跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]1059 号

苏州工业园区华成房地产开发有限公司：

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公司债券进行跟踪评级，确定：

苏州工业园区华成房地产开发有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

苏州工业园区华成房地产开发有限公司公开发行的“16 苏华成”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十七日

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

苏州工业园区华成房地产开发有限公司
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

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 苏华成	13.5 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2016/5/30

跟踪评级时间：2017 年 6 月 27 日

担保方：杨剑先生和徐晓群女士

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	181.85	462.74	591.43
所有者权益（亿元）	45.22	94.73	96.54
长期债务（亿元）	27.16	103.82	114.28
全部债务（亿元）	41.38	163.61	193.47
营业收入（亿元）	91.12	60.81	9.20
净利润（亿元）	8.05	4.74	0.29
EBITDA（亿元）	10.83	5.81	--
经营性净现金流（亿元）	15.47	-89.58	24.57
营业利润率（%）	12.02	16.36	26.84
净资产收益率（%）	20.42	6.78	--
资产负债率（%）	75.13	79.53	83.68
全部债务资本化比率（%）	47.78	63.33	66.71
流动比率（倍）	1.54	1.68	1.50
EBITDA 全部债务比（倍）	0.26	0.04	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.11	0.53	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.80	0.43	--

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、公司 2017 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化。4、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，苏州工业园区华成房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“苏州华成”）在房地产行业回暖的背景下，深耕浙江省，并将业务进一步拓展至江苏、福建、安徽和江西等区域，公司明显加大项目拓展力度，拿地规模增长迅猛，资产规模和协议销售规模均取得较大幅度增长；目前公司土地储备规模较大，为公司未来几年的发展提供较好支撑。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到在房地产行业调控政策趋紧的背景下，公司大规模的扩张能否转化为收益存在一定不确定性；在建项目未来资本支出压力大；项目主要集中于三、四线城市面临一定去化压力；债务负担较重，且面临一定集中偿付压力等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建项目的开发完成和实现销售，公司经营规模和盈利水平有望平稳提升。

“16苏华成”债券由公司股东杨剑先生和徐晓群女士全提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，体现出其对公司未来发展的信心，对“16苏华成”债券的信用状况仍有一定的积极作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为AA，评级展望为“稳定”；同时维持“16苏华成”债券的债项信用等级为AA。

优势

1．2016 年，公司深耕浙江省，同时将业务拓展至江苏、福建、安徽和江西等区域，区域布局进一步多元化，一定程度减轻了公司业务区域集中度高的风险。

2．2016 年，公司不断充实土地储备，目前公司土地储备规模较大，为未来几年的发展

提供了较好的支撑。

3．2016 年，公司房地产开发规模和协议销售规模均大幅增长，资产规模得以大幅增长。

关注

1．2016 年下半年以来，多个城市密集出台多项调控政策，从限购、限贷和限价等多个方面分别进行调控；公司房地产业务仍然面临较大的政策调控风险。

2．2016 年以来，公司加大土地储备和项目开发力度，目前公司在建项目规模较大，面临较大的资本支出压力。

3．公司项目主要位于三、四线城市，由于三、四线城市抵御房地产行业波动的能力较低，公司存货面临一定去化压力；此外，近期趋紧的房地产调控政策使公司存货面临一定的跌价风险。

4．2016 年，公司融资规模大幅增加，整体债务负担加重，且面临一定集中偿付压力。

5．投资性物业公允价值变动收益及投资收益对公司利润水平的影响较大；公司盈利能力偏弱。

分析师

王安娜

电 话：010-85172818

邮 箱：wangan@unitedratings.com.cn

李 镭

电 话：010-85172818

邮 箱：lil@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：

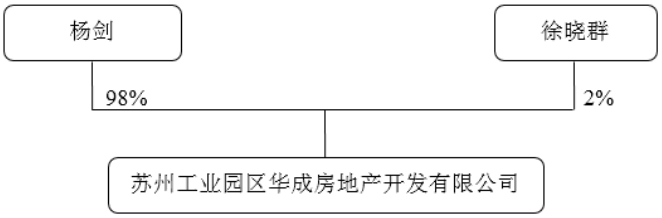
联合信用评级有限公司

一、主体概况

苏州工业园区华成房地产开发有限公司（以下简称“苏州华成”或“公司”）系由温州市欣华发地产开发有限公司和苏州工业园区娄葑高新技术开发集团有限公司共同投资设立，于2002年12月经江苏省苏州工业园区工商行政管理局批准成立。公司初始注册资本人民币1,000.00万元，其中，温州市欣华发地产开发有限公司持股90%，苏州工业园区娄葑高新技术开发集团有限公司持股10%。

后经多次增资及股权转让，截至2016年底，公司注册资本为10,000.00万元。其中，自然人杨剑出资9,800.00万元，持股比例98%，徐晓群出资200.00万元，持股比例为2%。公司控股股东和实际控制人均为杨剑先生。

图 1　截至 2016 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：房地产开发；自有房屋出租。（已发须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

2016年，公司组织架构未发生变动。2016年，公司合并范围内新增子公司176户。截至2016年底，公司合并范围内共有子公司241户；共有在职员工3,200人。

截至2016年底，公司合并资产总计462.74亿元，负债合计368.01亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计94.73亿元，其中归属母公司所有者权益为35.75亿元。2016年，公司实现营业收入60.81亿元，净利润4.74亿元，其中归属母公司所有者的净利润为5.74亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为-89.58亿元，现金及现金等价物净增加额为57.29亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总计591.43亿元，负债合计494.89亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计96.54亿元，其中归属母公司所有者权益为36.88亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入9.20亿元，净利润0.29亿元，其中归属母公司所有者的净利润为1.13亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为24.57亿元，现金及现金等价物净增加额为54.55亿元。

