跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]480 号

鑫苑（中国）置业有限公司：

联合信用评级有限公司通过对鑫苑（中国）置业有限公司主体长期信用状况和公开发行的“15 鑫苑 01”、“16 鑫苑 01”和“16 鑫苑 02”公司债券进行跟踪评级，确定：

鑫苑（中国）置业有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

鑫苑（中国）置业有限公司发行的“15 鑫苑 01”、“16 鑫苑 01”和“16 鑫苑 02”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：

二零一八年五月十五日

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

鑫苑（中国）置业有限公司
公开发行公司债券 2018 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	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 鑫苑 01	10 亿元	3+2	AA	AA	2017 年 5 月 10 日
16 鑫苑 01	7 亿元	3+2	AA	AA	2017 年 5 月 10 日
16 鑫苑 02	5 亿元		AA	AA	2017 年 5 月 10 日

跟踪评级时间：2018 年 5 月 15 日

主要财务数据：

项　目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	314.27	508.09
所有者权益（亿元）	71.74	80.87
长期债务（亿元）	71.95	127.46
全部债务（亿元）	99.26	138.35
营业收入（亿元）	117.42	160.88
净利润（亿元）	5.85	5.93
EBITDA（亿元）	14.12	14.24
经营性净现金流（亿元）	-12.21	37.48
营业利润率（%）	17.66	18.37
净资产收益率（%）	8.56	7.77
资产负债率（%）	77.17	84.08
全部债务资本化比率（%）	58.05	66.55
流动比率（倍）	1.85	1.67
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	1.44	1.07
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.64	0.65

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、公司其他非流动负债中的计息债务、长期应付款已计入长期债务。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

2017 年，鑫苑（中国）置业有限公司（以下简称“公司”或“鑫苑中国”）加大拿地力度，土地储备规模增加，所获取土地大多位于活跃二线城市；房地产开发业务签约销售面积和签约销售金额增长较快，为以后销售收入增长与利润实现提供一定的支撑。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司土地储备获取成本上升、在建拟建项目规模较大未来有一定资金支出压力、有息债务增长较快且债务压力大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司房产销售的推进，公司经营规模和盈利水平有望得到提升，经营状况将保持良好。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 鑫苑 01”、“16 鑫苑 01”和“16 鑫苑 02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．2017 年，公司土地储备有所增加，且所处地区以经济活跃的二线城市为主，土地储备质量较高。

2．公司销售状况良好，签约销售面积与金额均有所提升。

3．公司在建面积规模相对较大，且主要位于二线城市区域中心地段，对公司未来销售和回款具有一定支撑作用。

4．2017 年公司经营性净现金流由负转正。

关注

1．近期，房地产行业政策变化较大，部分地区启动新一轮限购或限贷政策。公司作为跨区域发展的房地产开发企业，受房地产行业调

整的影响需持续关注。

2．公司在建、拟建项目规模较大，伴随公司持续开发项目，公司对外投资规模增加，公司仍面临一定的资金支出压力，有一定的融资需求。

3．公司其他应收款规模较大，对公司营运资金形成一定的占用；公司债务规模较大，负债水平较高；长期债务面临一定到期偿付压力；利润的增长较为依赖公允价值变动收益；公司盈利水平一般。

4．公司存在对外担保等或有事项，存在一定或有负债风险。

分析师

刘　薇
电话：010-85172818
邮箱：liuw@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：

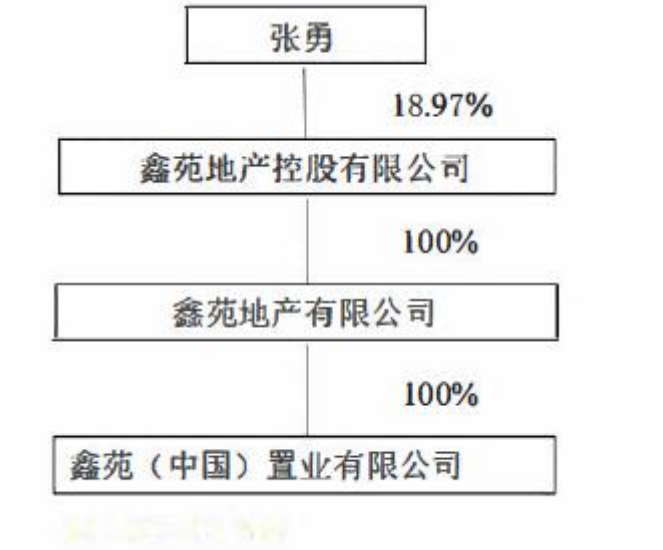
联合信用评级有限公司

一、主体概况

鑫苑（中国）置业有限公司（以下简称“鑫苑中国”或“公司”）前身为鑫苑地产（中国）咨询管理有限公司，是经河南省郑州开发区管委会批准（郑经政复[2006]24 号），由河南省政府核发《外商投资企业批准证书》（商外资豫府郑经字[2006]0010 号）的外商独资企业，初始注册资本 500 万美元。

2006 年 8 月，公司根据河南省工商局核发的《企业名称预先核准通知书》，申请变更企业名称为鑫苑地产（河南）发展有限公司，并依法办理工商变更登记。2006 年 11 月，公司根据国家工商总局核发的《外商投资企业名称变更核准通知书》，申请变更企业名称为鑫苑（中国）置业有限公司（现用名），并依法办理工商变更登记。经过多次增资以及吸收合并，截至 2017 年底，公司注册资本为 30,700 万美元。公司控股股东仍为鑫苑地产有限公司（以下简称“鑫苑地产”），实际控制人仍为张勇，如下图所示。

