

信用等级公告

联合[2015]687号

景瑞地产（集团）有限公司：

联合信用评级有限公司通过对景瑞地产（集团）有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券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，评级展望为“稳定”

景瑞地产（集团）有限公司拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司
信评委主任：丁华伟

二零一五年十一月二十五日

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>

景瑞地产（集团）有限公司

2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 17 亿元（含）

本次债券期限：不超过 5 年（含）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015 年 11 月 25 日

财务数据：

项目	2012	2013	2014	2015.6
资产总额(亿元)	115.5	147.67	200.39	208.27
所有者权益(亿元)	23.44	30.36	41.30	44.02
长期债务(亿元)	24.48	21.15	39.30	47.73
全部债务(亿元)	42.62	43.69	67.80	74.72
营业收入(亿元)	31.96	41.48	45.13	24.07
净利润(亿元)	1.87	3.46	2.03	0.73
EBITDA(亿元)	3.25	6.47	3.20	--
经营性净现金流(亿元)	-0.91	12.78	-11.75	3.69
营业利润率(%)	19.38	18.37	16.42	12.55
净资产收益率(%)	7.92	12.87	5.66	1.72
资产负债率(%)	79.71	79.44	79.39	78.86
全部债务资本化比率(%)	64.52	59.00	62.14	62.93
流动比率	1.66	1.43	1.58	1.68
EBITDA 全部债务比	0.08	0.15	0.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.42	1.97	0.68	--
EBITDA/本次发债额度	0.19	0.38	0.19	--

注：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；2015 年 1-6 月财务数据未经审计。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对景瑞地产（集团）有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为长三角地区知名的房地产企业，积累了大量的房地产开发经验和品牌知名度，区域竞争力较强；公司的标准化产品的开发模式将有利于实现资产的快速周转；目前公司在建项目较多，未来可结转的收入规模较大，经营规模有望扩大。同时，联合评级也关注到国内房地产业受宏观调控影响大，公司在建项目区域集中度高，土地储备规模有待提升，资金需求压力较大，债务负担重等因素可能给公司经营发展带来的不利影响。

近年来，公司经营规模持续扩大，可结转收入规模较大，在建及拟建项目盈利水平较高，未来收益可期，公司整体信用状况有望保持良好，联合评级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，联合评级认为，本次债券不能偿还的风险较低。

优势

1. 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。
2. 公司在建项目较多，未来可结转的收入规模较大。
3. 公司的标准化产品开发模式和快速推盘的经营模式有利于提高资产周转效率。
4. 公司收入快速增长，且 2014 年预售款项规模较大，未来经营规模有望保持增长。
5. 公司通过二级市场并购有效扩大了项目储备规模，目前在建拟建项目盈利空间较大。

关注

1. 房地产业具有发展不平稳、易受经济波动影响、开发周期长、资金投入量大、高杠

杆化等特点，上述因素可能会对公司经营发展形成不利影响。

2. 公司在建项目集中度较高，未来经营规模易受区域经济政策环境影响，存在波动性风险。

3. 公司土地储备规模有待提升，在建项目资金需求量较大，面临一定资金压力。

4. 公司债务负担较重，偿付期主要分布在未来 1~2 年，面临一定集中偿付压力。

5. 公司所有者权益中包含大额永续债券，如其未来进行偿付，将会进一步加重公司债务负担，削弱其整体偿债能力。

分析师

周旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

刘畅

电话：010-85172818

邮箱：liuc@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与景瑞地产（集团）有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与景瑞地产（集团）有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因景瑞地产（集团）有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由景瑞地产（集团）有限公司提供，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景瑞地产（集团）有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：

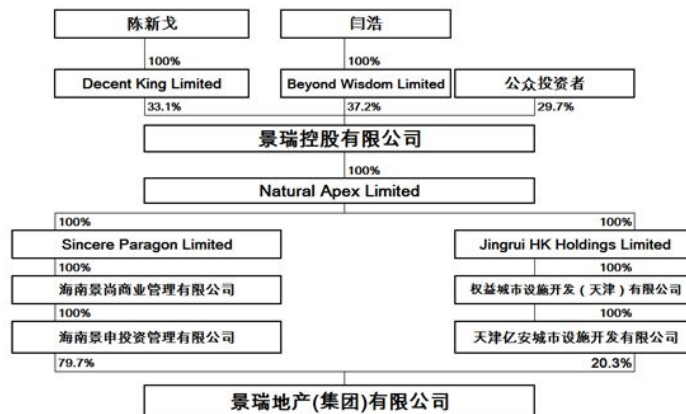


一、主体概况

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》，注册号为3100001005987号，初始注册资本1,500万元。后经多次变更及股份制改革，公司更名为上海景瑞地产（集团）股份有限公司。