公司注册地址：苏州工业园区娄葑分区商业街 16 号三楼；法定代表人：杨剑。

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〕608 号文）核准，公司获准面向合格投资者公开发行不超过人民币 13.5 亿元公司债券，2016 年 6 月 15 日，公司发行了“苏州工业园区华成房地产开发有限公司公开发行 2016 年公司债券”，发行规模 13.5 亿元人民币，票面利率 6.80%，期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。2016 年 7 月 5 日，“苏州工业园华成房地产开发有限公司公开发行 2016 年公司债券”于上海证券交易所上市，债券简称“16 苏华成”，债券代码“136496.SH”。“16 苏华成”由股东杨剑先生和徐晓群女士承担全额

无条件不可撤销的连带责任保证担保。

“16 苏华成”募集资金已用于通过招拍挂方式购入土地，截至本报告出具日，“16 苏华成”募集资金已全部使用完毕。

2017 年 6 月 16 日，公司支付了“16 苏华成”2016 年 6 月 16 日至 2017 年 6 月 15 日期间的利息。

三、行业分析

1．行业概况

2016年全国房地产开发投资102,581亿元，同比名义增长6.90%（扣除价格因素实际增长7.5%），增速较上年同期增长5.90个百分点。分产品来看，住宅投资68,704亿元，同比增长6.4%，增速提高0.4个百分点，占比高达67%，仍居各类房产之首；办公楼投资6,533亿元，同比增长5.2%，增速下滑较快；商业营业用房投资15,838亿元，同比增长8.4%。自2016年开始，一二三四线城市投资增速开始趋同，具体来看，一线城市房地产开发投资增速为8%，二线城市开发投资增速为8.2%，三四线城市增速为7.6%；住宅新开工面积一线城市增速为-4%，二线城市为16%，三四线城市为8%，整体看开发经营指标的增长主要来源于二、三线城市。

（1）土地供给

受2015年“去库存”政策的指影响，2016年前三季度地方政府继续减少土地推出量，但四季度以来热点一二线城市开始加大土地供应量以满足刚性需求：2016年，全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米，同比下降10.9%，降幅较2015年收窄7.9个百分点，整体仍处于较低水平；其中，住宅用地推出8亿平方米，同比下降13.1%；商办用地推出2.8亿平方米，同比下降16.2%。2016年，房地产开发企业土地购置面积22,025万平方米，同比下降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。

2015年下半年以来，宽松的货币信贷环境下房地产企业融资便利且成本较低，进一步推动土地市场持续高热，同时部分城市土地供应收缩，导致“地王”频现，土地成交溢价率在“十一”前后达到顶峰，后受调控政策的影响，成交土地溢价率有所下降。2016年，全国300个城市各类用地平均溢价率为42.77%，同比提高了26.55个百分点：其中，住宅用地平均溢价率为54.65%，同比提高了33.79个百分点；商办用地平均溢价率为14.35%，同比提高了7.01个百分点。

（2）开发资金来源

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2016年房地产开发企业到位资金中，其他资金的占比明显提升，按揭贷款增速大幅上涨，个人购房杠杆率提高，个人房贷在新增贷款的占比达到45%左右。但2017年以来，为防范系统性金融风险，房地产行业的去杠杆势在必行，个人按揭贷款占比预计有所下降。

（3）商品房市场供需

去化方面，截至2016年底，全国商品房待售面积69,539万平方米，比上年末下降3.2%；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。2015年前11个月，中

国新开工房屋140,569万平方米，新房还在不断涌入市场，基于上述数据测算，中国商品住房总库存达39.96亿平方米，现房库存去化周期23个月，期房库存需4.5年来消化。

销售方面，从统计局数据来看，2016年，全国商品房销售面积15.7亿平方米，同比增长22.5%，其中，商品住宅销售面积为13.8亿平方米，同比增长22.4%；办公楼销售面积同比增长31.4%；商业营业用房销售面积同比增长16.8%。2016年，全国商品房销售额117,627亿元，同比增长34.8%，增速回落2.7个百分点；其中，住宅销售额增长36.1%，办公楼销售额增长45.8%，商业营业用房销售额增长19.5%。

销售价格方面，受宽松货币政策环境、阶段性供求紧张及地价上涨影响，热点城市房价快速攀升，2016年百城住宅价格累计上涨18.72%，较2015年扩大14.57个百分点，但在2016年四季度多城调控政策密集出台后，热点城市的新房及二手房价格涨幅出现一定回落。其中，一线城市房价累计涨幅高达23.50%；二线城市房价累计涨幅达13.93%；三四线城市房价整体变化较为稳定。

（4）行业竞争

2016年，房地产行业集中度进一步提升。房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为17.05%和23.06%，分别较上年上升0.13和0.27个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到11.41%和14.75%，分别较上年提升0.90和1.01个百分点。

2．行业政策

2016年的房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程。2016年上半年，在“稳增长”和“去库存”政策框架下，中央政策对于房地产市场的支持力度不断加大：一方面，央行不断释放流动性激发了住宅需求的进一步释放，信贷、税收政策持续改善，另一方面，地方政府亦陆续出台房地产去库存的相关政策。

