

信用评级公告

联合〔2021〕3163号

联合资信评估股份有限公司通过对景瑞地产（集团）有限公司及其拟发行的 2021 年公开发行公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定景瑞地产（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，景瑞地产（集团）有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年五月十七日

景瑞地产（集团）有限公司

2021年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本次债券信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

本次债券发行规模：不超过 13.50 亿元（含）

本次债券期限：不超过 5 年（含）

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还已发行的公司债券/置换前期已偿还到期的公司债券

评级时间：2021 年 5 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对景瑞地产（集团）有限公司（以下简称“公司”或“景瑞地产”）的评级反映了公司作为聚焦长三角地区的房地产企业，具有丰富的房地产开发经验和一定品牌知名度。公司业务布局聚焦核心城市群，土地储备质量较高；2018—2020 年，公司债务负担较轻、债务结构良好且授信余额充足。同时，联合资信也关注到公司土地储备面临补库存需求、售房业务毛利率不高和少数股东权益占比较高因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入对本次债券覆盖程度较高，EBITDA 对本次债券覆盖程度有待提升。

公司在建房地产项目充足，未来随着公司存量房地产项目实现销售，公司整体经营状况将保持良好，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本次债券不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. **区域开发优势。**公司作为长三角地区的知名房地产企业，具有丰富的房地产开发经验和一定的品牌知名度。
2. **土地储备质量较好。**公司持续布局长三角地区，并聚焦核心城市群，获取土地主要分布于经济发达的一二线城市，土地储备质量较好。
3. **公司整体债务负担较轻，债务结构良好，授信充足。**2018—2020 年公司全部债务资本化比率持续下降，公司整体债务负担较轻，有息债务以长期债务为主。截至 2020 年底，公司剩余授信额度为 265.46 亿元，未来再融资空间较大。

关注

1. **房地产行业融资环境趋紧，且公司土地储备面临补库存需求，将加大公司资金需求。**房地产行业融资环境趋紧，且截至 2020 年底，相对于公司近年来新开工面积，公司未开工土地储备较小，公司土地储备面临补库存需求，将加大公司资金需求。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
—				—

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

2. 售房业务毛利率不高。公司项目主要位于一二线城市，部分一线城市拿地成本较高，售房业务毛利率不高。
3. 少数股东权益占比较高，需关注合作开发项目可能存在的风险。随着合作开发项目及基金化项目不断增加，公司少数股东权益占比逐年提高；截至 2020 年底，少数股东权益占所有者权益的 54.45%，少数股东权益占比较高，需关注合作开发过程中项目建设、资金管理和成本方面可能存在的风险。

分析师：闫 欣 曹梦茹

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

主要财务数据:

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产 (亿元)	125.88	126.33	143.03
资产总额 (亿元)	430.28	453.87	556.78
所有者权益 (亿元)	108.69	134.70	156.19
短期债务 (亿元)	43.79	35.54	41.62
长期债务 (亿元)	78.90	60.62	67.91
全部债务 (亿元)	122.69	96.16	109.53
营业收入 (亿元)	100.63	120.24	129.66
利润总额 (亿元)	20.56	15.98	17.87
EBITDA (亿元)	22.55	17.36	18.84
经营性净现金流 (亿元)	23.56	26.18	5.67
营业利润率 (%)	19.53	16.93	17.81
净资产收益率 (%)	13.01	8.91	8.48
资产负债率 (%)	74.74	70.32	71.95
全部债务资本化比率 (%)	53.03	41.65	41.22
流动比率 (%)	164.13	153.23	148.10
经营现金流动负债比 (%)	10.72	10.69	1.76
现金短期债务比 (倍)	2.87	3.55	3.44
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.37	1.98	1.97
全部债务/EBITDA (倍)	5.44	5.54	5.81
公司本部 (母公司)			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额 (亿元)	268.99	291.85	303.31
所有者权益 (亿元)	23.24	29.30	21.77
全部债务 (亿元)	24.45	20.05	19.99
营业收入 (亿元)	0.98	0.47	0.29
利润总额 (亿元)	-0.39	6.06	-2.05
资产负债率 (%)	91.36	89.96	92.82
全部债务资本化比率 (%)	51.27	40.63	47.87
流动比率 (%)	111.17	111.51	101.97
经营现金流动负债比 (%)	-7.18	0.97	3.37

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. 公司其他应付款中有息债务部分已调整至短期债务, 应付债券于一年内到期部分已调整至短期债务; 4. 公司本部 (母公司) 有息债务未进行调整

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020/06/19	曹梦茹 宋莹莹	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法 (2018 年)	阅读全文
AA	稳定	2015/11/25	周旭 刘畅	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法 (2015 年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由景瑞地产（集团）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



景瑞地产（集团）有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

景瑞地产（集团）有限公司（以下简称“公司”或“景瑞地产”）前身为 1993 年成立的上海景瑞房地产发展公司，经上海市人民政府（沪府体改审（1999）009 号）《关于同意设立上海景瑞企业发展股份有限公司的批复》批准，由 8 家股东共同发起组建，并于 1999 年 6 月取得上海市工商行政管理局核发的《企业法人营业执照》，初始注册资本 1500.00 万元。2014 年 3 月，公司由其他股份有限公司改制为其他有限责任公司，并变更为现名称。后经多次增资，截至 2020 年底，公司注册资本为 16.21 亿元，景瑞控股有限公司（以下简称“景瑞控股”）对公司间接持股 100%，并于 2013 年 10 月 31 日在香港联合交易所有限公司主板上市，股票代码：1862.HK，总股本为 140019.42 万股。自然人闫浩和陈新戈通过其控制的景瑞控股控制公司，为公司实际控制人，并通过缔结一致行动协议保持在景瑞控股股东会和董事局上一致行动。

公司经营范围：房地产开发、经营、咨询，建筑装饰材料，国内贸易（除专项审批），实业投资。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2020 年底，公司合并范围内共 375 家子公司；公司内设投资发展中心、工程管理与技术中心、市场研发及品牌管理中心、运营管理中心、财务管理中心、客户服务中心和人力行政中心。截至 2020 年底，公司员工总数共 3017 人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 556.78 亿元，所有者权益 156.19 亿元（含少数股东权益 85.04 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 129.66 亿元，利润总额 17.87 亿元。

公司注册地址：上海市青云路 158 号 5 楼；
法定代表人：徐海峰。

二、本次债券概况

本次债券名称为“景瑞地产（集团）有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）”，预计发行规模不超过人民币 13.50 亿元（含 13.50 亿元）；本次债券的期限不超过 5 年（含 5 年），可以为单期限品种，也可以是多种期限的混合品种。本次债券面值为人民币 100 元，按面值平价发行；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。本次债券票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的专业投资者进行询价后，由公司与主承销商确定本次债券的票面利率簿记建档区间。最终票面年利率将根据簿记建档结果确定。

本次债券无担保。

本次债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还已发行的公司债券/置换前期已偿还到期的公司债券。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%

和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国

经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016—2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年

全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上

涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政

府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力

度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

四、行业分析

1. 房地产行业概况

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政

策调控。2020年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自2020年3月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自2020年3月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图1 2019—2020年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较于 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

2. 土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1—3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，

2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资

环境。

从 2019 年三季度开始,宏观经济下行压力大,政府加大逆周期调节力度,9 月全面降准+LPR 降息,11 月 MLF 降息,房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日,央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》,报告中删除了“房住不炒”的表述,仅强调“因城施策”,

短期政策出现边际调整。2020 年以来,“房住不炒”多次被强调,2020 年 2 月,央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看,房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 3。

表 3 2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性,继续“因城施策”落实好房地产长效机制,促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》,稳健的货币政策要更灵活适度,充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用,持续深化 LPR 改革,有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换,不将房地产作为短期刺激经济的手段,支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化,发挥中心城市和城市群的带动作用,坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,因城施策,促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期,因城施策、一城一策,从各地实际出发,采取差异化调控措施,及时科学精准调控,确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题,通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法,切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场,降低租赁住房税费负担,尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源:联合资信整理

从融资方面的调控政策来看,主要包括:第一,房地产信托等非标融资渠道受限;第二,加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理;第三,加强对存在

高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示,合理管控企业有息负债规模和资产负债率;第四,严禁消费贷款违规用于购房。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容见表 4。

表 4 2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点,以支持实体经济发展,降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求,2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性,继续“因城施策”落实好房地产长效机制,促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上,银保监会相关人士表示银行需监控资金流向,坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出,稳健的货币政策要灵活适度,充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用,持续深化 LPR 改革,有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换,不将房地产作为短期刺激经济的手段,支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出,要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作,强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求,引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台,转移到中小微企业等实体经济领域,实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会,提出“重点房企资金监测和融资管理规则”,具体政策要求设立“三条红线”,根据指标完成情况将公司分成四档,约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳,社会反响积极正面,下一步考虑扩大适用范围
2020 年 12 月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》,分档对房地产贷款集中度进行管理,并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源:联合资信整理

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年底，公司注册资本为 16.21 亿元，景瑞控股对公司间接持股 100%；自然人闫浩和陈新戈通过其控制的景瑞控股控制公司，为公司实际控制人，并通过缔结一致行动协议保持在景瑞控股股东会 and 董事局上一致行动。

2. 企业规模和竞争力

公司房地产开发经验丰富，在长三角区域具有一定知名度，业务布局以一二线城市为主。公司以“定制化”为发展方向，形成了较强的产品竞争力。

公司成立于1993年，业务涵盖房地产开发、建筑装饰装修、城市更新、商业运营、资产运营及物业管理等。

房地产开发方面，公司坚持聚焦核心城市群，包括长三角区域、环渤海区域和中西部区域，坚持“一二线核心城市与都市圈”的布局策略，已经进入北京、上海、苏州、杭州、南京、宁波、重庆、武汉和天津等一线及强二线城市。截至2020年底，公司拥有土地储备总建筑面积482.58万平方米。从开发产品来看，2017年8月14日，公司推出首个定制空间¹设计的项目“杭州景瑞天赋”。公司从客户需求出发，推出“Spaceme”精彩家定制化品牌，客户可从户型、风格、功能加载项和收纳等层面对空间进行定制；公司先后在上海、杭州、苏州、宁波、舟山、南京、武汉、天津等十个核心城市实现定制化项目布局。截至2020年底，公司住宅定制化项目共25个，定制产品标准模块超过50个，可实现70%的选装率。