图1　截至2017年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018 年 4 月 25 日，公司经营范围变更为房地产开发与经营；企业管理咨询；企业营销策划。（涉及许可证经营项目，应取得相关部门许可后方可经营）。公司已经完成营业范围变更的登记手续，并取得了郑州市工商行政管理局经济技术开发区分局换发的统一社会信用代码为 91410100786228620F 的《营业执照》；公司章程已根据经营范围的变化完成修订。变更后公司主营业务仍为房地产开发与销售，未发生实质性变化。

2017 年，公司重新调整组织结构，截至 2017 年底，公司设立了资本运营中心、战略投资中心、运营管理中心、人力资源中心、信息管理中心、风险控制中心、董事会办公室（见附件 1）；截至 2017 年底，公司纳入合并报表范围 212 家子公司，其中较上年底新增合并子公司 30 家公司；本部在职员工 187 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 508.09 亿元，负债合计 427.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）80.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 77.36 亿元。2017 年，公司实现营业收入 93.58 亿元，净利润（含少数股东损益）5.93 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 6.77 亿元；经营活动产生的现金流量净额 37.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 48.99 亿

元。

公司注册地址：郑州经济技术开发区第二大街西、经南一路南兴华科技产业园 2 号楼 9 层 909 号；法定代表人：张勇。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2015]2947 号文核准批复，公司可发行金额不超过 22 亿元的债券。公司分别于 2015 年 12 月 28 日、2016 年 1 月 27 日和 2016 年 3 月 14 日，分三期公开发行公司债券，共募集资金 22 亿元。其中，第一期 10 亿元，发行利率 7.50%，期限为 3+2 年；第二期 7 亿元，发行利率 7.47%，期限为 3+2 年；第三期 5 亿元，发行利率 7.09%，期限为 3+2 年。第一期、第二期和第三期公司债券分别于 2016 年 1 月 20 日、2016 年 2 月 25 日和 2016 年 3 月 25 日上市（第一期债券简称：15 鑫苑 01，上市代码：136126.SH；第二期债券简称：16 鑫苑 01，上市代码：136197.SH；第三期债券简称：16 鑫苑 02，上市代码：136266.SH）。

公司债券募集资金用于补充流动资金和调整债务结构，截至 2016 年 4 月底，募集资金 22 亿元已全部按计划使用完毕，其中 12 亿元用于优化债务结构，10 亿元补充流动资金。

付息情况：公司已于 2017 年 12 月 28 日支付了“15 鑫苑 01”自 2016 年 12 月 28 日至 2017 年 12 月 27 日期间的利息；公司已于 2018 年 1 月 27 日支付了“16 鑫苑 01”自 2017 年 1 月 27 日至 2018 年 1 月 26 日期间的利息；公司已于 2018 年 3 月 14 日支付了“16 鑫苑 02”自 2017 年 3 月 14 日至 2018 年 3 月 13 日期间的利息。

三、行业分析

1．行业概况

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点；其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 3.18%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 2.57%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.54%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.00%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一、二、三线城市的土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

资金来源方面，2017 年，全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比

增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

市场供需方面，2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%。其中，住宅销售面积同比增长 5.30%，办公楼销售面积同比增长 24.30%，商业营业用房销售面积同比增长 18.70%；住宅销售额同比增长 11.30%，办公楼销售额同比增长 17.50%，商业营业用房销售额同比增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减少 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

销售价格方面，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

竞争格局方面，2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

2．行业政策

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，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017年4月6日，住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在36个月以上的，应停止供地；36~18个月的，要减少供地；12~6个月的，要增加供地；6个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。2017年7月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租售法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部等9部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取12个城市先行试点。2017年8月3日，北京市城乡和住房建设委对《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发＜北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）＞的通知》面向社会各界公开征求意见，希望通过引入政府与购房人按份共有产权，有效调节产权比例，对引导新的住房消费理念有重要影响。

2017年10月18日，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、

多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。2017年12月18日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。2018年3月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。

总体看，2017年，政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制。

3．行业关注

行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2017年9月底，Wind资讯的地产行业资产负债率为79.01%，较2016年底提高了2.24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，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

房地产调控政策不放松，但实行差异化调控

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。

中小房企面临被整合风险

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

4．行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

总体看，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。

四、管理分析

2017 年，公司重新调整组织结构，截至 2017 年底，公司设立了资本运营中心、战略投资中心、运营管理中心、人力资源中心、信息管理中心、风险控制中心、董事会办公室（见附件

1）。2017 年，公司董事、监事和高级管理人员无变动，高管团队整体稳定，相关管理制度延续以往模式。

五、经营分析

1．经营概况

2017 年，公司主营业务项目运作模式未发生改变。2017 年，公司营业收入合计 93.58 亿元，较上年下降 20.30%，主要系达到收入结转条件的项目规模下降所致；公司实现营业利润和利润总额分别为 8.32 亿元和 8.42 亿元，分别较上年下降 20.26%和 20.72%。