随着热点城市房价地价快速上涨，政府从三月份开始针对热点城市进行政策调控，并在十月份开始扩大政策调控的城市范围，限购限贷集中出台，遏制投资投机性需求，防范市场风险，三四线城市则仍坚持去库存政策；此轮政策继续坚持了分类调控、精准施策的原则，在注重抑制投资投机性需求的同时仍然保持了对合理消费需求的支持，有利于市场回归平稳。但2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，升级的调控以预防性动机为主，使用限购、限贷等政策工具抑制房地产泡沫。

总体看，2016年我国房地产政策进一步分化，对于热点城市呈持续收紧态势，通过限购、限贷、限价等方式进行调控；房地产库存压力较大的地区继续因地制宜实施去库存政策。

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，流动性风险加大

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期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流动性风险。

（2）房地产调控政策再度趋严

2016年10月及2017年3月，我国房地产调控政策再度趋严，全国各个热点城市陆续出台限购、限价和限贷政策来促使当地房地产市场降温；政策环境已较为趋紧，但后续降温效果仍有待观察，

未来不排除多轮调控后仍有政策继续出台的可能性，房地产行业可能再度进入行业紧缩期。

（3）中小房企面临被整合风险

高库存及房地产行业去杠杆的大环境下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力。

4．行业发展

（1）地产金融化和资本化催生大地产格局，地产金融属性加速释放

大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。

（2）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式。

（3）房企拓展第二主业意愿加强

受毛利率逐渐下滑等因素的影响，房地产企业跨界转型拓展第二主业的意愿强烈。房地产企业在转型方面已经进行了较多尝试，转型行业包括金融、医疗、能源、军工、材料、TMT 等。

目前，中国经济发展进入结构调整和动力转换的关键时期，趋势性、阶段性、周期性矛盾相互叠加，经济中长期发展趋势不明显。房地产市场的走势短期会受政策影响而出现政策市，但中长期更多地还是依赖自身供求关系等基本面要素；各城市市场因城市经济发展、人口流动和供求关系的差异，出现了明显的分化。

四、管理分析

2016年，公司董事、监事及高级管理人员无变动，管理方式及管理制度未发生重大变化。公司核心管理人员稳定，主要管理制度连续，管理运作良好。

五、经营分析

1．经营概况

公司的主营业务为房地产开发与销售，2016年公司主营业务依然非常突出，在营业收入中占比为99.37%。2016年，房地产开发收入60.43亿元，同比大幅下降33.17%，主要系2016年公司房地产项目结转收入规模大幅下降所致。2016年，公司实现净利润4.74亿元，同比下降41.05%。

从毛利情况来看，2016年，公司房地产开发业务的毛利率为20.94%，较上年小幅上升2.80个百分点，主要系2016年结转项目均价上升所致。公司整体毛利率水平为21.37%，较上年的18.73%上升2.64个百分点。

表2　2015年~2016年公司营业收入情况（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
房地产开发	90.43	99.24	18.14	60.43	99.37	20.94
其他业务收入	0.69	0.76	95.80	0.38	0.63	90.44
合计	**91.12**	**100.00**	**18.73**	**60.81**	**100.00**	**21.37**

资料来源：公司审计报告

2017 年 1~3 月，得益于结转规模大幅增长，公司实现营业收入 9.20 亿元，同比增长 80.30%；实现净利润 0.29 亿元，同比下降 8.70%。

总体看，2016 年受房地产项目结转规模大幅下降影响，公司收入规模大幅下降；公司毛利率水平小幅上升。

2．业务运营

土地储备方面，2016年，公司坚持“开拓区域、开放合作、开创平台、共享发展”的理念，以“深耕长三角，面向华东，辐射全国”为投资战略布局，通过布局经济活跃城市的核心主流地段，有效控制风险，精准拿地，快速布局长三角区域，不断充实土地储备。公司在三四线城市不断获取地块，区域布局进一步打开，2016年通过公开市场招拍挂等方式共计拿下68幅地块，在深耕浙江省和江苏省区域的同时，开拓了福建省、安徽省、江西省等区域。

2016年，公司新增土地储备占地面积273.13万平方米；新增土地规划建筑面积合计687.85万平方米；新增土地成交总价合计208.22亿元；楼面均价在0.30万元/平方米左右。2017年1~3月，公司继续加快土地获取节奏，新增土地面积130.36万平方米，规划建筑面积246.64万平方米，成交总价128.86亿元，楼面均价0.52万元/平方米。

表 3　2015~2016 年及 2017 年一季度公司土地储备获取情况（单位：万平方米，亿元，万元/平方米）

时间	用地面积	规划建筑面积	成交总价	楼面均价
2015年	79.35	167.00	90.26	0.54
2016年	273.13	687.85	208.22	0.30
2017年1~3月	130.36	246.64	128.86	0.52

资料来源：公司提供，联合评级整理
注：上表数据已按权益比例折算

截至2017年3月底，公司未开发土地储备占地面积合计207.11万平方米，规划总建筑面积564.78万平方米，总货值合计404.84亿元。从区域分布来看，公司未开发土地主要分布在安徽、江苏和浙江，公司在上述三个区域的未开发土地占地面积占比分别为34.18%、28.25%和27.39%，合计占比约90%；从货值看，安徽的未开发土地储备项目货值103.89亿元，占比25.66%，江苏的未开发土地储备项目货值102.92亿元，占比25.42%，浙江的未开发土地储备项目货值154.84亿元，占比38.25%。从具体城市分布来看，公司的未开发土地储备项目多位于三、四线城市，公司的产品定位于三、四线城市的中高端品牌，目前我国三、四线城市居民的面临消费升级需求，公司的产品定位有助于其项目的去化；但公司目前位于三、四线城市的项目由于体量较大，仍面临一定的去化压力。根据公司过往开发节奏，目前的未开发土地储备尚能满足公司未来1~2年的开发需求。