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。截至2015年6月，公司注册资本为62,107.90万元，其中天津亿安城市设施开发有限公司出资12,607.90万元，持股比例20.30%；海南景申投资管理有限公司出资49,500.00万元，持股比例79.70%，为公司控股股东。景瑞控股有限公司（以下简称“景瑞控股”）对公司间接持股100%，景瑞控股于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：01862，总股本：129,130.22万股。公司实际控制人为闫浩和陈新戈。

图1 截至2015年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要经营范围：房地产开发、经营、咨询、建筑装潢材料，国内贸易（除专项审批），实业投资。

目前公司本部下设资本市场部、投资发展部、财务管理部、工程管理部、成本管理部、人力资源部、规划设计部、市场营销部、风险管理部、运营管理部10个职能部门（详见附件1）；截至2015年6月末，公司拥有直接或间接控股子公司79家，其中一级子公司23家，合营公司6家。截至2015年6月末，公司拥有在职员工约1,164人。

截至2014年底，公司合并资产总额200.39亿元，负债合计159.09亿元，所有者权益（含少数股东权益）41.30亿元。2014年公司实现营业收入45.13亿元，净利润（含少数股东损益）2.03亿元，经营活动现金流量净额为-11.75亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额208.27亿元，负债合计164.25亿元，所有者权益（含少数股东权益）44.02亿元。2015年1~6月，公司实现营业收入24.07亿元，净利润（含少数股东权益）0.73亿元，2014年1~6月公司经营活动现金流量净额3.69亿元。

公司注册地址：上海市青云路158号5楼；法定代表人：杨铁军。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“景瑞地产（集团）有限公司 2016 年公司债券”。本次公司债发行规模为不超过人民币 17.00 亿元（含 17.00 亿元），期限不超过 5 年（含 5 年）。本次债券面值为人民币 100 元，按面值发行。本次债券采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券为固定利率债券，票面年利率由公司和主承销商按照发行时根据网下询价簿记结果共同协商确定。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券发行募集资金拟用于全部偿还公司债务。

三、行业分析

公司营业收入的 97%以上来自房地产开发与销售，业务经营受房地产行业整体运行情况、行业政策影响较大。

1. 行业概况

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

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房地产企业较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与政府相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看，受2011年行业低迷影响，2012年房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓，全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.2%，增速较2011年放缓11.7个百分点。商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增加13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.70亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013

年，中国房地产市场景气度明显回升，2013年全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.8%，增速较2012年提高3.6个百分点。商品房施工面积66.6亿平方米，比上年增加16.1%，增幅同比增长2.9个百分点；新开工面积20.1亿平方米，比上年增长13.5%，增幅同比增长20.8个百分点。2014年全年，全国房地产开发投资95,036亿元，名义同比增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速比2013年回落9.3个百分点。其中，房地产开发企业住宅施工面积72.65亿平方米，同比增长9.2%，房屋新开工面积17.96亿平方米，同比下降10.7%。2015年1~9月，全国房地产开发投资70,535亿元，同比名义增长2.6%，增速比1~8月份回落0.9个百分点。其中，房屋施工面积69.37亿平方米，同比增长3.0%，增速比1~8月份提升0.5个百分点；新开工面积11.48亿平方米，同比下降9.8%，降幅收窄4.8个百分点，政策宽松效果逐步显现。

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。进入2015年以来，房地产开发企业到位资金、土地购置面积和新开工面积作为房地产开发投资走势的先行指标，降幅均有所收窄，显示出房地产业有向好迹象。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，全国300个城市共成交土地11.96亿平方米，较上年同期下降15%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，全国300个城市住宅类用地平均溢价率回调8个百分点至16%。尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。