从公司营业收入的构成来看，房地产开发业务仍是公司主要收入来源，2017 年，房地产开发销售收入 89.18 亿元，较上年下降 21.74%，主要系结转面积大幅下降所致；公司房地产销售收入占公司主营业务收入的比例为 95.29%，较上年略有下降。公司物业管理业务和物业租赁业务收入规模较小，合计占营业收入的 4.56%，占比较 2016 年有所上升；其中 2017 年物业管理收入 3.66 亿元，较上年增长 45.87%，主要系公司物业管理面积增加所致；2017 年，公司物业租赁收入和佣金收入规模仍较小，对公司收入与利润影响不大。

毛利率方面，2017 年，公司房地产开发业务毛利率为 23.18%，较上年有所下降，主要系不同项目结转影响所致；2017 年，公司物业管理毛利率 26.25%，较上年稍有上升。2017 年，公司租赁收入毛利率和佣金收入毛利率均较上年下降。综上，2017 年，公司整体毛利率有所下降。

表1　2016~2017年公司营业收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
销售收入	1,139,454.82	97.04	23.45	891,792.88	95.29	23.18
物业收入	25,101.41	2.14	22.02	36,614.83	3.91	26.25
租赁收入	8,090.86	0.69	80.63	6,114.95	0.65	47.49
佣金收入	1,511.21	0.13	59.85	1,304.50	0.14	47.44
合计	**1,174,158.30**	**100.00**	**23.86**	**935,827.16**	**100.00**	**23.50**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司营业收入仍主要来源于房地产开发业务销售，收入较上年有所下降，毛利率由于结转项目不同而有所下降。

2．土地储备

在土地储备策略方面，随着经营规模不断扩大，2017 年公司拿地规模较上年明显上升。2017 年，公司通过兼并收购等方式，土地购置面积为 155.67 万平方米，较上年增长 395.76%，对应规划建筑面积为 497.88 万平方米，较上年增长 375.08%。2017 年，公司购地支出 182.27 亿元，较上年大幅增长 440.09%；土地均价为 3,660.88 元/平方米，较上年上涨 14.53%，主要系二线城市土地价格普遍上涨所致。公司 2017 年新增土地储备主要位于二线城市，区域分布较好。

表2　2016~2017年公司土地获取情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

时间	土地购置面积	对应建筑面积（规划面积）	用途	购地支出	楼面均价	期末土地储备（未开发）
2016 年	31.40	104.80	住宅、商业	33.50	3,196.56	43.66

2017 年	155.67	497.88	住宅、商业	182.27	3,660.88	94.60

资料来源：公司提供
注：楼面均价=购地支出/对应建筑面积

在土地储备区域方面，2017 年公司主要关注优质二线城市的土地采购机会，筛选市场容量大、存量压力小的部分二线区域中心城市增加土地储备，包括郑州、苏州和成都等城市，并重点在这些城市资源集中、物业保值升值潜力大的核心地段增加优质项目的土地储备。

截至 2018 年 3 月底，公司土地储备占地面积合计 98.84 万平方米，对应规划建筑面积 415.54 万平方米，公司土地储备主要位于二线城市，区域分布较好，具体情况详见下表。

表3　截至2018年3月底公司土地储备区域分布情况（单位：万平方米、亿元）

	项目名称	拿地时间	面积				地价			土地性质
			拿地面积	已开发土地面积	储备面积	对应规划建筑面积	拿地价	已开发土地对应地价	储备面积对应地价	
北京	北京梨园项目	2016/5/9	4.24	--	4.24	11.56	11.24	--	11.24	住宅
郑州	郑州名城三期	2017/12/21	2.76	--	2.76	11.77	6.22	--	6.22	住宅
郑州	黑朱庄项目一期	2017/5/20	4.52	--	4.52	45.58	23.80	--	23.80	住宅
郑州	中牟项目	2017/12/28	13.67	--	13.67	48.00	7.70	--	7.70	住宅
郑州	德润项目	2017/12/28	37.13	--	37.13	103.00	6.20	--	6.20	住宅
昆山	中宇大厦项目	2017/5/30	2.93	--	2.93	16.33	8.96	--	8.96	商业
太仓	银河湾花园项目	2017/8/31	2.38	--	2.38	7.51	3.95	--	3.95	住宅
苏州	吴江丽湾域项目	2017/12/7	1.67	--	1.67	8.56	6.40	--	6.40	住宅
西安	鑫苑曲江世家一期	2017/4/11	8.07	--	8.07	31.17	6.80	--	6.80	商住
成都	五彩城项目	2017/12/29	20.07	--	20.07	118.88	34.00	--	34.00	住宅
珠海	珠海王子酒店项目	2018/1/3	1.41	--	1.41	13.18	6.60	--	6.60	商业
合计			**98.84**	**--**	**98.84**	**415.54**	**121.87**	**--**	**121.87**	--

资料来源：公司提供

总体看，公司 2017 年以来土地获取规模有所增加，且以二线城市为主，公司拿地成本有所增长。从每年新开工规模来看，公司土地储备规模能够满足 2~3 年开发需求。

3．项目开发

从房地产开发建设情况看，2017 年，公司新开工国际鑫城三期、芙蓉鑫家、世家公馆三期等项目，新开工建筑面积 181.07 万平方米，较上年有所上升；2017 年，公司竣工面积 128.14 万平方米，较上年有所下降，主要竣工项目为西安大都会、郑州名城一期、成都鑫都汇、三亚崖州湾等项目。与此同时，公司期末在建面积有所上升，截至 2017 年底，公司期末在建项目 25 个，期末在建面积 358.02 万平方米，较上年有所上升。

表4　2016~2017年公司项目开发情况

项目	2016 年	2017 年
当期新开工面积（万平方米）	143.26	181.07
当期竣工面积（万平方米）	163.37	128.14
期末在建项目数量（个）	24	25

