跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1305 号

鑫苑（中国）置业有限公司：

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“15 鑫苑 01”、“16 鑫苑 01”、“16 鑫苑 02”和“19 鑫苑 01”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）置业有限公司公开发行的“15 鑫苑 01”、“16 鑫苑 01”、“16 鑫苑 02”和“19 鑫苑 01”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十八日

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 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	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	10.00 亿元	3+2 年	AA	AA	2018 年 5 月 15 日
16 鑫苑 01	6.90 亿元	3+2 年	AA	AA	2018 年 5 月 15 日
16 鑫苑 02	4.99 亿元	3+2 年	AA	AA	2018 年 5 月 15 日
19 鑫苑 01	9.80 亿元	5 年	AA	AA	2018 年 6 月 4 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 18 日

主要财务数据：

项　目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	314.27	508.09	570.35
所有者权益（亿元）	71.74	80.87	88.54
长期债务（亿元）	71.95	138.35	146.14
全部债务（亿元）	99.26	160.88	188.44
营业收入（亿元）	117.42	93.58	108.06
净利润（亿元）	5.85	5.93	6.11
EBITDA（亿元）	14.12	14.24	13.95
经营性净现金流（亿元）	-12.21	37.48	9.70
营业利润率（%）	17.66	18.37	25.19
净资产收益率（%）	8.56	7.77	7.22
资产负债率（%）	77.17	84.08	84.48
全部债务资本化比率（%）	58.05	66.55	68.03
流动比率（倍）	1.85	1.67	1.60
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.09	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	1.44	1.07	1.03
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.45	0.45	0.44

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2018 年，鑫苑（中国）置业有限公司（以下简称“公司”或“鑫苑中国”）继续在二线城市获取土地，土地储备分布区域较好，房地产开发业务签约销售金额增长较快，对未来收入确认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 2018 年公司拿地力度和土地储备规模有所下降、在建项目规模较大、经营性现金净流入和货币资金均大幅减少、整体债务负担加重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，若公司房产项目销售能顺利实现，随着在建项目的竣工交付，公司经营规模和盈利水平有望保持。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”，同时维持“15 鑫苑 01”、“16 鑫苑 01”、“16 鑫苑 02”和“19 鑫苑 01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．2018 年，公司土地储备和在建项目所处地区多以经济活跃的二线城市为主，项目质量较高。

2．公司多数项目销售情况较好，签约销售金额有所提升，预收房款逐年大幅增加。

3．公司债务以长期为主，短期债务较少，目前货币资金对短期债务的覆盖程度较高。

关注

1．目前，房地产行业政策变化较大，公司经营情况受房地产市场波动和政策影响较大；公司房地产项目分布比较集中，地域集中风险较高。

2．公司部分项目因前期分期开发和开盘

时间较晚，存在一定的去化压力；公司在建和拟建项目规模较大，伴随公司持续开发项目，项目和资金管理压力加大。

3．2018年，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，经营性现金净流入和货币资金均大幅减少。

4．公司整体债务负担加重，短期债务虽不高，但长期债务期限分布不均，面临集中到期偿付压力。

分析师

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@unitedratings.com.cn

王 彦

电话：010-85172818

邮箱：wangyan@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：宋营营、王彦

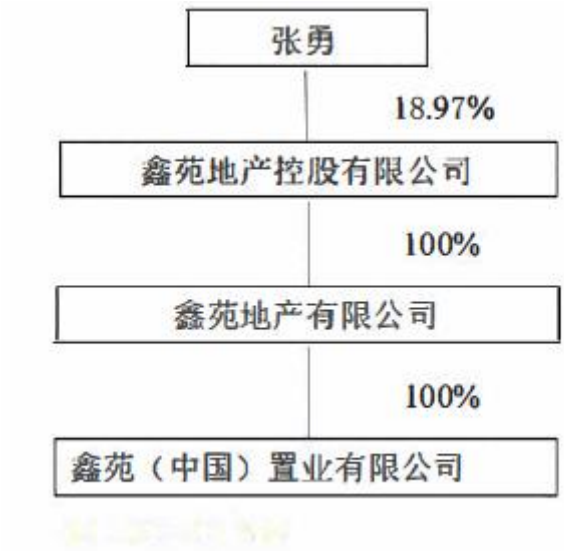
联合信用评级有限公司

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 11 月，公司更为现名。经过多次增资以及吸收合并，截至 2018 年底，公司注册资本为 30,700 万美元。公司直接控股股东为鑫苑地产有限公司（以下简称“鑫苑地产”），间接控股股东为鑫苑地产控股有限公司（以下简称“鑫源控股”）；公司实际控制人仍为张勇，如下图所示。

图1　截至2018年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018 年，公司经营范围及职能部门的设置未发生变化。截至 2018 年底，公司纳入合并报表范围 140 家子公司，公司本部在职员工 202 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 570.35 亿元，负债合计 481.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）88.54 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 81.87 亿元。2018 年，公司实现营业收入 108.06 亿元，净利润（含少数股东损益）6.11 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 4.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.70 亿元，现金及现金等价物净增加额-37.14 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

1．“15 鑫苑 01”

公司于 2015 年 12 月 28 日公开发行“鑫苑（中国）置业有限公司 2015 年公司债券（第一期）”，债券简称“15 鑫苑 01”，债券发行规模 10.00 亿元，发行利率 7.50%，期限为 5

（3+2）年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，上市代码：136126.SH。截至 2018 年底，“15 鑫苑 01”债券募集资金已使用完毕，债券募集资金用于补充公司流动资金和调整债务结构，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

付息情况：公司已于 2018 年 12 月 28 日支付了“15 鑫苑 01”自 2017 年 12 月 28 日至 2018 年 12 月 27 日期间的利息。

