

信用等级公告

联合[2016]511 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苏州工业园区华成房地产开发有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券进行综合分析和评估，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拟发行的 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月三十日

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>

苏州工业园区华成房地产开发有限公司

2016 年面向合格投资者公开发行公司

债券信用评级分析报告

本次债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 13.5 亿元

债券期限：不超过 5 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

担保方：股东杨剑和徐晓群

担保方式：不可撤销连带责任保证担保

评级时间：2016 年 5 月 30 日

财务数据：

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	125.53	181.00	181.85
所有者权益(亿元)	21.40	33.59	45.22
长期债务(亿元)	25.77	27.17	27.16
全部债务(亿元)	27.13	43.77	41.38
营业收入(亿元)	56.90	76.80	91.12
净利润(亿元)	7.47	9.71	8.05
EBITDA(亿元)	10.35	14.07	10.83
经营性净现金流(亿元)	4.00	-3.30	15.47
营业利润率(%)	22.84	21.50	12.02
净资产收益率(%)	47.24	35.30	20.42
资产负债率(%)	82.95	81.44	75.13
全部债务资本化比率(%)	55.90	56.58	47.78
流动比率(倍)	1.47	1.43	1.54
EBITDA 全部债务比(倍)	0.38	0.32	0.26
EBITDA 利息倍数(倍)	4.58	3.13	2.11
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.77	1.04	0.80

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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对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”）的评级反映了公司作为国内一家中型房地产开发企业，公司业务主要集中在温州及周边地区，在温州地区房地产销售价格明显下滑的背景下，公司营业收入持续稳健增长，盈利逐步提升，体现了较强的抗风险能力。公司坚持高周转、轻资产的经营模式，周转速度明显高于行业平均水平。同时，联合评级也关注到房地产行业不景气、公司应收账款规模较大、债务规模快速增长、收入结转波动等因素对公司信用水平产生的不利影响。

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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次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，对本次债券的信用状况有一定的积极作用。

基于对本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司房地产开发经验丰富，主要以“中梁”的品牌进行运营，在华东地区尤其是温州等地具有较好的品牌效应。

2. 公司坚持“品质地产+区域聚焦+轻资产”的发展模式，充分利用温州等地区达到“正负零”可申请预售的政策优势，存货周转快，高于同行业水平，有利于迅速实现去化。

3. 公司土地储备比较丰富，可支持公司未来几年的房地产发展需求。

4. 在国内房地产市场下滑尤其是温州市

销售收入持续增长，盈利能力优于同行业企业，具备较强的抗风险能力。

5. 公司股东杨剑先生和徐晓群女士的担保体现出其对公司未来发展的信心，具有一定积极作用。

关注

1. 房地产行业受经济周期和行业政策影响较大，同时房地产项目开发周期较长，存在一定的行业波动性和政策管理风险。

2. 公司在开发项目规模大，土地集中在温州市及周边三四线城市，存货变现能力受到房地产行业景气度及政策影响，公司存在一定的区域集中风险。

3. 近年来公司发展速度快，债务规模增长迅速；2015年公司加大拿地力度，未来公司新拿土地及项目开发尚需较大规模资金支出，存在较大融资需求。

4. 2014年以来公司采用分期收取首付款的方式预售商品房，款项回收期加长，存在一定的回收风险。

5. 2015年，公司收入主要来源于新收购公司，销售收入结转存在较大波动；公司目前可售面积规模不大，未来销售需求有赖于新增项目开发进度。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：



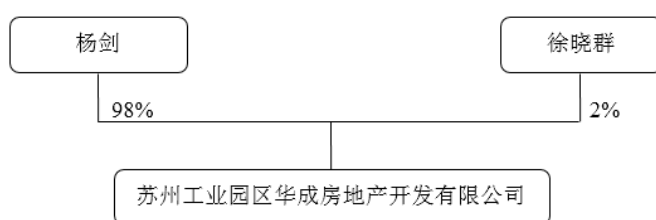
联合信用评级有限公司

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2014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%。截至2015年底，公司注册资本及股东持股情况无变化，公司控股股东和实际控制人均为杨剑先生。

图 1 截至 2015 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）。截至2015年底，公司本部下设投资发展中心、营销客服中心、产品研发中心、项目管理中心、投融资管理中心、财务管理中心、法律事务中心、运营内控中心、人力资源中心、行政管理中心、品牌文化中心和业务发展中心12个职能管理中心，设立南区域、北区域、中心区域、杭金区域、甬绍区域公司、杭甬区域公司、苏吴区域公司、苏锡区域公司、物业公司、梁商资本和中梁建设11个区域公司及11个区域公司职能部门，拥有65家子公司。截至2015年底，公司及全资和控股子公司拥有在册员工872人。

截至2015年底，公司合并资产总计181.85亿元，负债合计136.63亿元，所有者权益45.22亿元，其中归属母公司所有者权益为28.57亿元。2015年，公司实现营业收入91.12亿元，净利润8.05亿元，其中归属母公司所有者的净利润为4.63亿元。2015年，公司经营活动产生的现金流量净额为15.47亿元，现金及现金等价物净增加额为8.38亿元。

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、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“苏州工业园区华成房地产开发有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券规模为不超过13.5亿元，期限为不超过5年（含第3年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权）。本次债券采用面向合格投资者公开发行的方式；票面利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，并经监管部门备案后在利率询价区间内确定，在债券存续期内固定不变。本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券由股东杨剑和徐晓群提供不可撤销连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金拟用于补充流动资金。

三、行业分析

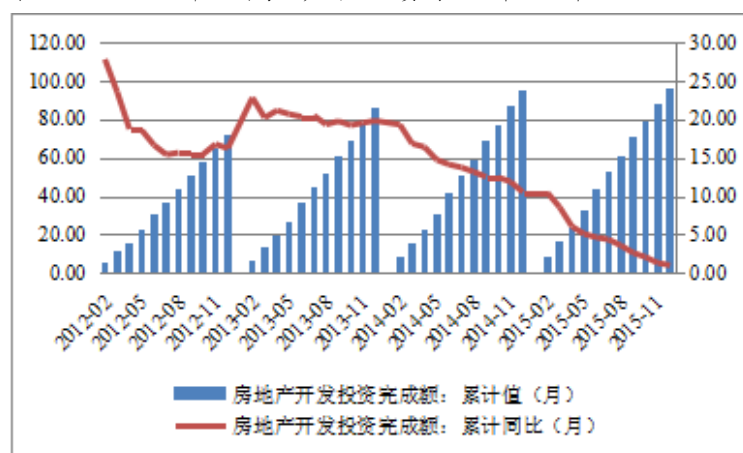
公司以房地产开发业务为主，收入来源几乎完全为房地产业务，属于房地产行业。

1. 行业状况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。2011年以来，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场持续低迷。2012年，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。进入2013年，我国房地产市场景气度有所回升，2013年全年房地产开发投资86,013.38亿元，同比增长19.79%，增速同比提高3.6个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速持续减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，2014年全年房地产开发投资95,035.61亿元，名义同比增长10.49%，较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，增速较上年同期下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资64,595.24亿元，同比增长0.38%；办公楼投资6,210.00亿元，同比增长10.1%；商业营业用房投资14,607.00亿元，同比增长1.82%。

图2 2012~2015年全国房地产开发投资情况（单位：千亿元、%）



资料来源：wind 资讯

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地作为房地产的主要成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响，其中，房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013年受供应量增加影响，土地成交量较2012年增加，2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%，其中住宅类用地涨幅较明显。2013年重点城市地价升高，2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

2014年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。2014年全国100个城市土地供求量均有较大程度跌幅，土地供应面积及成交面积比2013年分别减少24%和26%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至11.75%；其中，住宅类用地平均溢价率为12%，较2013年同期下降7个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为1,234元/平方米，同比上涨6%。

2015年，土地市场整体下行，供应土地量和成交土地量分别为5.79亿平方米和4.68亿平方米，分别较上年下降11.74%和18.04%；2015年土地平均溢价率为16.81%，较上年增加5.06个百分点。

表 1 100 大中城市土地供应及成交情况（单位：亿平方米）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
供应土地占地面积	8.57	8.68	6.56	5.79
成交土地占地面积	7.31	7.75	5.71	4.68
成交土地占比	85.30%	89.29%	87.65%	80.83%
土地平均溢价率	7.02%	17.92%	11.75%	16.81%

资料来源：Wind资讯

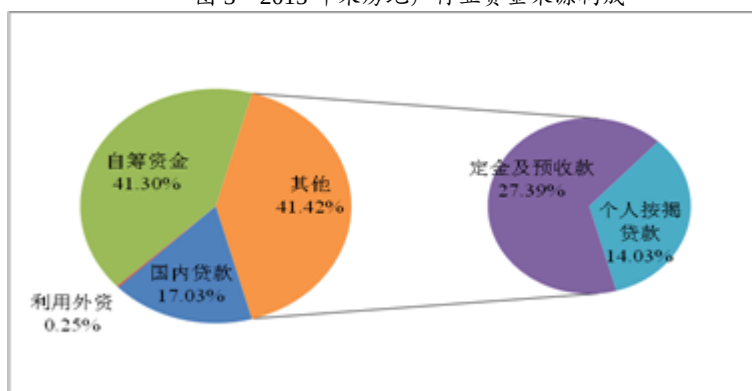
总体看，在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑，但土地溢价率出现上涨。

(2) 开发资金来源状况

2009 年以来，房地产行业资金来源呈快速增长态势，2009~2013 年平均增速 22.26%，进入 2014 年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束了多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014 年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比上年下降 0.1%，增速比 2013 年回落 26.6 个百分点，结束了自 2000 年以来的正向增长。其中，国内贷款 21,243 亿元，增长 8.0%，较 2013 年回落 25.1 个百分点；利用外资 639 亿元，增长 19.7%，较 2013 年回落 13.1 个百分点；自筹资金 50,420 亿元，增长 6.3%，较 2013 年回落 15 个百分点；其他资金 49,690 亿元，下降 8.8%，较 2013 年回落 37.7 个百分点。在其他资金中，定金及预收款 30,238 亿元，下降 12.4%，较 2013 年回落 42.4 个百分点；个人按揭贷款 13,665 亿元，下降 2.6%，较 2013 年回落 35.9 个百分点。整体看，2014 年银行