期末在建面积（万平方米）	266.42	358.02

资料来源：公司提供
注：表内个别数据不存在勾稽关系，主要系2017年末包含收购的项目，

截至2017年底，公司在建/拟建项目主要分布在郑州、济南、苏州、天津、青岛、长沙等活跃二线城市。公司在建/拟建项目预计总投入365.31亿元，已完成投入217.09亿元，尚需投资148.22亿元，2018年公司计划投资60.75亿元，资金来源为自有资金加外部融资，以目前销售回款来看，公司资金支出压力一般。若公司未来继续按照2017年度对外投资速度进行扩张，公司将面临一定的资金支出压力，有一定的融资需求。

表5　截至2017年底公司在建/拟建项目投资情况（单位：平方米、亿元、%）

城市公司	项目名称	总建筑面积		预计总投入	已完成投入	销售面积占比	开工时间	预计竣工时间
		地上	地下					
郑州	郑州名城一期	166,956.00	59,455.00	10.85	9.63	88.79	2015-09-15	2018-03-31
郑州	郑州名城二期（南地块）	82,272.00	28,888.00	6.23	4.92	88.31	2016-06-24	2018-10-20
郑州	郑州名城二期（北地块）	120,504.29	54,085.00	10.12	3.14	33.46	2017-05-25	2019-09-25
郑州	鑫家二期西苑	111,071.18	42,334.30	7.33	5.04	83.15	2016-09-01	2018-12-31
郑州	十里铺开发区（一期）	361,999.83	117,267.41	34.89	13.96	90.00	2016-06-13	2019-06-30
郑州	十里铺安置区（一期）	325,792.00	104,771.00	17.92	3.31	--	2016-06-30	2018-12-31
郑州	十里铺开发区（二期）	174,444.00	48,068.00	20.71	6.27	79.09	2017-04-26	2019-12-30
郑州	十里铺安置区（二期）	739,700.00	249,400.00	--	17.45	-	2017-09-01	2018-01-05
郑州	十里铺开发区（三期）	222,075.00	71,444.00	26.43	10.04	46.75	2017-07-10	2020-12-30
郑州	十里铺开发区（A-11-03）	46,861.15	27,262.09	--	1.29	--	2017-09-19	2020-12-30
荥阳	荥阳名家一期	118,535.00	34,944.00	5.44	4.64	71.63	2013-11-01	2018-03-31
荥阳	荥阳名家二期	153,537.00	45,679.00	7.85	5.94	59.42	2014-09-01	2018-12-30
荥阳	荥阳名家三期	121,580.00	33,089.00	5.50	2.85	66.86	2017-03-01	2019-08-30
昆山	鑫都汇鑫都汇	96,404.60	26,113.35	10.35	9.63	83.05	2016-07-10	2018-12-30
济南	济南世家公馆	420,463.00	136,837.00	40.18	26.35	89.44	2014/6/30	2019/12/31
济南	济南鑫中心	193,835.00	67,451.16	21.91	15.57	65.28	2014/8/31	2018/6/30
青岛	青岛惠普项目一期	383,546.01	213,127.29	41.85	14.91	--	2017-09-14	2022-12-31
徐州	徐州景城一期	124,279.00	49,058.00	8.72	7.79	94.14	2013-09-16	2019-05-30
广州	环球电商城项目一期	56,950.10	16,193.00	16.00	9.60	-	2017-02-12	2019-12-10
天津	天津武清一期	139,392.88	33,300.31	12.08	7.45	79.53	2015-02-25	2019-10-30
天津	天津武清二期	143,639.43	36,512.20	11.38	2.83	-	2017-03-31	2021-04-30
西安	西安项目二期	137,846.38	53,150.86	11.60	11.10	61.72	2015-07-31	2018-01-31
长沙	长沙梅溪湖一期	265,836.55	52,749.64	22.61	17.72	90.47	2014/8/27	2018/6/30
长沙	木莲世家木莲世家	92,659.29	32,509.18	9.20	4.00	59.11	2017/5/19	2019/4/15
长沙	长沙人民东路项目一期	73,882.00	13,598.00	6.16	1.65	--	2017/7/18	2020/3/31
合计		**4,874,061.69**	**1,647,286.79**	**365.31**	**217.09**	--	--	--

资料来源：公司提供
注：销售面积占比=累计销售面积/可售面积。

总体看，公司在建项目较多，在建面积较大，大部分项目地处二线城市，能够保证公司未来销售的需要，资金支出压力一般；若公司未来继续按照2017年度对外投资速度进行扩张，公司将面临一定的资金支出压力，有一定的融资需求。

4．房产销售

从 2017 年销售情况看，公司签约销售面积、签约销售额、销售均价均有所增长，主要系 2017 年房地产行业景气度有所回升所致。结转收入有所下降，主要系项目未达竣工交付所致。

表6　2016~2017年公司项目销售情况

项目	2016 年	2017 年
签约销售面积（万平方米）	126.87	130.30
签约销售金额（亿元）	121.38	152.88
销售均价（元/平方米）	9,582.38	11,132.32
结转收入面积（万平方米）	123.89	121.49
销售回款（亿元）	118.11	138.59