回售情况：根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对“15 鑫苑 01”债券回售申报的统计，本次回售有效申报数量为 14 手，回售价格为 100 元/张，2018 年 12 月 28 日为回售资金发放日，资金发放金额 14,000 元；回售实施完毕后，“15 鑫苑 01”在上海证券交易所上市交易的数量为 999,986 手。

票面利率上调情况：“15 鑫苑 01”债券在存续期内前 3 年（2015 年 12 月 28 日至 2018 年 12 月 27 日）票面利率为 7.50%；在债券存续期第 3 年末，发行人上调利率，债券后 2 年（2018 年 12 月 28 日至 2020 年 12 月 27 日）票面利率为 8.20%。

2. “16 鑫苑 01”

公司于 2016 年 1 月 27 日公开发行“鑫苑（中国）置业有限公司 2016 年公司债券（第一期）”，债券简称“16 鑫苑 01”，债券发行规模 7.00 亿元，发行利率 7.47%，期限为 5（3+2）年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，上市代码：136197.SH。截至 2018 年底，“16 鑫苑 01”债券募集资金已使用完毕，债券募集资金用于补充公司流动资金和调整债务结构，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

付息情况：公司已于 2019 年 1 月 27 日支付了“16 鑫苑 01”自 2018 年 1 月 27 日至 2019 年 1 月 26 日期间的利息。

回售情况：根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对“16 鑫苑 01” 债券回售申报的统计，本次回售有效申报数量为 10,299 手，回售价格为 100 元/张，2019 年 1 月 28 日为回售资金发放日，资金发放金额 10,299,000 元；回售实施完毕后，“16 鑫苑 01” 在上海证券交易所上市交易的数量为 689,701 手。

票面利率上调情况：“16 鑫苑 01”债券在存续期内前 3 年（2016 年 1 月 27 日至 2019 年 1 月 26 日）票面利率为 7.47%；在债券存续期第 3 年末，发行人上调利率，债券后 2 年（2019 年 1 月 27 日至 2021 年 1 月 26 日）票面利率为 8.20%。

3. “16 鑫苑 02”

公司于 2016 年 3 月 14 日公开发行“鑫苑（中国）置业有限公司 2016 年公司债券（第二期）”，债券简称“16 鑫苑 02”，债券发行规模 5.00 亿元，发行利率 7.09%，期限为 5（3+2）年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，上市代码：136266.SH。截至 2018 年底，“16 鑫苑 02” 债券募集资金已使用完毕，债券募集资金用于补充公司流动资金和调整债务结构，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

付息情况：公司已于 2019 年 3 月 14 日支付了“16 鑫苑 02”自 2018 年 3 月 14 日至 2019 年 3 月 13 日期间的利息。

回售情况：根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对“16 鑫苑 02” 债券回售申报的统计，本次回售有效申报数量为 1,042 手，回售价格为 100 元/张，2019 年 3 月 14 日为回售资金发放日，资金发放金额 1,042,000 元；回售实施完毕后，“16 鑫苑 02” 在上海证券交易所上市交易的数量为 498,958 手。

票面利率上调情况：“16 鑫苑 02”债券在存续期内前 3 年（2016 年 3 月 14 日至 2019 年 3 月 13 日）票面利率为 7.09%；在债券存续期第 3 年末，发行人上调利率，债券后 2 年（2019 年 3 月 14 日至 2021 年 3 月 13 日）票面利率为 8.20%。

4．“19 鑫苑 01”

公司于 2019 年 3 月 28 日公开发行“鑫苑（中国）置业有限公司 2019 年公司债券（第一期）”，债券简称“19 鑫苑 01”，债券发行规模 9.80 亿元，发行利率 8.40%，期限为 5 年，上市代码：155291.SH。截至 2019 年 4 月底，“19 鑫苑 01”债券募集资金已使用完毕，债券募集资金用于偿还到期和回售公司债券，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。债券起息日为 2019 年 4 月 1 日，截至本报告出具日，“19 鑫苑 01”尚未到达第一个付息日。

三、行业分析

1．行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。

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

资金来源方面，2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率2019年以来连续下降，2019年一季度房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

市场供需方面，2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向

流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

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

竞争格局方面，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

总体看，2018 年房地产开发投资增速维持高位，房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低；2018 年房地产整体融资环境较紧张，但年末以来显著改善；全年商品房销售增速有所放缓，分化加剧，一、二线城市销售增速有企稳回升迹象，三、四线城市呈下滑趋势；行业集中度进一步提升。

2．行业政策

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

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

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

3．行业关注

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

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

（2）房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

（3）中小房企面临被整合风险

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

4．行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。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。

5．郑州区域经济分析

2018 年，郑州市全市经济社会实现持续健康快速发展。全年完成生产总值 10,143.30 亿元，比上年增长 8.10%；人均生产总值 101,349.00 元，比上年增长 5.80%。其中第一产业增加值 147.10 亿元，增长 2.10%；第二产业增加值 4,450.70 亿元，增长 8.10%；第三产业增加值 5,545.50 亿元，增长 8.30%；其中房地产业增加值 693.90 亿元，增长 8.50%。

全年房地产开发投资比上年下降 3.00%；其中住宅投资下降 3.00%。商品房屋施工面积 18,643.10 万平方米，比上年增长 13.80%；其中住宅施工面积 12,714.80 万平方米，增长 13.10%。商品房新开工面积 4,363.50 万平方米，下降 20.10%；其中住宅 3,006.90 万平方米，下降 22.70%。商品房屋竣工面积 1,946.10 万平方米，增长 27.40%；其中住宅 1,357.10 万平方米，增长 33.20%。房屋实际销售面积 3,712.10 万平方米，增长 19.80%；销售金额 3,134.00 亿元，增长 17.20%；待售房屋面积 570.70 万平方米，增长 26.50%。