信贷政策的收紧，使得房地产企业所获国内贷款增速出现了较大回落，个人按揭贷款更是出现了小幅下降；同时，房地产市场的低迷也降低了定金及购房款的预缴额度。

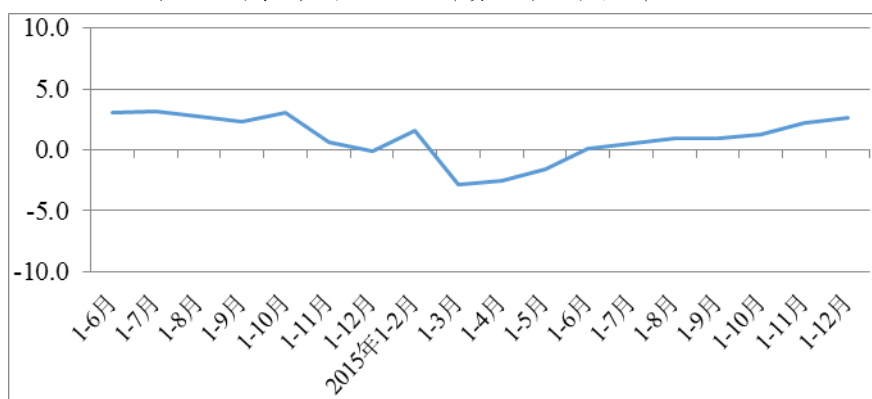
图3 2015年末房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

2015年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015年，房地产开发企业到位资金125,203亿元，比上年增长2.6%。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资297亿元，下降53.6%；自筹资金49,038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12.0%。在其他资金中，定金及预收款32,520亿元，增长7.5%；个人按揭贷款16,662亿元，增长21.9%。

图4 全国房地产开发企业近年资金到位增速（单位：%）



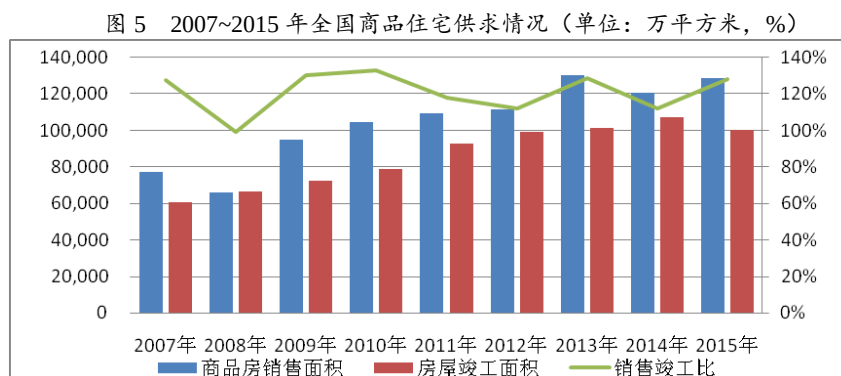
资料来源：国家统计局

总体看，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但2015年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

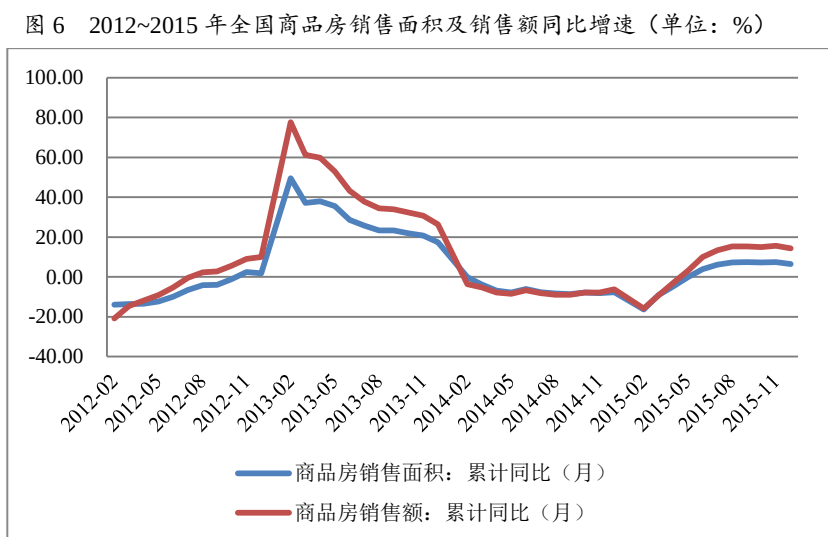
（3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013年，中央对房地产市场的政策思路和管理方式发生转变，在新型城镇化和土地改革等利好驱使下，一线城市房价连创新高，热点城市“地王”频现，市场分化加剧；房企销售业绩猛增，融资及海外拓展需求加大。2013年全国商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.34%；其中，住宅销售面积11.57

亿平方米，同比增长17.46%。从供给方面看，绝大多数城市增加土地和普通住房供应，以政府为主提供基本保障、市场为主满足多层次需求的住房供应体系，逐步下放调控政策至各地方政府，调控方向已逐步向增大供给等市场化措施靠拢，通过改善供需来平稳房价。全年房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.02%；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，同比下降0.38%。



2014年，地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策不断趋近情况下，住宅市场低迷，市场观望情绪强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降。全年商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，2014年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落，整体上住宅供不应求的状态出现明显好转。全年房屋竣工面积107,459万平方米，增长5.9%。其中，住宅竣工面积80,868万平方米，增长2.7%。



2015年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现，主要得益于中央多轮降准降息、降首付、减免税费等降低购房成本；地方政策灵活调整，采取税费减免、财政补贴、取消限购限外等多措施刺激消费。商品房销售面积128,495万平方米，比上年增长6.5%，其中，住宅销售面积增长6.9%，办公楼销售面积增长16.2%，商业营业用房销售面积增长1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房货币化安置，改善

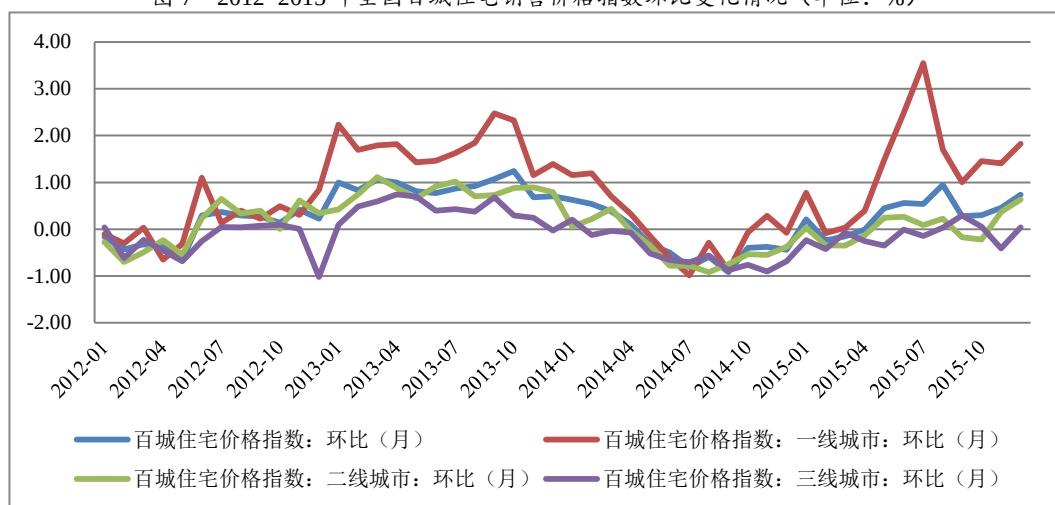
市场环境。全年房屋竣工面积100,039万平方米，下降6.9%，其中，住宅竣工面积73,777万平方米，下降8.8%。

总体看，在政府调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放下，2015年房地产开发景气指数有所回升；在当前经济增速下行、三四线城市高库存压力下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用，政策聚焦于挖掘房地产消费潜能，鼓励需求入市，进而恢复并带动投资信心。预计未来在多重政策支持下，房地产市场需求将有所释放，楼市总体呈回暖趋势。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。2013年12月，百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点。

图 7 2012~2015 年全国百城住宅销售价格指数环比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

2015年以来，房地产行业受到多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积明显回升，市场呈现回暖迹象。2015年12月，百城住宅平均价格为10,980.00元/平方米，同比增长4.15%，增速较上年同期增加6.84个百分点；环比增长0.74%。2015年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自2014年4月份以来连续12个月下跌，2015年5月份开始有所好转，11~12月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自2014年至2015年7月连续下跌，8月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

总体看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，但2014年以来房价上涨趋势得以扭转，2015年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，但我国房地产市场去库存压力依然较大。

3. 竞争格局

从2003年至今，房地产市场已经走过了黄金10年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入2014年，行业集中度进一步提升。2014年房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别提高到16.92%和22.79%，分别提高了3.20和3.91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10.44%和13.65%，分别提高了1.82和2.19个百分点（详见下表）。2015年房地产行业前10名和前20名企业的销售额以及销售面积占比分别较2014年变化不大，其中一季度房企的销售情况并不乐观，从二季度开始逐步好转，三季度后一线和重点二线城市表现火爆、热销项目频现，为房企全年业绩作出了较大贡献。

表 2 2012~2015 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
前 10 大企业销售额占比	12.76%	13.72%	16.92%	16.87%
前 20 大企业销售额占比	17.62%	18.88%	22.79%	22.82%
前 10 大企业销售面积占比	7.72%	8.62%	10.44%	11.31%
前 20 大企业销售面积占比	10.38%	11.46%	13.65%	14.62%

资料来源：CRIC，中国房地产测评中心。

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，千亿房企阵营保持7家，2,000亿房企增至3家，万科以2,610亿元的销售稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 3 2016 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	融创中国控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	龙湖地产有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	华夏幸福基业股份有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

备注：因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。

表 4 近期主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年 9 月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014 年 10 月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 9 月	央行、住建部、财政部发文再度下调二套房个贷首付比例
2015 年 9 月	央行、银监会发文下调不限购城市首套房个贷首付比例
2015 年 9 月	《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》
2015 年 10 月	习近平主席主持召开中央财经领导小组第十一次会议，发表重要讲话提出“要化解房地产库存，促进房地产业持续发展”
2015 年 10 月	全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策
2015 年 11 月	公积金贷款再度放款，将允许发行住房公积金个人住房贷款支持证券，并可将公积金购买高信用等级固定收益产品；国家住房银行有望推出。
2016 年 2 月	不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点
2016 年 2 月	从 2016 年 2 月 22 日起，对个人购买家庭首套房和改善性住房的，按不同税率减征契税（不适用于北、上、广、深四城市）
2016 年 2 月	《国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》提出，加快落实户籍制度改革政策，促进有能力在城镇稳定就业和生活的农业转移人口举家进城落户。

资料来源：联合评级搜集整理

2014年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

2015年，中央定调稳定住房消费，密集出台金融信贷政策，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则五次降息降准。经此调整，一年期基准贷款利率下降至4.35%，均已处于历史地位。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度。

2016年，财政部、国家税务总局、住房城乡建设部三部门联合发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，通知明确规定了最新房产契税政策。新房产契税政策自2016年2月22日起执行。2016年2月2日，央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例。其中，首套房的首付比例原则上最低为25%，各地可向下浮动5个百分点，同时，对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的再次购房最低首付款比例调整为不低于30%。上述政策的实行，有效降低了购房

者的购房成本,间接刺激了楼市需求。《国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》的出台,标志着进一步推进户籍制度改革开始进入全面实施阶段,新型城镇化建设步伐提速,或将为楼市长期持续发展带来利好。