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司在售项目共有 18 个，主要位于郑州、济南、长沙等二线城市。截至 2017 年底，公司总可售面积 292.25 万平方米，已取得预售证 272.21 万平方米，此外，公司土储中未取得预售证面积合计 356.38 万平方米，规模较大，主要位于二线城市，去化情况良好。截至 2017 年底公司房地产在售项目情况如下表所示。

表 7 截至 2017 年底公司房地产在售项目情况（单位：万平方米、元/平方米）

序号	项目名称	开盘时间	总可售面积	已取得预售证面积	已售面积	去化率	销售单价
1	郑州名城一期	2015/09/15	17.84	17.84	15.84	88.79	8,600.00
2	郑州名城二期（南地块）	2016/06/24	9.00	9.00	7.95	88.31	11,000.00
3	郑州名城二期（北地块）	2017/05/25	11.85	8.85	3.96	33.46	9,500.00
4	鑫家二期西苑	2016/09/01	10.88	10.88	9.05	83.15	10,300.00
5	十里铺开发区（一期）	2016/06/13	31.15	31.15	28.16	90.39	10,900.00
6	十里铺开发区（二期）	2017/04/26	18.42	18.42	14.57	79.09	13,700.00
7	十里铺开发区（三期）	2017/07/10	21.38	15.38	9.99	46.75	14,100.00
8	荥阳名家一期	2013/11/01	9.04	9.04	8.96	99.11	5,400.00
9	荥阳名家二期	2014/09/01	8.76	8.76	8.15	93.04	6,000.00
10	荥阳名家三期	2017/03/01	12.35	12.35	8.26	66.86	7,200.00
11	鑫都汇	2016/07/10	8.92	8.92	7.41	83.05	20,300.00
12	济南世家公馆	2014/6/30	41.64	41.64	37.24	89.44	7,700.00
13	济南鑫中心	2014/8/31	18.98	18.98	16.56	87.25	9,900.00
14	徐州景城一期	2013/09/16	13.02	13.02	12.25	94.14	9,400.00
15	天津武清一期	2015/02/25	16.32	16.32	12.98	79.53	8,300.00
16	西安项目二期	2015/07/31	7.03	7.03	4.34	61.72	8,800.00
17	长沙梅溪湖一期	2014/8/27	26.42	26.42	23.90	90.47	7,300.00
18	木莲世家	2017/5/19	9.25	7.25	5.47	59.11	11,900.00
合计			**292.25**	**272.21**	**235.04**	--	--

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司销售情况良好，考虑到公司期末在建面积规模较大，预计未来销售量及回款将继续保持增长态势，但公司部分项目存在一定的去化压力。

5．经营关注

土地储备规模增长，获取成本增加

公司 2017 年以来土地获取力度加大，购地支出大幅增长，土地储备主要位于活跃二线城市，公司拿地成本有所增长。

在建拟建项目较多，对外投资规模增加，公司仍面临一定的资金支出压力

公司在建拟建项目较多，伴随公司持续开发项目，公司对外投资规模增加，公司仍面临一定的资金支出压力，有一定的融资需求。

6．未来发展

公司以精品刚需和改善住宅开发为主营业务，在国内坚持“做大做强”的发展理念，立足于主要二线城市，以深耕区域中心城市为市场拓展策略，通过区域聚焦稳步提升市场份额和土地储备。在主营业务不断壮大的基础上，公司积极探索地产相关多元化业务，以期与主营业务互为补充，通过创新产品模式的孵化和研发，形成新的业务增长点。

物业管理服务方面，公司运用互联网思维对社区服务体系进行全面的升级和改造，通过线下体验中心和线上 APP 的互动结合，为客户带来全新的智慧社区生活体验。未来，公司的物业管理服务将在全国范围内逐步扩大市场份额和品牌影响力，为公司轻资产运营和管理输出业务的发展成熟打下基础。

总体看，公司未来仍以房地产开发为主业，加强物业管理服务，同时逐渐涉足其他领域，进行多元化发展，未来发展前景良好。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2017 年度合并财务报表已经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。2017 年，公司新增合并子公司 30 家，主要涉及房地产开发经营、投资管理与咨询，收入绝大部分仍来自房地产开发与销售，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 508.09 亿元，负债合计 427.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）80.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 77.36 亿元。2017 年，公司实现营业收入 93.58 亿元，净利润（含少数股东损益）5.93 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 6.77 亿元；经营活动产生的现金流量净额 37.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 48.99 亿元。

2．资产质量

截至 2017 年底，公司合并资产总额 508.09 亿元，较年初增长 61.68%，主要系流动资产增长 183.32 亿元所致，资产构成以流动资产为主，占 93.99%，变化不大。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 477.53 亿元，较年初增长 62.31%，主要系存货和货币资金增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 23.07%）、其他应收款（占 10.61%）和存货（占 62.80%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金较年初增长 111.27%，主要系公司母公司资金划拨、销售回

款、新增长期借款及发行公司债券所致。其中，银行存款占比 91.82%。公司货币资金中使用受限的货币资金为 9.02 亿元，占比较小，主要为公司贷款保证金。

截至 2017 年底，公司其他应收款较年初下降 7.21%，主要系公司前期拿地保证金收回。公司其他应收款主要按照组合计提坏账准备（占比 100.00%），其中关联方及政府组合占比 54.24%，账龄组合占比 15.00%，备用金、押金及保证金组合占比 30.68%。截至 2017 年底，公司其他应收款已计提坏账准备 0.42 亿元，计提比例为 0.83%。其他应收账款中欠款金额前五名分别为鑫苑国际地产投资有限公司、郑州市国土资源局、河南沃森置业有限公司、广州黄龙信息科技有限公司、河南德润置业有限公司，款项性质为往来款、保证金，合计占比 66.14%，集中度较高。从账龄来看，一年以内占比 55.98%，1~2 年占比 13.98%，3~4 年占比 24.22%。其他应收款额度较大，1 年以上占比较高，对公司营运资金形成一定的占用。

