4.20	招拍挂	0.28	50.00	0.07
	宁波景瑞·星海彼岸（春晓 160#）	6.03	招拍挂	8.73	50.00	0.27
	宁波景瑞·时光里（高新区商办项目）	0.26	招拍挂	1.05	100.00	0.22
	宁波景瑞·兴宁府（华光城）	5.59	招拍挂	4.24	44.00	0.76
	宁波·水印江山（姜山镇核心 9 号地块）	13.65	招拍挂	14.14	38.00	1.04
绍兴	绍兴景瑞·望府	5.97	招拍挂	1.66	100.00	0.28
苏州	苏州景瑞·广运姑苏大楼	1.21	收购	1.57	100.00	1.30
	苏州景瑞·常熟珺悦阁（梅李项目）	1.88	招拍挂	3.64	25.00	0.60
	苏州景瑞·常熟时光里（虞悦广场）	12.71	收购	1.54	80.00	0.12
	苏州·常熟江南府邸	53.02	收购	32.83	33.00	0.62
	苏州·太仓新湖项目（广州路北地块）	9.33	招拍挂	3.47	70.52	0.37
天津	天津·鲲栖府（海上国际）	40.56	收购	31.36	20.00	0.57
	天津景瑞·阳光尚城	0.13	招拍挂	3.60	100.00	0.46
	天津·翰邻（海教园 14#地块）	3.62	招拍挂	11.40	100.00	0.90
	天津塘沽湾 1 号地块	10.33	招拍挂	5.32	100.00	0.52
	天津·六合茗着（团泊西 14#地块）	5.72	招拍挂	2.63	33.00	0.46
	天津·海蓝城（咸水沽 05#地块）	24.78	招拍挂	16.10	49.00	0.44
	天津·塘沽湾 6 号	8.63	招拍挂	3.33	50.00	0.39
	天津·塘沽湾 03-51 地块	8.67	招拍挂	3.37	51.00	0.39
	天津·塘沽湾 03-54 地块	9.57	招拍挂	3.75	49.00	0.39
武汉	武汉景瑞·天赋滨江（大洲村 K4 地块）	58.52	收购	13.12	40.00	0.22
	武汉景瑞·天赋半岛（后官湖项目）	6.50	收购	2.40	54.00	0.37
	武汉蔡甸 079 地块	26.35	招拍挂	7.96	30.00	0.30
重庆	重庆景瑞·西联社	0.16	招拍挂	0.06	100.00	0.40
舟山	舟山景瑞·半岛湾	0.20	招拍挂	0.05	100.00	0.26
	舟山景瑞·豪布斯卡	6.65	招拍挂	0.65	100.00	0.09
常州	常州景瑞·曦城/英郡	1.00	招拍挂	0.06	100.00	0.06
合计		**458.36**	**--**	**372.58**	**--**	**0.80**

注：总建筑面积的统计口径为尚未结转收入的面积
资料来源：公司提供

3．房地产开发

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。

公司根据项目开工计划进行建设。从项目开发数据来看，公司新开工面积根据项目开发节奏来安排，2019 年公司调整开发节奏，新开工面积下降 58.72%至 113.29 万平方米；竣工面积增长 20.81%至 120.83 万平方米。受以上因素影响，截至 2019 年底，公司在建项目面积为 366.16 万平方米。2020 年 1—3 月，受疫情延期复工的影响，公司无新开工和竣工项目，在建面积仍为 366.16 万平方米。

表4　2017—2019年及2020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	2020 年 1—3 月
开工数量	13	17	7	--
新开工面积	145.28	274.47	113.29	--
竣工面积	148.00	100.02	120.83	--
期末在建面积	245.41	373.70	366.16	366.16

注：2017—2018年数据口径为公司操盘项目，2019年及2020年1—3月数据为全口径
资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2020 年 3 月底，公司在建项目建筑面积为 409.52 万平方米。从地域分布来看，公司在建项目主要分布于苏州、南京等长三角地区以及天津和武汉，以一二线城市为主。从投资情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司在建项目规划总投资额为 474.78 亿元，已投资 264.19 亿元，未来还需投资 210.59 亿元，其中权益尚需投资金额 102.87 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，公司将面临一定资金支出压力。