总体看,在我国房地产市场整体渐冷的背景下,为促进房地产行业的平稳健康发展,2014年起,中央及地方相继出台了多重利好政策,使得房地产业政策环境有所好转,房地产市场也开始逐步回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看,预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

5. 行业关注

(1) 政策风险

房地产行业经历过去十几年的快速增长后,总体来看,各城市房地产市场形势出现分化,部分二三线城市供需严重失衡;同时,政府对房地产市场的调控方法也逐步从行政手段转向市场手段,各地限购限贷政策逐步退出,不动产登记及房产税等市场调节方式提上议事日程。房地产项目受政策及市场形势影响较大,公司所开发的项目也在所难免,存在一定程度的政策及市场风险。

(2) 商品房待售面积依然较高,企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据,2015年末,全国商品房待售面积71,853万平方米,比11月末增加2,217万平方米,总体待售面积仍然保持在较高水平,全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。受近两年销售放缓影响,房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起始终保持负增长。

(3) 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,2015年底,按Wind资讯整体法¹计算的沪深股票房地产板块资产负债率为76.39%,较2014年底提高了1.84个百分点,房地产板块整体债务率较高。2015年,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。百亿房企把握政策机遇,积极通过低成本公司债和定向增发等市场化融资方式,获得长期稳定的优质资本,渠道进一步拓宽,融资结构持续优化,资金成本显著下降。2015年百亿房企公司债发行量持续提升,特别是6月交易所对公司债开始放量以来,公司债呈爆发式增长,根据Wind资讯统计数据显示,截至2015年12月14日,上市房企总计发行公司债2,974.06亿元,与去年同期的153.97亿元相比,同比暴涨18倍。另外,由于国内资本融资环境向好,海外上市百亿房企积极转向境内发债,融资规模达1,025亿元。

(4) 市场格局持续分化

近些年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。由于此前全国各地市场快速发展,在调控政策从严的作用下,三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓;而一二线城市虽然也受到一定影响,但市场整体发展要明显好于三四线城市。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,而大多数三四线城市库存非常不乐观。今年以来,已有重庆、福建等地提出促进房地产企业健康发展、加快去库存等相关措施。

(5) 房企利润率回归正常水平

目前,房地产企业的利润已经到了一个饱和程度,部分项目的利润率走低。在房价的构成中,三分之一为地价;地产商所获利润的60%需缴纳税金,且此部分税金越来越高;另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企,房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会

¹Wind 行业内标的公司:(成分股*总负债)/(成分股*总资产)。

利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

（6）中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力：万科、恒大、碧桂园、融创、远洋等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方式扩充资源，融创通过合作和直接收购两种主要方式，收购天朗、中渝置地、美联地产旗下部分优质地产项目，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 行业发展

（1）调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

（2）地产金融化、资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，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，地产金融化迎来发展良机。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。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件，如碧桂园、远洋、金地等企业在险资入主后，逐渐强化与其在财务、金融、养老、营销、轻资产运营等层面合作，积极探索新的增长基因。另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

（3）转变盈利模式，挖掘全产业链服务价值

伴随中国房地产正从新房开发交易为主的市场逐步向以存量房交易为主转变，行业增长也由外向增长逐渐演变为内生驱动。为提前应对行业变化带来的挑战，房企2015年转型服务商力度空前，结合互联网挖掘上下游产业链服务价值、拓展服务型产业为客户提供更为全面的服务，成为其谋求突破的新风口。房企积极转型服务商，围绕现有客户资源，升级物业服务体系、拓展客户延伸服务，打造全产业链增值服务模式。

（4）兼并重组，房企高效盘活存量、优化资源配置，开启行业整合新时代

2015年，房地产市场运行环境日趋宽松，但房地产行业拐点已悄然来临，有效供给的挖掘和消费需求升级为行业带来结构性发展机会，技术、产品、业态等各类创新为主的“结构性改革”成为未来发展的主旋律，为行业新的发展动力。在此背景下，房企以互联网、资本为重要切入点，开启收、并购与整合之路进行资源整合，以较低成本盘活存量，为房企规模化扩张、进一步做大做强提供契机。一是推进内部重组，集中优势资源壮大核心业务。二是借道存量市场兼并收购以扩大业务版图。房企兼并完成后，对资源、财务和管理的高效整合也能够实现双方资源互补，最大化企业价值。

总体看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。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

寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势。

7. 温州市房地产市场概况

公司目前营业收入主要来自房地产开发销售以及持有物业，主要集中在温州市，因此公司业务经营受温州市区域经济发展情况和房地产行业整体运行情况、行业政策影响较大。

(1) 温州市国民经济运行情况

根据温州市统计局公布的数据：初步核算，2015年温州市生产总值4,619.84亿元，比上年增长8.3%。其中，第一产业增加值123.24亿元，增长3.1%；第二产业增加值2,101.53亿元，增长7.1%；第三产业增加值2,395.07亿元，增长9.9%。按常住人口计算，人均地区生产总值50,809元（按年平均汇率折算8,158美元），增长8.8%。国民经济三次产业结构为2.7：45.5：51.8，第三产业比重比上年提高1.7个百分点。全年居民消费价格指数（CPI）比上年上涨0.7%。八大类商品和服务价格呈现“六涨二跌”态势。其中食品类、烟酒类、衣着类、家庭设备用品及维修服务类、医疗保健和个人用品类、娱乐教育文化用品及服务类同比分别上涨2.4%、3.1%、2.8%、1.5%、1.5%和2.2%；交通和通信类、居住类分别下降4.9%、1.0%。全年工业生产者出厂价格（PPI）比上年下降2.5%，工业生产者购进价格（IPI）下降3.7%。

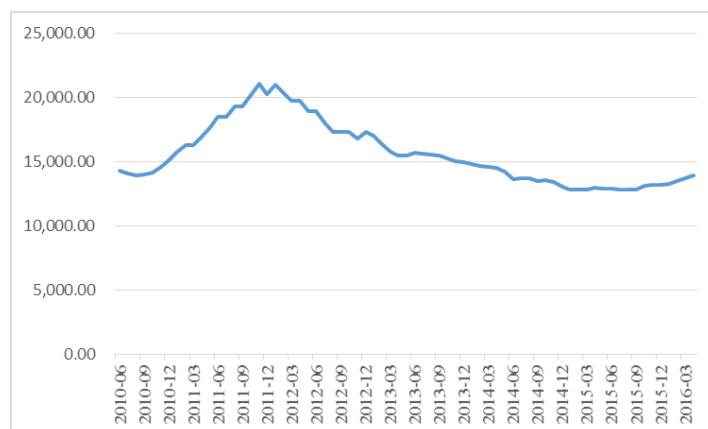
从房地产领域来看，温州市全年房地产开发完成投资额766.29亿元，比上年下降5.3%。房地产开发投资占固定资产投资比重为22.2%，比上年回落4.3个百分点。全市房屋施工面积4,650.82万平方米，下降0.5%；竣工面积597.72万平方米，增长10.7%。全年全市商品房销售面积525.57万平方米，比上年增长25.1%，其中住宅销售面积456.95万平方米，增长19.2%。

2015年，特别是出台《关于促进房地产市场持续平稳健康发展的若干意见》以来，在政策利好和经济形势好转的共同作用下，温州房地产市场呈现出“两升一稳一降”的良好态势，市场预期趋于稳定，市民购买自住性和改善性住房的积极性逐步提高。

(2) 温州市房价变动情况

自2011年以来，温州市房价经历了明显的波动过程。根据Wind资讯样本住宅平均价格数据，2011年，温州市样本住宅平均价格达到最高点21,083.00元/平方米，而此后，房价持续下降，截至2015年底，温州市样本住宅平均价格达到13,184.00元/平方米。2015年，温州市房价基本平稳，并呈小幅上升态势，具体如下图所示。

图8 近年来温州市样本住宅平均价格变化情况（单位：元/平方米）



资料来源：Wind 资讯

（3）商品房销售量持续回升

2015年温州全市供应商品房面积429.58万方，同比下降32.9%，供应套数38,095套；全市商品房成交面积527.35万方，同比上涨16.8%，成交套数42,791套；全年商品房供销比为0.81。全市商品住宅供应面积为351.51万方，同比下降32.8%；供应套数27,828套；全市商品住宅成交面积458.67万方，同比上涨13.5%，套数35,920套；全市住宅供销比0.77。市区住宅供应面积88.42万方，同比下降32.5%；套数7,202套；市区住宅成交面积152.22万方，同比上涨43%，套数12,503套，市区住宅供销比0.58。

截至2015年底，市区累计待售商品房（商品房屋库存）27,685套，同比下降4.75%；建筑面积231.72万平方米，同比下降6.86%。其中商品住房库存6,789套，同比下降65.04%；建筑面积93.13万平方米，同比下降54.03%。按照前12个月平均销售面积计算，市区商品房库存去化周期仍需16.05个月，但是住宅库存去化周期仅为7.4个月。

总体看，2015年上半年温州市经济保持平稳增长，居住类商品住宅价格较往年有所增长，房地产领域各项数据都有一定的好转，但仍有一定去库存压力；温州市房地产在经历持续的价格下滑之后，2015年房价基本稳定，并有小幅回升趋势。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家以房地产（中、高端商品住宅）开发为主营业务的房地产企业，在上海、温州、苏州、杭州等地拥有65余家子公司，主营产品涵盖中、高端住宅、联排洋房、商业综合体等多种业态，公司主要以“中梁”为品牌进行项目开发运营。截至2015年底，公司累计开发面积超过500万平方米，拥有房地产开发国家二级资质。

（1）开发面积较大，在温州地区具有较强竞争力

2013~2015年，公司实现合约销售面积95.59万平方米，销售金额合计162.49亿元。公司主要代表项目包括温州的中梁·国宾一号、中梁·香堤半岛、中梁·滨江九里、中梁·中央公馆、中梁·公馆1号、中梁·橡树湾和中梁·天域，上海的香缇公馆、英伦印象和海伦国际，苏州的中梁·天御等，以上均为区域内具有代表性的中、高端住宅项目。近年来，公司获得的主要荣誉有2013年度中国房地产综合开发实力品牌企业50强，2013年度苏州市房地产开发企业综合实力20强，2013-2015年连续3年入围“中国房地产百强企业”，成为温州地区唯一一家进入百强名单的企业，排名分别位列第59名、第56名和第56名。

（2）公司注重轻资产、快周转，开发效率高于行业水平

公司坚持快周转策略，项目开发过程依照“5-9-12-15-30”原则，即拿地后5个月内开工、9个月内开盘、12个月现金流回正或土地款缴清后6~8个月现金流回正。该策略使得公司周转率远高于行业平均水平，有利于公司在市场变化中保持较强的竞争力。2015年9月11日，在“2015中国房地产品牌价值研究”中，公司以“品质地产+区域聚焦+轻资产”的发展模式，在华东区域建立了较强的品牌实力，以第3名的品牌价值表现获“2015中国华东房地产公司品牌价值TOP10”，品牌价值为人民币24.16亿元。