从所获荣誉来看，2020 年，公司被上海易居房地产研究院和中国房地产测评中心评为“2020 中国房地产开发企业 100 强”第 63 位和

“2020 中国房地产开发企业发展潜力 10 强”第 3 位；并荣获“2020 年中国房地产百强企业”第 50 位、“2020 年中国房地产百强企业——融资能力 TOP10”“2020 年中国房地产百强企业——运营效率 TOP10”等称号。近年来，公司旗下优钺资管获得“中国房地产基金综合能力优秀企业”“中国房地产私募基金排行 10 强”“2020 中国房地产年度影响力私募股权投资机构 TOP10”等荣誉。

3. 人员素质

公司管理团队从业时间较长，具有较丰富房地产从业经验。

公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司执行董事兼总经理徐海峰先生，取得中欧国际工商学院高级工商管理硕士学位。徐海峰先生历任景瑞地产重庆公司副总经理、公司人力行政总监、总裁助理、常务副总裁等职务；2018年6月22日起，出任公司执行董事兼总经理。

截至2020年底，公司拥有在职员工共3017人。从职务上看，管理人员占员工总数的3.98%，营销人员占员工总数的11.27%，工程技术人员占员工总数的8.68%，投资人员占员工总数的2.45%，物业管理人员占员工总数的60.23%，其他人员占员工总数的13.39%；从学历上看，研究生及以上学历占员工总数的13.37%，大学本科学历占员工总数的55.01%，大学专科学历占员工总数的25.69%，大专以下学历占员工总数的5.92%²。

4. 企业信用记录

根据公司提供其本部的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：913100001331534143），截至2021年4月8日，公司已结清和未结清信贷记录中，无关注类和不

¹ 定制空间即利用互联网科技，通过 O2O 平台收集客户需求，并采用大数据分类的方式，从土地定位、建筑设计、空间格局，到小区整体配置及周边布局进行定制。让客户通过交互式体验，参与到整个产品建造的过程，满足客户对住所更多元化的生活需求

和对生活品质更高阶段的诉求。

² 合计占比超过 100%主要系四舍五入所致。

良类信贷信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构较完善，可以适应公司规范经营和不断发展。

公司按照《公司法》等有关法律，以及现代企业制度要求，制订了《公司章程》并建立了由股东会、执行董事、经理层组成的法人治理结构体系，并确立了股东会、执行董事、经理层在决策、执行、监督等方面的职责权限、程序以及应履行的义务，形成了权力机构、决策机构、经营机构和监督机构科学分工、各司其责、相互制衡的治理结构。

根据《公司章程》，公司不设董事会，设执行董事1名，任期三年，由股东会选举产生。执行董事职责包括执行股东会的决议，决定公司的经营计划和投资方案，制定公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设总经理1名，由股东会聘任或者解聘。执行董事可以兼任总经理，总经理每届任期三年。经理对股东会负责，全面负责公司的生产经营管理工作。

公司不设监事会，设监事1人，由股东会选举产生，任期每届三年。执行董事、高级管理人员不得兼任监事。监事主要对公司财务以及执行董事、高级管理人员履行职责的合法合规性进行有效监督，并发表独立意见。

2. 管理水平

公司建立了较为完整的管理制度，公司管理制度体系能够适应公司现阶段的发展要求，整体运作规范，公司综合管理水平较高。

截至2020年底，公司内设投资发展中心、工程管理与技术中心、市场研发及品牌管理中心、运营管理中心、财务管理中心、客户服务中心和

人力行政中心；公司的全资及控股子公司参照本部的部门设置也建立了相应的职能部门。公司采取本部、城市公司、项目公司三级管控体制进行日常管理，其中城市公司为虚拟主体，人员由各城市区域内的项目公司总经理构成，城市公司拥有多项日常决策权。公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

预算管理和经营计划管理方面，公司制定了预算管理流程，明确了公司各级对预算编制及调整的职责，以保证公司经营目标和经营计划的实现。由公司运营管理中心明确主要经营指标，财务管理中心明确各项预算目标，各城市公司根据预算目标与经营规划、业务计划编制预算。包括年度预算、半年度预算调整、日常预算调整以及预算执行偏差的考核流程。

成本管理方面，公司制定了详细的成本管理流程以确保所有项目开发成本控制流程规范且成本控制在可控范围内。公司制定了《标准化产品线配置标准》《限额设计体系》《成本指导意见书流程》等，求各部门按照可研测算的利润率目标进行后续工作。采购控制方面，公司采用直接采购和招标采购的方式，通过制定《招标管理流程》以保证选择满足并适合项目开发的供应商，有效控制项目造价成本。对于需要招标的，城市公司需提交申请报告，经公司成本管理部审批通过，按发展公司战略供应商的要求发展合适供应商。

资金管理方面，公司制定了现金管理制度、备用金管理制度、银行存款制度等资金存量管理制度，资金调拨管理制度、收款管理制度等资金流量管理制度以及银行融资管理制度以提高资金管理水平，降低资金成本及保证资金的安全，加速资金周转。公司资金管理组对各子公司银行资金实现收支两条线管理，所有可支配资金集中调拨至集团，再由公司根据各子公司资金需求分别划拨至各子公司。另外公司资金管理组还负责资金信息的统筹，各子公司需要向公司报送《资金日报》《月度资金计划》。集团对外融资工作由财务管理中心统一负责，由财务经营和资金管理组经办，各开发类子公司财务

部负责经办各项目公司的融资管理工作。

项目投资方面，公司制定了《项目投资论证流程》，明确了公司项目投资相关岗位的具体职责、项目可行性研究流程与项目投资决策流程，以适应战略发展需要、规范公司在寻找和确定房地产项目或进行相关投资前对其可行性进行科学论证的过程管理，有效规避风险。项目筛选与初判由城市公司根据投资标准和实地调研进行筛选；一手项目由城市公司组织项目可研工作，二手项目由公司投资发展中心组织可研工作；公司投资发展中心统一协调可研事务性事宜；二手项目尽职调查由公司人力行政中心法务组、公司投资发展中心和财务管理中心等相关部门成立工作小组进行尽职调查工作；项目决策阶段由投资决策委员会对项目投资进行报价建议，并对项目投资进行评审表决。

对子公司的管理方面，公司构建了本部、城市公司、项目公司的三级架构体系。在三级架构体系下，公司本部对区域和子公司的授权和职

责划分坚持不相容职责分离原则；公司将权责下放至城市公司，并由各职能部门统一制订制度，对城市公司进行专业指导；并通过内部审计、专业检查、项目巡查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。

对外担保方面，公司明确规定担保业务评审、批准、执行等环节的控制要求，对担保业务进行控制。公司除因住宅销售业务对部分业主提供按揭担保外及对关联公司提供担保外，不对外（非关联公司）提供担保。

七、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要由售房收入构成，其他收入占比有所提高；公司营业收入随售房收入连续增长，利润总额随投资收益波动下降。近三年，公司综合毛利率波动增长。

表 5 2018—2020 年公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
售房收入	93.02	92.44	20.07	110.42	91.83	18.95	115.38	88.98	18.22
房租收入	0.94	0.94	82.98	2.02	1.68	48.02	2.17	1.68	52.53
物业管理收入	4.01	3.98	10.97	4.52	3.76	25.22	5.33	4.11	23.83
装修收入	0.86	0.85	58.14	1.07	0.89	65.42	1.64	1.26	52.34
其他	1.80	1.79	84.44	2.21	1.84	84.16	5.14	3.97	83.74
合计	100.63	100.00	21.78	120.24	100.00	21.29	129.66	100.00	22.06

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

公司业务包括住宅开发与销售和物业管理等。在地产开发业务中，公司主要采取合作开发模式，合作对象包括招商局蛇口工业区控股股份有限公司、重庆龙湖企业拓展有限公司、华远地产股份有限公司和正荣地产控股股份有限公司等；合作开发可以降低公司资金压力，但合作项目较多加大了公司的项目和资金管理难度。

公司主要通过招拍挂和收并购方式获取土地，并采取高周转模式加快去化，有利于公司快速回收资金，但未开工土储保持较低，需关注其

补库存压力。

公司业务布局上以长三角区域为主，聚焦核心城市群，包括长三角区域、环渤海区域和中西部区域，坚持“一二线核心城市与都市圈”的布局策略，已进入北京、上海、苏州、杭州、南京、宁波、重庆、武汉和天津等一线及强二线城市。主要布局于热点城市降低了公司项目的去化难度，但导致公司毛利率较低。

2018—2020年，受益于房地产结转收入持续增长，公司营业收入逐年增长，年均复合增长

13.52%；公司营业成本亦持续增长，年均复合增长13.31%。2018—2020年，公司利润总额波动下降，年均复合下降6.79%，主要系投资收益波动下降所致。

从营业收入构成情况来看，住宅开发和销售是公司的核心业务，2018—2020年售房收入在公司营业收入中的占比有所下降，但仍保持在85%以上。具体来看，2018—2020年，公司售房收入连续增长，年均复合增长11.37%，主要系并表项目结转增加所致。公司物业管理收入仍为公司第二收入来源，包括景瑞物业平台承接的多种物业的物业服务收入，伴随物业服务面积增长，公司物业管理收入逐年增长。公司房租业务、装修业务和其他业务收入占比不高，可为公司营业收入提供一定补充。

从毛利率情况来看，售房业务毛利率水平对公司盈利规模的影响较大。2018—2020年，公司售房业务毛利率持续下降，主要系项目分摊资本化利息以及部分二手收购项目产生的较高的收购溢价在结转时摊销所致，整体看公司售房业务毛利率不高。2018—2020年，公司物业管理业务毛利率波动增长。其中2018年公司物业管理业务毛利率较低，主要系2018年会计核算口径为收付实现制，且拓展项目较多前期成本较高所致；2019年和2020年物业管理业务毛利率会计核算口径为权责发生制，同时前期拓展项目陆续实现收入。综上，公司综合毛利率波动增长。

2. 业务运营

(1) 土地储备

截至2020年底，公司土地储备主要位于经济发达的一二线城市，质量较好，但面临补库存需求；除部分一线城市土地获取成本较高外，公司整体土地获取成本较低。

2019年，公司考虑到市场风险及项目净利润率，拿地数量有所减少；2020年，公司拿地数量有所上升，获取的土地主要位于一二线核心城市。2020年，公司通过招拍挂和收并购方式共

获取15块土地，其中招拍挂9块、收并购6块；新增土地分布在常州、扬州、苏州、杭州等长三角地区，以及重庆和天津等地区。2020年，公司整体土地获取成本处于较低水平，地价较高的项目主要位于杭州和无锡等土拍市场竞争较激烈的热点城市。