表 5　截至 2020 年 3 月底公司在建项目情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目	总建筑面积	开工时间	预计总投资金额	截至 2020 年 3 月末已投资金额	预计竣工时间	权益占比
武汉景瑞·天赋滨江（大洲村 K4 地块一期）	58.52	2018 年 3 月	69.48	7.30	2022 年 11 月	40.00
武汉景瑞·天赋半岛（后官湖项目）	6.50	2018 年 9 月	7.94	1.77	2020 年 9 月	60.00
武汉景瑞·蔡甸 079 地块	26.35	2020 年 4 月	18.62	8.58	2022 年 6 月	30.00
天津景瑞·塘沽湾 1 号	10.33	2018 年 8 月	10.50	9.40	2020 年 6 月	100.00
天津景瑞·塘沽湾 03-51 号地块	8.67	2019 年 10 月	6.72	3.73	2021 年 12 月	51.00
天津·鲲栖府（海上国际）	40.17	2018 年 4 月	51.00	37.22	2020 年 9 月	20.00
天津·六合茗着（团泊西 14#地块）	5.72	2018 年 8 月	5.60	4.48	2020 年 4 月	33.00
天津·海蓝城（咸水沽 05#地块）	24.78	2018 年 9 月	29.00	17.86	2021 年 8 月	49.00
天津·塘沽湾陆号地块	8.66	2019 年 5 月	6.85	3.91	2020 年 12 月	50.00
天津·塘沽湾 03-54 号地块	9.57	2019 年 9 月	7.46	4.03	2021 年 9 月	49.00
苏州·太仓新湖项目（广州路北地块）	9.33	2019 年 10 月	7.15	4.23	2021 年 7 月	100.00
苏州景瑞·常熟时光里（虞悦广场）	12.71	2018 年 8 月	9.24	2.59	2020 年 6 月	80.00
苏州·常熟江南府	53.02	2018 年 11 月	54.86	44.28	2020 年 11 月	33.00
宁波景瑞·华光城	5.59	2018 年 7 月	9.36	7.14	2020 年 12 月	44.00
舟山景瑞·缇香苑（豪布斯卡三期）	6.65	2018 年 7 月	3.93	3.31	2020 年 8 月	100.00

宁波·水印江山（姜山镇核心9号地块）	13.70	2019年7月	20.94	16.61	2021年8月	100.00
南京浦口区G35地块	29.24	2019年12月	31.70	30.96	2022年10月	30.00
南京景瑞·六合G18*	12.40	2018年5月	11.63	8.90	2021年3月	50.00
南京·和峰南岸（岱山G30地块）	10.92	2018年10月	18.78	13.51	2020年12月	19.75
嘉兴经开2019-19号地块	13.10	2020年3月	18.04	9.08	2021年11月	40.00
杭州景瑞·未来科技城	9.47	2018年9月	25.52	0.00	2020年9月	100.00
杭州景瑞·崇贤向阳4号地块	11.96	2020年4月	17.30	5.98	2021年12月	51.00
杭州·悦见山	22.15	2017年12月	33.16	19.32	2020年12月	12.75
合计	**409.52**	--	**474.78**	**264.19**	--	--

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

4．房地产销售

跟踪期内，公司房地产签约销售面积和金额均有所上升，公司继续重点布局一二线核心城市，签约销售较上年变化不大；公司在售项目以一二线城市为主，去化情况较好。

2019年，公司签约销售金额同比增长7.59%至249.23亿元；签约销售面积同比增长11.83%至120.64万平方米。2019年，公司主要布局城市依旧为一二线核心城市，签约销售均价由21,147.90元/平方米小幅下降至20,819.00元/平方米，变化不大。2019年，公司签约销售回款率达到94.40%，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，2019年公司结转面积下降至56.84万平方米；受2019年结转的项目售价较高，且售价较高项目占比较大的共同影响，结转收入上升至114.42亿元。

2020年1－3月，公司实现签约销售金额9.58亿元，签约销售面积24.81万平方米，均同比有所下降，主要系受疫情影响所致；同期，公司签约销售均价仍保持较高水平，同比上升25.99%至26,406.10元/平方米，主要系一二线城市占比增加所致；结转价格随公司一二线项目结转比例增加而大幅上升，为20,813.25元/平方米。

表6　2017－2019年及2020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	2020年1－3月
签约销售面积	100.63	107.88	120.64	9.58
签约销售金额	178.77	231.64	249.23	24.81
签约销售均价	17,764.48	21,147.90	20,819.00	26,406.10
回款率	93.00	91.00	94.40	130.00
结转面积	119.03	89.03	56.84	10.30
结转收入	155.36	93.02	114.42	21.44
平均结转价格	13,052.40	10,447.39	19,123.26	20,813.25