2014年，受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌，各地土地出让情况出现恶化，土地出让溢价率和楼面地价明显回落。2014年12月，全国一线城市土地出让溢价率为24.97%，较2013年12月下降近6个百分点；一线城市楼面地价2,600.72元/平方米，较2013年12月下降58.54%。根据中国房产信息集团（CRIC）统计，2014年全国土地成交价款10,020亿元，同比增长1.00%。

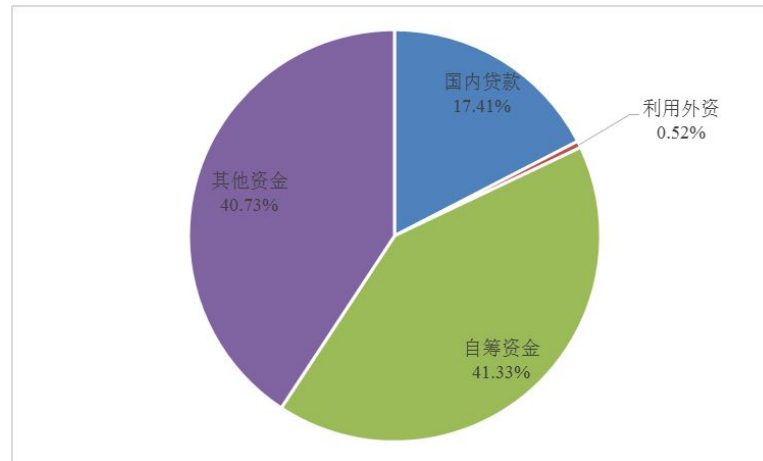
总体看，在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量出现较大下滑；但房企对重点城市优质地块的争夺未有丝毫减退，从而使得楼面均价仍然保持在较高水平，不过与一线城市相比，二三四线城市土地溢价率及楼面均价均有所降低，房企土地成本压力亦有所减轻。值得注意的是，2013年由于房企拿地成本较高、成交面积较大，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

（2）开发资金来源状况

2008年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。从房地产资金来源情况看，房地产开发企业资金来源总体增速增长。据国家统计局数据显示，2013年房地产开发企业本年资金来源122,122.47亿元，比上年增长26.5%，增速较上年增长13.8个百分点，其中，国内贷款19,672.66亿元，比上年增长33.1%，增速较上年增长

19.9个百分点；利用外资 534.17 亿元，增长 32.8%，增速已经由负转正；自筹资金 47,424.95 亿元，增长 21.3%，较上年增长 9.6 个百分点；其他资金 54,490.70 亿元，增长 28.9%，增速较上年增长 14.2 个百分点。

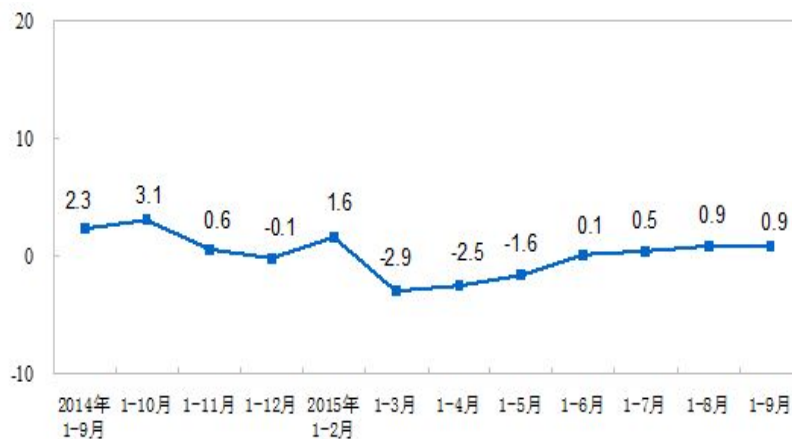
图 2 2014 年房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

2014 年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比上年下降 0.1%。其中，国内贷款 21,243 亿元，增长 8.0%；利用外资 639 亿元，增长 19.7%；自筹资金 50,420 亿元，增长 6.3%；其他资金 49,690 亿元，下降 8.8%。在其他资金中，定金及预收款 30,238 亿元，下降 12.4%；个人按揭贷款 13,665 亿元，下降 2.6%。