表6 2018—2020年公司土地获取情况

取得时间	拿地数量 (块)	权益购地支出 (亿元)	土地占地面积 (万平方米)
2018年	21	90.88	80.24
2019年	10	43.90	43.02
2020年	15	87.63	75.32

注：上表数据为全口径数据

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司土地储备（详见附件1-1）总建筑面积（统计口径为已完工项目剩余未结转建筑面积和在建、拟建项目全盘规划建筑面积）为482.58万平方米，权益土地储备面积为273.32万平方米；其中公司拟建项目规划建筑面积为65.75万平方米，相对于公司近年来新开工面积规模较小，公司面临补库存需求。从土地储备布局来看，公司土地储备主要位于武汉（占20.10%）、天津（占19.25%）、苏州地区（占10.43%）和南京（占8.55%）等。公司的土地储备主要位于经济发达的一二线城市，土地储备质量较好，但在北京等一线城市土地获取成本偏高。

(2) 房产开发情况

公司在建房地产项目主要分布于天津、武汉以及长三角地区，以二线城市为主；截至2020年底，公司在建项目面积及投资规模较大，考虑到公司货币资金较充裕，公司资金支出压力尚可。

公司根据项目开工计划进行建设。从项目开发数据来看，2018—2020年新开工面积波动下降。其中，2019年，公司新开工面积较上年下降58.72%至113.29万平方米，主要系公司当年拿地有所减少，调整开发节奏所致；2020年，公司新开工面积较上年增长29.14%至146.30万平方米，主要系公司2019年下半年和2020年拿地增加，新开工面积增加所致。2018—2020年，公司

竣工面积持续增长。受上述因素影响，截至2020年底，公司在建项目面积为353.08万平方米，公司仍保持较大的期末在建面积规模。

表 7 2018—2020 年公司主要开发数据情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
开工数量（个）	17	7	10
新开工面积（万平方米）	274.47	113.29	146.30
竣工面积（万平方米）	100.02	120.83	159.38
期末在建面积（万平方米）	373.70	366.16	353.08

注：1. 2018年数据口径为公司操盘项目，2019年及2020年数据为全口径；2. 当期期末在建面积=上期期末在建面积+当期新开工面积-当期竣工面积
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至2020年底，公司在建项目（详见附件1-2）总建筑面积为492.97万平方米。从地域分布来看，公司在建项目主要分布在天津、武汉，以及苏州、杭州、南京等长三角地区，以二线城市为主。从投资情况来看，截至2020年底，公司在建项目规划总投资额为605.20亿元，已投资408.25亿元，未来尚需投资196.95亿元，其中未来权益尚需投资103.54亿元（截至2020年底，公司非受限货币资金为110.40亿元），公司资金支出压力尚可。

（3）房产销售情况

2018—2020年，公司房地产签约销售面积和金额均波动增长，销售回款情况良好；公司在售项目以一二线城市为主，整体去化情况良好，但仍存在补库存需求。

表 8 2018—2020年公司房地产销售情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
签约销售面积 （万平方米）	107.88	120.64	114.83
签约销售金额（亿元）	231.64	249.23	245.56
签约销售均价 （元/平方米）	21472.01	20658.99	21384.66
回款率（%）	91.00	94.40	90.70
结转面积（万平方米）	89.03	56.84	52.01
结转收入（亿元）	93.02	114.42	115.38
平均结转价格	10448.16	20130.19	22184.20

表 9 截至 2020 年底公司在建项目销售情况（单位：万平方米、%）

区域	项目名称	总可售面积	已售面积	尚余可售面积	去化率	权益占比
上海	松江区中山街道 SJC10010 单元 37-01 号	2.22	0.00	2.22	0.00	100.00

（元/平方米）			
注：1. 签约销售口径为全口径；2. 签约销售均价=签约销售金额/签约销售面积，平均结转价格=结转收入/结转面积 资料来源：公司提供			

从销售模式来看，公司主操盘项目基本为自主销售，代理模式较少；对于合作开发项目，公司会和合作方销售团队共同销售。从销售业绩来看，2018—2020年，公司全口径签约销售面积和金额均波动增长。其中2020年公司签约销售面积和签约销售金额均同比下降，主要系受2020年初疫情影响所致。2018—2020年，公司签约销售均价波动下降，销售区域仍为一二线核心城市。2018—2020年，公司销售回款率均保持在90%以上，处于较高水平。从结转情况来看，受公司转型升级，基金化和合作项目增多影响，当期结转合并范围内的项目减少，近三年结转面积逐年下降。2018—2020年，公司结转收入逐年增长，主要系结转的项目售价较高所致。随着一二线城市结转金额占比的增加，公司平均结转价格不断提高。

截至2020年底，公司在建项目总可售面积（已剔除售完项目）为328.90万平方米，尚余可售面积为163.23万平方米，可以满足公司未来一年多的销售需要；公司剩余可售面积一般，存在补库存需求。从去化进度看，截至2020年底，公司在建项目整体去化情况较好，部分项目去化率较低，主要系项目尚未或取得预售证时间点较晚所致。从具体项目来看，“苏州·太仓新湖项目（广州路北地块）”去化率较低，主要系太仓市场尚处于上升期，新湖板块回暖较慢，且该项目为竣备销售所致；“天津·塘沽湾03-51号地块*”和“天津·塘沽湾03-54号地块*”去化相对不高，但去化情况符合公司投资预期，未来将按公司整体去化节奏进行销售，推出更多市场接受度较高的刚需房型；“天津景瑞·海蓝城（咸水沽05#地块）*”整盘去化不高，但该项目在咸水沽板块销售良好，公司已加快项目去化。

杭州	杭州景瑞·镜溪绿汀（未来科技城）	5.72	5.25	0.47	91.78	60.00
	杭州景瑞·崇贤向阳4号地块	7.54	5.98	1.56	79.31	51.00
	杭州景瑞·萧山宁围地块	5.45	1.00	4.45	18.35	100.00
	杭州景瑞·悦见山（临平山北）*	15.24	15.21	0.03	99.80	13.00
南京	南京景瑞·熙棠府（六合G18）*	9.26	0.28	8.98	3.02	50.00
	南京·浦口G35	20.96	12.06	8.9	57.54	30.00
苏州地区	苏州景瑞·常熟时光里（虞悦广场二期）*	9.06	0.00	9.06	0.00	80.00
	苏州·常熟江南府邸*	35.44	15.79	19.65	44.55	33.00
	太仓城厢15-2项目	5.13	1.22	3.91	23.78	33.00
	苏州·太仓新湖项目（广州路北地块）	6.41	0.37	6.04	5.77	100.00
天津	天津·塘沽湾03-51地块	6.35	0.47	5.88	7.40	51.00
	天津·六和茗著（团泊西14#地块）*	4.29	4.19	0.10	97.67	33.00
	天津景瑞·海蓝城（咸水沽05#地块）*	19.7	11.20	8.50	56.85	49.00
	天津·鲲栖府（海上国际）*	38.38	32.25	6.13	84.03	20.00
	天津·塘沽湾6号	6.38	6.21	0.17	97.34	50.00
	天津·塘沽湾03-54地块	7.04	0.96	6.08	13.64	49.00
武汉	武汉景瑞·天赋滨江（大洲村K4地块）	40.1	21.87	18.23	54.54	40.00
	武汉蔡甸079地块	19.4	5.41	13.99	27.89	30.00
	武汉蔡甸080地块	7.53	3.63	3.9	48.21	60.00
重庆	重庆九龙园项目（重庆景瑞江山御府）	10.32	0.35	9.97	3.39	54.00
合肥	豪门金帝项目	24.71	21.97	2.74	88.91	50.00
扬州	扬州广陵汤汪中学地块	3.81	0.00	3.81	0.00	100.00
无锡	无锡滨湖2020-42号地块	4.21	0.00	4.21	0.00	100.00
常州	常州武进区聚湖路北侧地块	14.25	0.00	14.25	0.00	100.00
合计		328.90	165.67	163.23	50.37	--

注：带*项目为公司与第三方合作开发的非并表项目

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 其他业务

2018—2020年，公司物业管理、租赁等业务收入稳定增长，为公司营业收入提供一定补充。

除房地产开发与销售外，公司还涉及物业管理和租赁等业务。公司物业管理收入包括景瑞物业平台承接的多种物业的物业服务收入。2018—2020年，公司物业管理收入逐年增长，年均复合增长15.29%，主要系物业服务面积增长所致。公司房租收入为景瑞不动产平台中长期公寓对外出租所产生的租金收入及若干其他已竣工物业产生的经营性收入。2018—2020年，公司房租收入逐年增长，年均复合增长51.94%，主要系长租公寓陆续开业及持有物业租金收入增加所致。此外，公司装修收入为公司提供的定制化装修服务收入，随着公司在建项目的扩大，装修收入不断增长，年均复合增长38.09%。公司其他业务收入（包括营销品牌费收入、基金管理

费收入和股东管理费收入）不断增长，年均复合增长68.98%。其中2020年公司其他业务收入增长较快，主要系华江项目剩余部分土地的一级平整，政府收储收入增加所致。公司物业管理、租赁等业务为公司营业收入提供一定补充。

4. 经营效率

公司整体经营效率处于中上水平。

2018—2020年，公司存货周转次数分别为0.50次、0.52次和0.44次，总资产周转次数分别为0.27次、0.27次和0.26次。其中，2020年上述指标均有所下降，主要系公司存货规模增长所致。与同行业上市公司相比，2020年公司经营效率处于中上水平。

表 10 2020 年同行业公司经营效率对比情况

企业简称	存货周转（次）	合同负债/存货	总资产周转（次）
荣安地产	0.22	0.50	0.21

迪马股份	0.37	0.47	0.28
珠江股份	0.10	0.26	0.09
冠城大通	0.41	0.09	0.36
景瑞地产	0.44	0.39	0.26

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind
数据来源：Wind

5. 未来发展

公司发展战略明确，有利于公司未来保持健康发展，需关注公司未来补库存情况。

2021年，在房地产开发方面，公司将继续聚焦长三角地区的重点城市及环都市圈的三四线、成渝地区和武汉等地区，稳定发展，提高区域内品牌知名度和客户满意度。土地获取方面，公司计划在2021年新增总货值约500亿元，通过招拍挂、收并购等多元方式获取土地，积极合作并通过基金化模式进行项目拓展。物业管理方面，公司拟分拆物业公司上市；自持物业方面，公司未来将重点发展轻资产运营模式，积极与境外知名基金合作，盘活公司现有资产。