表4　截至2017年3月底公司土地储备情况（单位：万平方米，亿元，%）

区域	占地面积	占比	规划建筑面积	占比	总货值	占比
安徽	70.79	34.18	174.18	30.84	103.89	25.66
福建	3.53	1.70	12.41	2.20	6.71	1.66
江苏	58.51	28.25	159.65	28.27	102.92	25.42
江西	17.54	8.47	50.61	8.96	36.49	9.01
浙江	56.74	27.39	167.93	29.73	154.84	38.25
合计	**207.11**	**100.00**	**564.78**	**100.00**	**404.84**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合评级整理

项目开发方面，公司仍采用总公司、职能管理中心和区域公司的三层管理架构，公司房地产开发业务均以区域公司作为经营实体；项目仍主要定位中高端产品。2016年，公司继续深耕浙江市场，同时布局江苏和安徽。2016年，公司新开工面积499.85万平方米，较上年大幅增长973.79%，主要系房地产行业回暖，公司加大了开工力度所致。2016年，公司竣工面积44.42万平方米，规模较上年变动不大，相对于公司新开工规模，公司竣工规模较小，主要系公司项目多位中高端项目，开发时间相对较长，且公司着力新项目拓展所致。截至2016年底，公司在建面积为621.72万平方米，较年初大幅增长273.88%。2017年一季度，公司继续加大开工力度，新开工面积177.60万平方米，竣工面积18.59万平方米，期末在建面积780.73万平方米。

在建项目方面，截至2017年3月底，公司主要在建项目总投资额677.89亿元，尚需投资195.73亿元，未来资金压力较大。

项目销售方面，2016 年，得益于房地产行业回暖以及公司加快项目拓展节奏，2016 年公司协议销售面积及协议销售金额均快速增长，分别为 200.80 万平方米和 321.20 亿元，同比分别增长 413.03%和 401.33%。2016 年，协议销售均价为 1.59 万元/平方米，较上年变动不大，销售均价整体处于当地较高水平，主要跟公司产品定位有关，公司主要客户定位于三四线城市 10%~20%的高净值人群，产品多为高端产品。结转方面，2016 年，公司房地产结转销售面积 44.08 万平方米，结转收入 60.43 亿元，结转均价降幅较大主要系 2015 年结转主要为温州和宁波的项目，均价较高所致。2017 年 1~3 月，公司协议销售面积 107.60 万平方米，已达上年的 53.59%；协议销售金额 129.60 亿元，为上年的 40.35%；协议销售均价为 1.20 万元/平方米，较上年有所下降，主要系销售的位于台州等地的项目均价较低所致；实现结转收入 9.19 亿元。

表 5　2015~2016 年公司房地产销售及结转情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
协议销售面积（万平方米）	39.14	200.80	107.60
协议销售金额（亿元）	64.07	321.20	129.60
协议销售均价（万元/平方米）	1.63	1.59	1.20
结转销售面积（万平方米）	41.50	44.08	10.80
结转销售收入（亿元）	90.38	60.43	9.19

资料来源：公司提供

在售项目方面，截至2017年3月底，公司在售项目主要位于安徽、江苏和浙江区域，总可售面积合计469.06万平方米，已销售面积316.37万平方米，总货值634.55亿元，累计签约销售金额445.95亿元，累计回笼资金308.05亿元，未售金额188.60亿元。未开发项目方面，截至2017年3月底，公司未开发项目主要位于安徽、福建、江苏、江西和浙江，其中位于安徽、江苏和浙江的可售面积和货值规模较大，公司未开发项目总可售面积412.14万平方米，总货值404.85亿元。目前，公司在售项目中位于苏州、嘉兴、无锡和杭州等地的项目受当地调控政策影响，处于限购状态。整体看，公司待售规模较大，公司目前项目尚能满足未来几年的销售需求，但受当前趋紧的房地产调控政策影响，公司部分项目处于限购状态，对公司项目的去化产生一定影响。

表6　截至2017年3月底公司在售项目及未开发储备项目情况（单位：万平方米，亿元）

在售项目							
区域	总可售面积	已销售面积	剩余待售面积	总货值	累计签约销售金额	累计回笼资金	未售金额
安徽	19.53	7.98	11.55	20.86	7.74	6.76	13.12
江苏	57.00	35.98	21.02	68.11	44.57	36.28	23.54

浙江	392.54	272.41	120.13	545.58	393.63	265.00	151.95
小计	**469.06**	**316.37**	**152.69**	**634.55**	**445.95**	**308.05**	**188.60**

未开发储备项目

区域	总可售面积	已销售面积	剩余待售面积	总货值	累计签约销售金额	累计回笼资金	未售金额
安徽	110.23	--	--	103.89	--	--	103.89
福建	8.03	--	--	6.71	--	--	6.71
江苏	124.22	--	--	102.92	--	--	102.92
江西	41.42	--	--	36.49	--	--	36.49
浙江	128.24	--	--	154.84	--	--	154.84
合计	**412.14**	--	--	**404.85**	--	--	**404.85**