截至2017年底，公司存货较年初增长70.82%，主要系2017年开发成本和项目建设投入增长较快所致。公司存货中，房地产开发成本占比78.57%，开发产品占比21.34%，公司计提存货跌价准备23.60万元。存货规模增长较快，部分项目可能存在一定的去化压力。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 30.56 亿元，较年初增长 52.41%，主要系投资性房地产增长所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占 72.43%）和固定资产（占 10.64%）构成。

公司投资性房地产采用公允价值计量，截至 2017 年底，公司投资性房地产 22.13 亿元，较年初增长 51.78%，主要系存货转入增加 4.27 亿元、公允价值变动增加 3.28 亿元所致。截至 2017 年底，评估增值导致投资性房地产增值 3.28 亿元，增值率 22.48%，公司投资性房地产主要位于西安区域以及河南区域，增值率一般。

截至 2017 年底，公司固定资产 3.26 亿元，较年初降低 3.52%，变化不大，主要系公司处置部分固定资产所致。公司固定资产主要由房屋建筑物、运输工具和机器设备构成，固定资产累计折旧 2.33 亿元，固定资产成新率不到 60%，成新率一般。

截至 2017 年底，公司受限资产规模 113.24 亿元，占比 22.29%，比例较高，主要为存货、投资性房地产。公司受限资产均为项目融资需求。

总体看，2017 年公司资产规模大幅上升，仍以流动资产为主；流动资产中存货占比较高，部分项目可能存在一定的去化压力；其他应收款金额较大，对公司营运资金形成一定的占用。公司受限资产规模较大，公司整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计为 427.22 亿元，较年初增长 76.15%，主要系流动负债的增长所致，流动负债和非流动负债占比较上年变化不大，仍以流动负债为主（占 66.99%）。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 286.17 亿元，较年初增长 79.96%，主要系应付账款、预收账款和其他应付款增长所致，流动负债主要由应付账款（占 21.21%）、预收款项（占 45.91%）和其他应付款（占 22.91%）构成。

截至 2017 年底，公司应付账款较年初增长 62.83%，主要系公司开发规模增大，应付工程款规模增大所致。

截至 2017 年底，公司预收款项较年初增长 42.31%，主要系房产销售规模扩大所致，预收房

屋销售款增长，未来无实际偿付压力。

截至 2017 年底，公司其他应付款较年初增长 402.49%，主要系公司合作开发项目增加所致；其中一年以内其他应付款占 93.59%。其他应付款中，关联往来款项占比 42.08%，比例较高。其中应付鑫苑（地产）控股有限公司 21.45 亿元，占其他应付款比重为 32.72%，性质为海外母公司对公司的资金划拨。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 141.05 亿元，较年初增加 68.91%，主要系长期借款、应付债券和其他非流动负债增加所致。截至 2017 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比 54.09%）和应付债券（占 35.51%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 76.29 亿元，较年初增长 78.60%，主要系新增抵押借款所致。其中，到期日在 1~2 年的占 64.12%，2~3 年的占 22.22%，3 年以上的占 13.66%，2018~2019 年公司将面临一定集中偿付压力。公司长期借款均为由于项目建设需要形成的抵押和保证借款。

截至 2017 年底，公司应付债券余额 50.09 亿元，较年初增长 31.68%，主要系公司新增 11.30 亿元的公司债券所致。截至 2017 年底，公司应付债券 48.30 亿元。若投资者行使回售权，公司应付债券于 2018 年到期 36.30 亿元（占 75.16%），2019 年到期 12.00 亿元（占 24.84%）。截至 2018 年 4 月底，16 鑫业 01、17 鑫业 01 均实现零回售，但公司仍会面临长期债务到期集中偿付压力。截至 2017 年底公司存续债券情况如下表所示。

表8　截至2017年底公司存续债券情况（单位：亿元、%、年）

债券代码	发行日期	发行规模	票面利率	期限	到期时间
15 鑫苑 01	2015/12/28	10.00	7.50	3+2	2020/12/28
16 鑫苑 01	2016/1/27	7.00	7.47	3+2	2021/1/27
16 鑫苑 02	2016/3/14	5.00	7.09	3+2	2021/3/14
16 鑫业 01	2016/8/15	15.00	7.50	1+1+1	2019/8/15
17 鑫业 01	2017/4/7	11.30	8.20	1+1+1	2020/4/7
合计	--	**48.30**	--	--	--

资料来源：Wind 资讯
注：截至 2018 年 4 月，16 鑫业 01、17 鑫业 01 均实现零回售。

截至 2017 年底，公司债务规模为 160.88 亿元，较年初增长 62.09%，其中长期债务增加至 138.35 亿元，短期债务减少至 22.54 亿元，短期债务占 27.51%，长期债务占 72.49%，公司债务结构仍以长期债务为主，债务结构较为合理。

截至 2017 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 84.08%、66.55%和 63.11%，公司资产负债率较上年增长 6.91 个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较年初分别增加 8.50 个和 13.03 个百分点，主要系公司发行公司债券所致。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，但流动负债占比有所上升；债务规模增长较快，主要系公司发行债券所致，债务结构以长期债务为主，债务负担较重，2018~2019 年公司将面临一定集中偿付压力。