此外，股东景瑞控股通过优钺资管、景瑞地产、景瑞不动产、景瑞服务和合福资本五大平台，推动公司由传统开发商向资产管理服务商转型。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2018—2020年的合并财务报表已经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，众华会计师事务所（特殊普通合伙）均出具了标

准无保留的审计意见。公司经审计的财务报表按照最新《企业会计准则》编制。从合并范围变化来看，截至2018年底，公司纳入合并范围的子公司共277家，合并范围较上年增加了83家子公司，减少了7家子公司；截至2019年底，公司纳入合并范围的子公司共305家，合并范围较上年增加了39家子公司，减少了11家子公司；截至2020年底，公司纳入合并范围的子公司共375家，较年初增加81家，减少12家。公司合并范围新增子公司数量较多，但主营业务未发生变化，财务可比性较强。

截至2020年底，公司合并资产总额556.78亿元，所有者权益156.19亿元（含少数股东权益85.04亿元）；2020年，公司实现营业收入129.66亿元，利润总额17.87亿元。

2. 资产质量

2018—2020年，公司资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主；流动资产中货币资金充足，以房地产开发项目为主的存货占比较高；公司受限资产规模一般，资产质量尚可。

2018—2020年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长13.75%。截至2020年底，公司合并资产总额556.78亿元，较上年底增长22.68%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占85.76%，非流动资产占14.24%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 11 2018—2020 年公司资产主要构成情况

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	360.76	83.84	375.20	82.67	477.50	85.76
货币资金	125.33	34.74	117.57	31.33	134.30	28.13
其他应收款（合计）	41.49	11.50	47.25	12.59	51.86	10.86
存货	177.59	49.23	184.24	49.10	270.09	56.56
非流动资产	69.52	16.16	78.67	17.33	79.28	14.24
投资性房地产	36.79	52.92	42.81	54.41	44.64	56.30
长期股权投资	14.32	20.60	21.64	27.50	22.17	27.96
资产总额	430.28	100.00	453.87	100.00	556.78	100.00

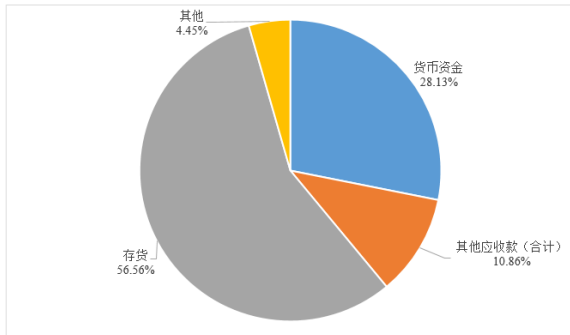
注：流动资产和非流动资产的占比指在资产总额中的占比；货币资金、其他应收款（合计）和存货的占比指在流动资产中的占比；投资性房地产和长期股权投资的占比指在非流动资产中的占比

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

2018—2020 年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 15.05%。截至 2020 年底，公司流动资产 477.50 亿元，较上年底增长 27.27%，主要系存货和货币资金增加所致。公司流动资产构成情况如下图所示。

图 2 截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2018—2020 年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长 3.52%。截至 2019 年底，公司货币资金为 117.57 亿元，较年初下降 6.20%，主要系公司偿还债务所致。截至 2020 年底，公司货币资金 134.30 亿元，较上年底增长 14.24%，主要系销售回款增加所致。公司货币资金主要由银行存款构成（占 82.06%）。公司货币资金中有 23.90 亿元受限资金，受限比例为 17.80%，其中存单质押 21.82 亿元（占 91.30%）、资金监管户 2.08 亿元（占 8.70%），受限程度一般。

表 12 截至 2020 年底公司其他应收款前五名情况
(单位：亿元、%)

名称	金额	账龄	占总额比重	款项性质
武汉新飞轮地产集团有限公司	7.97	1 年以内	14.73	合作方股东与项目公司往来
天津滨海高新技术产业开发区土地储备中心	4.17	1 年以内	7.71	土地保证金
上海锴垚企业管理有限公司	3.90	2 年以内	7.22	关联方往来
安徽省文一建筑安装有限公司	3.62	1 年以内	6.68	合作方股东与项目公司往来
杭州腾顺房地产开发有限公司	2.68	1 年以内	4.96	合作方股东与项目公司往来

³为公司以往来款形式，对非并表合作项目的开发资金投入；以及并表合作项目实现销售回款后的盈余资金，按合作方持股比例支

司				
合计	22.35	--	41.30	--

资料来源：公司审计报告

公司其他应收款为公司和合作方共同向项目公司提供的临时用于支付项目前期建设的资金，以及非并表项目公司借予项目公司的款项。2018—2020 年末，公司其他应收款（合计）持续增长，年均复合增长 11.79%。截至 2020 年底，公司其他应收款（合计）51.85 亿元，较上年底增长 9.73%，较上年变化不大。截至 2020 年底，公司其他应收款主要为往来款³（占 68.19%）和保证金及押金（占 31.01%）等。公司其他应收款按账龄看，以一年以内到期的为主（占 67.74%）。公司其他应收款欠款金额前五名占比为 41.30%，集中度较高。其他应收款计提坏账准备 2.68 亿元，计提比例为 4.95%。

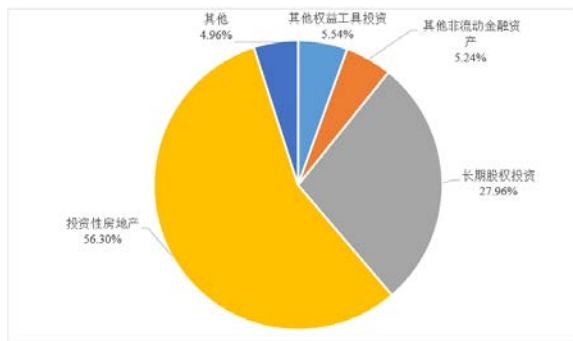
2018—2020 年末，公司存货持续增长，年均复合增长 23.32%。截至 2020 年底，公司存货 270.09 亿元，较上年底增长 46.60%，主要系公司拿地增加，在建项目增加所致。其中，开发成本占 87.65%、开发产品占 11.82%、外购商品占 0.53%。公司存货规模较大，分布于武汉、杭州、重庆、天津、上海等一二线城市以及位于长三角的常州、扬州、宁波等三线城市。截至 2020 年底，公司存货中对开发产品计提跌价准备合计 0.93 亿元，主要针对“台州景瑞·枫云府”项目（主要计提政府回购部分，政府回购价格低于公司建设支出所致，但项目整体为盈利状态）以及“天津景瑞·塘沽湾壹号”和“天津景瑞·海教园”等项目中的车位进行计提减值。

(2) 非流动资产

非流动资产方面，2018—2020 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 6.79%。截至 2020 年底，公司非流动资产 79.28 亿元，较上年底增长 0.78%。公司非流动资产构成情况如下图所示。

付给合作方的经营性往来款

图3 截至2020年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司长期股权投资为对合联营企业的投资，全部按权益法进行核算。2018—2020年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长24.43%。截至2020年底，公司长期股权投资22.17亿元，较上年底增长2.46%，变化不大。公司长期股权投资单位主要为南京悦盛房地产开发有限公司、宁波景丰置业有限公司、阳菱光辉（天津）房地产开发有限公司和南京善盛房地产开发有限公司等合联营房地产企业。其中合联营企业中主要合作方房企包括招商局蛇口工业区控股股份有限公司、重庆龙湖企业拓展有限公司、华远地产股份有限公司和正荣地产控股股份有限公司等。2020年，权益法核算的长期股权投资收益为0.91亿元。

2018—2020年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长10.15%。截至2020年底，公司投资性房地产44.64亿元，较上年底增长4.27%，较上年底变化不大。公司投资性房地产主要分布在北京和上海等一线城市，物业类型以办公物业为主。公司投资性房地产全部按公允价值计量，当期公允价值变动为0.43亿元，对公司利润总额影响较小。

截至2020年底，公司受限资产账面价值合计108.78亿元，资产受限比例为19.54%，受限比例一般。

表13 截至2020年底公司资产受限情况

(单位：亿元、%)

受限资产	账面价值	占资产的比重	受限原因
货币资金	23.90	4.29	借款质押及项目保证金
存货-已完工物业	3.29	0.59	借款抵押

存货-土地	62.27	11.18	借款抵押
投资性房地产	19.32	3.47	借款抵押
合计	108.78	19.54	--

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司部分子公司存在股权被质押的情况，具体如下表所示。

表14 截至2020年底公司股权质押情况

(单位：%)

子公司名称	所持子公司股权受限比例	受限原因
常熟市江南中盈房地产置业有限公司	100	借款抵押
常熟市江南国泰房地产置业有限公司	100	借款抵押
安徽省文一投资控股集团滨城置业有限公司	100	借款抵押
上海煜耀企业管理咨询有限公司	100	借款抵押
上海偲邑物业管理有限公司	100	借款抵押
上海偲筱物业管理有限公司	100	借款抵押
上海偲喆物业管理有限公司	100	借款抵押
上海昀垚物业管理有限公司	100	借款抵押
上海昀晔物业管理有限公司	100	借款抵押
上海恒漾物业管理有限公司	100	借款抵押
上海翊恒物业管理有限公司	100	借款抵押
上海熠晟物业管理有限公司	100	借款抵押
武汉瑞毅弘房地产开发有限公司	100	借款抵押
武汉盈锦嘉园房地产开发有限公司	100	借款抵押
上海景祥置业有限公司	100	借款抵押

资料来源：公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益持续增长，但未分配利润和少数股东权益占比较大，权益稳定性一般。随着公司合作开发项目和基金化项目的增加，需关注合作开发项目可能存在的风险。

2018—2020年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长19.88%。截至2020年底，公司所有者权益156.19亿元，较上年底增长15.95%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为45.55%，少数股东权益占比为54.45%，少数股东权益占比较高。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综

合收益、盈余公积和未分配利润分别占 10.38%、2.96%、1.33%、1.10%和 29.79%。公司少数股东权益和未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。随着公司合作开发项目和基金化项目的增加，需关注合作开发过程中项目建设、资金管理和成本方面可能存在的风险。