总体看，郑州市经济保持较快发展，但房地产市场开发投资热情有所下降，商品房待售面积增加。

四、管理分析

截至 2018 年底，公司现有董事、监事及高级管理人员共 3 人，未发生变更；公司主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2018 年，公司房地产业务规模进一步扩大，在中国房地产协会与中国房地产测评中心于 2019 年 3 月发布的《2019 中国房地产开发企业 500 强测评》中，公司位列第 65 名；在克而瑞研究中心发布的《2018 年中国房地产企业销售 TOP200 排行榜》中，公司位列流量金额排名第 82 名、权益金额排名第 76 名。2018 年，公司主营业务项目运作模式未发生改变。2018 年，公司营业收入合计 108.06 亿元，较上年增长 15.47%，主要系房地产确认销售收入增加所致；公司实现营业利润和利润总额分别为 9.50 亿元和 9.38 亿元，分别较上年增长 14.09%和 11.46%。

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，2018 年，房地产开发确认销售收入较上年增长 15.02%，主要系完工确认项目售价较高所致。公司物业管理业务、物业租赁业务和公司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，2018 年，公司房地产开发业务毛利率较上年上升 8.53 个百分点，主要系 2018 年确认收入的房地产开发项目所在区域房价较高所致；公司物业管理毛利率较上年下降 1.61 个百分点。公司租赁收入和佣金收入毛利率均较上年有所上升。综上，2018 年，公司整体毛利率较上年上升 8.16 个百分点。

表1　2016~2018年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年			变动情况	
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	收入变动率	毛利率
销售收入	113.95	97.04	23.45	89.18	95.29	23.18	102.58	94.93	31.71	15.02	8.53
物业收入	2.51	2.14	22.02	3.66	3.91	26.25	4.36	4.03	24.64	19.20	-1.61
租赁收入	0.81	0.69	80.63	0.61	0.65	47.49	0.53	0.49	56.56	-12.92	9.07
佣金收入	0.15	0.13	59.85	0.13	0.14	47.44	0.59	0.55	51.72	350.28	4.28
合计	**117.42**	**100.00**	**23.86**	**93.58**	**100.00**	**23.50**	**108.06**	**100.00**	**31.66**	**15.47**	**8.16**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，房地产开发业务仍是公司主要收入来源，公司收入和毛利率较上年均有所上升，盈利能力有所增强。

2．土地储备

受房地产行业宏观调控，金融去杠杆的影响，2018 年，公司土地购置面积和对应规划建筑面积均明显下降，新增土地主要位于郑州区域。2018 年，公司通过并购和招拍挂获取土地，其中并购比例为 43.37%，招拍挂比例为 56.53%，购地支出合计 53.20 亿元。获取土地均价为 3,164.59 元/平方米，较上年下降 13.56%，主要系新购置的土地价格较低所致。公司 2018 年新增土地储备主要位于郑州区域，分布较为集中。

在土地储备区域方面，2018 年公司继续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、西安、珠海和成都，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。

表2 2016~2018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	期末货值储备
2016 年	31.40	104.80	住宅、商业	33.50	3,196.56	296.00
2017 年	155.67	497.88	住宅、商业	182.27	3,660.92	692.90
2018 年	56.84	168.11	住宅、商业	53.20	3,164.59	770.43

资料来源：公司提供
注：楼面均价=购地支出/对应建筑面积

截至 2018 年底，公司土地储备占地面积合计 32.71 万平方米，对应规划建筑面积 178.50 万平方米，项目容积率较大主要系对应规划建筑面积中包括地下面积所致。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年底公司土地储备区域分布情况（单位：万平方米、亿元）

城市区域	项目名称	拿地时间	面积		地价	土地性质
			储备面积	对应规划建筑面积	储备面积对应地价	
北京通州区	鑫苑世家梨园	2016/5/6	4.24	13.08	13.50	住宅
西安航天区	鑫苑长安世家一期	2017/4/11	8.07	32.94	6.8	商住
珠海香洲	鑫天地珠海王子酒店一期	2017/5/10	1.41	9.97	5.80	商业
郑州郑东新区	郑州市宏光蓝岸	2018/6/20	1.26	10.41	2.29	商业
成都郫都区	鑫苑城二期	2019/1/8	17.73	112.10	25.25	住宅
合计			**32.71**	**178.50**	**53.64**	--

资料来源：公司提供

总体看，公司 2018 年土地获取规模有所减少，以二线城市为主，公司拿地成本有所下降。从每年新开工规模来看，公司土地储备规模能够满足 1~2 年左右开发需求。

3．项目开发

从房地产开发建设情况看，2018 年，公司新开工郑州名城三期、郑州国际新城开发区、御龙湾一期、太仓翡翠观澜等项目，新开工建筑面积 225.00 万平方米，较上年有所上升；2018 年，公司竣工面积 105.00 万平方米，较上年有所下降，其中主要竣工项目为鑫家二期西苑、郑州名城二期（南地块）、济南世家公馆二期、西安大都汇一期、西安大都汇二期、昆山鑫都汇等项目。与此同时，公司期末在建面积有所上升。

表4 2016~2018年公司项目开发情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
当期新开工面积（万平方米）	143.26	181.07	225.00
当期竣工面积（万平方米）	163.37	128.14	105.00
期末在建项目数量（个）	24	25	33
期末在建面积（万平方米）	266.42	358.02	607.00

资料来源：公司提供
注：1、表中数据统计口径为并表口径，不符合期末在建面积=上年期末在建面积+当年新开工面积-当年竣工面积的勾稽关系；2、2018年期末在建面积未包括计算安置区面积。