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，2016 年得益于房地产市场回暖，公司房地产开发与销售保持良好发展态势。公司继续深耕浙江市场，同时业务向安徽、江苏、江西和福建拓展，新增土地储备规模较大，为公司未来的业务发展提供了较好支撑。公司加快推盘速度，协议销售规模大幅增长，公司未来的收入较有保障。公司产品主要定位于三四线城市的高净值客户，在一定程度上有助于项目去化，但产品均价较高，三四线城市抵御房产行业景气度波动的能力较低，公司存货面临一定去化压力。目前，公司在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资金压力。且部分城市的限购等调控政策，对公司项目的去化产生一定影响。

3．经营关注

房地产市场风险

房地产市场发展结构性分化严重，一线城市和热点二线城市开发商竞争激烈，各类资源争夺压力大。目前公司房地产开发项目以位于浙江、江苏、安徽、江西和福建等地的三四线城市为主，考虑到三四线城市整体上抵抗行业景气波动的能力较低，需要密切关注公司存货的去化情况，以及公司销售回款的情况。

公司存在较大规模资本支出的风险

房地产开发项目一般投资周期较长，投资规模较大，属于资金密集型产业。截至 2017 年 3 月底，公司在建项目仍需较大规模资金投入，公司在未来将面临一定程度的资本支出压力。未来若公司的融资能力受到宏观经济政策、信贷政策、产业政策等方面的影响，则未来公司的经营目标的实现将受到一定程度的影响。

公司业务扩张速度较快，面临较大的管理压力

2016 年以来，公司加大了储备土地和项目开发力度，区域也拓展至江苏、安徽、江西和福建等地，在建项目规模大幅增长，管理项目的增多对公司现有的管理能力提出较大挑战；若公司管理能力不能匹配其业务发展速度，将可能给公司后续经营发展带来一定不利影响。

4．未来发展

未来，公司将坚持“用宽度做高度”的理念，不断开拓区域，通过拓宽区域宽度来支撑规模地快速增长。公司将坚持以国家城市群为导向，以城市价值为导向，坚持聚焦深耕长三角、开拓京津冀，加强研究珠三角、长江中游、成渝等城市群。公司将积极探索“住宅+”的商业模式，构建与房地产主业高度协同、功能及周期互补的产业组合，以抵御周期波动。

总体看，公司将继续在现有运营模式下，通过夯实和完善全国战略布局、合理扩大土地储备、

深化品牌影响力，形成多区域、多产品的利润来源结构。同时，公司还将积极探讨并运用品牌经营、资本运营等手段，保持公司的经营活力，促进收益的稳步增长。

六、财务分析

公司提供的2016年的合并财务报表已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司2017年一季度财务报表未经审计。公司执行财政部2014年颁布的新企业会计准则。

从合并范围变化来看，2016年，公司合并范围比2015年增加176家，截至2016年底，公司合并范围内子公司241家。2016年，公司合并范围变化较大，财务数据可比性一般。

截至2016年底，公司合并资产总额462.74亿元，负债合计368.01亿元，所有者权益（含少数股东权益）94.73亿元，其中归属母公司所有者权益为35.75亿元。2016年，公司实现营业收入60.81亿元，净利润4.74亿元，其中归属母公司所有者的净利润为5.74亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为-89.58亿元，现金及现金等价物净增加额为57.29亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额591.43亿元，负债合计494.89亿元，所有者权益（含少数股东权益）96.54亿元，其中归属母公司所有者权益为36.88亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入9.20亿元，净利润0.29亿元，其中归属母公司所有者的净利润为1.13亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为24.57亿元，现金及现金等价物净增加额为54.55亿元。

1．资产质量

截至2016年底，公司资产总额462.74亿元，较年初大幅增长154.46%，主要系流动资产大幅增长所致；资产构成中，流动资产占比94.86%，非流动资产占比5.14%，资产构成仍以流动资产为主。

流动资产方面，截至2016年底，公司流动资产438.96亿元，较年初增长166.31%，主要系货币资金和存货大幅增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占比19.38%）、存货（占比69.47%）和其他流动资产（占比5.15%）构成。截至2016年底，公司货币资金账面余额85.07亿元，较年初大幅增长234.40%，主要系公司融资规模大幅增长所致；公司的货币资金以银行存款为主，占比98.58%，其中受限资金1.19亿元，占货币资金总额的1.40%，主要为票据保证金，受限比例很低。截至2016年底，公司其他应收款账面余额20.66亿元，计提坏账准备0.34亿元，账面价值20.33亿元，较年初增长106.58%，主要系2016年公司拿地规模以及新开工规模大幅增加导致拍地保证金及项目开发保证金大幅增长所致；公司其他应收款中无风险组合余额13.10亿元，主要为拍地保证金（占比72.37%）和履约保证金（占比27.63%），不计提坏账准备；按账龄组合计提坏账准备的余额为7.57亿元，计提坏账准备0.34亿元，计提比例4.46%，计提较为合理。截至2016年底，公司存货账面价值为304.94亿元，较年初大幅增长169.10%，主要系2016年公司新增土地储备规模大，期末在建规模较大所致；从存货构成来看，开发成本和开发产品分别占比83.58%和16.42%；公司对存货未计提跌价准备，但考虑到公司项目多数位于三四线城市，近期趋紧的房地产调控政策使公司存货面临一定的跌价风险和去化压力。截至2016年底，公司其他流动资产22.60亿元，较年初大幅增长214.75%，主要系预缴税费大幅增长所致；公司其他流动资产主要为预缴税费（11.10亿元，占比49.11%）、一年期委托理财产品（6.32亿元，占比27.96%）和千为1号私募投资基金（4.45亿元，占比19.67%）。