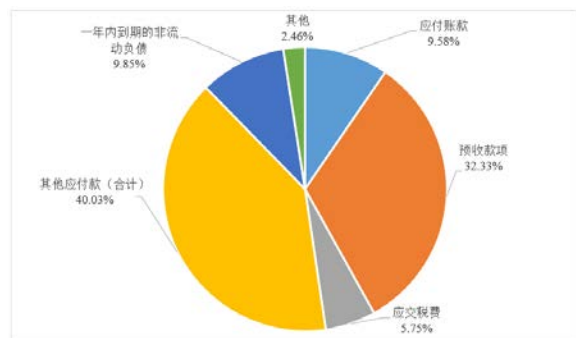
（2）负债

公司整体债务规模波动增加，债务结构合理，以长期债务为主；整体看，公司债务负担较轻，2021 年集中偿付压力尚可。

2018—2020 年末，公司负债规模波动增长，年均复合增长 11.61%。截至 2019 年底，公司负债合计 319.16 亿元，较年初下降 0.76%。截至 2020 年底，公司负债总额 400.59 亿元，较上年底增长 25.51%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 80.48%，非流动负债占 19.52%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2018—2020 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 21.12%。截至 2020 年底，公司流动负债 322.42 亿元，较上年底增长 31.67%，主要系预收款项和其他应付款增加所致。公司流动负债构成情况如下图所示。

图 4 截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2018—2020 年末，公司短期借款波动下降，年均复合下降 37.13%。截至 2019 年底，公司短期借款 21.70 亿元，较年初增长 40.46%，主要系公司经营所需资金增加所致。截至 2020 年底，公司短期借款 6.10 亿元，较年初下降 71.89%，主要系公司改善债务结构，减少短期借款所致。公司短期借款由质押借款（占 34.43%）、信用借

款（占 0.98%）和抵押借款（占 64.59%）构成。

公司应付账款主要为应付工程款，根据工程进度进行结算。2018—2020 年末，公司应付账款波动下降，年均复合下降 11.12%。截至 2019 年底，公司应付账款为 43.84 亿元，较年初增长 12.14%。截至 2020 年底，公司应付账款 30.88 亿元，较上年底下降 29.55%。公司应付账款中，1 年以内的占 56.98%，1~2 年的占 15.25%，2~3 年的占 22.60%，3 年以上的占 5.18%。

公司预收款项主要为预收售房款。2018—2020 年末，公司预收款项持续增长，年均复合增长 57.15%。截至 2020 年底，公司预收款项 104.25 亿元，较上年底增长 54.36%。

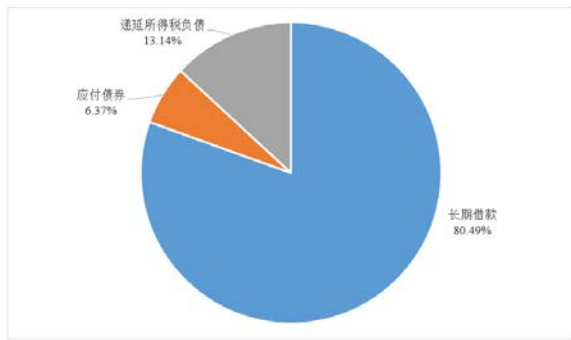
2018—2020 年末，公司应交税费持续增长，年均复合增长 43.41%。截至 2020 年底，公司应交税费 18.55 亿元，较上年底增长 52.43%，主要系土地增值税增加所致。

公司其他应付款包括合作开发项目中的股东借款和往来款。2018—2020 年末，公司其他应付款（合计）波动增长，年均复合增长 14.51%。截至 2020 年底，公司其他应付款（合计）129.06 亿元，较上年底增长 43.73%，主要系公司加大与其他非关联方地产公司成立合作开发项目所致。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 55.56%。截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 31.74 亿元，较上年底增长 265.71%，主要系公司将“16 景瑞 01”从应付债券转入本科目所致。“16 景瑞 01”已于 2021 年 3 月 17 日兑付并到期摘牌。

2018—2020 年末，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 12.37%。截至 2019 年底，公司非流动负债为 74.31 亿元，较年初下降 27.01%，主要系长期借款减少所致。截至 2020 年底，公司非流动负债 78.18 亿元，较上年底增长 5.21%，较上年变化不大。公司非流动负债构成情况如下图所示。

图 5 截至 2020 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2018—2020 年末，公司长期借款波动下降，年均复合下降 0.83%。截至 2019 年底，公司长期借款为 40.57 亿元，较年初下降 36.60%，主要系公司于 2019 年下半年新获取项目较少，新项目所需长期借款减少，同时公司控制借款规模，对部分借款进行提前偿还等原因共同影响所致。截至 2020 年底，公司长期借款 62.92 亿元，较上年底增长 55.11%，主要系公司优化债务结构，增加长期借款所致。公司长期借款主要由抵押借款（47.27 亿元）构成。从期限分布看，公司长期借款到期期限分布较为平均，集中偿付压力尚可。

表 15 截至 2020 年底公司应付债券情况

债券简称	证券代码	发行规模	期末余额	发行时间	到期时间
19 景瑞 01	151925.SH	5.00 亿元	5.00 亿元	2019/08/06	2024/08/07

资料来源：Wind

2018—2020 年末，公司应付债券持续下降，年均复合下降 54.86%。截至 2020 年底，公司应付债券 4.98 亿元，较上年底下降 75.16%，主要系公司将一年内到期的公司债券“16 景瑞 01”转入一年内到期的非流动负债所致。此外，截至 2021 年 4 月底，以公司业务在香港联交所上市的景瑞控股在境外发行债券余额合计 13.02 亿美元（按照 2021 年 4 月 30 日中国人民银行授权中国外汇交易中心 1 美元对人民币 6.47 元进行换算，折合人民币约为 84.24 亿元）。对于境外债券部分，景瑞控股将统筹资金到期兑付或根据窗口期发行新债进行置换。

表 16 截至 2021 年 4 月底景瑞控股存续美元债券情况

债券简称	发行规模 (亿美元)	期末余额 (亿美元)	起息日	到期日
景瑞控股 10.875% N20211004	2.00	1.95	2019/04/04	2021/10/04
景瑞控股 12% N20220725	2.60	2.60	2019/07/25	2022/07/25
景瑞控股 12.75% N20220311	1.90	1.90	2020/03/11	2022/03/11
景瑞控股 12% N20220926	1.50	1.50	2020/06/26	2022/09/26
景瑞控股 14.5% N20230219	2.40	3.50	2020/11/19	2023/02/19
景瑞控股 12.5% N20231026	1.10			
景瑞控股 12.5% N20231026	1.57	1.57	2021/04/26	2023/10/26

资料来源：Wind

2018—2020 年末，公司递延所得税负债波动下降，年均复合下降 12.33%。截至 2019 年底，公司递延所得税负债为 13.69 亿元，较年初增长 2.43%，主要系公司应纳税暂时性差异增加所致。截至 2020 年底，公司递延所得税负债 10.27 亿元，较上年底下降 24.96%，主要系公允价值变动所致。

有息债务方面，2018—2020 年，公司全部债务波动下降，年均复合下降 5.52%。其中截至 2019 年底，公司全部债务为 96.16 亿元，较年初下降 21.62%，主要系偿还债务所致。截至 2020 年底，公司全部债务 109.53 亿元，较上年底增长 13.90%，主要系融资需求增加所致。截至 2020 年底，公司全部债务中，短期债务 41.62 亿元（占 38.00%），长期债务 67.91 亿元（占 62.00%），以长期债务为主。从债务指标看，2018—2020 年，公司资产负债率呈波动下降态势；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续下降。整体看，公司债务负担仍属较轻。公司统计的全部债务期限分布如下表所示。截至 2020 年底，公司 2021 年到期债务为 41.62 亿元，但考虑到一年内到期债务中“16 景瑞 01”（15 亿元）已于 2021 年 3 月 17 日兑付，公司 2021 年集中偿付压力尚可。此外景瑞控股美元债于 2021 年到期金额为 1.95 亿美元（折合人民币 12.62 亿元）。

表 17 截至 2020 年底公司全部债务期限分布情况（单位：亿元）

时间	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	其他应付款中的有息债务	合计
2021 年	6.10	1.45	31.74	0.00	0.00	2.33	41.62
2022 年	0.00	0.00	0.00	17.01	4.98	0.00	21.99
2023 年	0.00	0.00	0.00	35.64	0.00	0.00	35.64
2024 年及以后	0.00	0.00	0.00	10.28	0.00	0.00	10.28
合计	6.10	1.45	31.74	62.93	4.98	2.33	109.53

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

近三年，随着房地产结转收入的增长，公司营业收入持续增长；公司利润总额受投资收益波动下降的影响而波动下降；公司盈利能力有所下降。

2018—2020 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 13.52%；2020 年，公司实现营业收入 129.66 亿元，同比增长 7.84%，主要系房地产结转收入增加所致。2018—2020 年，公司营业成本持续增长，年均复合增长 13.31%；2020 年公司营业成本 101.06 亿元，同比增长 6.79%。2018—2020 年，公司利润总额波动下降，年均复合下降 6.79%，主要系投资收益波动下降所致。

从期间费用看，2018—2020 年，公司费用总额持续下降，年均复合下降 7.73%。2019 年，公司期间费用为 7.31 亿元，同比下降 14.74%，主要系财务费用减少所致。2020 年，公司期间费用为 7.30 亿元，同比下降 0.14%，同比变化不大。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 48.62%、67.99%、0.29%和-16.90%。2020 年，公司销售费用为 3.55 亿元，同比下降 7.15%，主要系宣传费和物业费减少所致；管理费用为 4.96 亿元，同比增长 11.49%，主要系工资及福利费增加所致；财务费用为-1.23 亿元，为负值，主要系公司资本化利息支出增加，且利息收入增加所致。

从利润构成看，2018—2020 年，公司投资收益波动下降，年均复合下降 13.06%；2019 年，公司投资收益为 3.52 亿元，同比下降 34.95%，主要系可供出售金融资产收益、基金理财产品收益和委托贷款投资收益减少所致。2020 年，公司实现投资收益 4.09 亿元，同比增长 16.21%，

主要系股权处置所致。2018—2020 年，公司投资收益占营业利润比重分别为 26.23%、21.62%和 23.35%，对营业利润影响较大。公司投资收益主要为合作开发的非并表项目按股权比例确认的份额，具有一定持续性，但受合作项目是否结转的影响较大。2018—2020 年，公司公允价值变动收益持续下降，年均复合下降 80.24%，主要系投资性房地产评估值下降所致。2018—2020 年，公司公允价值变动收益占营业利润比重分别为 28.00%、6.70%和 1.29%，对营业利润的影响逐渐减小。