截至2018年底，公司在建和拟建项目主要分布在郑州、长沙等活跃二线城市以及天津、山东、上海周边等区域，其中郑州项目占比62.04%，地域较为集中。公司在建和拟建项目中，“灵山湾·龙玺一期”项目总建筑面积中地下面积较大，主要系项目所在的青岛为海防城市，地下主要为人防和非人防车库，面积较大所致。公司在建和拟建项目预计总投入542.99亿元，已完成投入273.33亿元，尚需投资269.66亿元，2019年公司计划投资42.50亿元，资金来源为自有资金加外部融资。

表5　截至2018年底公司在建/拟建项目投资情况（单位：万平方米、亿元、%）

城市	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	郑州名城二期（北地块）	12.05	5.41	9.57	4.93	71.43	2017/5/25	2019/9/25
郑州	郑州名城三期	8.15	4.56	9.21	5.86	87.10	2018/3/20	2019/1/7
郑州	荥阳名家二期	15.35	4.57	7.85	6.06	61.06	2014/9/1	2020/10
郑州	荥阳名家一期	11.85	3.49	5.44	4.84	91.35	2013/11/1	2020/10
郑州	荥阳名家三期	12.16	3.31	5.50	4.02	93.77	2017/3/21	2019/1/6
郑州	郑州国际新城开发区（A-04-04）	11.52	2.82	10.11	2.65	--	2018/5/30	2020/12/20
郑州	郑州国际新城开发区（二期）	17.44	4.81	15.79	9.07	88.60	2017/7/6	2019/12/30
郑州	郑州国际新城开发区（一期）	36.20	11.73	34.89	19.77	93.98	2016/8/29	2019/6
郑州	郑州国际新城开发区（A-13-02）	12.21	3.84	8.35	4.79	56.88	2018/7/5	2020/12/30
郑州	郑州国际新城开发区（A-12-01）	21.40	7.40	27.64	8.63	56.71	2018/5/30	2021/12/31
郑州	郑州国际新城开发区（A-09-09）	1.33	0.48	--	0.63	--	2019/9/30	2023/1/30
郑州	郑州国际新城安置区（B-10-01）	11.09	3.11	7.25	3.00	--	2018/7/16	2020/10/31
郑州	郑州国际新城安置区（二期）	73.97	24.94	38.43	22.72	--	2017/9/1	2020/1/15
郑州	郑州国际新城开发区（三期）	22.21	7.14	26.43	8.93	99.26	2017/12/29	2020/9/30
郑州	郑州国际新城安置区（一期）	32.58	10.48	17.92	11.19	--	2016/6/30	2019/3/31
郑州	郑州国际新城开发区（B-10-01）	9.29	2.46	8.35	2.51	--	2018/7/16	2020/10/31
郑州	郑州国际新城开发区（A-11-03）	4.69	2.73	6.65	2.38	97.22	2018/5/15	2020/9/30
郑州	金水观城一期	44.78	10.54	49.02	27.44	25.26	2017/10/12	2021/9/30
天津	天津汤泉世家二期	14.36	3.65	11.38	4.82	62.74	2017/3/31	2021/4/30
天津	天津汤泉世家一期	13.94	3.33	12.08	7.42	80.73	2015/2/25	2019/10/31
山东	济南世家公馆三期	13.01	4.07	14.20	8.19	76.42	2017/3/10	2019/12/31
山东	徐州景城一期	12.43	4.91	8.72	8.59	100.00	2013/9/16	2019/6/30
山东	灵山湾●龙玺一期	38.35	22.23	76.35	34.60	--	2017/9/14	2022/12/31
山东	御龙湾一期	15.47	6.48	23.73	11.00	31.77	2018/8/26	2020/12/31
山东	鑫苑●御泉湾一期	11.79	4.27	15.03	7.83	30.72	2018/9/21	2020/6/30
太仓	太仓翡翠观澜	7.86	2.07	8.10	3.51	36.50	2018/8/5	2020/5/31
昆山	昆山鑫宇嘉苑	11.97	2.86	20.08	11.87	25.21	2017/12/31	2020/12/31
苏州	苏州姑苏樾 68 地块	1.13	0.67	3.90	2.86	36.36	2018/9/4	2019/11/12
苏州	苏州姑苏樾 66 地块	1.33	0.72	4.47	3.00	--	2018/10/23	2019/11/12

成都	鑫苑城一期	7.69	4.97	8.72	1.86	82.92	2018/6/4	2020/11/30
长沙	长沙芙蓉鑫家	7.39	1.36	6.28	2.81	81.98	2017/7/18	2020/3/31
长沙	长沙木莲世家	9.27	3.25	9.26	6.37	98.83	2017/5/19	2019/4/15
武汉	藏龙世家一期	18.75	5.93	14.30	4.06	--	2018/11/16	2021/10/28
大连	大连国际健康科技小镇	10.39	3.16	10.07	1.32	15.59	2018/8/1	2020/9/30
郑州	郑州航美小镇	14.06	5.79	7.92	3.80	29.96	2018/1/1	2020/3/30
合计		**567.46**	**193.54**	**542.99**	**273.33**	--	--	--

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1~2年左右销售的需要。

4．房产销售

从 2018 年销售情况看，公司签约销售面积、签约销售额分别同比增长 0.61%和 34.05%，主要系公司规模扩大所致；销售均价有所上升，主要系销售项目区位不同所致；结转收入面积有所下降，主要系项目未达竣工交付所致。

表6　2016~2018年公司项目销售情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
签约销售面积（万平方米）	126.87	130.30	131.10
签约销售金额（亿元）	121.38	152.88	204.93
销售均价（元/平方米）	9,582.38	11,132.32	14,218.00
结转收入面积（万平方米）	123.89	121.49	85.00
销售回款（亿元）	118.11	138.59	170.70

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司在售项目主要位于郑州、济南、苏州和长沙等二线城市，总可售面积 550.75 万平方米，待售面积 195.77 万平方米，规模较大。截至 2018 年底公司房地产在售项目情况如下表所示。