图 3 全国房地产开发企业本年资金到位增速（单位：%）



资料来源：国家统计局

进入 2015 年，房地产开发企业到位资金增速较 2014 年同期有较大幅度下滑，但已逐步显示出向好趋势。2015 年 1~9 月，房地产开发企业到位资金 90.653 亿元，同比增长 0.9%，增速与 1~8 月持平。其中，国内贷款 15,701 亿元，下降 3.6%；利用外资 229 亿元，下降 46.8%；自筹资金 36,258 亿元，增长 3.3%；其他资金 38,437 亿元，增长 7.9%。在其他资金中，定金及预收款 22,526 亿元，增长 4.4%；个人按揭贷款 11,567 亿元，增长 18.1%。

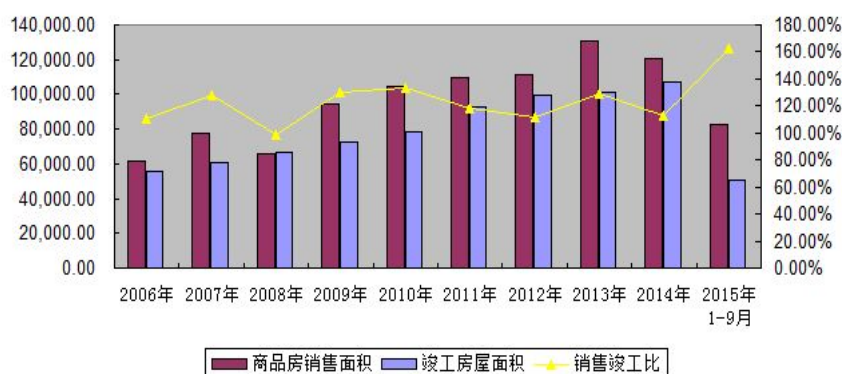
总的来看，偏紧的货币供应，使房地产企业的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

(3) 市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2014年，房地产开发企业房屋施工面积726,482万平方米，比上年增长9.2%。其中，住宅施工面积515,096万平方米，增长5.9%。房屋新开工面积179,592万平方米，下降10.7%。其中，住宅新开工面积124,877万平方米，下降14.4%。房屋竣工面积107,459万平方米，增长5.9%。其中，住宅竣工面积80,868万平方米，增长2.7%。

2014年，房地产开发企业土地购置面积33,383万平方米，比上年下降14.0%；土地成交价款10,020亿元，增长1.0%。

图 4 2006~2015 年 9 月全国商品住宅供求情况



资料来源：国家统计局，联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014年，商品房销售面积120649万平方米，比上年下降7.6%，降幅比1-11月份收窄0.6个百分点，2013年为增长17.3%。其中，住宅销售面积下降9.1%，办公楼销售面积下降13.4%，商业营业用房销售面积增长7.2%。商品房销售额76292亿元，下降6.3%，降幅比1-11月份收窄1.5个百分点，2013年为增长26.3%。其中，住宅销售额下降7.8%，办公楼销售额下降21.4%，商业营业用房销售额增长7.6%。

图 5 全国商品房销售面积和销售额增速情况 (单位：%)



资料来源：国家统计局

2015年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。1~9月份，商品房销售面积82908万平方米，同比增长7.5%，增速比1-8月份提高0.3