非流动资产方面，截至2016年底，公司非流动资产总额为23.78亿元，较年初增长39.70%，

主要系长期股权投资和递延所得税资产增长所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占比37.45%）、投资性房地产（占比50.32%）和递延所得税资产（占比8.81%）构成。截至2016年底，公司长期股权投资为8.91亿元，较年初增长101.03%，主要系联营企业增多所致，2016年权益法下确认投资收益合计0.98亿元。截至2016年底，公司投资性房地产账面价值11.97亿元，较年初小幅增长7.86%，主要系公允价值增加所致。截至2016年底，公司递延所得税资产2.09亿元，较年初增长224.93%，增幅较大。

截至2016年底，公司所有权或使用权受限的资产合计136.69亿元，占资产总额的29.54%，资产受限比例较高。

截至2017年3月底，公司资产总额591.43亿元，较年初增长27.81%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占比95.86%，非流动资产占比4.14%，资产构成比例较年初变动不大。公司流动资产566.93亿元，较年初增长29.15%，主要系货币资金和存货大幅增长所致；公司货币资金139.62亿元，较年初大幅增长64.12%，主要系2017年一季度公司项目预售回款大幅增长所致；公司存货384.08亿元，较年初增长25.95%，主要系在建规模上升所致。公司非流动资产24.50亿元，主要构成科目较年初无较大变化。

总体来看，2016年，得益于在建规模大幅增长，公司资产规模增幅较大；公司资产结构仍以流动资产为主；公司流动资产中货币资金和存货占比较大，货币资金受限比例较小，存货变现能力受行业景气度、区域经济活跃度等影响具有一定不确定性。整体看，公司资产质量良好，但同时应关注到公司项目多数位于三四线城市，近期趋紧的房地产调控政策使公司存货面临一定的跌价风险和去化压力。

2．负债及所有者权益

截至2016年底，公司负债合计368.01亿元，较年初增长169.35%，其中流动负债和非流动负债均有所增长。流动负债和非流动负债占比分别为71.13%和28.87%，仍以流动负债为主。

截至2016年底，公司流动负债合计261.77亿元，较年初增长144.02%，主要系短期借款和预收款项大幅增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占比13.83%）、应付账款（占比6.48%）、预收款项（占比60.93%）、其他应付款（占比7.95%）和一年内到期的非流动负债（占比8.67%）构成。截至2016年底，公司短期借款36.21亿元，较年初大幅增长785.33%，主要系为满足房地产项目开发资金需求，公司扩大了短期融资规模所致。公司应付账款账面价值为16.96亿元，较年初增长88.62%，主要系随着开工力度的加大，应付工程款增加所致。公司预收款项159.50亿元，较年初增长123.28%，主要系2016年房地产行业回暖，公司项目销售情况较好，预收房款大幅增加所致。公司其他应付款账面价值20.82亿元，较年初增长169.29%，主要为往来款项。公司一年内到期的非流动负债22.69亿元，较年初增长123.97%，主要系部分长期借款将于一年内到期，进行科目重分类所致。

截至2016年底，公司非流动负债合计106.24亿元，较年初大幅增长261.90%，主要系长期借款大幅增加以及发行“16苏华成”所致；非流动负债主要由长期借款（占比85.08%）和应付债券（占比12.64%）构成。截至2016年底，公司长期借款为90.39亿元，较年初增长232.86%，主要系公司扩大了长期融资规模所致；从到期期限来看，2018年到期金额37.43亿元，2019年到期金额50.31亿元，2019年以后到期金额2.66亿元，长期借款面临一定集中偿付压力。截至2016年底，公司应付债券账面价值为13.43亿元，主要系2016年公司发行了规模为13.5亿元的“16苏华成”所致。

截至 2016 年底，公司全部有息债务为 163.61 亿元，较年初大幅增长 295.42%，主要系 2016 年公司融资规模扩大所致；其中短期债务和长期债务分别占比 36.54%和 63.46%；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 79.53%、63.33%和 52.29%，较上年分别上升 4.40 个百分点、15.55 个百分点和 14.77 个百分点，公司债务指标大幅上升。整体看，2016 年，为满足房地产开发资金需求，公司加大了长短期融资规模，使得债务规模大幅增长，目前债务负担较重。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 494.89 元，较年初增长 34.48%，主要系流动负债大幅增长所致；其中流动负债占比 76.42%，非流动负债占比 23.58%。公司流动负债 378.19 亿元，较年初增长 44.47%，主要系公司项目预售情况较好，预收房款大幅增长所致。公司非流动负债 116.70 亿元，较年初增长 9.84%，主要系长期借款增长所致。

截至 2017 年 3 月底，公司全部债务合计 193.47 亿元，较年初增长 18.25%，主要系短期债务增长所致；其中短期债务 79.19 亿元（占比 40.93%），长期债务 114.28 亿元（占比 59.07%），债务结构较年初变动不大。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 83.68%、66.71%和 54.21%，较年初分别上升 4.15 个百分点、3.38 个百分点和 1.92 个百分点。公司目前债务负担较重。

截至 2016 年底，公司所有者权益 94.73 亿元，较年初增长 109.46%，主要系少数股东权益大幅增长所致；所有者权益中，归属于母公司所有者权益为 35.75 亿元（占比 37.74%），少数股东权益为 58.98 亿元（占比 62.26%）。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 2.80%、资本公积占比 0.53%、其他综合收益占比 14.51%、盈余公积占比 1.18%、未分配利润占比 80.98%。公司其他综合收益为 5.19 亿元，主要是自用房地产或作为存货的房地产转换为以公允价值模式计量的投资性房地产在转换日公允价值大于账面价值部分。公司少数股东权益 58.98 亿元，较年初大幅增长 254.20%，主要系 2016 年公司非全资子公司的少数股东投资增加所致。公司所有者权益中少数股东权益占比较高，权益结构稳定性较弱。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 96.54 亿元，较年初微幅增长 1.91%；归属于母公司所有者权益 36.88 亿元，较年初增长 3.17%。归属于母公司所有者权益各科目构成均较年初变动不大。