总体看，公司具有比较丰富的房地产开发经验和开发实力；同时，公司注重快周转，经营效率高于同行业平均水平，在华东地区尤其是温州市具有较强的竞争力。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员包括董事长兼总裁、副总裁、总裁助理共6名。

公司董事长兼总裁杨剑先生，出生于1971年，为公司创始人，1993年创立温州华成房地产开发有限公司，现任公司董事长兼总裁。

公司副总裁黄春雷先生，出生于1972年，毕业于浙江大学经济学专业，历任苏州华成苏州公司营销部经理、副总经理，上海公司总经理，温州启源房地产顾问有限公司董事长，现任公司副总裁。

截至2015年底，公司在职员工872人。从学历构成看，公司本科及以上学历占比80.05%，大专占比13.99%，高中及以下占比5.96%；从年龄构成看，公司50岁以上人员占2.29%，30~50岁占63.08%，30岁以下占34.63%；从岗位构成上看，公司工程管理人员占55.50%，销售人员占20.76%，财务人员占9.75%，行政人员占9.06%，人力占4.93%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具有丰富的行业经验和管理经验；公司员工构成较合理，能够满足公司目前经营发展的需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司根据《公司法》、《公司章程》和其他有关法律法规的规定，建立了较为完善的法人治理结构，设立了股东会、董事会、监事会和经营管理机构，明确了决策、执行、监督等方面的职责权限，形成科学有效的职责分工和制衡机制。

股东会是公司权力机构，董事会是公司的常设决策机构，由股东选举产生；董事会向股东会负责，对公司经营活动中的重大事项进行审议并做出决定，或提交股东会审议。目前公司董事会由9名董事组成，任期3年；董事会设董事长，由股东会选举产生。

公司的日常经营活动和管理由总裁负责。公司总裁由董事会聘任，目前公司董事长兼任公司总裁。总裁在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动，组织实施董事会决议。公司设监事会，由3人组成，其中股东监事2人，职工监事1人；监事会成员任期3年，任期届满可连任；监事会主席由监事选举产生。

总体看，公司法人治理结构能够满足公司运营需求，实际运行情况良好。

2. 管理体制

根据法人治理结构和公司章程规定，公司通过一系列制度流程的建设，实现对日常业务管理的制度化和规范化，以保障业务目标有效达成并确保对风险的防范。公司每年定期更新各项管理制度，以不断完善并适应公司业务发展的需要。

业务管理制度方面，公司针对房地产开发的各个环节和业务，均制定了相应的内部管理制度，包括项目发展管理制度、项目报批报验报建管理制度、项目前期设计管理制度、成本核算管理制度、营销策略及费用管理制度、采购招标管理制度、项目进度计划管理制度、品质检查及验收管理制度、物业管理制度等。公司通过上述制度的制定与下发，对所辖全资和控股子公司从项目获取、启动、销售、开发、入住、物业管理等各个业务环节，明确和规范了相应的审批权限、管理要求和工作标准。此外，公司也会对制度流程梳理和更新，以使公司业务流程符合实际情况。

子公司管理方面，公司采取垂直管理的方式。在结合实际情况的基础上，公司设置了相关的11个职能管理中心和11个区域公司，区域公司中设立项目开发部、研发设计部、项目管理部、市

场营销部、财务管理部和综合管理部等区域职能部门。事业部、公司财务管理人员为集团派驻。

内控管理制度方面，公司由风险管控中心负责公司及所辖全资和控股子公司的制度管理、信息化管理、内部审计监察等工作。公司制定了项目发展中心制度管理手册、产品研发中心制度管理手册、成本管理中心制度管理手册、营销中心制度管理手册、财务管理中心制度管理手册等。风险管控中心通过对公司本部职能部门及子公司业务操作和制度执行情况的检查、独立审计、以及内外部投诉举报，将审计检查工作结果直接汇报给董事会，以确保审计的独立性和客观性。审计工作在查处问题的同时，还会对公司整体内控制度的建设与完善情况提出建议和要求，预警并防范经营风险。同时结合信息化平台建立，公司已实现高效率、标准化的内部管控体系。

财务会计及资金管理制度方面，公司由财务管理中心和融资管理部负责公司及所辖全资和控股子公司经营计划、税务、资金、融资审批以及日常会计核算等相关工作的管理。公司根据《会计法》的相关规定，制定了公司各项财务管理规定，从经营计划管理、税务管理、资金划拨管理、融资审批管理、收付款管理、费用预算管理、会计核算等多方面，对内部财务行为进行要求和规范，并作为对公司所辖全资和控股子公司财务人员考核和评价的依据。

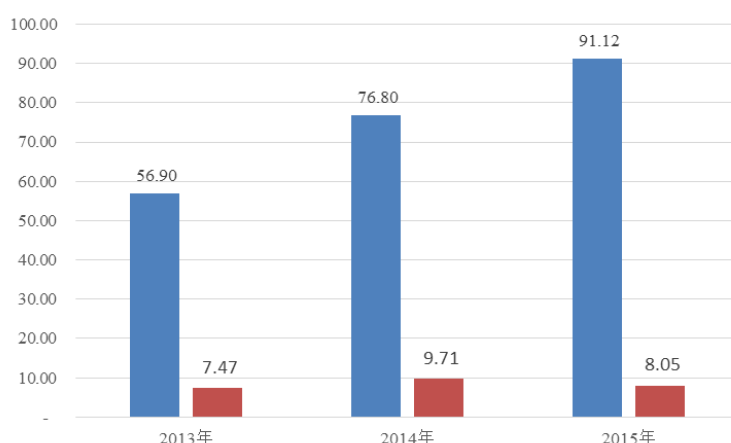
总体看，公司内部管理制度较为健全，财务制度规范，对子公司和分支机构管理严格，公司整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司的主营业务为商业住宅的开发与销售，前期开发项目集中于苏州等地区，目前主要集中于温州及周边地区。尽管2013~2015年温州市商品房价格持续下滑，但公司坚持快周转的方式进行开发，公司营业收入仍保持较快的增长速度，三年复合增长率达到26.54%；2015年公司实现营业收入91.12亿元，同比增长18.64%。同时，公司净利润增速较缓，三年复合增长率达到3.76%，2015年，公司实现净利润8.05亿元。

图9 近三年公司营业收入和净利润增长情况（单位：亿元）



资料来源：根据公司审计报告整理

从公司营业收入的构成来看，房地产开发业务是公司主要收入来源，近三年占公司营业收入的比例均在99%以上，2015年房地产开发业务实现营业收入90.43亿元，其中60.86亿元收入来自公司受让浙江新中梁房地产开发有限公司（浙江新中梁房地产开发有限公司的实际控制人为杨剑先

生) 股权后将其项目结转而来; 房地产开发业务收入占当年营业收入的99.24%, 公司主营业务十分突出。公司其他业务板块占比较小。

毛利率变化方面, 公司近三年整体毛利率呈下降趋势, 主要系公司交房结构变化及市场下行影响所致。2013~2015年, 公司整体业务毛利率分别为30.28%、28.41%和18.73%。

表5 2013年~2015年公司营业收入情况(单位: 亿元, %)

业务板块	2013年			2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	56.78	99.79	30.21	76.46	99.56	28.19	90.43	99.24	18.14
其他业务收入	0.12	0.21	63.28	0.34	0.44	78.50	0.69	0.76	95.80
合计	56.90	100.00	30.28	76.80	100.00	28.41	91.12	100.00	18.73

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

此外, 公司尚有部分出租建筑物形成的租金收入, 2013~2015年, 出租建筑物租金收入分别为0.12亿元、0.34亿元和0.69亿元。

总体看, 近三年公司营业收入规模不断扩大, 地产开发业务迅速增长; 公司毛利率呈下降趋势。

2. 土地储备情况

从土地储备策略来看, 公司结合自身品牌形象和市场定位, 重点开拓温州及其下属发达县市、苏州和上海等长三角区域优越地段的土地。

从土地储备的内部执行流程看, 每年年初公司会根据对当年房地产市场的预判、每年开发量及公司发展规划等制定当年的土地储备政策和规划, 各个部门统一协调共同制定, 最终报送公司决策层。对于新项目的选择, 历经发展工作例会、头脑风暴会、概念方案评审会等会议后, 项目发展中心将潜在项目、市场调查及前期筛选形成初步可行性研究报告一并上报公司; 可行性研究报告递交可研评审会, 经可研评审会通过形成决议, 对土地获取价格、项目预计售价、开发成本等各方面形成框架性的要求; 决议形成后, 区域公司和地区子公司在该框架下参与土地竞拍, 竞买项目时的报价不允许超出竞买限价。

公司获取新项目的评判依据为“5-9-12-15-30”, 即5个月内开工、9个月内开盘、12个月现金流回正或土地款缴清后6~8个月现金流回正(含开发贷)。

从土地获取方式来看, 公司主要通过公开市场“招、拍、挂”流程及转让形式获得土地。土地出让金的支付方面, 在“招、拍、挂”方式下, 一般先支付一定的保证金, 拍到土地后在一个月内存付50%的土地款, 剩余50%于3个月内支付, 同时取得对应的土地发票。

从土地储备投入来看, 由于公司主要项目集中在温州地区, 当地政策允许工程达到“正负零”即可进行预售, 公司项目周期控制在拿地后9个月内开盘, 加之公司重视销售速度, 在开盘后即迅速去化, 使得2013~2014年公司土地储备规模不大; 2015年, 公司前期开发项目去化良好, 公司加大拿地力度。具体来看, 近三年, 公司拿地建筑面积以较快速度增长, 分别为30.29万平方米、39.34万平方米和167.00万平方米; 土地成本支出分别为28.59亿元、31.22亿元和90.26亿元。2013~2015年, 公司分别成功竞得5块、6块和12块土地, 集中在温州等地区, 地上规划建筑面积合计236.63万平方米。考虑到温州地区房屋样本住宅价格保持在1.3万左右, 公司土地储备楼面价比较合理。

表 6 2013~2015 年公司土地储备情况（单位：万平方米、万元，万元/平方米）

时间	用地面积	规划建筑面积	成交总价	楼面价
2013年	12.74	30.29	28.59	0.94
2014年	21.81	39.34	31.22	0.79
2015年	79.35	167.00	90.26	0.54
合计	113.90	236.63	150.08	0.63