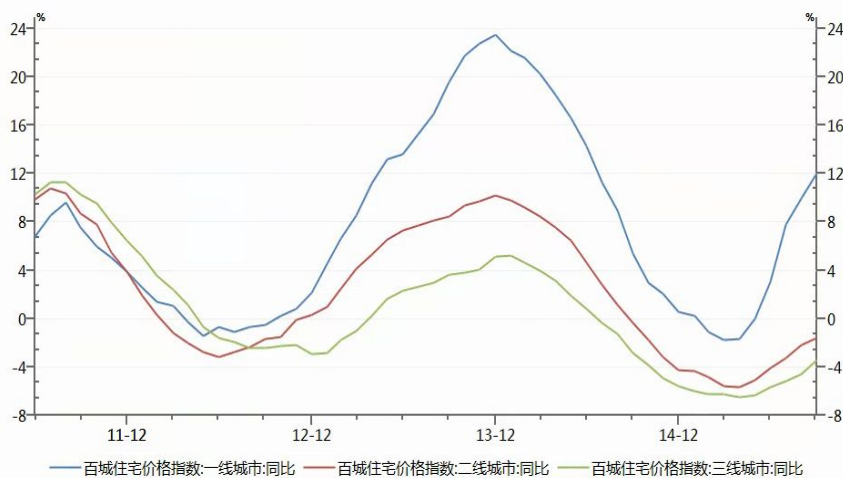
个百分点。其中，住宅销售面积增长 8.2%，办公楼销售面积增长 11.4%，商业营业用房销售面积增长 1.8%。商品房销售额 56,745 亿元，增长 15.3%，增速与 1-8 月份持平。其中，住宅销售额增长 18.2%，办公楼销售额增长 18.7%，商业营业用房销售额下降 1.7%。从供给方面看，房屋竣工面积 50,967 万平方米，下降 9.8%，降幅收窄 4.8 个百分点。其中，住宅竣工面积 37,792 万平方米，下降 12.7%。

总体看，2015 年以来在政府调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放下，楼市逐步回暖趋势已基本确定，但未来行业的发展走向仍需继续关注。

(4) 销售价格情况

从商品房销售价格看，2010 年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011 年 9 月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一、二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入 2012 年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于 2012 年 6 月实现环比小幅上涨，结束了连续 9 个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2013 年 12 月百城住宅均价为 10,833 元/平方米，同比上涨 11.51%。2014 年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 9 月百城住宅均价为 10,672 元/平方米，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，跌幅扩大 0.33 个百分点，如下图所示。

图 6 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

2015 年，在中央定调稳增长、调结构、促消费的背景下，央行连续降准降息，放松信贷门槛，调整个人住房转让营业税免征期，构建宽松的市场环境。同时，地方也纷纷出台公积金放松、财政补贴等系列政策，刺激需求促进库存去化，改善性需求获积极支持。多重政策效应叠加影响下，楼市逐步回暖趋势基本确立。重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年三季度百城住宅价格平均为 10,817 元/平方米，较去年同期均上涨 1.36%，较二季度环比有所回升，其中八月和九月环比上涨 0.95%和 0.28%，市场有所回暖。

总的来看，从 2008 年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013 年也已经基本确立了持续上涨趋势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，预计 2015 年随着利好政策逐步落地实施，需求将进一步释放，房价将继续稳中看涨。

3. 竞争格局

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

进入 2014 年，行业集中度进一步提升。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 17.49%和 23.49%，分别提高了 4.22 个和 5.24 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.26%和 13.51%，分别提高了 1.89 和 2.39 个百分点(详见下表)。

表 1 2010~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	17.49%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	23.49%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	10.26%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.51%

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一、二线优质地块角逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 2 2015 中国房地产开发公司测评前 10 强企业

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

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

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

4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高

二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。2009年以来主要的房地产调控政策如表3所示。

表3 2011年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2011年1月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011年1月	国务院“新国八条”
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014年9月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014年10月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015年3月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015年3月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015年3月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限

资料来源：联合评级搜集整理

2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2014年4月至5月间，无锡、天津、宁波、武汉、郑州等城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展。

2015年全国两会期间，国务院总理李克强在《政府工作报告》中指出，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。2015年3月27日国土部、住建部联合下发通知优化今年住房及用地供应结构。3月30日，央行联合住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例：二套房商业性贷款最低首付款比例调整为不低于40%，同时调整了住房公积金贷款政策，首套普通自住住房公积金贷款最低首付款比例为20%；对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的，最低首付款比例为30%。3月30日，财政部也联合国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限：个人将购买2年以上（含2年）的普通住房对外销售的，免征营业税。

总体看，为促进房地产行业的健康发展，2015年房地产行业调控政策已有所放宽，将在一定程度上缓解房价向下调整趋势。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进，行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

5. 行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进

入 2014 年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三、四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一、二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三、四线城市。目前三、四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的 60% 需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