总体看，2016 年，受融资规模扩大影响，公司债务规模大幅增长，公司债务负担加重，且长期债务面临一定集中偿付压力；同时公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比偏高，权益的结构稳定性较弱。

3．盈利能力

2016年，公司的营业收入为60.81亿元，同比下降33.26%，主要系房地产结转收入规模减少所致。2016年，公司结转项目毛利率小幅上升导致公司主营业务毛利率同比上升2.80个百分点至20.94%。2016年公司实现利润总额4.74亿元，同比下降54.18%；公司实现净利润4.74亿元，同比下降41.05%，其中，归属于母公司的净利润为5.74亿元，同比增长24.93%。

2016 年，公司期间费用总额 8.69 亿元，同比增长 137.87%，主要系销售费用和管理费用增长所致；费用构成中，销售费用占比 51.56%，管理费用占比 43.07%，财务费用占比 5.37%。2016 年，公司销售费用 4.48 亿元，同比增长 168.78%，主要系销售规模大幅增长所致；公司管理费用 3.74 亿元，同比增长 99.53%，主要系子公司大幅增加导致管理规模增长所致；财务费用 0.47 亿元，同比增长 322.36%，主要系融资规模大幅增长，所付利息增加所致。

2016年，公司投资性物业的公允价值变动收益为0.87亿元，较上年下降41.47%。2016年，公司投资收益2.76亿元，较上年增长58.51%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益增加以及对

部分子公司丧失控制权后剩余股权按照公允价值重新计量产生的利得增加所致。2016年，公司公允价值变动收益和投资收益占公司利润总额的比重分别为18.39%和58.28%；公司投资性物业公允价值变动以及投资收益对利润水平影响较大。

2016 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.20%、1.71%和 6.78%，较上年分别下降 6.84 个百分点、4.09 个百分点和 13.64 个百分点，主要系公司 2016 年结转收入规模大幅下降，导致利润大幅下降所致。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.20 亿元，净利润 0.29 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 1.13 亿元。

总体看，2016 年，受结转规模大幅下降影响，公司收入及利润水平大幅下降，且投资性物业公允价值变动收益及投资收益对利润水平的影响较大；从盈利指标来看，公司盈利能力偏弱。

4．现金流

从经营活动情况来看，2016 年公司经营活动现金流入金额 166.48 亿元，同比大幅增长 93.16%，主要系 2016 年房地产行业回暖，公司预收房款大幅增长所致；公司经营活动现金流出金额为 256.06 亿元，同比大幅增长 262.09%，主要系 2016 年公司加大了拿地以及项目开工力度所致；综上，公司经营活动现金流量净额为-89.58 亿元，由上年的净流入状态转为净流出状态。

从投资活动情况来看，2016 年公司投资活动现金流入金额 3.34 亿元，同比增长 12.17 倍，主要系取得投资收益收到的现金增长所致；公司投资活动现金流出金额 8.89 亿元，同比增长 67.90%，主要系本年购买理财产品流出的现金大幅增长所致；公司投资活动现金流量净额为-5.54 亿元，仍呈净流出状态。

从筹资活动情况来看，2016 年公司筹资活动现金流入金额 217.25 亿元，同比大幅增长 998.14%，主要系融资规模大幅增长所致；公司筹资活动流入的现金中，发行债券收到现金 13.41 亿元（占比 6.17%）、取得借款收到现金 160.52 亿元（占比 73.89%）、收到的关联方往来款 43.33 亿元（占比 19.94%）。公司筹资活动现金流出金额为 64.83 亿元，同比大幅增长 196.94%，主要系债务偿付支出现金规模大幅增长所致。综上，公司筹资活动现金流量净额为 152.42 亿元，由上年的净流出状态转为净流入状态。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 24.57 亿元；投资活动现金流量净额 0.47 亿元；筹资活动现金流量净额为 29.52 亿元。

总体看，2016年，房地产行业回暖，公司加快了土地储备和项目开发节奏，经营活动现金呈净流出状态；公司投资活动现金流入流出规模相对较小，投资活动产生的现金流仍呈净流出状态；得益于融资规模大幅增长，公司筹资活动产生的现金由上年的净流出转为净流入状态。考虑到公司在建项目仍存在较大的资金需求，仍需外部筹资活动满足日常经营所需。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，得益于货币资金和存货大幅增长，公司流动资产增幅较大，流动比率和速动比率均有所上升，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.68 倍和 0.51 倍；现金短期债务比为 1.42 倍，现金类资产对短期债务的保护程度较高。整体看，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 5.81 亿元，同比下降 46.41%，主要系利润总额大幅下降所致，EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占比 13.28%）和利润总额（占比 81.70%）构成。EBTIDA 利息倍数为 0.53 倍，EBITDA 全部债务比为 0.04 倍，EBITDA 对利息

的保障程度偏弱，对全部债务的保障程度偏低。整体看，公司长期偿债能力有待提高。

截至 2016 年底，公司获得的银行授信总额为 127.30 亿元，尚未使用的额度为 57.78 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2016 年底，公司对上海佳时服装技术有限公司担保余额 180.00 万元，规模较小，公司或有负债风险较小。