资料来源：公司提供

注：购地支出不含契税；2015 年公司有 9 块地在 10 月份后取得，新购土地款尚未全部付清。

从公司土地储备的区域分布来看，公司土地储备均系2015年新拿地块，主要分布在温州市区及其下属县市，具体情况如下表所示。

表 7 截至 2015 年底公司土地储备情况（单位：平方米、万元）

地区	地块名称	区位	用地面积	规划建筑面积	成交总价	权益占比	拿地时间
温州	温州市龙湾城市中心区 G-01 地块	龙湾区	13.47	25.59	14.30	80	2015/7/2
	温州市平阳县昆阳镇城东 C-22 地块	平阳	9.57	14.45	4.10	100	2015/8/6
	瑞安瑞祥 E-28	瑞安	3.44	8.93	5.72	70	2015/10/30
	温州市上陡门单元（0577-WZ-HX-11）绿园街坊控规 A-02 地块	鹿城区	3.62	7.97	13.39	30	2015/10/30
	温州市旧城 A-22b3 地块	鹿城区	1.33	3.21	3.23	24.5	2015/11/4
	龙港下捞 B-01 地块	苍南	1.66	5.30	1.60	100	2015/12/16
	乐清市 G-b15-1 地块	乐清	4.30	5.59	3.28	65	2015/12/17
	滨江商务区 A01-30-3 地块	鹿城区	1.77	4.94	9.18	37	2015/12/31
	小计	--	39.15	75.99	54.78	--	
台州	台州市临海市张洋路东侧协成路北侧（国庆村）地块	临海	5.12	10.50	3.39	100	2015/9/6
	小计	--	5.12	10.50	3.39	--	
金华	主城区老汽车南站地块	金华	3.53	6.35	3.56	70	2015/9/2
	金华市人民东路北侧、东市街西侧地块	金华	1.37	2.47	1.31	100	2015/9/16
	义乌江东地块	义乌	7.38	31.75	10.09	40	2015/9/21
	小计	--	12.28	40.56	14.96	--	
丽水	蔚蓝水岸北侧地块	丽水	10.89	14.42	7.75	100	2015/12/8
	小计	--	10.89	14.42	7.75	--	
苏州	苏州临湖地块	吴中区	4.67	9.09	1.28	100	2015/9/15
	小计	--	4.67	9.09	1.28	--	
宁波	凤山路西侧、南河沿路南侧地块	余姚	0.70	1.59	7.36	100	2015/12/25
	凤山路东侧、南河沿路南侧地块	余姚	6.55	14.86	0.73	100	2015/12/25
	小计	--	7.25	16.45	8.10	--	--
合计	--	--	79.35	167.00	90.26	--	--

资料来源：公司提供

注：公司土地储备面积按照权益面积计算。

进入2015年，伴随公司开发项目逐步减少、市场逐步好转，公司加大土地储备力度，共取得12个项目的土地储备，以面积计算，温州土地占比较高，同时，公司逐步拓展台州市和金华市土地储备。

由于公司采用快速周转的开发模式，拿地后即进行开发，周期较短。公司近年来拿地规模较大，可满足近期项目开发需要。但公司主要土地储备集中在温州市及周边城市，需持续关注市场集中相关风险。

总体看，公司近年拿地规模较大，能够满足近期项目开发需要；近三年公司拿地规模不断增加，2015年公司购地支出明显增加，但尚未完全支付土地价款，公司未来存在一定的资金支出压力。

3. 项目建设开发情况

(1) 土建招标和原材料采购

土建招标

公司主要通过管理供应商和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制施工质量。

公司选择实力较强的承包商进行合作。首先，公司会对潜在承包商进行尽职调查，如核查其资质及在现场监督其办公室和物业项目，只有通过尽职调查的承包商才有资格参加招标。其次，公司对招标过程进行严格管理，按照权限划分，一般是集团的成本管理中心和区域公司相结合，区域公司竞标主要是执行不少于5家的独立队伍竞标（优先考察资质好且有良好合作关系的施工承包商），并通过独立渠道完成；若超过区域公司的权限，需上报集团公司审批，同时集团公司派遣人员参与竞标流程。最后，公司通过综合考察承包商的专业资格、技术能力、行业声誉、以往记录和投标报价来确认最终结果。

从工程造价管理来看，公司依据各地区历史项目数据，并参考周边地区相应的施工造价情况，能够较为准确的确定公司的合理造价范围。公司依据该造价范围与建设方沟通，确定最终工程价格，并签订包干协议。建设方依据工程造价控制自身成本，一般情况下不会出现因建设方原因的成本上调。

从工程结算方式来看，公司一般采用总价包干和单价包干，但由于总价包干对于双方履约可控度高而且能够省去结算时间，因此总价包干的采用比例更高。

从工程款的支付来看，根据与施工承包商签订的协议，公司按照施工进度分阶段向承包商付款，根据有关合约条款，各阶段付款比例因项目而有所不同，一般按照月度工程进度支付75~85%工程款，竣工后办理结算支付至95%左右，一般保留3~5%的工程款作为质保金，质保期一般为1~5年。

原材料采购

公司原材料采购主要分为建筑原材料和设备两部分，其中，建筑原材料和部分设备采购直接由施工承包商完成；部分设备采购采用集团战略采购（共性采购）、区域集中采购和区域公司分散采购相结合的采购模式。

建筑原材料主要是指钢材和混凝土，由于公司并不直接进行采购，因此公司主要通过管理施工承包商和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制建筑原材料的采购质量。

设备和其他材料方面，对于公司直接采购的设备，公司采用集团战略采购（共性采购）、区域集中采购和区域公司分散采购相结合的采购模式。对于交由施工承包商采购的设备，采购遵循“甲指乙供”的原则，即由公司划定一定品牌范围交由施工承包商采购。对于指定品牌的选择，公司坚持市场好评度高的大品牌，并将使用过的指定采购品牌纳入公司品牌库；对于质量不过关的品牌，公司会将其列入黑名单，不再使用。公司通过严格的品牌选择和控制，保证了采购的质量。

从具体流程来看，首先，由公司本部根据建设计划确定采购规模；其次，对于标的额大于等于50万元的采购设备或服务，公司均采取招标方式进行，由公司本部或者区域公司组织原材料采购招标；最后，进行采购的验收和付款。

从成本控制来看，公司依据历年来在各个不同地区的采购历史数据，形成了各种主要材料的

价格指导区间，能够有效防止过高和过低价格对公司正常成本管控和质量控制的干扰。供货价格每年根据行情进行调整。

整体看，公司采用施工承包商采购为主的采购模式，公司对施工承包商和设备供应商的筛选、管理和评价有具体有效的措施方法，公司对采购成本具有较强的控制能力。

（2）项目建设开发情况

公司采用总公司、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。

在产品定位方面，公司房地产项目主要定位为中高端产品。区域方面，公司目前开发区域涵盖温州市区及各县市、苏州、上海等地，并向金华等周边城市扩展，累计开发住宅等建筑面积超过500万平方米。

在产品质量控制方面，内部控制上，公司下属区域公司对工程质量进行管控，各个区域公司的工程人员负责所在项目工程质量的日常管理，工程公司和区域公司定期或不定期对工程质量进行抽查、巡检，发现材料质量问题或者工程施工质量问题，直接向材料供应商或工程承包商反馈，要求其整改；从质量的外部控制来看，地区公司选择优秀的施工队伍、挑选具有实际项目管理能力的施工项目团队（每个项目都有独立的质检员）、优选自带设备的作业班组以及聘用排名靠前的第三方监理。通过内部和外部同时管控，公司的项目能够达到有效的质量控制。

2013~2015年，受项目进度安排影响，公司新开工面积和竣工面积有所波动。公司2013年新开工面积达到46.89万平方米，而2014年公司竣工面积较大，为63.41万平方米；2015年公司新开工面积46.55万平方米，当期竣工面积为50.40万平方米。

表8 2013~2015年底公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
新开工面积	46.89	26.79	46.55
竣工面积	11.24	63.41	50.40
期末在建面积	72.84	36.23	32.38

资料来源：公司提供

从房地产在建项目情况来看，截至2015年底，公司共计持有9个在建地产项目，可供出售总面积52.86万平方米，已售面积40.72万平方米；在建项目预计总投资76.71亿元，已完成投资56.51亿元，尚需投资20.20亿元，具体情况见下表。公司目前可售面积并不大，应关注公司现有新土地储备的开发进度是否能满足后续销售需求。

表9 截至2015年底公司在建项目基本情况（单位：亿元，万平方米）

备案名称	地点	总投资	已投资	未来投资情况			可售面积	已售面积	单价
				2016年	2017年	2018年			
九里锦园	温州	25.14	19.61	3.85	0.58	1.1	12.85	12.1	1.83
双湖名苑	温州	6.9	6.47	0.27	--	0.16	3.95	3.71	1.8
滨湖锦园	温州	11.09	8.08	2.89	0.12	--	7.67	7.49	1.59
中梁首府	温州	6.63	3.86	1.8	0.93	0.04	5.3	3.93	1.7
香悦园	温州	5.09	4.25	0.47	0.22	0.15	3.99	3.91	1.54
香雅园	温州	4.04	3.9	0.02	--	0.12	3.05	2.95	1.61
香缇锦园	温州	5.03	2.96	1.45	0.57	0.05	5.63	4.38	1.01
中梁锦园	温州	4.01	2.12	1.07	0.54	0.28	3.98	2.25	1.29
双湖名苑	温州	8.78	5.26	1.6	1.02	0.9	6.44	--	--
合计	--	76.71	56.51	13.42	3.98	2.8	52.86	40.72	--

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目较多，可售面积不大，土地储备的开发进度关系到公司后续销售需求能否得到满足；在建项目前期投入相对较多，后期资金压力较小。

4. 房产销售情况

从销售模式来看，公司下辖项目的销售以直销为主，但会根据项目的具体情况聘请专业的第三方销售团队。销售开始前，项目公司的销售和营销部门根据当地市场信息制定预先推广、销售和定价计划，报集团审批；根据实际情况，公司会聘请专业的物业销售代理及广告设计代理协助销售活动。营销活动的推广渠道主要包括报纸、电视、广播、互联网、广告牌、杂志及手机短信等；项目通常在项目竣工前、获得必要许可证照后开始预售，预售根据营销策略和计划分阶段进行。

从销售计划的制定和考核来看，公司年初会依据可售面积、可售金额、公司战略以及市场情况制定年度销售计划，并按照月度分解落实到区域公司，区域公司再将销售计划分解至各个项目公司，形成全年的考核计划，但是会根据实际情况进行季度性的修正。公司考核区域公司的销售进度情况，区域公司对各地区公司的销售情况进行监督考核。公司销售区域基本集中在温州市，部分项目分布在上海市和苏州地区。

从销售策略方面看，面临市场环境较差，房地产行业景气度下行，2014年开始，公司采取“首付分期”的方式吸引客户。一般情况下，在客户签订、缴纳首次定金后，公司可为客户提供半年左右的时间筹集首付款。但在这种模式下，公司将相应形成一定规模的应收款项，收入实现质量有所下降。

从销售价格来看，公司参考周边对标项目价格、成本利润率目标及市场行情走势等因素确定楼盘销售价格。为了进一步开拓市场，有效降低企业库存，公司销售实际折扣率较高。具体来看，公司房屋签约销售价格呈波动态势，主要系当年开发项目地理位置、项目定位不同所致。2013~2015年，公司签约销售均价分别为1.68万元/平方米、1.89万元/平方米和1.70万元/平方米。