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

参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模和竞争力

公司成立于1993年，房地产开发运营经验丰富，业务布局以上海为核心，项目遍及上海、绍兴、苏州、南通、泰州、常州、杭州、宁波、舟山、湖州、台州、无锡、扬州长三角13个城市，并逐步向天津、重庆等地扩展。自2014年以来，公司制定了“聚焦长三角、津渝一二线，形成基地城市、战略性城市、机会型城市的1+7+X”的梯度布局，并且依托城市发展实现：巩固上海、深耕长三角、布局全国的三步走战略。

公司目前业务涵盖房地产开发、建筑装饰装修、商业运营及物业管理，具备房地产开发一级资质和物业服务一级资质。2008年以来，公司先后5次被评为“中国房地产百强企业”；2次被评为“中华华东房地产公司品牌价值企业TOP10”；2013年公司排名进入全国房地产企业前50强；2015年，获“中国房地产上市公司综合实力50强”、“中国房地产上市公司创新能力5强”、“中国房地产企业运营效率10强”、“中国房地产最具成长性品牌”等多项荣誉。作为长三角较为知名的房地产品牌之一，公司的产品销售速度较快，产品附加值较高。

目前公司拥有“御蓝湾”和“望府”两大住宅系列，分别针对刚需首置型客户和刚需改善性客户。项目设计方面，公司对上述两大系列采取标准化策略，管理覆盖17个业务职能的逾200个标准化流程；通过标准化的产品模块及部件模块缩减设计时长，并结合精装修与景观策略，在低成本快周转的同时，更好满足客户的需求。销售方面，公司采用“8611”的经营法则，在长三角多数地区可实现“从获得土地到开盘预售平均时间约为8个月，首次开盘去化率达60%，现金流平均11个月回正”的经营目标。公司在项目开发速度、成本控制等方面竞争力较强，周转效率较高。

2014年公司房地产业务新开工面积达130.00万平方米，实现合同销售面积99.00万平方米，实现合同销售金额91.00亿元。截至2015年6月末，公司累计开发总建筑面积（包括在开发项目）631万平方米，在建面积达288.09万平方米，土地储备面积68.78万平方米，总规划面积146.62万平方米。公司已完工的项目中，舟山景瑞·半岛湾项目曾获得2012年美国室外设计节即第七届“金外滩奖”，湖州景瑞·望府项目曾获2012年全国人居经典规划、环境双金奖。

总体来看，公司房地产开发经验丰富、在长三角区域品牌知名度较高，主要的系列住宅产品较为成熟、标准化程度较高，公司在开发速度、成本控制等方面优势较为显著。

2. 人员素质

截至2014年底，公司主要高级管理人员包括联席主席兼首席执行官1人，联席主席1人，常务副总裁兼执行董事1人，首席财务执行官助理1人。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。

公司联席主席兼首席执行官闫浩先生，1969年出生，硕士学位。1993年至1999年任公司副总经理，自1999年起担任首席执行官。

公司联席主席陈新戈，1969年出生，硕士学位。1993年至1999年任总经理，现任公司联席主席。

公司常务副总裁、执行董事杨铁军先生，1971年出生，硕士学位。曾任利安达会计师事务所会计师、中国金茂（集团）股份有限公司财务经理、财务部副总经理、财务部总经理、方兴地产（中国）有限公司财务副总监；2010年10月起任公司常务副总裁、执行董事。

截至2015年6月底,公司拥有在职员工1,164人,其中管理人员占20.40%,销售人员占34.50%,技术人员占30.20%,财务人员占7.20%,行政人员占7.70%。其中大学本科及以上学历占51.80%,大学专科学历占40.02%,大专以下学历占8.00%。

总体看,公司管理团队从业时间较长,具有丰富房地产从业经验;公司员工整体素质能够满足公司日常经营需要。

3. 外部环境

公司本部位位于上海市。作为中国的经济、交通、科技、工业、金融、贸易、会展和航运中心,上海市GDP总量常年居国内城市之首。近年来上海市经济持续平稳增长,结构调整步伐加快,城乡一体协调发展,民生质量持续改善。2014年末全市常住人口1,429.26万人。2014年,全市实现地区生产总值23,560.94亿元,比上年增长7.0%。人均地区生产总值(按常住人口计算)9.73万元。全年城市居民家庭人均可支配收入47,710元,比上年增长8.8%;人均消费性支出30,520元,增长8.4%。随着经济快速发展,上海市地方财政收入保持了高基数下的持续增长。2014年,全年一般公共预算收入4,585.55亿元,比上年增长11.6%。