所有者权益

随着利润的累积，截至 2017 年底，公司所有者权益合计 80.87 亿元，较年初增长 12.74%，主要系未分配利润增长所致。其中归属于母公司所有者权益占比 95.66%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 27.90%，未分配利润占 59.96%。未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

总体看，2017 年公司所有者权益持续增长，主要系未分配利润的增长所致；所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性有待提高。

4．盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 93.58 亿元，较上年下降 20.30%，主要系 2017 年达到收入结转条件的项目规模下降所致；公司实现营业利润和利润总额分别较上年下降 20.26%和 20.72%；实现净利润（含少数股东损益）5.93 亿元，较上年增长 1.44%，变动不大；其中归属于母公司的净利润为 6.77 亿元，较上年增长 20.07%。

期间费用方面，2017 年公司期间费用合计为 12.11 亿元，较上年增长 26.98%，主要系销售费用增长所致。期间费用主要由销售费用（占比 36.21%）和管理费用（占比 58.71%）构成。

2017 年，公司实现公允价值变动收益 2.63 亿元，较上年增长 68.25%，主要为投资性房地产的公允价值变动；公司公允价值变动收益占当年营业利润的比例为 31.58%，投资收益占当年营业利润比重不足 5%。公允价值变动损益对营业利润有一定的影响。

2017 年，公司营业外收入对利润总额的影响较小。

2017 年，由于债务规模扩大带来的利息支出增加，公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 5.14%、3.18%和 7.77%，分别较上年有所下降，公司盈利能力一般。

总体看，2017 年公司营业收入有所下降，净利润维持一定水平，公允价值变动损益对营业利润有一定的影响；公司整体盈利能力有所下降。

5．现金流

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入 274.13 亿元，较上年增长 40.93%，主要系预售项目增加，获得签约销售金额增加，以及海外母公司通过资金池划转资金、收回拍地保证金从而收到其他与经营活动有关的现金增加所致。2017 年，公司经营活动现金流出 236.64 亿元，较上年增长 14.47%，主要系公司购买土地、在建项目较多，经营支出增加以及拍地保证金支出增加，使支付其他与经营活动有关的现金增加所致。受上述因素影响，2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 37.48 亿元，由负转正。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入与流出规模均有所增长。2017 年，公司投资活动现金流入 10.62 亿元，较上年增长 3.74 倍，主要系收回委托贷款规模增加所致。2017 年，公司投资活动现金流出 29.62 亿元，较上年增长 10.95 倍，主要系公司投资支付现金以及取得子公司及其他营业单位支付的现金增长所致。受上述因素影响，2017 年，公司投资活动现金流量净额为-19.00 亿元，较上年净流出增长 79.71 倍。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入 100.99 亿元，较上年增长 6.72%，主要系公司吸收投资所致。2017 年，公司筹资活动现金流出 70.48 亿元，较上年下降 7.29%，主要系公司偿还债务规模减少所致。受上述因素影响，2017 年，公司筹资活动现金流量净额为 30.51 亿元，较上年增长 63.92%。

总体看，2017年，公司经营现金流呈净流入状态；伴随公司持续开发项目，公司对外投资规模增加，公司仍面临一定的资金支出压力，有一定的融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.67 倍和 0.62 倍，较年初有所下降，主要系公司购地活动增加，支付政府单位保证金导致其他应付款增加所

致。2017 年，公司经营现金流动负债比率为 13.10%，由负转正，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护程度提高。截至 2017 年末公司现金短期债务比为 4.97 倍，现金类资产对短期债务保护程度较高。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 14.24 亿元，较上年增长 0.12 亿元，主要系计入财务费用的利息支出的增加 1.91 亿元所致。公司 EBITDA 主要由利润总额（占比 59.10%）和计入财务费用的利息支出（占比 32.79%）构成。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数为 1.07 倍，EBITDA 对利息的保障能力较低；2017 年公司 EBITDA 全部债务比为 0.09 倍，处于较低水平。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2017 年底，公司作为被告的未决诉讼包括解约劳动关系赔偿金合计 26.86 万；截至 2018 年 3 月底，公司作为收购纠纷的被告未决诉讼一笔，涉诉金额 9,500 万元，对方诉讼理由为“显失公平”，公司聘请律师回函表示对方要求不符合法律规定，违背客观事实，不会得到法院支持，目前案件尚在审理中。截至 2018 年 3 月底，公司向广州黄龙信息科技有限公司提供保证担保 6.90 亿元，目前被担保企业 2017 年净利润为亏损，广州黄龙信息科技有限公司为公司子公司的关联企业，公司间接持有该公司股份，但未达到合并报表要求。除此以外公司认为不存在应披露的未决诉讼、对外担保等或有事项。整体来看，公司存在一定或有负债风险。

截至 2017 年底，公司获得银行综合授信 347.12 亿元，其中未使用额度为 114.07 亿元。

根据代码为 G1041010500845630Q 的人民银行征信报告，截至 2018 年 4 月 16 日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司现金类资产规模较大，短期偿债能力尚可，长期偿债能力较弱，随着公司在售项目达到结转条件，公司收入与利润将有一定的提升，进而提高公司的偿债能力。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达112.10亿元，约为“15鑫苑01”、“16鑫苑01”、“16鑫苑02”本金合计（22亿元）的5.10倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较强；净资产达约为债券本金合计的3.68倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对上述债券的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA约为债券本金合计的0.65倍，公司EBITDA对债券本金的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入约为债券本金合计的12.46倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较强。