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
资料来源：公司提供

从公司目前在售的项目和库存来看，截至2020年3月底，公司在建项目总可售面积（全口径）为302.27万平方米，尚余可售面积为178.80万平方米，可以满足公司未来一年多的销售需要。从去化进度看，截至2020年3月底，公司在建项目整体去化情况较好；部分项目，如“苏州景瑞·常熟时光里（虞悦广场）”项目去化较慢，主要系受Loft产品属性限制所致；“苏州·常熟江南府”为独栋项目，去化较慢，但项目毛利较高，公司考虑下半年市场转好后加大推售；“武汉景瑞·天赋半岛（后官湖项目）”去化较慢，主要系项目于疫情前夕开盘，因疫情封城，4月中旬解封后

销售逐渐提升。

表 7　截至 2020 年 3 月底公司在建项目销售情况（单位：万平方米）

项目	开盘时间	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
杭州·悦见山	2018.8.20	15.22	15.22	15.16	0.06	0.06
宁波景瑞·春晓 160#*	2018.5.28	21.92	21.92	16.84	5.08	5.08
天津·鲲栖府（海上国际）	2018.6.16	26.85	25.19	18.43	6.76	8.42
南京景瑞·六合 G18*	2021.3.28	9.26	5.26	4.60	0.67	4.67
宁波景瑞·华光城	2018.12.15	3.80	3.80	3.67	0.13	0.13
舟山景瑞·缇香院（豪布斯卡三期）	2018.10.25	1.84	1.84	1.84	0.00	0.00
武汉景瑞·天赋滨江（大洲村 K4 地块）	2019.4.17	40.10	14.32	14.29	0.03	25.81
天津景瑞·塘沽湾 1 号	2018.10.27	6.11	6.11	4.66	1.45	1.45
天津·六和茗着（团泊西 14#地块）	2018.10.5	4.29	4.20	2.95	1.35	1.44
天津·海蓝城（咸水沽 05#地块）	2018.12.16	19.70	9.48	8.25	1.23	11.45
苏州景瑞·常熟时光里（虞悦广场）	2019.1.15	9.06	2.08	0.90	1.17	8.16
苏州·常熟江南府	2018.12.26	35.44	19.66	13.01	6.65	22.43
武汉景瑞·天赋半岛（后官湖项目）	2019.9.22	2.73	1.92	0.54	1.38	2.19
杭州景瑞·未来科技城	2019.5.26	5.72	4.13	3.97	0.16	1.75
南京·和峰南岸（岱山 G30 地块）	2019.6.20	7.96	7.96	6.73	1.23	1.23
天津·塘沽湾陆号	2019.8.24	6.38	4.79	3.63	1.16	2.75
天津·塘沽湾 03-54 号地块	2019.12.7	7.04	0.88	0.16	0.72	6.88
天津·塘沽湾 03-51 号地块	2020.3.28	6.35	0.62	0.00	0.62	6.35
宁波·水印江山（姜山镇核心 9 号地块）	2019.12.14	9.32	5.60	3.95	1.65	5.37
苏州·太仓新湖项目（广州路北地块）	2020.12.19	6.41	0.00	0.00	0.00	6.41
武汉景瑞·蔡甸 079 地块	2020.9.5	19.40	0.00	0.00	0.00	19.40
杭州景瑞·崇贤向阳 4 号地块	2020.8.25	7.59	0.00	0.00	0.00	7.59
嘉兴经开 2019-19 号地块	2020.6.28	8.82	0.00	0.00	0.00	8.82
南京浦口区 G35 地块	2020.6.13	20.96	0.00	0.00	0.00	20.96
合计	**--**	**302.27**	**154.98**	**123.58**	**31.50**	**178.80**

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2020 年 3 月底，公司已完工项目总可售面积为 223.87 万平方米，已完工项目的去化率为 92.24%；其中“上海·景瑞新梅大厦”计划 2020 年开始对外销售。截至 2020 年 3 月底，公司部分项目有一定存量面积；其中“宁波景瑞·北仑春晓”项目受分期开发的影响，剩余部分未售住宅；“上海景瑞·青浦城中公园”中未售部分为一栋商业项目，以前为出租状态，待租约于 2020 年陆续到期后，2021 年将开始销售。