从公司近三年销售情况看，公司签约销售面积呈现波动下降态势，主要系伴随市场波动，公司控制销售节奏所致。2015年实现签约销售面积39.14万平方米，较2014年增加131.05%，实现签约销售金额64.07亿元，较上年增加100.28%，销售金额增幅低于销售面积增幅，主要系2015年签约销售均价下降所致。

表 10 2013~2015 年公司房产销售情况（单位：万平方米，亿元，万元/平方米）

区域	项目	2013年	2014年	2015年
温州市中心区域	签约销售面积	28.38	14.33	18.06
	签约销售金额	52.85	27.72	32.9
	签约销售均价	1.86	1.93	1.82
	结转收入面积	14.89	32.79	14.45
	结转收入	43.87	66.76	29.06
温州市北区域	签约销售面积	--	2.61	15.2
	签约销售金额	--	4.27	24.35
	签约销售均价	--	1.63	1.6
	结转收入面积	--	--	--
	结转收入	--	--	--
温州市南区域	签约销售面积	--	--	5.67
	签约销售金额	--	--	6.22
	签约销售均价	--	--	1.09
	结转收入面积	--	--	--
	结转收入	--	--	--
温州市新区域	签约销售面积	14.1	8.1	0.21
	签约销售金额	29.35	17.89	0.6
	签约销售均价	--	--	2.3
	结转收入面积	--	--	26.64
	结转收入	--	--	60.86
苏州区域	签约销售面积	11.13	--	--
	签约销售金额	13.58	--	--
	签约销售均价	1.22	--	--
	结转收入面积	11.13	7.98	0.41
	结转收入	12.91	9.73	0.46
合计	签约销售面积	53.61	25.04	39.14
	签约销售金额	95.78	49.88	64.07
	签约销售均价	1.79	1.99	1.64
	结转收入面积	26.02	40.77	41.5
	结转收入	56.78	76.49	90.38

资料来源：公司提供

注：温州市新区系 2015 年 8 月份公司收购项目，该表格已追溯调整相关数据；2015 年，公司结转温州市中心区域单价较高，主要系当期结转项目单位售价较高所致；结转收合计金额与公司主营业务收入存在较小差异，主要为各区域结转收入数据后两位四舍五入取数造成。

伴随公司交付项目规模的扩大，2013~2015年，公司房地产开发分别实现收入结转56.78亿元、76.49亿元和90.38亿元，结转收入呈快速增长态势。

截至2015年底，公司共计持有17个在售地产项目²，可供出售面积达144.77万平方米，已售面积142.69万平方米，回笼资金300.60亿元；剩余待售面积2.08万平方米。公司多个房地产项目已经基本售罄，但尚未达到销售结转条件。

²2015 年 8 月，通过股权转让，公司取得浙江新中梁房地产开发有限公司控制权，实现同一控制下企业合并。因此该数据中包括浙江新中梁房地产开发有限公司的 3 个项目，即滨江首府、外滩首府和海景壹号。

表11 截至2015年底公司已竣工在售项目基本情况（单位：万平方米，亿元，万元/平方米）

序号	备案名称	推广名称	项目地点	总投资	可售面积	已售面积	单价	已回笼资金
1	香缇锦园	香缇半岛	温州	25.38	11.29	10.83	3.12	33.74
2	橡树湾家园	橡树湾	温州	13.82	4.14	4.11	3.13	12.50
3	首湖景园	中梁首府	温州	15.50	4.07	3.75	4.85	18.95
4	南滨锦园	国宾一号	温州	32.56	11.98	11.74	2.65	30.40
5	亿象商厦	亿象商厦	温州	2.89	1.45	1.45	2.40	3.44
6	云都锦园	公馆1号	温州	11.24	6.46	6.45	2.18	13.56
7	云庭锦园	公园天下	温州	15.90	13.62	13.58	1.73	22.62
8	香湖锦园	香缇公馆	温州	20.56	11.99	11.72	1.73	19.46
9	滨湖锦园	滨江首府	温州	22.50	9.66	9.31	2.43	22.52
10	南湖锦园	国宾一号	温州	24.81	9.43	9.15	2.54	20.90
11	香江钰景园	外滩首府	温州	33.00	16.75	16.68	2.16	35.96
12	海悦景园	海景壹号	温州	5.73	2.20	2.20	2.66	5.89
13	天裕人家	中梁天御	苏州	26.21	20.77	20.77	1.18	24.92
14	香缇华苑/香缇商务广场	香缇华府/香缇国际	苏州	17.17	13.31	13.30	1.29	17.43
15	海伦国际大厦	--	上海	4.14	1.53	1.53	2.80	4.29
16	印象苑	--	上海	6.30	3.86	3.86	2.00	7.74
17	香缇公馆	--	上海	4.80	2.26	2.26	2.78	6.28
合计	--	--	--	282.51	144.77	142.69	--	300.60

资料来源：公司提供

总体上看，近年公司房产签约销售面积呈下降趋势；受公司开发项目区域变动，销售均价呈波动趋势；近年公司采用分期首付的方式吸引客户，可能加大应收款项规模，增加资金占用；公司待售面积较小，需关注在建项目能否及时建成满足公司销售。

5. 物业出租

公司持有部分物业，以供出租。截至2015年底，公司持有物业账面价值合计3.86亿元，初始入账成本合计0.56亿元，增值率为585.08%。2013~2015年，公司出租建筑物租金收入分别为0.12亿元、0.34亿元和0.69亿元。

公司持有物业主要分布在苏州地区，以商业业态为主。截至2015年底，公司可出租物业面积合计2.12万平方米，平均出租率处于较高水平，具体如下表所示。

表12 截至2015年底公司可出租物业情况（单位：平方米，%，元/平方米/月）

项目名称	区位	业态	可出租面积	出租率	平均租金
东湖春之韵	东湖大郡花园 149 幢 102 室	住宅	373.53	76.74	18.00
东湖春之韵	东湖大郡花园 149 幢 202 室	住宅	373.53	100.00	10.71
胥江华庭	枣市街 320 号 2 幢 109 室	商业	32.42	100.00	17.00
胥江华庭	枣市街 320 号 2 幢 110 室	商业	80.55	100.00	17.00
胥江华庭	枣市街 320 号 2 幢 111 室	商业	148.48	10.00	22.00
胥江华庭	枣市街 320 号 2 幢 112 室	商业	852.67	76.23	12.82
胥江华庭	枣市街 320 号 2 幢 113 室	商业	104.03	100.00	25.63
胥江华庭	枣市街 320 号 2 幢 114 室	商业	517.67	21.93	22.00

胥江华庭	枣市街 320 号 2 幢 115 室	商业	319.02	100.00	22.00
星海国际商务广场	星海国际商务广场 1 幢 2201 室	商业	818.30	100.00	60.00
东城世纪广场	葑谊街 266 号 8 商幢 340 室	商业	3,686.50	98.89	34.49
东城世纪广场	葑谊街 266 号 8 商幢 340-1 室（地下室）	商业	13,858.30	98.89	34.49
合计	--	--	21,165.00	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司持有物业出租率高，租金收入稳步增长，可为公司带来一定经营现金流。

6. 经营效率

2015年，随着公司项目开发周转速度加快，公司存货周转率有所上升，由2014年的0.51次上升为2015年的0.62次；公司总资产周转率近两年维持在0.50次，流动资产周转率也维持在0.55次。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率处于行业较高水平。整体看，公司经营效率较高。

表13 2015年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券代码	股票简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
000002.SZ	万科 A	0.40	0.39	0.35
001979.SZ	招商蛇口	0.28	0.30	0.26
000671.SZ	阳光城	0.43	0.39	0.38
600823.SH	世茂股份	0.39	0.41	0.24
苏州华成		0.62	0.55	0.50

资料来源：Wind 资讯

7. 经营关注

公司房地产业务集中于温州及周边地区，区域集中风险较大

目前公司房地产开发项目以温州及周边地区为主，业务分布区域集中度高。鉴于我国房地产行业整体形势，未来房地产市场在二三线城市之间出现分化的可能性较大，三线城市整体上看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。

公司采用“首付分期”销售政策进行预售，可能存在一定的款项回收风险

2014年开始，公司采取分期收取首付款的方式预售商品房，以吸引客户。该方式可加快去化、实现销售，但款项回收期加长，存在一定的回收风险，并对营运资金形成一定的占用。

公司取得土地规模存在较大波动

2013~2014年，受市场环境影响，公司拿地规模一般，开发策略比较谨慎。而2015年，公司取得土地总规划建筑面积超过2013~2014年总和。公司取得土地规模波动较大，需关注相应产生的经营风险。

公司结转收入规模波动较大

2015年，公司结转收入主要来源于新纳入合并范围的子公司。公司原开发项目可结转收入规模呈现较大波动性，需关注由此带来的风险。

公司可售面积规模较小，未来销售需求有赖于新增项目开发进度

由于温州等地区可采用“正负零”即开始预售的政策，公司目前可售面积规模较小，公司未来销售需求有赖于新增项目的开发。

8. 未来发展

未来几年，公司将继续以房地产开发为主业，同时依托资本平台进行资源及资本整合，大力推进主业发展；构建以“品质地产+区域聚焦+轻资产”战略发展布局；发挥中梁品质优势，严格执行品牌规范，塑造中梁品牌；增强企业整体盈利能力，迅速扩大主业经营规模和提高经营效益。

具体包括，公司将创建多元化的融资渠道和多层次的资金供给，提高资金周转率，确保资金链安全；不断优化产品的发展战略，与时俱进，加强产品的研发和创新力度，提高标准化产品的固化能力等；同时，公司将把握国家城镇化进程，重点聚焦“浙江市场”精耕细作，战略性布局长三角、闽北重点城市，重点投资浙江省、沪苏宁地区等，机会性进入有投资价值的新兴城市；以打造高品质住宅为龙头，以资本经营为纽带，战略性布局“大金融”、“大消费”、“大健康”等领域，积极构建产业生态圈。

总体上看，公司未来发展规划清晰、稳健，有利于未来公司健康良性发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2013~2015年财务报告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。公司执行财政部2014年颁布的新企业会计准则。

2015年，公司纳入合并报表范围的子公司共计65家。2014年新增合并子公司8家，分别为温州市中梁盛置业有限公司、上海中梁宏置业有限公司、乐清市中梁昊置业有限公司、温州市中梁庆置业有限公司、温州中梁投资有限公司、上海中梁融房地产开发有限公司、上海中御置业有限公司、上海中梁毅置业有限公司。2015年公司合并范围比2014年度增加38户，其中公司受让浙江新中梁房地产开发有限公司（以下简称“浙江新中梁”）32%的股权，从而共持有浙江新中梁合计51%的股权，并将其纳入合并范围。公司新增合并子公司多为新设立公司，财务数据的可比性较强。