综合以上分析，并考虑到公司作为美股上市公司的大陆主要运营主体，在融资渠道、品牌声誉、土地储备等方面具有优势，联合评级认为，公司对“15鑫苑01”、“16鑫苑01”、“16鑫苑02”的偿还能力很强。

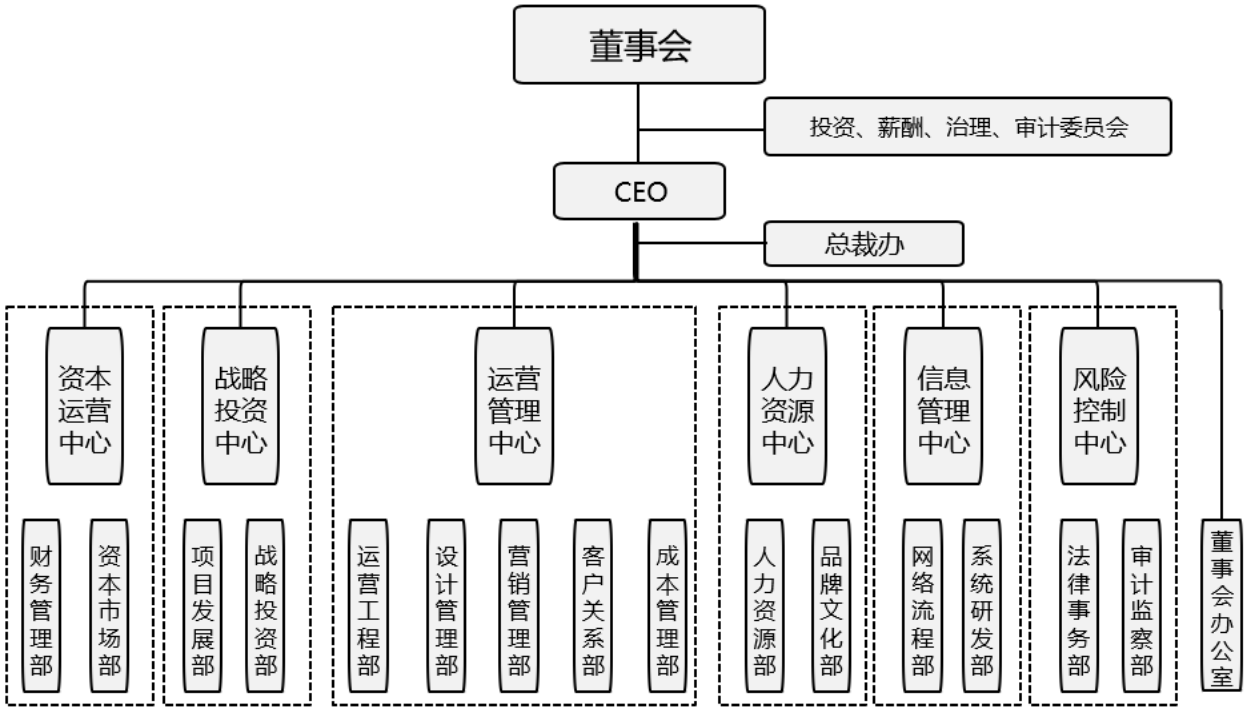
八、综合评价

2017 年，鑫苑（中国）置业有限公司加大拿地力度，土地储备规模增加，所获取土地大多位于活跃二线城市；房地产开发业务签约销售面积和签约销售金额增长较快，为以后销售收入增长与利润实现提供一定的支撑。同时，联合信用评级有限公司也关注到公司土地储备获取成本上升、在建拟建项目规模较大、对外投资规模增加、公司面临一定的资金支出压力、部分项目存在

一定去化压力、有息债务增长较快等因素给公司信用水平带来的不利影响。未来随着公司房产销售的推进，公司经营规模和盈利水平有望得到提升，经营状况将保持良好。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 鑫苑 01”、“16 鑫苑 01”和“16 鑫苑 02”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　鑫苑（中国）置业有限公司
组织结构图



附件 2　鑫苑（中国）置业有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	314.27	508.09
所有者权益（亿元）	71.74	80.87
短期债务（亿元）	27.31	22.54
长期债务（亿元）	71.95	138.35
全部债务（亿元）	99.26	160.88
营业收入（亿元）	117.42	93.58
净利润（亿元）	5.85	5.93
EBITDA（亿元）	14.12	14.24
经营性净现金流（亿元）	-12.21	37.48
应收账款周转次数（次）	115.31	77.89
存货周转次数（次）	0.49	0.30
总资产周转次数（次）	0.39	0.23
现金收入比率（%）	93.13	143.09
总资本收益率（%）	5.56	5.14
净资产收益率（%）	8.56	7.77
营业利润率（%）	17.66	18.37
费用收入比（%）	8.12	12.94
资产负债率（%）	77.17	84.08
全部债务资本化比率（%）	58.05	66.55
长期债务资本化比率（%）	50.07	63.11
EBITDA 利息倍数（倍）	1.44	1.07
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.09
流动比率（倍）	1.85	1.67
速动比率（倍）	0.75	0.62
现金短期债务比（倍）	1.99	4.97
经营现金流动负债比率（%）	-7.68	13.10
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.64	0.65

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 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+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

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。