表 8　截至 2020 年 3 月底公司已完工项目销售情况（单位：万平方米）

项目	总可售面积	已售面积	未售面积
杭州景瑞·长兴望府	5.08	5.01	0.07
杭州景瑞·申花郡	4.87	4.86	0.01
杭州景瑞·原墅（青枫墅园）	2.69	1.93	0.76
杭州景瑞·阳明谷	1.83	1.79	0.04
杭州·西溪云庐	5.44	4.18	1.26
绍兴景瑞·绍兴望府	37.09	35.82	1.27
南京·淳化项目	13.11	13.03	0.08
宁波景瑞·高新时光里	3.05	2.80	0.25
宁波景瑞·海志府	8.93	8.91	0.02
宁波景瑞·北仑春晓	21.92	16.84	5.08
舟山景瑞·半岛湾	7.67	7.23	0.44
上海景瑞·青浦城中公园	11.44	8.74	2.70
上海景瑞·法兰云廷	3.30	3.07	0.23
上海景瑞·新梅大厦	0.70	--	0.70
苏州景瑞·天玺（常州望府三期）	21.20	21.13	0.07
苏州景瑞·无双	9.59	9.59	0.00
苏州景瑞·曦城/英郡	21.00	20.00	0.98
苏州·常熟梅李项目	6.03	5.07	0.96
天津·鲲栖府（海上国际）	27.78	27.63	0.15
天津景瑞·翰邻	8.63	6.50	2.13
重庆景瑞·西联社	2.52	2.36	0.16
合计	**223.87**	**206.49**	**17.36**

资料来源：公司提供，联合评级整理

5. 经营关注

房地产销售业务毛利率不高

近年来，公司项目主要位于一二线城市；其中部分一线城市土地获取成本较高，房地产销售业务毛利率不高。

土储规模较小

截至 2020 年 3 月底，公司土地储备总建筑面积为 458.36 万平方米，权益建筑面积为 199.55 万平方米，相对于公司近两年平均开发面积，土地储备规模较小，对公司未来持续发展形成一定的制约。

未来存在较大规模资本支出

截至 2020 年 3 月底，公司在建项目规划总投资额为 474.78 亿元，已投资 264.19 亿元，未来还需投资 210.59 亿元，其中权益尚需投资金额 102.87 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。

合作开发规模较大，对公司管理能力要求提升

未来，随着公司区域布局的拓展，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

公司发展战略明确，有利于公司未来保持快速健康发展。

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。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2019 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，截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 303 家，合并范围较上年增加了 41 家子公司，减少了 11 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 2019 年底，公司合并资产总额 453.87 亿元，负债合计 319.16 亿元，所有者权益 134.70 亿元，其中归属于母公司所有者权益 68.88 亿元。2019 年，公司实现营业收入 120.24 亿元，净利润 12.00 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 8.88 亿元；经营活动产生的现金流量净额 26.18 亿元，现金及现金等价物净增加额-29.48 亿元。

2．资产质量

截至 2019 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。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 453.87 亿元，较年初增长 5.48%，主要系流动资产增长所致；其中，流动资产占 82.67%，非流动资产占 17.33%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至 2019 年底，公司流动资产合计 375.20 亿元，较年初增长 4.00%，主要系其他应收款和存货增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占 31.33%）、其他应收款（占 12.55%）和存货（占 49.10%）为主。

截至 2019 年底，公司货币资金为 117.57 亿元，较年初下降 6.20%，主要系公司偿还债务所致，货币资金主要由银行存款构成（占 96.91%）；其中，受限货币资金为 29.48 亿元，主要由定期存单（占 87.62%）、工程保证金（11.37%）、保函保证金（占 0.88%）和按揭款保证金（占 0.13%）构成。受限资金占比为 25.07%，受限程度一般。

截至 2019 年底，公司存货账面价值 184.24 亿元，较年初增长 3.74%，变化不大；其中开发成本和开发产品分别占 77.89%和 19.63%。公司存货规模较大，分布于上海、苏州、武汉、杭州、宁波天津等一二线城市以及位于长三角的太仓、绍兴、常州和南通等三线城市；截至 2019 年底，公司存货中对开发产品计提跌价准备合计 0.61 亿元，主要针对舟山“景瑞·半岛湾”和台州“景