表 7　截至 2018 年底公司房地产在售项目情况（单位：万平方米、%、万元/平方米）

序号	项目名称	开盘时间	总可售面积	已售面积	去化率	销售单价
1	荥阳名家	2013/11/1	39.77	34.50	86.74	0.66
2	郑州鑫家东苑	-	22.73	22.61	99.47	0.87
3	郑州鑫家西苑	2016/9/29	9.64	9.30	96.47	1.32
4	郑州名城一期	-	14.99	14.14	98.20	1.13
5	郑州名城二期南	-	8.22	8.21	99.99	1.16
6	郑州名城二期北	2017/9/28	10.87	8.20	82.76	0.97
7	郑州名城三期	2019/1/7	7.90	6.70	84.81	1.24
8	郑州国际新城一期	2016/9/7	31.13	30.10	96.69	1.22
9	郑州国际新城二期	2017/8/19	17.13	16.20	94.57	1.41
10	郑州国际新城三期	2017/12/24	25.99	24.40	93.88	1.41
11	郑州金水观城	2018/11/28	34.04	5.73	24.00	1.86
12	郑州鑫苑鑫家	-	11.49	11.38	99.04	0.76
13	北京鑫苑鑫都汇	-	16.29	13.64	83.73	1.90

14	天津汤泉世家	2015/11/10	28.38	21.91	77.20	1.03
15	青岛鑫苑御龙湾	2018/11/25	15.46	2.58	16.69	2.05
16	太仓翡翠观澜	2018/12/15	7.34	2.79	38.01	1.39
17	昆山鑫苑鑫都汇	-	8.90	8.81	98.99	2.06
18	昆山鑫宇嘉苑	2018/9/3	11.11	3.39	37.21	2.69
19	苏州姑苏樾 68 号地块	2018/11/9	1.20	0.52	40.00	3.69
20	成都鑫都汇	-	25.19	20.80	82.57	0.83
21	成都鑫苑城	2018/9/28	100.46	7.44	7.40	1.00
22	西安大都汇	-	47.96	29.76	62.10	0.68
23	长沙名家	-	26.44	24.89	94.14	0.77
24	长沙木莲世家	2017/8/20	9.20	9.14	99.35	1.19
25	长沙芙蓉鑫家	2018/8/12	7.23	7,18	99.30	1.00
26	三亚崖州湾壹号	-	11.69	10.66	86.00	1.81
合计			**550.75**	**354.98**	--	--

资料来源：公司提供

从去化情况来看，截至 2018 年底，公司大部分在售项目去化率良好，少量项目去化速度较慢，其中荥阳名家项目共三期，第一期为 2013 年开盘，去化较慢系新一期尚未建完所致；昆山鑫宇嘉苑和成都鑫苑城项目去化较慢系 2018 年下半年开盘所致；天津汤泉世家项目去化较慢系分期开发所致。

总体看，2018 年，公司销售情况良好，考虑到公司期末在建面积规模较大，预计未来销售量将继续保持增长态势，但公司少部分项目存在一定的去化压力。

5．关联交易

2018 年，公司购销商品、提供和接受劳务的关联交易收入 0.95 亿元，整体对公司影响较小。

关联担保方面，截至 2018 年底，公司对关联方提供担保余额合计 22.42 亿元，占净资产比重为 25.32%；其中，公司对广州黄龙信息科技有限公司（以下简称“黄龙科技”）担保金额较大，有两笔担保金额（一笔 6.70 亿元，一笔 6.9 亿元），为公司对黄龙科技的环球市场集团大厦的担保，公司为黄龙科技的实际经营决策人。

关联往来方面，截至 2018 年底，公司应收关联方款项余额合计 0.88 亿元，公司其他应收款中应收关联方款项合计 54.44 亿元，公司其他应付款中应付关联方款项合计 21.22 亿元。

表 8　截至 2018 年底公司关联交易情况（亿元）

关联交易类型	关联主体名称	关联交易金额
担保	鑫苑（地产）控股有限公司	8.32
	广州黄龙信息科技有限公司	13.60
	苏州恒万置地有限公司	0.50
小计		**22.42**
应收账款	河南凯景园林景观工程有限公司	0.36
	深圳科业投资控股有限公司	0.08
	深圳鑫创投资咨询有限公司	0.21
	郑州嘉晟置业有限公司	0.13
	鑫苑国际开发集团有限公司	0.10
小计		**0.88**
其他应收款	北京爱接力科技发展有限公司	0.84
	北京瑞卓喜创科技发展有限公司	1.42

	北京鑫投一号管理咨询中心（有限合伙）	0.00
	北京鑫苑鑫科技发展有限公司	0.00
	河南环宙建筑工程有限公司	1.01
	河南凯云建筑设计有限公司	0.00
	湖州鑫鸿景城建设发展有限公司	0.25
	凯维发展有限公司	3.75
	昆山立泰建筑有限公司	0.00
	深圳科业投资控股有限公司	0.08
	深圳鑫创投资咨询有限公司	9.88
	苏州儋华建筑有限公司	0.00
	鑫苑（地产）控股有限公司	0.03
	鑫苑地产有限公司	0.08
	鑫苑国际地产投资有限公司	21.61
	鑫苑国际开发集团有限公司	0.06
	郑州嘉晟置业有限公司	15.37
	XIN Eco marine group properties sdn bhd	0.04
	西安白鹿原影视艺术小镇旅游发展有限公司	0.02
小计		**54.44**
其他应付款	北京瑞卓喜投科技发展有限公司	0.08
	北京鑫投一号管理咨询中心（有限合伙）	0.07
	鑫苑（地产）控股有限公司	13.95
	鑫苑地产有限公司	0.03
	鑫苑国际（香港）地产投资有限公司	0.01
	郑州嘉晟置业有限公司	0.02
	郑州亚晟建材有限公司	2.79
	郑州豫晟园林设计有限公司	4.26
合计		**21.22**