截至2015年底，公司合并资产总计181.85亿元，负债合计136.63亿元，所有者权益（归属母公司所有者权益为28.57亿元）45.22亿元。2015年，公司实现营业收入91.12亿元，净利润8.05亿元（归属母公司所有者的净利润为4.63亿元）。2015年，公司经营活动产生的现金流量净额为15.47亿元，现金及现金等价物净增加额为8.38亿元。

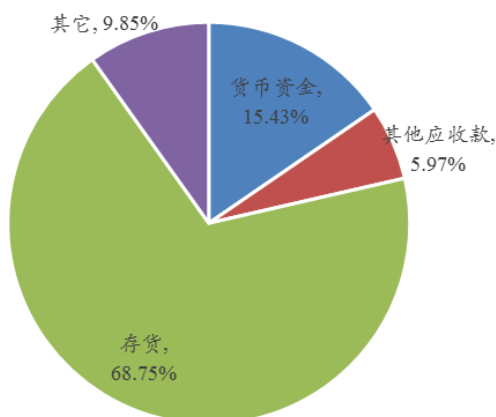
2. 资产质量

2013~2015年，公司资产总额迅速增长，年均复合增长20.36%。截至2015年底，公司资产规模总计181.85亿元，较年初小幅增长0.47%。公司资产构成以流动资产（占90.64%）为主，符合房地产开发企业特征。

流动资产

2013~2015年，公司流动资产波动增长，年均复合增长21.02%；截至2015年底，公司流动资产总额为164.83亿元，较年初降低1.18%，主要系公司存货小幅减少导致。公司流动资产主要由货币资金（占15.43%）、其他应收款（占5.97%）和存货（68.75%）构成，具体情况如下图所示。

图 10 截至 2015 年底公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金呈增长趋势，年均复合增长36.08%。截至2015年底，公司货币资金为25.44亿元，较年初增加52.82%，主要系公司房地产业务收入增加导致现金增加所致。货币资金中，库存现金占比为0.07%，银行存款占比为99.89%，其他货币资金占比0.04%。公司其他货币资金为按揭保证金100.00万元，为使用权受限的资金，公司不存在其他使用权受限的资金；公司受限资金占比较低。

2013~2015年，公司其他应收款迅速增长，年均复合增长率为42.76%。截至2015年底，公司其他应收款为9.84亿元，较年初增加32.66%，主要系拍地保证金增加导致。公司其他应收款余额中，拍地保证金占40.35%，关联方暂借款占12.98%，非关联方暂借款占43.06%，保证金及其他占3.61%。截至2015年底，公司前五名其他应收款合计5.39亿元，占比为54.16%。公司其他应收款主要为1年以内的，占比85.96%，1至2年的占7.97%，其他为2年以上的。坏账准备方面，截至2015年底，公司共计提其他应收款坏账准备1,074.09万元。公司对非关联方的借款规模较大，受借款人经营影响较大，存在一定的回收风险。

表 14 2015 年底公司其他应收款前五名情况（单位：亿元，%）

单位名称	款项性质	年末余额	账龄	占比
温州公共资源交易中心	拍地保证金	1.29	1 年以内	12.92
余姚市土地交易储备中心	拍地保证金	1.65	1 年以内	16.59
温州罗斯柴尔德实业有限公司	非关联方借款	1.00	1 年以内	10.05
温州万筑房地产开发有限公司	非关联方借款	0.80	1 年以内	8.04
乐清市公共资源交易中心	拍地保证金	0.65	1 年以内	6.56
合计	--	5.39	--	54.16

数据来源：公司审计报告

2013~2015年，公司存货呈波动增长趋势，年均复合增加11.25%。截至2015年底，公司存货为113.32亿元，较年初减少10.16%；其中，公司存货中开发产品（竣工但尚未达到结转条件）占34.08%，开发成本占65.92%。具体来看，公司在建开发成本规模较大的项目主要包括滨江九里（18.79亿元），中梁首府B-b11、b12（11.95亿元）等项目；已完工开发产品规模较大的项目主要有南滨锦园（10.49亿元）、香缇公馆（6.89亿元）、首府锦园（2.95亿元）等项目，项目主要集中在温州地区。由于温

州地区政策规定房地产开发项目在达到“正负零”即可申请预售，加之公司严格控制去化速度，使得公司开发项目去化较快，因此公司对存货未计提存货跌价准备。截至2015年底，公司用于抵押的存货账面价值合计69.29亿元，占比61.14%。

2013~2015年，公司应收账款波动增长，年均复合增加87.91%，主要系2014年开始，公司采取“首付分期”的方式吸引客户，下游应收款增加所致。截至2015年底，公司应收账款账面价值为4.87亿元，较年初下降41.24%，主要系2015年温州房地产小幅回暖，公司适度调整销售策略所致；公司应收账款以1年以内的为主，占比86.66%，1至2年的占比10.45%，剩余为2年以上的。截至2015年底，公司计提应收账款坏账准备0.88%，计提比例较低。

2013~2015年，公司其他流动资产持续增长，年均复合增加197.04%，主要系公司预缴税费、购买理财产品等增加所致。截至2015年底，公司其他流动资产合计7.18亿元，较年初增加78.11%，主要系当年公司购买1年期的委托理财产品5.02亿元所致；公司其他流动资产中，1年期的委托理财产品占69.91%，3个月以内的理财产品占15.76%，预缴税费占11.17%，其他为信托计划、信托基金等。

非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长率为14.48%，主要系长期股权投资和投资性房地产增加所致。截至2015年底，公司非流动资产总额为17.02亿元，主要由长期股权投资（占比26.03%）和投资性房地产（占比65.18%）构成。

2013~2015年，公司长期股权投资迅速增长，年均复合增长率为40.62%，主要系公司长期股权投资公允价值增加所致。截至2015年底，公司长期股权投资为4.43亿元，较年初增加53.71%，主要系公司对温州市万科中梁置业有限公司股权投资（公司持股40%）确认投资收益1.57亿元所致。截至2015年底，公司长期股权投资详情如下。

表 15 截至 2015 年底公司长期股权投资情况（单位：万元）

被投资企业	长期股权投资账面价值
浙江中梁投资有限公司	236.73
温州市万科中梁置业有限公司	38,009.26
瑞安市时代中梁置业有限公司	3,382.49
瑞安市恒富中梁置业有限公司	2,675.58
合计	44,304.06

数据来源：公司审计报告

公司投资性房地产按公允价值计量，2013~2015年，公司投资性房地产年均复合增长率为9.12%，主要系公司将存货、固定资产等转入，并使用公允价值计量所致。截至2015年底，公司投资性房地产账面价值为11.09亿元，较年初增加15.42%，主要包含苏州东城世纪广场、香缇商务广场等商业地产；其中，公司投资性房地产成本为9.21亿元，公允价值累计变动为1.88亿元。此外，公司有28.55%投资性房地产用于借款抵押。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主，符合行业特征；流动资产中，公司货币资金充足，但以房地产开发项目为主的存货占比较大，部分资产受限比例较大。

3. 负债及所有者权益

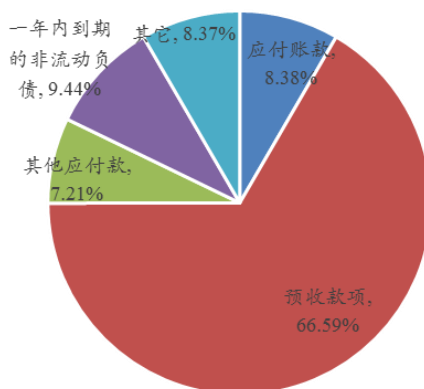
负债

2013~2015年，公司负债规模波动增长，年均复合增加14.55%。截至2015年底，公司负债合

计136.63亿元，其中流动负债占比78.51%，非流动负债占比21.49%，负债结构以流动负债为主。

2013~2015年，公司流动负债波动增长，年均复合增加18.34%。截至2015年底，公司流动负债总额为107.27亿元，较年初减少8.01%，主要系公司预收款项下降所致。公司流动负债主要由应付账款（占8.38%）、预收款项（占66.59%）、其他应付款（7.21%）和一年内到期的非流动负债（9.44%）组成。

图11 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司应付账款迅速增加，年均复合增长率为32.68%；截至2015年底，公司应付账款为8.99亿元，较年初增加44.92%，主要系公司未结算工程款增加所致。公司应付账款中工程款占99.86%。

2013~2015年，公司预收款项波动增长，年均复合增加3.62%；截至2015年底，公司预收款项为71.44亿元，较年初减少18.06%，主要系公司2015年竣工结转的项目平均售价较高，结转总额较大所致。预收款项中，预收销售住宅款占95.19%，预收销售商铺款占1.02%，预收销售车位款占比3.79%。由于公司预收款项将在交付时结转收入，因此并无实际兑付压力。

2013~2015年，公司其他应付款持续增加，年均复合增长81.02%，全部为资金往来款；截至2015年底，公司其他应付款为7.73亿元，较年初增加174.51%。

2013~2015年，公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款，年均复合增长率为284.56%。截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债合计10.13亿元。

近三年，公司非流动负债波动增长，年均复合增加3.27%，主要系递延所得税负债增加所致。截至2015年底，公司非流动负债总额为29.36亿元，其中，长期借款占92.50%。

2013~2015年，公司长期借款波动增长，年均复合增长率为2.65%。截至2015年底，公司长期借款余额为27.16亿元，较年初微减0.06%，主要包含抵押加保证借款、质押借款等。截至2016年3月底，从公司长期借款到期期限结构来看，2017年到期借款20.20亿元，占长期借款余额的比重为64.76%；2018年到期长期借款6.09亿元，占19.53%；公司未来两年集中还款压力较大。

近三年，公司有息债务规模较大且整体呈上升趋势，三年复合增长率为23.49%。截至2015年底，公司全部债务为41.38亿元，其中短期债务和长期债务分别占34.37%和65.63%，债务结构较为合理。2015年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率均较年初下降，分别由2014年的81.44%、56.58%和44.72%下降至75.13%、47.78%和37.52%。整体看，公司有息债务规

模较大，总体债务负担较重，但尚处于合理区间。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，全部债务中长期债务占比较大，结构较为合理，公司总体债务负担尚可。

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益规模快速增长，年均复合增长率为45.36%，主要系公司历年未分配利润增加所致。截至2015年底，公司所有者权益合计45.22亿元，其中归属于母公司所有者权益为28.57亿元。公司归属于母公司所有者权益中，实收资本占3.50%，其他综合收益（为公司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）占18.16%，资本公积占0.66%，盈余公积占1.40%，未分配利润占比76.28%。公司少数股东权益规模较大，其中主要包括浙江丰邦投资发展有限公司、莱恩达集团有限公司、安信信托股份有限公司等少数股东权益。