瑞·枫云府”两个项目计提跌价准备[2]。

截至2019年底，公司其他应收款47.08亿元，较年初增长13.48%，主要系关联方往来款增多所致。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36.13亿元、1~2年的为9.41亿元、2~3年的为1.40亿元，3年以内的其他应收款合计占比99.70%，剩余为3年以上。其他应收款欠款金额前五名占比为37.26%，集中度一般。其他应收款计提坏账准备1.87亿元，计提比例为3.82%。

表9　截至2019年底公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

名称	金额	账龄	占比	款项性质
上海沪泰房地产发展有限公司	6.88	1年内	14.61	易里项目，控股合并范围的项目公司关联方往来
常熟骏淳贸易有限公司	3.28	1~2年	6.97	常熟江南府项目，合作非并表项目，按股权比例承担的股东往来资金投入
上海锴垚企业管理有限公司	2.99	1~2年	6.35	控股合并范围的关联方往来
上海锴康企业管理有限公司	2.36	1~2年	5.01	控股合并范围的关联方往来
上海锴利置业有限公司	2.03	1年内	4.31	控股合并范围的关联方往来
合计	**17.54**	**--**	**37.26**	

资料来源：公司审计报告

非流动资产方面，截至2019年底，公司非流动资产合计78.67亿元，较年初增长13.16%，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长期股权投资（占27.50%）、投资性房地产（占54.41%）、其他权益工具投资（占6.12%）和其他非流动金融资产（占5.27%）为主。

截至2019年底，公司新增其他权益工具投资4.81亿元，主要系公司根据会计政策调整，将部分可供出售金融资产重分类至其他权益工具投资这一科目所致。截至2019年底，公司其他权益工具投资全部为非上市公司股权。

截至2019年底，公司新增其他非流动金融资产4.15亿元，主要系公司根据会计政策调整，将部分可供出售金融资产重分类至其他非流动金融资产这一科目所致。截至2019年底，公司其他非流动金融资产包括资产支持专项计划和非上市公司股权。

公司长期股权投资为对合联营企业的投资，全部按权益法进行核算。截至2019年底，公司长期股权投资为21.64亿元，较年初增长51.12%，主要系公司对于新拿地项目引入第三方合作，合作项目增加所致；其中，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。

截至2019年底，公司投资性房地产为42.81亿元，较年初增长16.36%，主要系在建工程转入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和上海等一线城市，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0.96亿元，对公司利润总额影响较小。

截至2019年底，公司受限资产账面价值合计105.28亿元，其中货币资金受限29.48亿元，存货合计受限59.57亿元，投资性房地产受限16.23亿元。公司资产受限比例为23.20%，受限比例一般。

[2] 其中舟山“景瑞·半岛湾”剩余车库和少量在售，基于谨慎性原则，计提了497万元存货减值，但依据目前的销售情况来看，车位售价6.5万，车位不分摊成本，商铺售价1.7万/平方米，成本8,156元/平方米，实际不会存在减值；台州“景瑞·枫云府”计提了5,589万元的减值，主要是政府回购房部分，该部分按照政府回购房约定的回购价格和成本配比进行计提

截至 2019 年底，公司部分子公司存在股权被质押的情况，具体如下表所示。

表 10　截至 2019 年底公司股权质押情况（单位：%）

子公司名称	公司直接/间接持有股权比例	公司持有的股权中受限比例	受限原因
上海兆量广告有限公司	100	100	借款抵押
上海璟域丰企业管理有限责任公司	100	100	借款抵押
上海景祥置业有限公司	100	100	借款抵押
北京天安华峰旅游投资有限责任公司	100	100	借款抵押
上海熠晟物业管理有限公司	100	100	借款抵押
上海翊晅物业管理有限公司	100	100	借款抵押
上海烜濛物业管理有限公司	100	100	借款抵押
上海昀晔物业管理有限公司	100	100	借款抵押
上海昀垚物业管理有限公司	100	100	借款抵押
上海偲喆物业管理有限公司	100	100	借款抵押
上海偲菽物业管理有限公司	100	100	借款抵押
上海偲邑物业管理有限公司	100	100	借款抵押
上海煊耀企业管理咨询有限公司	100	100	借款抵押
杭州景胜置业有限公司	60	60	借款质押
天津瑞盛房地产开发有限公司	100	100	借款抵押