资料来源：公司审计报告
注：上述数据因以亿元为计算单位，和公司审计报告存在四舍五入的差异。

公司关联交易为因业务往来而形成，对公司不会产生不利影响。

总体看，公司购销商品、提供和接受劳务的关联交易规模较小，整体对公司影响不大；公司关联担保和关联往来规模较大，对公司资金存在一定的占用。

6．经营关注

（1）土地储备规模减少

公司 2018 年以来土地获取力度、购地支出和期末土地储备面积均有所减少，土地储备主要位于活跃二线城市。

（2）房地产项目地域分布集中度高，回款受到影响

公司销售的房地产项目主要集中于郑州、济南、苏州和长沙等二线城市，上述城市今年继续保持房地产调控政策，可能会对公司销售回款以及未来收益造成不利影响。

（3）在建拟建项目较多，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，公司仍面临一定的资金支出压力，有一定的融资需求。

7．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的五个副业，一是物业准备 IPO；二是商业；三是开展产城运营模式，与科研机构和高校合作，打造适合当地的产品；四是开展融资代建服务；五是做与地产有关的 ERP 管理软件。公司将不断提升品牌品质，扩大规模。

物业管理服务方面，公司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，现阶段公司房地产在建项目较多，需关注公司经营人力和财力的分配，以及各业务之间的协同。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 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。2018 年，公司新增合并子公司 32 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，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 570.35 亿元，负债合计 481.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）88.54 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 81.87 亿元。2018 年，公司实现营业收入 108.06 亿元，净利润（含少数股东损益）6.11 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 4.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.70 亿元，现金及现金等价物净增加额-37.14 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额 570.35 亿元，较年初增长 12.25%，主要系流动资产增加所致，资产构成以流动资产（占 93.11%）为主，变化不大。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 531.07 亿元，较年初增长 11.21%，主要系存货和其他应收款增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 13.72%）、其他应收款（占 18.02%）和存货（占 64.58%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 72.88 亿元，较年初下降 33.84%，主要系公司偿债规模增加所致。其中，银行存款占比 87.79%。公司货币资金中使用受限的货币资金为 8.89 亿元，占比较小，主要为公司贷款保证金。

截至 2018 年底，公司其他应收款 95.69 亿元，较年初增长 88.88%，主要系公司内部往来款增加所致。按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款占 99.99%，其中关联方组合占比 56.56%，政府组合占比 24.96%，账龄组合占比 1.63%，备用金、押金及保证金组合占比 16.84%。截至 2018 年底，公司其他应收款已计提坏账准备 0.57 亿元，计提比例为 0.59%，账龄偏长，计提比例低，存在计提不充分的可能。其他应收账款主要为关联方往来款，欠款金额前五名合计占比 59.98%，集中度较高。从账龄来看，一年以内占比 45.88%，1~2 年占比 9.05%，4~5 年占比 31.56%，账龄较长。其他应收款额度较大，账龄较长，对公司营运资金形成一定的

占用。

截至2018年底，公司存货342.99亿元，较年初增长14.37%，主要系2018年开发成本增长较快所致。公司存货中，房地产开发成本占比86.42%，开发产品占比13.58%，公司计提存货跌价准备2.49亿元，计提金额较大主要系河南万卓及郑州晟道项目，目前已至尾盘，剩余开发产品为车位和储藏室，期末存货成本高于可变现净值所致。存货规模增长较快，部分项目存在一定的去化压力。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 39.27 亿元，较年初增长 28.53%，主要系投资性房地产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 6.91%）、投资性房地产（占 72.99%）和固定资产（占 9.34%）构成。

公司投资性房地产采用公允价值计量，截至 2018 年底，公司投资性房地产 28.67 亿元，较年初增长 29.53%，主要系存货转入增加 5.37 亿元、公允价值变动增加 0.96 亿元所致。公司投资性房地产主要位于河南地区以及山东地区，截至 2018 年底，评估增值导致投资性房地产增值 10.61 亿元，增值率 58.74%，增值率尚可。

截至 2018 年底，公司固定资产 3.67 亿元，较年初增长 12.79%。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 2.67 亿元，固定资产成新率 57.89%，成新率一般。

截至 2018 年底，公司受限资产规模 195.77 亿元，占比 34.32%，比例较高，受限资产为银行存款 8.90 亿元（占 4.55%）和土地 186.87 亿元（占 95.45%）。公司受限资产均为项目融资需求。

总体看，2018 年，公司资产规模有所上升，仍以流动资产为主；流动资产中存货占比较高，部分项目存在减值风险和一定去化压力；其他应收款金额较大且账龄较长，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 2018 年底，公司负债合计为 481.81 亿元，较年初增长 12.78%，主要系流动负债的增长所致，公司负债以流动负债为主（占 69.03%）。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 332.57 亿元，较年初增长 16.21%，主要系预收账款和一年内到期的流动负债增长所致，流动负债主要由应付账款（占 18.30%）、预收款项（占 52.63%）、其他应付款（占 12.82%）和一年内到期的非流动负债（占 10.79%）构成。