总体看，公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，公司所有者权益结构稳定性较弱。

4. 盈利能力

2013~2015年，随着营业规模的迅速扩大，公司营业收入和营业成本逐年增长，年均增长率分别为26.54%和36.62%。2015年，公司实现营业收入91.12亿元，较上年增长18.64%；2015年，公司营业成本为74.05亿元，较上年增长34.69%。近三年，公司营业利润分别为9.95亿元、12.98亿元和10.46亿元；净利润分别为7.47亿元、9.70亿元和8.05亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润分别为6.98亿元、5.63亿元和4.63亿元，呈下降态势。

从期间费用来看，随着公司营业规模扩大，期间费用总额也随之增长，2013~2015年分别为2.96亿元、4.06亿元和3.65亿元，年均复合增长率为11.09%。从费用构成来看，销售费用和管理费用是公司期间费用的主要构成部分。2015年，公司销售费用占费用总额的45.63%，管理费用占51.35%，财务费用占3.02%。近三年，公司费用收入比波动下降，分别为5.20%、5.29%和4.01%，公司费用控制能力较强且有所提高。

从各项盈利指标来看，由于营业成本的快速上升，近三年，公司营业利润率呈下降趋势，分别为22.84%、21.50%和12.02%。2015年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为16.09%、8.54%和20.42%，较上年均有所下降。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司各项净资产收益率、总资产报酬率处于较高水平，销售毛利率水平相对较低，具体情况如下表所示。

表 16 2015 年主要房地产上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券代码	证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
000002.SZ	万科 A	19.24	6.11	29.35
001979.SZ	招商蛇口	15.29	5.96	37.68
000671.SZ	阳光城	15.38	4.05	25.56
600823.SH	世茂股份	11.51	6.58	36.32
苏州华成		20.42	8.54	18.73

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据指标计算方法。

总体看，在房地产行业整体经营环境不佳的情况下，公司近年营业收入规模上升但盈利水平有所降低；相较于其他房地产上市公司，公司盈利能力处于较高水平。

5. 现金流

从经营活动情况来看，近三年，受市场景气度下降影响及公司加速去库存的综合影响，公司经营产生的现金流入逐年上升，分别为42.40亿元、66.58亿元和86.19亿元，年均复合增长42.57%，高于营业收入增长率；同期，经营活动现金流出分别为38.40亿元、69.88亿元和70.72亿元，年均复合增长率为35.71%。2013~2015年，公司经营活动净现金流分别为4.00亿元、-3.30亿元和15.47亿元，波动较大。2013~2015年，公司现金收入比分别为68.30%、78.42%和86.42%，有所上升，主要系公司收入结转规模较大所致。总体上看，公司收入质量有待提高。

从投资活动情况来看，近三年，公司投资活动产生的现金流入分别为15.19万元、4,773.18万元和2,539.05万元，年均复合增长率为1,192.68%，公司2014年投资活动现金流入大幅增长主要系公司当年收回投资收到的现金增长导致；公司投资活动产生的现金流出金额为24,324.94万元、8,772.71万元和52,932.47万元，年均复合增长率为47.51%，2015年公司投资活动产生的现金流出金额大幅增长，主要系公司投资1年期委托理财产品5.02亿元所致。近三年，公司投资活动现金流量净额分别为-24,309.75万元、-3,999.54万元和-50,393.42万元。

从筹资活动情况来看，随着公司对外投资支出增多，2013~2014年公司筹资活动呈净流入状态；2015年随着公司收入增加，能够满足投资活动和筹资活动流出需求。近三年，公司筹资活动产生的现金流入分别为7.52亿元、17.48亿元和19.78亿元，年均复合增长率为62.15%，主要系近两年公司通过借款和吸收投资取得的资金不断增长所致；筹资活动导致的现金流出为6.72亿元、14.81亿元和21.83亿元，年均复合增长率为80.26%。近三年，公司筹资活动导致的现金流量净额为0.80亿元、2.67亿元和-2.05亿元。

整体看，近年来公司营业规模扩大，经营活动现金流转为净流入，投资活动现金呈净流出状态，对外融资需求降低。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，近三年，公司流动比率和速动比率整体呈上升态势，2013~2015年，公司流动比率分别为1.47倍、1.43倍和1.54倍；由于公司为房地产企业，存货规模较大，2013~2015年公司速动比率分别为0.27倍、0.35倍和0.48倍，呈现逐年上升的趋势，但处于较低水平。近三年，公司现金短期债务比分别为10.13倍、1.00倍和1.79倍，公司货币资金充足。综合来看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，随着盈利规模的提高，2013~2015年，公司EBITDA分别为10.35亿元、14.07亿元和10.83亿元，整体呈上升态势。2015年公司EBITDA中，利润总额占95.56%、计入财务费用的利息支出占1.65%、折旧和摊销合计占2.79%。近三年公司EBITDA全部债务比分别为0.38倍、0.32倍和0.26倍；EBITDA利息倍数分别为4.58倍、3.13倍和2.11倍，EBITDA对全部债务保护倍数处于较好水平，对利息保障倍数较高。

截止2015年12月31日未履行完毕的对外担保金额合计2,301.15万元，被担保方运营正常，公司代偿风险较低。

截至2015年底，公司在多家银行的授信额度合计104.50亿元，已使用授信31.64亿元，尚未使用授信额度72.86亿元。

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：G103205100150290L），截至2016年1月12日，公司无未结清或已结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司现金资产规模相对较大，短期偿债能力较强；公司总体债务规模较大，但长期

偿债能力应属较好。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2015年底，公司债务总额为41.38亿元，本次拟发行债券规模为13.5亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度较大。

以2015年底财务数据为基础，假设募集资金净额为13.5亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为47.34%、54.82%和76.85%，债务负担有所加重，但仍属可控水平。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以2015年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为86.19亿元，对本次债券发行额度（13.5亿元）的保护倍数为6.38倍；公司2015年EBITDA为10.83亿元，对本次债券发行额度（13.5亿元）的保护倍数为0.80倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对本次债券的保护程度较高。

综合以上分析，联合评级认为，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，能够通过持续经营取得优于同行业的盈利水平，总体看，公司对本次债券的偿还能力较强。

九、债权保障条款

1. 担保条款

本次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。

在本次债券到期之前，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本次公司债券的到期还本付息具有积极作用。

十、综合评价

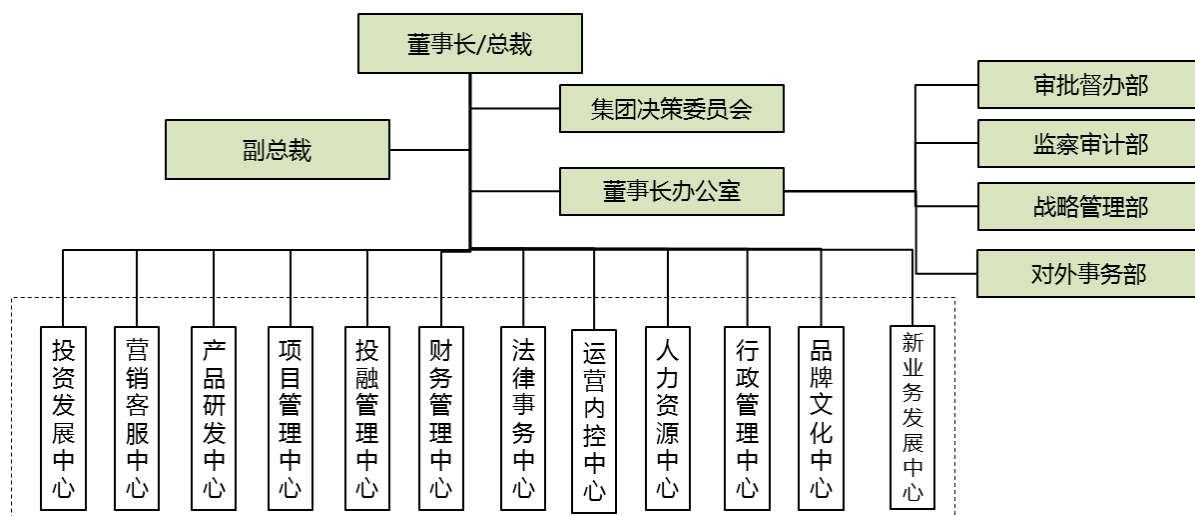
苏州工业园区华成房地产开发有限公司作为国内一家中型房地产开发企业，盈利能力较强；近三年，公司业务主要集中在温州及周边地区，在房地产行业景气度下滑和区域房地产价格持续下降的背景下，公司营业收入持续稳健增长，体现了较强的抗风险能力。公司坚持高周转、轻资产的经营模式。同时，联合评级也关注到房地产行业不景气、公司盈利能力下降、债务规模快速增长及公司预收账款规模下降等因素对公司信用水平产生的不利影响。

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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次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，对本次债券的信用状况有一定的积极作用。

基于对本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险低。

附件 1 苏州工业园区华成房地产开发有限公司组织结构图



附件 2 苏州工业园区华成房地产开发有限公司

主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	125.53	181.00	181.85
所有者权益(亿元)	21.40	33.59	45.22
短期债务(亿元)	1.36	16.60	14.22
长期债务(亿元)	25.77	27.17	27.16
全部债务(亿元)	27.13	43.77	41.38
营业收入(亿元)	56.90	76.80	91.12
净利润(亿元)	7.47	9.71	8.05
EBITDA(亿元)	10.35	14.07	10.83
经营性净现金流(亿元)	4.00	-3.30	15.47
应收账款周转次数(次)	42.26	15.88	13.81
存货周转次数(次)	0.45	0.51	0.62
总资产周转次数(次)	0.48	0.50	0.50
现金收入比率(%)	68.30	78.42	86.42
总资本收益率(%)	19.53	16.75	10.03
总资产报酬率(%)	8.54	9.03	5.80
净资产收益率(%)	47.24	35.30	20.42
营业利润率(%)	22.84	21.50	12.02
费用收入比(%)	5.20	5.29	4.01
资产负债率(%)	82.95	81.44	75.13
全部债务资本化比率(%)	55.90	56.58	47.78
长期债务资本化比率(%)	54.63	44.72	37.52
EBITDA 利息倍数(倍)	4.58	3.13	2.11
EBITDA 全部债务比(倍)	0.38	0.32	0.26
流动比率(倍)	1.47	1.43	1.54
速动比率(倍)	0.27	0.35	0.48
现金短期债务比(倍)	10.13	1.00	1.79
经营现金流动负债比率(%)	5.22	-2.83	14.42
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.77	1.04	0.80

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
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 + 应付短期债券 + 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。

联合信用评级有限公司关于 苏州工业园区华成房地产开发有限公司 2016 年 面向合格投资者公开发行人公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年苏州工业园区华成房地产开发有限公司审计报告出具后 2 个月内对苏州工业园区华成房地产开发有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行人公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

苏州工业园区华成房地产开发有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。苏州工业园区华成房地产开发有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注苏州工业园区华成房地产开发有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现苏州工业园区华成房地产开发有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如苏州工业园区华成房地产开发有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至苏州工业园区华成房地产开发有限公司提供相关资料。

联合评级对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送苏州工业园区华成房地产开发有限公司、监管部门等。