资料来源：公司债券年报

3. 负债及所有者权益

（1）负债

跟踪期内，公司整体债务规模有所下降，债务结构合理，以长期债务为主；公司债务负担有所减轻，全部债务分布较为平均。

截至 2019 年底，公司负债合计 319.16 亿元，较年初下降 0.76%，主要系流动负债增加所致；其中，流动负债占 76.72%，非流动负债占 23.28%，公司负债以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债合计 244.86 亿元，较年初增长 11.40%，主要系预收款项增加所致；公司流动负债以短期借款（占 8.86%）、应付账款（占 17.90%）、其他应付款（占 36.19%）和预收款项（占 27.58%）为主。

截至 2019 年底。公司短期借款 21.70 亿元，较年初增长 40.46%，主要系公司经营所需资金增加所致。公司短期借款由质押借款（占 94.29%）和抵押借款（占 5.71%）构成。

截至 2019 年底，公司应付账款为 43.84 亿元，较年初增长 12.14%，主要系应付工程款增加所致。公司应付账款中，1 年以内的占 76.28%，1~2 年的占 19.62%，2~3 年的占 2.69%，3 年以上的占 1.41%。

截至 2019 年底，公司预收款项合计 67.54 亿元，较年初增长 60.00%，主要系公司加大销售和回款力度，回款上升所致。

截至 2019 年底，公司其他应付款为 88.61 亿元，较年初下降 9.02%，主要系关联方往来减少所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 74.31 亿元，较年初下降 27.01%，主要系长期借款减少所致。非流动负债由长期借款（占 54.60%）、应付债券（占 26.98%）和递延所得税负债（占 18.42%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款为 40.57 亿元，较年初下降 36.60%，主要系公司进行部分贷款

置换，银行借款利率有所下浮，借款总额下降所致。公司长期借款包括 38.06 亿元的抵押借款和 2.51 亿元的担保借款。从长期借款的还款期限来看，2021 年到期的金额占 43.62%，2022 年到期金额占 28.95%，2023 年到期金额占 1.66%，2023 年以后到期金额占 25.77%。公司长期借款分布较为平均。

截至 2019 年底，公司应付债券账面价值 20.05 亿元，较年初下降 18.00%，主要系公司偿还“16 景瑞 02”所致。截至 2019 年底，公司应付债券为“16 景瑞 01”和“19 景瑞 01”。

表 11　截至 2019 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

债券简称	证券代码	发行规模	期末余额	发行时间	到期时间
16 景瑞 01	136170.SH	14.82	15.07	2016-3-16	2021-3-17
19 景瑞 01	151925.SH	4.98	4.98	2019-8-6	2024-8-7

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司递延所得税负债为 13.69 亿元，较年初增长 2.43%，主要系公司应纳税暂时性差异增加所致。

截至 2019 年底，公司全部债务为 96.16 亿元，较年初下降 21.62%，主要系偿还债务所致；其中短期债务占 36.96%，长期债务占 63.04%，构成以长期债务为主。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.32%、41.65%和 31.04%，较年初分别下降 4.42 个百分点、下降 11.37 个百分点和下降 11.02 个百分点。公司整体债务负担有所减轻，全部债务分布较为平均。

表 12　截至 2019 年底公司全部债务期限分布情况（单位：亿元）

时间	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	其他应付款中的有息债务	合计
2020 年	21.70	0.80	8.68	--	--	4.36	**35.54**
2021 年	--	--	--	17.70	15.07	--	**32.77**
2022 年	--	--	--	11.74	--	--	**11.74**
2023 年及以后	--	--	--	11.13	4.98	--	**16.11**
合计	**21.70**	**0.80**	**8.68**	**40.57**	**20.05**	**4.36**	**96.16**

资料来源：公司提供

（2）所有者权益

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。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 134.70 亿元，较年初增长 23.93%，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占比为 51.13%，少数股东权益占比为 48.87%。归属于母公司所有者权益为 68.88 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 23.54%、8.13%、2.69%、2.50%和 63.15%。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。

4. 盈利能力

2019 年，公司营业收入有所增长，受营业成本增加、公允价值变动收益和投资收益减少共同影响，净利润有所减少；公司主要盈利指标均有所下降。公司总体盈利能力有所下降。