截至 2018 年底，公司预收款项 175.03 亿元，较年初增长 33.23%，主要系 2018 年新项目陆续进入预售阶段，房屋预收款增加所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款 42.64 亿元，较年初下降 34.96%，主要系公司 2018 年拿地款和保证金等有所减少所致；其中一年以内其他应付款占 62.82%。其他应付款中，关联往来款项占比 49.25%，比例较高，其中应付鑫苑（地产）控股有限公司 13.95 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2018年底，公司一年内到期的非流动负债35.89亿元，较年初增长507.51%，主要系一年内到期的应付债券和长期借款增加所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 149.24 亿元，较年初增加 5.81%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 70.12%）和应付债券（占 27.37%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 104.65 亿元，较年初增长 37.18%，主要系项目开发融资需求增加所致。其中，2020 年到期的占 34.89%，2021 年到期的占 41.88%，2022 年及以后到期的占 23.23%，2020~2021 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 2018 年底，公司应付债券余额 40.84 亿元，较年初下降 18.46%，主要系公司提前全额回售“17 鑫业 01”所致。截至 2019 年 4 月底，公司应付债券余额 58.69 亿元；同时，公司已回售“15 鑫苑 01”债券数量 14 手，资金发放金额 1.40 万元；已回售“16 鑫苑 01”债券数量 10,299 手，资金发放金额 1,029.90 万元；已回售“16 鑫苑 02”债券 数量 1,042 手，资金发放金额 104,20 万元。截至 2019 年 4 月底公司存续债券情况如下表所示。

表9　截至2019年4月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	债券余额	票面利率	期限	到期时间	回售时间
15 鑫苑 01	2015/12/28	10.00	10.00	7.50	3+2	2020/12/28	2018/12/28
16 鑫苑 01	2016/1/27	7.00	6.90	7.47	3+2	2021/1/27	2019/1/28
16 鑫苑 02	2016/3/14	5.00	4.99	7.09	3+2	2021/3/14	2019/3/14
16 鑫业 01	2016/8/15	15.00	15.00	7.50	1+1+1	2019/8/15	--
18 鑫业 01	2018/9/21	6.00	6.00	8.50	2	2020/9/20	--
18 鑫业 02	2019/1/4	6.00	6.00	8.50	3	2022/1/4	--
19 鑫苑 01	2019/4/1	9.80	9.80	8.40	5	2024/4/1	--
合计	--	**58.80**	**58.69**	--	--	--	--

资料来源：Wind

在考虑回售的情况下，2019 年 4~12 月到期的债务合计 44.04 亿元，2020 年到期的债务合计 50.90 亿元，2021 年及以后到期的债券合计 105.39 亿。总体看，公司在 2020~2021 年面临一定集中偿付压力。

表 10　截至 2019 年 3 月底公司债务期限分布情况情况（单位：亿元）

时间	假设债券全部回售		
	除债券外到期债务金额	到期债券金额	合计
2019 年 4~12 月	29.04	15.00	**44.04**
2020 年	34.90	16.00	**50.90**
2021 年及以后	87.50	17.89	**105.39**
合计	**151.43**	**48.89**	**200.33**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司无其他非流动负债，较年初减少 10.89 亿元，主要系公司偿还芜湖鹏华拾号委托贷款和平安信托贷款所致。

截至 2018 年底，公司债务规模为 188.44 亿元，较年初增长 17.13%，其中短期债务占 22.45%，长期债务占 77.55%，公司债务结构仍以长期债务为主，债务结构较为合理。

截至 2018 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 84.48%、68.03%和 62.27%，分别较上年上升 0.40 个百分点、1.48 个百分点和下降 0.84 个百分点。公司债务负担较重。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，债务规模增长较快，债务负担较重，存在一定集中偿付压力。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 88.54 亿元，较年初增长 9.48%，主要系子公司分红给公司，公司 2018 年净利润计提盈余公积，盈余公积增长所致。其中归属于母公司所有者权益占比 92.46%，较上年下降 3.20 个百分点。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 27.56%，未分配利润占 61.21%。未分配利润占比较高，所有者权益中少数股东权益占比有所上升，稳定性一般。

总体看，2018 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

2018 年，公司实现营业收入 108.06 亿元，较上年增长 15.47%，主要系公司房地产确认收入增加所致；同期公司营业利润和利润总额同比分别增长 14.09%和 11.46%；实现净利润（含少数股东损益）6.11 亿元，较上年增长 3.08%，净利润增幅低于营业收入增幅主要系存货跌价准备增加所致；其中归属于母公司的净利润为 4.20 亿元，较上年减少 37.97%，主要系 2018 年产生利润较高的项目为非全资子公司，归属于少数股东的损益较去年增长较多所致。

从期间费用来看，2018 年公司期间费用合计为 15.28 亿元，较上年增长 26.18%，主要系销售费用、管理费用增长所致；其中销售费用 5.58 亿元（占 36.49%），管理费用 8.75 亿元（占 57.27%），财务费用 0.95 亿元（占 6.24%），财务费用较少主要系将财务费用资本化所致。2018 年公司销售费用同比增长 27.19%，主要系随着公司销售推广类费用及营销服务费用增加所致；管理费用同比增长 23.11%，主要系随着公司员工人数增加、职工薪酬和差旅交通费用等增长所致；财务费用同比增长 55.00%，主要系利息收入减少所致。

从利润构成来看，2018 年，公司实现公允价值变动收益 0.96 亿元，较上年减少 63.63%，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 10.07%。公司实现资产减值损失 3.57 亿元，较上年大幅增加 2,051.69%，主要系坏账损失、存货跌价准备、长期股权投资减值损失和商誉减值损失增加所致；公司资产减值损失占当年营业利润的比例为 37.55%。公允价值变动损益和资产减值损失对营业利润有较大影响。

从盈利指标来看，2018 年，由于资产增加、净利润减少以及计入财务费用的利息支出减少，公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 3.81%、2.44%和 7.22%，分别较上年有所下降，公司盈利能力一般。

总体看，2018 年公司营业收入有所增长，公司利润主要来自房地产业务，公允价值变动损益和资产减值损失对营业利润有较大影响，全年净利润规模维持稳定；公司整体盈利水平有所下降。

5．现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入 238.53 亿元，同比减少 12.98%，主要系集团资金调拨流入金额减少所致。2018 年，公司经营活动现金流出 228.83 亿元，同比减少 3.30%，主要系公司购买土地、在建项目和经营支出减少所致。受上述因素影响，2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 9.70 亿元，继续保持净流入，但比 2017 年大幅减少。