盈利指标方面，2018—2020 年，公司营业利润率分别为 19.53%、16.93%和 17.81%，波动增长，主要系公司结转项目售价不同所致；公司总资产收益率分别为 6.91%、5.67%和 5.30%，净资产收益率分别为 13.01%、8.91%和 8.48%，均呈持续下降态势，主要系公司所有者权益规模不断扩大所致。从同行业对比来看，公司盈利指标处于行业中下水平，公司盈利能力有所下降。

表 18 2020 年同行业公司盈利情况对比（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
荣安地产	26.59	4.33	23.37
迪马股份	20.39	3.59	18.11
珠江股份	35.00	-0.62	-22.20
冠城大通	28.34	4.12	3.95
景瑞地产	22.06	3.25	12.16

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind

数据来源：Wind

5. 现金流

近三年，公司经营活动产生的现金流持续净流入；2020 年投资活动现金流由净流出转为净流入；公司筹资前现金流持续净流入，但考虑

到未来补库存及在建项目持续投入，公司存在一定的筹资需求。

表 19 2018—2020 年公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	185.80	219.93	248.87
经营活动现金流出小计	162.24	193.75	243.20
经营现金流量净额	23.56	26.18	5.67
投资活动现金流入小计	8.89	17.03	11.81
投资活动现金流出小计	26.12	25.47	9.96
投资活动现金流量净额	-17.23	-8.43	1.86
筹资活动前现金流量净额	6.34	17.75	7.52
筹资活动现金流入小计	107.76	76.78	120.81
筹资活动现金流出小计	67.70	124.07	105.97
筹资活动现金流量净额	40.06	-47.28	14.84
现金收入比	65.86	102.43	93.90

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2018—2020 年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长 15.73%，主要系销售回款不断增长所致；同期，公司经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 22.43%。其中购买商品、接受劳务支付的现金分别为 70.80 亿元、71.34 亿元和 117.32 亿元。综上，公司经营活动现金净额分别为 23.56 亿元、26.18 亿元和 5.67 亿元，波动下降。2020 年公司经营活动现金净额同比下降 78.35%，主要系公司 2020 年拿地增加，支付土地款增加所致。

从投资活动来看，2018—2020 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 15.26%，主要系合作开发项目收回资金波动增长所致。同期，公司投资活动现金流出持续下降，年均复合下降 38.26%。综上，公司投资活动现金净额分别为-17.23 亿元、-8.43 亿元和 1.86 亿元。其中 2019 年公司投资活动现金净额同比增加 8.79 亿元，主要系公司 2019 年作为少数股东参与的股权合作开发项目完成交付并进行资金退出，且公司部分不动产平台项目和合福资本投资项目陆续推出导致收回投资收到的现金增

加所致。2020 年公司投资活动现金净额由负转正，主要系 2020 年公司新增项目中并表项目比例有所上升所致。

2018—2020 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 6.34 亿元、17.75 亿元和 7.52 亿元，持续净流入。

从筹资活动来看，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 5.88%，主要系公司借款规模波动增长所致。同期，公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 25.11%，主要系偿还到期债务规模波动增长所致。综上，公司筹资活动现金净额分别为 40.06 亿元、-47.28 亿元和 14.84 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力很强，长期偿债能力尚可，考虑到公司目前在建项目总可售面积较大，未来随着公司在建项目的销售，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司流动比率持续下降，主要系预收款项逐年增长所致；速动比率持续下降，主要系存货不断增长所致。公司流动资产对流动负债的保障程度较高。2018—2020 年，公司现金短期债务比分别为 2.87 倍、3.55 倍和 3.44 倍，现金类资产对短期债务的保障程度很高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 波动下降，主要系利润总额波动下降所致。2018—2020 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.37 倍、1.98 倍和 1.97 倍，持续下降，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可；全部债务/EBITDA 分别为 5.44 倍、5.54 倍和 5.81 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力尚可。

表 20 公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	164.13	153.23	148.10
	速动比率（%）	83.34	77.99	64.33

长期偿债能力指标	经营现金流动负债比 (%)	10.72	10.69	1.76
	现金类资产/短期债务 (倍)	2.87	3.55	3.44
	EBITDA (亿元)	22.55	17.36	18.84
长期偿债能力指标	全部债务/EBITDA (倍)	5.44	5.54	5.81
	EBITDA 利息倍数 (倍)	2.37	1.98	1.97

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司获得银行授信额度 350.12 亿元，已使用额度 84.66 亿元，剩余额度为 265.46 亿元，其中包括工商银行 91.97 亿元的未使用授信额度。

截至 2020 年底，公司不存在涉案金额超过 1000 万元以上的重大未决诉讼事项。

对外担保方面，截至 2020 年底，公司对非

合并范围的关联方提供的累计担保金额合计 15.82 亿元，占 2020 年底合并口径净资产的比重为 10.13%，具体情况如下表所示。截至 2020 年底，公司对外担保的部分企业尚未盈利，未来若被担保企业经营恶化，公司将面临一定或有负债风险。

表 21 截至 2020 年底公司对外担保情况 (单位：万元)

被担保单位名称	担保开始日期	担保到期日期	担保金额	是否为关联企业
上海韬永物业管理有限公司	2019/11/28	2029/11/20	41000.00	是
南京彩程置业有限公司	2018/06/21	2021/05/20	51000.00	是
天津瑞辉房地产开发有限责任公司	2020/03/13	2023/03/12	10020.50	是
南京悦盛房地产开发有限公司	2020/04/30	2023/07/19	10986.14	是
上海沪泰房地产发展有限公司	2020/12/09	2023/12/09	30000.00	是
太仓璟源置业有限公司	2020/11/20	2023/06/16	15210.00	是
合计	--	--	158216.64	--

资料来源：公司提供

7. 母公司财务分析

母公司资产主要为其他应收款和长期股权投资，母公司短期债务占比较大。管理费用和财务费用对母公司利润有较大侵蚀。

截至 2020 年底，母公司资产总额 303.31 亿元，较上年底增长 3.93%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产 282.01 亿元 (占 92.98%)，非流动资产 21.29 亿元 (占 7.02%)。从构成看，母公司资产主要由其他应收款 (合计) (占 89.24%) 和长期股权投资 (占 6.79%) 构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 11.32 亿元。

截至 2020 年底，母公司负债总额 281.53 亿元，较上年底增长 7.23%。其中，流动负债 276.55 亿元 (占 98.23%)，非流动负债 4.98 亿元 (占 1.77%)。从构成看，公司负债主要由其他应付款 (合计) (占 92.88%)、一年内到期的非流动负债 (占 5.33%) 和应付债券 (占 1.77%) 构成。母公司 2020 年资产负债率为 92.82%，较 2019

年提高 2.86 个百分点。截至 2020 年底，母公司全部债务 19.99 亿元。其中，短期债务占 75.09%、长期债务占 24.91%，母公司短期债务占比较高。截至 2020 年底，母公司全部债务资本化比率 47.87%。整体看，母公司债务负担在合理范围内。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 21.77 亿元，较上年底下降 25.68%，主要系未分配利润减少所致。在所有者权益中，实收资本为 16.21 亿元 (占 74.45%)、资本公积合计 3.91 亿元 (占 17.97%)、未分配利润合计 -0.50 亿元 (占 -2.30%)、盈余公积合计 1.71 亿元 (占 7.87%)。

2020 年，母公司营业收入为 0.29 亿元，利润总额为 -2.05 亿元。其中 2020 年公司管理费用和财务费用分别为 1.46 亿元和 0.77 亿元，对公司利润形成较大侵蚀。

现金流方面，截至 2020 年底，公司母公司经营活动现金流净额为 9.32 亿元，投资活动现金流净额 0.24 亿元，筹资活动现金流净额 -16.51

亿元。

九、本次债券偿还能力分析

考虑到公司在长三角地区具有丰富的房地产开发经验和一定的品牌知名度；未来随着公司房地产项目开发推进、实现销售，公司整体收入规模有望增长。公司对本次债券的偿还能力很强。

1. 本次债券的发行对目前债务的影响

截至 2020 年底，公司全部债务为 109.53 亿元，本次拟发行债券规模为 13.50 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度对公司整体负债水平有一定影响。

以 2020 年财务数据为基础，假设募集资金净额为 13.50 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 71.95%、41.22% 和 30.30% 上升至 72.61%、44.06% 和 34.26%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到募集资金拟用于偿还公司债务，本次债券的发行对公司整体债务负担的实际影响小于估计值。

2. 本次债券偿还能力分析

以 2020 年底的相关财务数据为基础，公司 2020 年 EBITDA 为 18.84 亿元，为本次公司债券发行额度（13.50 亿元）的 1.40 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度有待提升；2020 年经营活动产生的现金流入 248.87 亿元，为本次公司债券发行额度（13.50 亿元）的 18.43 倍，对本次债券覆盖程度较高；公司现金类资产 143.03 亿元，为本次债券发行额度（13.50 亿元）的 10.59 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度很高。

十、结论

公司作为聚焦长三角地区的房地产企业，具有丰富的房地产开发经验和一定品牌知名度。公司业务布局聚焦核心城市群，土地储备质量较高；2018—2020 年，公司债务负担较轻、债务

结构良好且授信余额充足。同时，联合资信也关注到公司土地储备面临补库存需求、售房业务毛利率不高和少数股东权益占比较高因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入对本次债券覆盖程度较高，EBITDA 对本次债券覆盖程度有待提升。

公司在建房地产项目充足，未来随着公司存量房地产项目实现销售，公司整体经营状况将保持良好，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本次债券不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件1-1 截至2020年底景瑞地产（集团）有限公司土地储备情况