公司房地产开发项目主要分布于长三角区域,2014年,公司的营业收入主要来源于绍兴(占比42.49%)、太仓(占比26.48%)、舟山(占比10.60%)、上海(占比6.62%),其余主要市场包括湖州、常州、重庆等地。公司房地产业务进驻的城市分布较为广泛。

2014年各地限购的影响持续深化,公司主要市场中,除上海、苏州和天津之外,其他城市销售均价均呈现下降态势,其中杭州、绍兴大幅下降。从销售面积上来看,除了重庆地区销售面积上涨之外,其他城市均出现不同程度的下降,其中上海、苏州、绍兴、天津的销售面积下降达10%以上,宁波、杭州略有下降。从销售额来看,除重庆之外,其他地区均呈现不同程度的下降,其中绍兴地区下降幅度最大,达22.58%。

表4 2014年~2015年6月相关城市商品房交易概况(单位:万平方米、亿元、元/平方米)

城市	项目	2014年	同比%	2015年1~6月	同比%
上海	销售面积	2,084.66	-12.49	1,014.74	12.64
	销售额	3,499.53	-10.53	2,043.42	46.00
	销售均价	16,787.05	2.24	20,137.31	29.62
宁波	销售面积	726.44	-0.5	411.75	83.93
	销售额	780.54	-3.68	420.7	70.01
	销售均价	10,744.73	-3.2	10,217.36	-7.57
杭州	销售面积	1,122.91	-1.42	651.24	52.49
	销售额	1,560.35	-8.82	939.14	68.41
	销售均价	13,895.52	-7.5	14,420.77	10.44
苏州	销售面积	1,599.16	-14.71	825.96	25.17
	销售额	1,547.01	-14.24	844.8	30.79
	销售均价	9,673.91	0.56	10,228.08	4.49
绍兴	销售面积	531.73	-12.51	293.68	48.73
	销售额	440.26	-22.58	241.00	43.91
	销售均价	8,279.76	-11.51	8,206.21	-10.11
重庆	销售面积	5,100.39	5.87	2,326.01	6.75
	销售额	2,814.99	4.93	1,259.44	1.23
	销售均价	5,519.17	-0.89	5,414.59	-5.17
天津	销售面积	1,612.98	-12.68	704.46	-2.54

销售额	1,486.94	-7.96	687.36	6.74
销售均价	9,218.59	5.4	9,757.37	9.52

资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

2015年上半年，政策环境整体向好，房地产行业景气度有所回调，沪宁苏杭地区成交量显增。从销售均价来看，除绍兴、宁波、重庆下跌之外，其他地区均有较大幅度的提升，其中以上海地区大幅提升29.62%为首。从销售面面积和销售额来看，除了天津地区销售面积跌幅收窄之外，其他城市均大幅上升。

总的来看，公司所在的上海市区域经济情况较好，人均消费能力较强，为公司的发展提供了良好的外部环境；公司主要市场的区域经济发展较为稳定，但受房地产景气度影响，价格波动风险较大。

五、公司管理

1. 公司治理

公司按照《公司法》等有关法律，以及现代企业制度要求，不断完善公司法人治理结构，制订了《公司章程》并建立了由执行董事、股东会、经理层组成的法人治理结构体系，并确立了股东会、董事会、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，并履行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。

公司设经理1名，由股东会聘任或者解聘。执行董事可以兼任经理，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。

总体来看，公司法人治理结构健全，有利于公司规范经营和不断发展。

2. 管理制度

公司根据自身经营管理的需要，下设资本市场部、投资发展部、财务管理部、工程管理部、成本管理部、人力行政部、规划设计部、市场营销部、风险管理部、运营管理部 10 个职能部门；公司目前拥有上海景尚置业有限公司、太仓景瑞置业有限公司、苏州景隆置业有限公司等直接或间接控股子公司 79 家、合营公司 6 家。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。由公司运营管理部明确主要经营指标，各城市公司根据预算大纲与经营规划、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。