2019 年，公司实现营业收入 120.24 亿元，同比增长 19.50%，主要系房地产结转收入增加所

致；公司净利润为 12.00 亿元，同比下降 15.09%，主要公允价值变动收益和投资收益减少所致。

2019 年，公司期间费用为 7.31 亿元，同比下降 14.74%，主要系财务费用减少所致。具体来看，2019 年销售费用为 3.82 亿元，同比增长 77.66%，主要系代理费和宣传费增加所致；2019 年管理费用为 4.45 亿元，同比下降 16.46%，主要系中介机构费和市场拓展费等减少所致；2019 年财务费用为-0.99 亿元，同比减少 2.07 亿元，主要系利息费用减少所致。2019 年，公司费用收入比为 6.08%，较 2018 年下降 2.44 个百分点，公司费用控制能力有所提升。

2019 年，公司投资收益为 3.52 亿元，同比下降 34.95%，主要系可供出售金融资产收益、基金理财产品收益和委托贷款投资收益减少所致；当期公司投资收益占营业利润的比重为 21.62%，对营业利润影响较大；公司投资收益为合作开发的非并表项目，按股权比例确认的份额，具有可持续性。2019 年，公司公允价值变动收益为 1.09 亿元，同比下降 81.12%，主要系投资性房地产公允价值变动所致；公允价值变动收益占当期营业利润的比重为 6.70%。整体看，公司投资收益对营业利润影响较大。

从盈利指标来看，公司营业利润率为 16.93%，较上年下降 2.60 个百分点，变化不大。2019 年，受利润规模下降的影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.67%、3.86%和 9.86%，较上年分别下降 2.40 个百分点、下降 2.08 个百分点和下降 5.45 个百分点，公司各盈利指标有所下降。

5．现金流

2019年，受销售回款增加的影响，公司经营活动产生的现金流量净额有所上升；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。

从经营活动情况来看，2019 年，公司经营活动现金流入为 219.93 亿元，同比增长 18.37%，主要系销售回款增加所致；经营活动现金流出方面，2019 年公司经营活动现金流出 193.75 亿元，同比增长 19.42%，主要系材料涨价、工程款支付增加所致。2019 年公司经营活动产生的现金流量净额为 26.18 亿元，净流入规模同比增长 11.11%。

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入为 17.03 亿元，同比增长 91.59%，主要系收回投资现金增加所致；2019 年，公司投资活动现金流出为 25.47 亿元，同比下降 2.49%，主要系公司不动产平台再投资减少所致。同期，投资活动产生的现金流净额为-8.43 亿元，2019 年净流出规模同比有所减少。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 76.78 亿元，同比下降 28.75%，主要系借款规模减小所致；2019 年，公司筹资活动现金流出 124.07 亿元，同比增长 83.26%，主要系公司当期偿还债务增加所致；2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-47.28 亿元，筹资性现金流较上年由净流入转为净流出。

6．偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力尚可，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率由上年的 1.64 倍下降至 1.53 倍，主要系预收款项增加所致，速动比率由上年的 0.83 倍下降至 0.78 倍。截至 2019 年底，公司现金现金短期债务比由年初的 2.87 倍提高至 3.55 倍，现金类资产对短期债务的保护程度尚可。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2019 年公司 EBITDA 为 17.36 亿元，较上年下降 23.02%，主要系利润总额减少所致。公司 EBITDA 由折旧（占 0.42%）、摊销（占 1.19%）、计入财务费用的利息支出（占 6.32%）和利润总额（占 92.07%）构成；同期，公司 EBTIDA 利息倍数由 2.37 倍下降为 1.98 倍，EBITDA 对利息的保障程度尚可；公司 EBITDA 全部债务比仍保持为 0.18 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。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 2020 年 5 月 18 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 2020 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2020 年 3 月底，公司银行授信额度为 364.24 亿元，已使用额度 88.79 亿元，公司间接融资渠道畅通。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月底，公司对外担保金额合计 22.04 亿元，占净资产比率为 16.36%，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 13　截至 2020 年 3 月底公司对外担保情况（单位：万元、年）

贷款主体	授信银行	授信额度	已使用数额	余额	担保金额	借款期限	担保方式	是否为关联企业
南京彩程置业有限公司	中国工商银行股份有限公司南京六合支行	70,000	57,000	41,600	41,600	3	保证	是
常熟骏淳贸易有限公司	兴业银行苏州分行	190,000	190,000	190,000	62,700	2	保证	是
天津和胜房地产开发有限公司	中国农业银行天津西青支行	25,000	18,000	18,000	9,000	3	保证	是
天津瑞辉房地产开发有限责任公司	中国光大银行天津滨海分行	30,000	22,800	22,800	11,172	3	保证	是
上海韬永物业管理有限公司	浙商银行上海长宁支行	47,900	47,900	47,900	47,900	10	保证	是
阳菱光辉（天津）房地产开发有限公司	招行天津分行	80,000	80,000	80,000	35,280	2	保证	是
上海浩沛置业有限公司	东亚银行上海分行	16,000	16,000	12,700	12,700	3	保证	是
合计	--	**458,900**	**431,700**	**413,000**	**220,352**	--	--	--