区域	项目名称	土地储备总建筑面积 (万平方米)	取得方式	取得成本 (亿元)	权益 占比 (%)	楼面价 (万元/平方米)
北京	北京景瑞·三全公寓项目	1.73	收购	23.46	100.00	9.65
	北京景瑞·中关村前海中金项目	0.54	收购	2.15	100.00	3.98
	北京景瑞·新华文化大厦项目	0.43	收购	2.40	50.00	5.58
上海	上海景瑞·城中公园北地块	4.56	收购	2.21	100.00	1.00
	上海景瑞·城中公园南地块		收购	3.71	100.00	0.94
	上海景瑞·法兰云廷	0.24	收购	0.23	100.00	0.96
	上海景瑞·申信大厦	0.34	收购	1.02	100.00	3.00
	上海景瑞·科苑大厦	1.01	收购	3.00	100.00	2.97
	上海景瑞·新梅大厦项目	0.71	收购	1.32	100.00	1.86
	上海景瑞·静安区中山北路项目	0.32	收购	0.81	100.00	2.53
	上海景瑞·黄浦区中山大楼项目	0.30	收购	0.81	100.00	2.70
	上海景瑞·银桥公寓项目	0.89	收购	2.34	100.00	2.63
	上海景瑞·幸福莱	0.49	收购	1.06	100.00	2.16
	上海景瑞·松江地块	3.61	招拍挂	5.89	100.00	1.67
	宝山生活广场	0.68	招拍挂	--	100.00	--
	徐汇新城	0.19	--	--	100.00	--
杭州	杭州景瑞·阳明谷*	0.04	收购	9.98	100.00	5.45
	杭州景瑞·悦见山（临平山北）*	0.03	招拍挂	13.22	13.00	0.60
	杭州景瑞·镜溪绿汀（未来科技城）	0.46	招拍挂	15.54	60.00	1.64
	杭州景瑞·崇贤向阳4号地块	11.41	收购	10.05	51.00	0.88
	杭州景瑞·萧山宁围地块	8.49	招拍挂	10.53	100.00	1.31
南京	南京景瑞·春风十里	0.01	收购	2.58	100.00	0.66
	南京景瑞·熙棠府（六合G18）*	13.13	招拍挂	5.40	50.00	0.44
	南京·和峰南岸（岱山G30）*	0.24	收购	11.40	20.00	1.03
	南京·浦口G35	27.88	收购	29.90	30.00	1.02
苏州地区	苏州景瑞·广运姑苏大楼	1.21	收购	1.57	100.00	1.30
	苏州·太仓新湖项目（广州路北地块）	9.33	招拍挂	3.47	100.00	0.37
	太仓城厢15-2项目	7.44	招拍挂	3.55	33.00	0.48
	苏州景瑞·常熟时光里（虞悦广场二期）*	12.71	收购	1.54	80.00	0.12
	苏州·常熟江南府邸*	19.62	收购	32.83	33.00	0.62
宁波	宁波景瑞·海港城	4.20	招拍挂	0.28	50.00	0.07
	宁波景瑞·星海彼岸（春晓160#）*	0.76	招拍挂	8.73	50.00	0.27
	宁波景瑞·时光里（高新区商办项目）	0.02	招拍挂	1.05	100.00	0.22
	宁波景瑞·兴宁府（华光城）	0.11	招拍挂	4.24	44.00	0.76
	宁波·水印江山（姜山镇核心9号地块）	13.65	招拍挂	14.14	33.00	1.04
天津	天津·鲲栖府（海上国际）*	25.32	收购	31.36	20.00	0.57
	天津景瑞·阳光尚城	0.13	招拍挂	3.60	100.00	0.46
	天津·翰邻（海教园14#地块）	1.37	招拍挂	11.40	100.00	0.90

	天津景瑞·塘沽湾壹号	2.72	招拍挂	5.32	100.00	0.52
	天津·六合茗着（团泊西 14#地块）*	0.08	招拍挂	2.63	33.00	0.46
	天津·海蓝城（咸水沽 05#地块）*	24.78	招拍挂	16.10	49.00	0.44
	天津·塘沽湾 6 号	0.17	招拍挂	3.33	50.00	0.39
	天津·塘沽湾 03-51 地块	8.67	招拍挂	3.37	51.00	0.39
	天津·塘沽湾 03-54 地块	9.57	招拍挂	3.75	49.00	0.39
	滨海高新区华苑地块	20.09	招拍挂	14.05	90.00	1.79
武汉	武汉景瑞·天赋滨江（大洲村 K4 地块）	58.52	收购	13.12	40.00	0.22
	武汉景瑞·天赋半岛（后官湖项目）	1.75	收购	2.40	54.00	0.37
	武汉蔡甸 079 地块	26.12	招拍挂	7.96	30.00	0.30
	武汉蔡甸 080 地块	10.61	收购	3.51	100.00	0.29
重庆	重庆景瑞·西联社	0.16	招拍挂	0.06	100.00	0.40
	重庆九龙园项目（重庆景瑞江山御府）	14.70	并购	2.18	100.00	0.15
	沙坪坝区西永 L66 地块	9.50	招拍挂	5.22	60.00	0.29
成都	成都景瑞·温江光华新城亚庆项目	7.63	并购	3.54	80.00	1.63
	成都景瑞·温江光华新城世纪春秋项目	7.15	并购	3.33	90.00	1.63
合肥	豪门金帝项目	12.24	并购	9.80	50.00	0.82
南昌	红星中奥项目	25.13	二手并购	6.59	51.00	0.19
扬州	西区新城西湖苏庄地块	19.91	招拍挂	16.39	30.00	2.07
	扬州广陵汤汪中学地块	5.37	招拍挂	3.84	100.00	0.65
无锡	无锡滨湖 2020-42 号地块	5.72	招拍挂	7.63	100.00	1.33
常州	常州景瑞·曦城项目	0.98	招拍挂	0.06	100.00	0.06
	常州武进区聚湖路北侧地块	18.81	招拍挂	22.12	100.00	1.23
绍兴	绍兴景瑞·望府	5.36	招拍挂	19.42	100.00	0.28
嘉兴	嘉兴·2019-19 号（姚家荡南）	13.04	招拍挂	8.79	40.00	0.69
舟山	舟山景瑞·半岛湾	0.20	招拍挂	0.05	100.00	0.26
合计		482.58	--	461.33	--	--

注：上表为全口径数据，带*项目为公司与第三方合作开发的非并表项目

资料来源：公司提供

附件1-2 截至2020年底景瑞地产（集团）有限公司在建项目情况

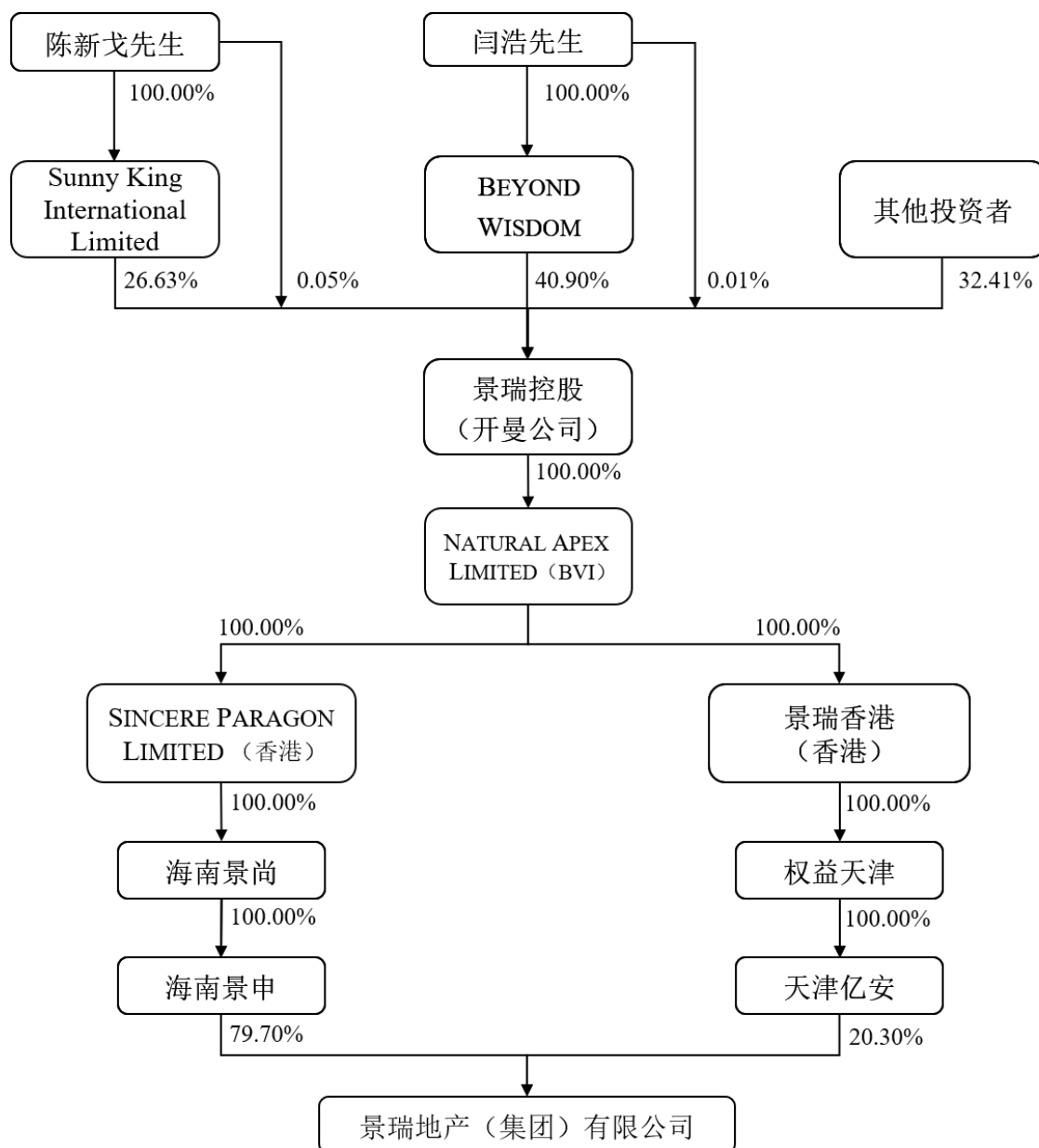
区域	项目名称	总建筑面积 (万平方米)	开工时间	预计总投资 金额 (亿元)	截至 2020 年底已投 资金额 (亿元)	预计竣工时 间	权益占 比 (%)
上海	松江区中山街道 SJC10010 单元 37-01 号	3.53	2020 年 9 月	9.01	6.08	2022 年 9 月	100.00
杭州	杭州景瑞·镜溪绿汀（未 来科技城）	9.47	2018 年 9 月	25.52	22.78	2021 年 4 月	60.00
	杭州景瑞·崇贤向阳 4 号 地块	11.41	2020 年 4 月	15.98	10.86	2021 年 12 月	51.00
	杭州景瑞·萧山宁围地块	8.05	2020 年 8 月	17.47	11.39	2022 年 11 月	100.00
	杭州景瑞·悦见山（临平 山北）*	22.15	2017 年 12 月	28.6	19.32	2021 年 5 月	13.00
南京	南京景瑞·熙棠府（六合 G18）*	12.40	2018 年 5 月	11.63	9.52	2021 年 4 月	50.00
	南京·浦口 G35	29.24	2019 年 12 月	52.50	35.38	2022 年 10 月	30.00
苏州地区	苏州景瑞·常熟时光里 （虞悦广场二期）*	12.71	2018 年 8 月	9.24	2.71	2022 年 12 月	80.00
	苏州·常熟江南府邸*	46.42	2018 年 8 月	54.86	45.28	2023 年 8 月	33.00
	太仓城厢 15-2 项目	7.51	2020 年 9 月	7.96	4.06	2022 年 6 月	33.00
	苏州·太仓新湖项目（广 州路北地块）	9.35	2019 年 10 月	7.15	5.33	2021 年 7 月	100.00
宁波	宁波·水印江山（姜山镇 核心 9 号地块）	13.65	2019 年 7 月	20.94	16.81	2021 年 8 月	100.00
天津	天津·塘沽湾 03-51 地块	8.67	2019 年 10 月	6.72	4.16	2021 年 12 月	51.00
	天津·六和茗著（团泊西 14#地块）*	5.74	2018 年 8 月	5.60	5.43	2021 年 4 月	33.00
	天津景瑞·海蓝城（咸水 沽 05#地块）*	24.96	2018 年 9 月	29.00	23.83	2021 年 8 月	49.00
	天津·鲲栖府（海上国 际）*	55.33	2018 年 4 月	51.00	45.05	2021 年 10 月	20.00
	天津·塘沽湾 6 号	8.63	2019 年 5 月	6.85	6.65	2021 年 6 月	50.00
	天津·塘沽湾 03-54 地块	9.57	2019 年 9 月	7.46	4.52	2021 年 9 月	49.00
武汉	武汉景瑞·天赋滨江（大 洲村 K4 地块）	58.29	2018 年 3 月	69.48	17.30	2022 年 11 月	40.00
	武汉蔡甸 079 地块	26.58	2019 年 12 月	18.62	10.42	2022 年 6 月	30.00
	武汉蔡甸 080 地块	10.67	2020 年 9 月	7.80	4.44	2022 年 11 月	60.00
重庆	重庆九龙园项目（重庆景 瑞江山御府）	14.68	2020 年 7 月	6.91	2.17	2022 年 7 月	54.00
合肥	豪门金帝项目	41.39	2016 年 6 月	61.52	53.67	2021 年 5 月	50.00
扬州	扬州广陵汤汪中学地块	5.37	2020 年 12 月	6.50	3.59	2022 年 3 月	100.00