截至 2016 年底，公司不存在可能对公司经营或财务产生重大影响的未决诉讼或仲裁事项。

根据公司提供的人民银行征信报告（机构信用代码：G1032050100150290L），截至 2017 年 5 月 16 日，公司无未结清信贷信息记录中无不良和关注类记录；已结清信贷信息中，无不良和关注类记录，但有 4 笔欠息记录，主要系公司财务人员利息核算有误所致。

总体看，公司现金资产规模相对较大，短期偿债能力较强；由于长期债务规模增长过快，目前公司长期偿债能力有待提高。但考虑到公司土地储备相对充足，且公司周转速度快，公司整体偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017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139.62亿元，约为“16苏华成”债券本金合计（13.50亿元）的10.34倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达96.54亿元，约为债券本金合计（13.50亿元）的7.15倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16苏华成”债券的按期偿付起到很好的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为5.81亿元，约为债券本金合计（13.50亿元）的0.43倍，公司EBITDA对上述债券的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入166.48亿元，约为债券本金合计（13.50亿元）的12.33倍，公司经营活动现金流入量对“16苏华成”债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内中型房地产开发企业，土地储备相对充足，能满足一定时期内开发需要，且公司周转速度快，公司对“16 苏华成”债券的偿还能力很强。

八、债权保障条款

1．担保条款

“16苏华成”债券由公司股东杨剑先生和徐晓群女士提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人保证的范围包括本次债券本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付费用。在公司不能按期兑付《担保协议》项下债券本金和存续期间利息时，担保人应主动承担担保责任，将等额于债券到期时所需的全部兑付资金划入债券登记机构或主承销人指定的账户。债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任。承销商有义务代理债券持有人要求担保人履行保证责任。中国证监会、债券持有人及其代理人有权对担保人的财务状况进行监督，并要求担保人定期提供会计报表等财务信息。

在“16苏华成”债券到期之前，保证人发生任何足以影响债券持有人利益的重大事项时，债券发行人应在一定期限内提供新的保证，债券发行人不提供新的保证时，债券持有人有权要求债券发行人、担保人提前兑付债券本息。

2．担保人信用分析

担保人杨剑先生现任公司董事长、总裁，持有公司98%的股权，为公司实际控制人。杨剑先生在过去5年内未发生过90天以上的逾期；没有近5年内的欠税记录、民事判决记录、强制执行记录及行政处罚记录。

担保人徐晓群女士为公司股东，持有公司2%股份。徐晓群女士在过去5年内未发生过90天以上的逾期；没有近5年内的欠税记录、民事判决记录、强制执行记录及行政处罚记录。

杨剑先生和徐晓群女士作为公司的股东，以其资产和财产性权益为本次债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，体现出其对公司未来发展的信心。

总体看，公司股东杨剑先生和徐晓群女士的担保对于“16 苏华成”债券的到期还本付息具有积极作用。

九、综合评价

2016 年，公司在房地产行业回暖的背景下，深耕浙江省和江苏省区域的同时，将业务拓展至福建、安徽和江西等区域，拿地规模大幅增长，公司加大项目拓展力度，资产规模和协议销售规模均取得较大幅度增长；目前公司土地储备规模较大，为公司未来几年的发展提供较好支撑。同时，联合评级也关注到房地产行业受政策调控影响较大，公司在建项目未来资本支出压力大，公司项目主要集中于三四线城市而面临一定去化压力，公司债务负担较重等因素可能给公司经营与发展带来的不利影响。

未来随着公司在建项目的开发完成和实现销售，公司经营规模和盈利水平有望平稳提升。

“16苏华成”债券由公司股东杨剑先生和徐晓群女士提供不可撤销连带责任保证担保，体现出其对公司未来发展的信心，对“16苏华成”债券的信用状况仍有一定的积极作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“16 苏华成”债券的债项信用等级为 AA。

附件 1　苏州工业园华成房地产开发有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	181.85	462.74	591.43
所有者权益（亿元）	45.22	94.73	96.54
短期债务（亿元）	14.22	59.79	79.19
长期债务（亿元）	27.16	103.82	114.28
全部债务（亿元）	41.38	163.61	193.47
营业收入（亿元）	91.12	60.81	9.20
净利润（亿元）	8.05	4.74	--
EBITDA（亿元）	10.83	5.81	--
经营性净现金流（亿元）	15.47	-89.58	24.57
应收账款周转次数（次）	13.81	21.61	--
存货周转次数（次）	0.62	0.23	--
总资产周转次数（次）	0.50	0.19	--
现金收入比率（%）	86.42	251.68	1,180.41
总资本收益率（%）	10.03	3.20	--
总资产报酬率（%）	5.80	1.71	--
净资产收益率（%）	20.42	6.78	--
营业利润率（%）	12.02	16.36	26.84
费用收入比（%）	4.01	14.30	28.42
资产负债率（%）	75.13	79.53	83.68
全部债务资本化比率（%）	47.78	63.33	66.71
长期债务资本化比率（%）	37.52	52.29	54.21
EBITDA 利息倍数（倍）	2.11	0.53	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.26	0.04	--
流动比率（倍）	1.54	1.68	1.50
速动比率（倍）	0.48	0.51	0.48
现金短期债务比（倍）	1.79	1.42	1.76
经营现金流动负债比率（%）	14.42	-34.22	6.50
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.80	0.43	--

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 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	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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/本次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/本次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。