资料来源：公司提供

7．母公司财务分析

母公司资产主要为其他应收款和长期股权投资，母公司层面债务负担较重。母公司利润来源主要为投资收益。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 291.85 亿元，较年初增长 8.50%，主要系流动资产增加所致。从资产结构来看，母公司资产主要由其他应收款（256.15 亿元）和长期股权投资（20.60 亿元）构成。

截至 2019 年底，母公司负债合计 262.55 亿元，较年初增长 6.84%，主要系流动负债增加所致。从负债结构来看，母公司负债主要由其他应付款（241.46 亿元）和应付债券（20.05 亿元）构成。截至 2019 年底，母公司全部债务 20.05 亿元，均为应付债券；母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 89.96%和 40.63%，债务负担较重。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 29.30 亿元，较年初增长 26.08%，主要系未分配利润增加所致；母公司所有者权益主要由实收资本（16.21 亿元）和未分配利润（7.02 亿元）构成。

2019 年，母公司实现营业收入 0.47 亿元，营业成本 0.10 亿元；净利润为 6.06 亿元，同比大幅增长，主要系投资收益增加所致。

2019 年，母公司经营活动现金流净额 2.35 亿元，投资活动现金流净额 1.88 亿元，筹资活动现金流净额-3.29 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

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，公司对“16 景瑞 01”的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至 2019 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 126.33 亿元，约为“16 景瑞 01”本金（15.00 亿元）的 8.42 倍，公司现金类资产对“16 景瑞 01”的覆盖程度较高；净资产达 134.70 亿元，约为“16 景瑞 01”本金（15.00 亿元）的 8.98 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，2019 年，公司 EBITDA 为 17.36 亿元，约为“16 景瑞 01”本金（15.00 亿元）的 1.16 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 2019 年经营活动产生的现金流入 219.93 亿元，约为“16 景瑞 01”本金（15.00 亿元）的 14.66 倍，公司经营活动现金流入量对“16 景瑞 01”的覆盖程度很高。

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。2019 年，公司继续布局一二线城市，土地储备质量较高；公司签约销售面积和金额均有所上升，签约销售回款率仍保持较高水平。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、权益稳定性一般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
资产总额（亿元）	324.19	430.28	453.87
所有者权益（亿元）	75.88	108.69	134.70
短期债务（亿元）	28.68	43.79	35.54
长期债务（亿元）	60.50	78.90	60.62
全部债务（亿元）	89.18	122.69	96.16
营业收入（亿元）	158.80	100.63	120.24
净利润（亿元）	11.00	14.14	12.00
EBITDA（亿元）	17.45	22.55	17.36
经营性净现金流（亿元）	60.16	23.56	26.18
流动资产周转次数(次)	0.57	0.31	0.33
存货周转次数（次）	0.81	0.50	0.52
总资产周转次数（次）	0.51	0.27	0.27
现金收入比率（%）	70.37	65.86	102.43
总资本收益率（%）	7.82	8.07	5.67
总资产报酬率（%）	5.56	5.94	3.86
净资产收益率（%）	16.32	15.32	9.86
营业利润率（%）	14.37	19.53	16.93
费用收入比（%）	5.35	8.52	6.08
资产负债率（%）	76.59	74.74	70.32
全部债务资本化比率（%）	54.03	53.03	41.65
长期债务资本化比率（%）	44.36	42.06	31.04
EBITDA 利息倍数（倍）	2.40	2.37	1.98
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.18	0.18
流动比率（倍）	1.59	1.64	1.53
速动比率（倍）	0.80	0.83	0.78
现金短期债务比（倍）	2.87	2.87	3.55
经营现金流动负债比率（%）	33.86	10.72	10.69
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.16	1.50	1.16

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. 公司其他应付款中有息债务部分已调整至短期债务，应付债券于一年内到期部分已调整至短期债务

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-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+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。