无锡	无锡滨湖 2020-42 号地块	5.71	2020 年 12 月	12.80	3.83	2022 年 12 月	100.00
常州	常州武进区聚湖路北侧地块	18.81	2020 年 12 月	37.61	23.03	2023 年 7 月	100.00
嘉兴	嘉兴·2019-19 号（姚家荡南）	12.68	2020 年 4 月	16.47	10.64	2022 年 6 月	40.00
合计		492.97	--	605.20	408.25	--	--

注：1. 总建筑面积为全盘建筑面积；2. 带*项目为公司与第三方合作开发的非并表项目

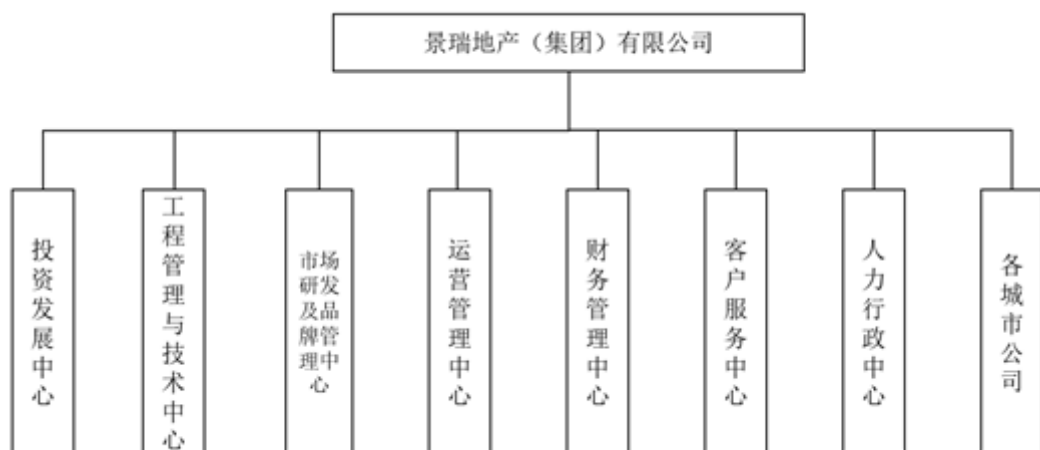
资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-1 截至 2020 年底景瑞地产（集团）有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 2-2 截至 2020 年底景瑞地产（集团）有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-3 截至 2020 年底景瑞地产（集团）有限公司主要子公司情况

序号	公司名称	注册地	注册资本 (万元)	经营范围	持股比例 (%)	表决权比例 (%)
1	上海景瑞投资有限公司	上海	100000	实业投资	100.00	100.00
2	上海景瑞物业管理有限公司	上海	4788	物业管理	55.79	82.04
3	太仓景瑞置业有限公司	太仓	50060	房产开发	100.00	100.00
4	上海立臣建筑装饰工程有限公司	上海	50000	装修装饰	100.00	100.00
5	常州景尚置业有限公司	常州	62000	房产开发	51.00	51.00
6	上海友茂建筑材料有限公司	上海	50000	建材销售	100.00	100.00
7	苏州景隆置业有限公司	江苏	61500	房产开发	100.00	100.00
8	上海骁品投资有限公司	上海	50000	实业投资	100.00	100.00
9	上海永然建筑材料有限公司	上海	50000	装修装饰	100.00	100.00
10	上海永芮建筑材料有限公司	上海	50000	装修装饰	100.00	100.00
11	苏州璟辉置业有限公司	江苏	60000	房产开发	100.00	100.00
12	苏州合岚投资合伙企业（有限合伙）	江苏	50001	实业投资	100.00	100.00
13	苏州合嘉投资合伙企业（有限合伙）	江苏	60001	实业投资	100.00	100.00
14	宁波梅山保税港区优渝投资中心（有限合伙）	浙江	103210	实业投资	100.00	100.00
15	宁波梅山保税港区优邦投资中心（有限合伙）	浙江	100000	实业投资	41.87	100.00
16	武汉瑞晓房地产投资有限公司	湖北	100300	实业投资	100.00	100.00
17	杭州景程置业有限公司	浙江	500	房产开发	100.00	100.00
18	宁波景申置业有限公司	浙江	3000	房产开发	65.00	65.00
19	北京景秀商业管理中心（有限合伙）	北京	100	商业管理	100.00	100.00
20	上海凤翔房地产开发有限公司	上海	10000	房产开发	65.00	100.00
21	上海晷翠信息咨询有限公司	上海	100000	信息咨询	30.00	100.00
22	上海桑冉商务咨询有限公司	上海	100000	商务咨询	30.00	100.00
23	宁波景心置业有限公司	浙江	122232	房产开发	100.00	100.00
24	宁波翔巍实业投资有限公司	浙江	152790	实业投资	100.00	100.00
25	南京景夏企业管理合伙企业（有限合伙）	江苏	98020	企业管理	50.98	50.98
26	上海优朔企业管理有限公司	上海	106400	管理咨询	76.36	100.00
27	上海臻岍企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	上海	242510	管理咨询	42.89	50.47
28	扬州恒宇置业有限公司	江苏	110000	房产开发	14.87	30.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	125.88	126.33	143.03
资产总额（亿元）	430.28	453.87	556.78
所有者权益（亿元）	108.69	134.70	156.19
短期债务（亿元）	43.79	35.54	41.62
长期债务（亿元）	78.90	60.62	67.91
全部债务（亿元）	122.69	96.16	109.53
营业收入（亿元）	100.63	120.24	129.66
利润总额（亿元）	20.56	15.98	17.87
EBITDA（亿元）	22.55	17.36	18.84
经营性净现金流（亿元）	23.56	26.18	5.67
财务指标			
销售债权周转次数（次）	118.97	68.62	39.04
存货周转次数（次）	0.50	0.52	0.44
总资产周转次数（次）	0.27	0.27	0.26
现金收入比（%）	65.86	102.43	93.90
营业利润率（%）	19.53	16.93	17.81
总资产收益率（%）	6.91	5.67	5.30
净资产收益率（%）	13.01	8.91	8.48
长期债务资本化比率（%）	42.06	31.04	30.30
全部债务资本化比率（%）	53.03	41.65	41.22
资产负债率（%）	74.74	70.32	71.95
流动比率（%）	164.13	153.23	148.10
速动比率（%）	83.34	77.99	64.33
经营现金流动负债比（%）	10.72	10.69	1.76
现金短期债务比（倍）	2.87	3.55	3.44
EBITDA 利息倍数（倍）	2.37	1.98	1.97
全部债务/EBITDA（倍）	5.44	5.54	5.81

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

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	10.99	8.77	11.32
资产总额（亿元）	268.99	291.85	303.31
所有者权益（亿元）	23.24	29.30	21.77
短期债务（亿元）	0.00	0.00	15.01
长期债务（亿元）	24.45	20.05	4.98
全部债务（亿元）	24.45	20.05	19.99
营业收入（亿元）	0.98	0.47	0.29
利润总额（亿元）	-0.39	6.06	-2.05
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-15.88	2.35	9.32
财务指标			
销售债权周转次数（次）	22.74	22.03	/
存货周转次数（次）	50.66	60.87	49.49
总资产周转次数（次）	/	/	/
现金收入比（%）	116.54	143.77	118.18
营业利润率（%）	90.96	73.23	70.00
总资产收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	-1.67	20.68	-9.39
长期债务资本化比率（%）	51.27	40.63	18.62
全部债务资本化比率（%）	51.27	40.63	47.87
资产负债率（%）	91.36	89.96	92.82
流动比率（%）	111.17	111.51	101.97
速动比率（%）	111.17	111.51	101.97
经营现金流动负债比（%）	-7.18	0.97	3.37
现金短期债务比（倍）	/	/	/
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 公司本部（母公司）有息债务未进行调整；2. 公司本部（母公司）未提供资本化利息、折旧、摊销等数据，相关指标未计算
 资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 景瑞地产（集团）有限公司

2021 年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年景瑞地产（集团）有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

景瑞地产（集团）有限公司应按联合资信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。景瑞地产（集团）有限公司或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对景瑞地产（集团）有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大事项，景瑞地产（集团）有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注景瑞地产（集团）有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债券相关信息，如发现景瑞地产（集团）有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对景瑞地产（集团）有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如景瑞地产（集团）有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对景瑞地产（集团）有限公司或本次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）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景瑞地产（集团）有限公司、监管部门等。