投资活动方面，公司除购买部分股票和理财产品外，主要为并购取得子公司及其他营业单位支付的现金。2018 年，公司投资活动现金流入与流出规模均有所减少。2018 年，公司投资活动现金流入 8.40 亿元，同比减少 20.92%，主要系公司收回股票投资和理财的现金减少所致。

2018 年，公司投资活动现金流出 27.95 亿元，同比下降 5.66%，主要系公司支付理财产品减少所致。受上述因素影响，2018 年，公司投资活动现金流量净额为-19.55 亿元，继续保持净流出。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 99.90 亿元，主要为借款所得现金。2018 年，公司筹资活动现金流出 127.19 亿元，同比增长 80.48%，主要系公司偿还债务规模和利息支出增加所致。受上述因素影响，2018 年，公司筹资活动现金流量净额为-27.29 亿元，由净流入转为净流出且流出规模较大。

总体看，2018年，公司经营现金流保持净流入态势，投资现金流保持净流出态势，筹资现金流由净流入转为净流出且流出规模较大；伴随公司经营扩张，在建项目持续开发，以及大量债务到期，公司仍面临一定的资金支出压力。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.60 倍和 0.57 倍，较年初有所下降，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债增加所致。2018 年，公司经营现金流动负债比率为 2.92%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护程度下降 10.18 个百分点。截至 2018 年底，公司现金短期债务比为 1.72 倍，现金类资产对短期债务保护程度较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 13.95 亿元，较上年变化不大。公司 EBITDA 主要由利润总额（占比 67.26%）和计入财务费用的利息支出（占比 26.96%）构成。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数为 1.03 倍，EBITDA 对利息的保障能力较弱；EBITDA 全部债务比为 0.07 倍，处于较低水平。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2018 年底，公司获得银行综合授信 204.16 亿元，其中未使用额度为 46.35 亿元。截至 2019 年 4 月底，公司已与平安信托有限责任公司、联合投资基金、中信信托有限责任公司等多家机构签订了合计 734.00 亿元的战略合作协议。

截至 2018 年底，公司对外担保合计 14.10 亿元，占净资产的 15.93%；其中，对黄龙科技的担保金额较大，为公司对黄龙科技的环球市场集团大厦的担保。公司为黄龙科技的实际经营决策人。公司对外担保情况如下表所示。整体来看，公司存在一定或有负债风险。

表11　截至2018年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日	担保是否依据履行完毕
广州黄龙信息科技有限公司	6.70	2018-1-1	2021-12-31	否
广州黄龙信息科技有限公司	6.90	2017-9-5	2020-9-4	否
苏州恒万置地有限公司	0.50	2018-6-21	2021-6-21	否
合计	**14.10**	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司无未决诉讼。

根据公司提供的人民银行征信报告（机构信用代码：G1041010500845630Q），截至 2019 年 2 月 25 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，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力较弱，公司项目布局较好，随着逐步实现销售，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2018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72.91亿元，约为“15鑫苑01”、“16鑫苑01”、“16鑫苑02”和“19鑫苑01”债券余额合计（31.69亿元）的2.30倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达88.54亿元，约为债券余额合计的2.79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，2018年，公司EBITDA约为债券余额合计的0.44倍，公司EBITDA对债券本金的覆盖程度较低。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入约为债券余额合计的7.53倍，经营活动产生的现金流量净额约为债券余额合计的0.31倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在房地产开发经验和经营规模等方面具有一定优势，联合评级认为，公司对“15鑫苑01”、“16鑫苑01”、“16鑫苑02”和“19鑫苑01”的偿还能力强。

八、综合评价

2018 年，公司继续在二线城市获取土地，土地储备分布区域较好，房地产开发业务签约销售金额增长较快，对未来收入确认与利润实现提供一定的支撑。同时联合评级关注到 2018 年公司拿地力度和土地储备规模有所下降、在建项目规模较大、经营性现金净流入和货币资金均大幅减少、整体债务负担加重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，若公司房产项目销售能顺利实现，随着在建项目的竣工交付，公司经营规模和盈利水平有望保持。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”，同时维持“15 鑫苑 01”、“16 鑫苑 01”、“16 鑫苑 02”和“19 鑫苑 01”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　鑫苑（中国）置业有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	314.27	508.09	570.35
所有者权益（亿元）	71.74	80.87	88.54
短期债务（亿元）	27.31	22.54	42.30
长期债务（亿元）	71.95	138.35	146.14
全部债务（亿元）	99.26	160.88	188.44
营业收入（亿元）	117.42	93.58	108.06
净利润（亿元）	5.85	5.93	6.11
EBITDA（亿元）	14.12	14.24	13.95
经营性净现金流（亿元）	-12.21	37.48	9.70
流动资产周转次数（次）	115.31	0.24	0.21
存货周转次数（次）	0.49	0.30	0.23
总资产周转次数（次）	0.39	0.23	0.20
现金收入比率（%）	93.13	143.09	140.91
总资本收益率（%）	5.56	5.14	3.81
净资产收益率（%）	8.56	7.77	7.22
营业利润率（%）	17.66	18.37	25.19
费用收入比（%）	8.12	12.94	14.14
资产负债率（%）	77.17	84.08	84.48
全部债务资本化比率（%）	58.05	66.55	68.03
长期债务资本化比率（%）	50.07	63.11	62.27
EBITDA 利息倍数（倍）	1.44	1.07	1.03
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.09	0.07
流动比率（倍）	1.85	1.67	1.60
速动比率（倍）	0.75	0.62	0.57
现金短期债务比（倍）	1.99	4.97	1.72
经营现金流动负债比率（%）	-7.68	13.10	2.92
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.45	0.45	0.44

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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 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。