销售管理方面，各开发类子公司需根据销售回款情况，及时更新回款信息。根据年度预算、三个月现金流量预测表、每个月资金计划表跟踪项目销售回款情况，及时与市场销售部对账确认销售情况和项目销售收款情况。

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》、可研测算及《成本指导意见书流程》，要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管水平，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成本部统一负责，由财务成本部资金管理组经办，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部组织可研工作；公司投资部统一协调可研事务性事宜；二手项目尽职调查由公司审计法务部、公司财务成本部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。项目来源方面，逐渐趋向于二手项目。投资区域方面，以上海为基地，更关注一二线城市的投资机会，对区域投资进行比例控制。产品投资方面，依然以住宅投资为主。

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，并对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。

总体看，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。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营住宅开发与销售，产品主要面向刚需、刚改客户群体。公司整体经营规模较大且持续增长，近三年，公司营业收入年均复合增长18.83%；2014年实现营业收入45.13亿元，同比增长8.78%。2012~2014年，公司分别实现净利润1.87亿元、3.46亿元、2.03亿元，2013年同比大幅增长

84.99%，主要系收到2.08亿元上海嘉城项目土地补偿款所致。公司近三年营业收入及净利润如下图所示。

图7公司近三年营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告

从主营业务构成情况来看，住宅开发和销售是公司的核心业务，售房收入占公司主营业务收入的97%以上，是公司最主要收入来源。近三年，公司售房收入稳步增长，分别为31.35亿元、40.44亿元和44.05亿元，年均复合增长18.54%。其他主营业务收入主要包括房租收入和物业管理收入。截至2014年末，公司持有的用于出租的投资性物业有荣御蓝湾、蓝溪谷地、高境生活广场和青浦港隆广场，近三年房租收入较为稳定；公司的物业管理业务主体是上海景瑞物业管理有限公司，近三年收入逐年增长。

表5 2012~2014年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2012年			2013年			2014年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
售房收入	31.35	98.10	27.56	40.44	97.47	20.80	44.05	97.61	26.32
房租收入	0.11	0.34	45.56	0.11	0.27	55.06	0.08	0.18	100.00
代理收入	0.01	0.03	21.15	0.00	0.01	65.63	0.04	0.08	7.37
物业管理收入	0.49	1.53	-41.60	0.62	1.50	-4.10	0.85	1.88	1.90
其他	0.00	0.00	-	0.31	0.75	63.02	0.11	0.25	10.98
合计	31.96	100.00	26.56	41.48	100.00	20.84	45.13	100.00	25.94

资料来源：公司审计报告

从毛利情况来看，房产销售的毛利水平对公司盈利规模的影响较大。2012~2014年，公司房产销售的综合毛利率分别是26.56%、20.84%、25.94%。2013年毛利率较低的原因是由于当年结转的绍兴景瑞望府及南通景瑞望府项目毛利率较低所致。2014年确认收入的项目中绍兴地区的荣御上府项目、太仓望府项目及上海嘉城等项目毛利率较高，从而带动公司当年的房地产业务毛利率达到25.94%。公司的租房收入来自于投资性房地产的出租收入，由于公司的投资性房地产是按照公允价值计算，所以投资性房地产未计提折旧，因此，2014年公司房租收入毛利率为100%。近三年公司物业收入毛利率逐年上升，2014年处于基本盈利状态。受上述因素影响，2012~2014年，公司分别实现综合毛利润8.49亿元、8.65亿元、11.71亿元。

2015年1~6月，公司实现营业收入24.07亿元，其中售房收入23.58亿元，占比97.97%，为2014年全年售房收入的53.53%。公司房产销售业务毛利率为21.07%，较2014年下降了5.25个百分点。

总体看，公司主营业务收入稳定增长，售房收入构成了公司营业收入及毛利润的主要来源，

主营业务突出。受到项目结转周期、土地收储计划等因素的影响，营业收入和毛利率波动较大。

2. 业务运营

房地产开发

公司房地产开发以住宅项目为主，面向刚需、刚改客户群体。公司在开发过程中采用标准化产品的策略，通过标准化产品及部件模块缩减产品设计的耗时，缩短开发周期，提升存货的周转能力。公司采用“8611”的经营法则，在长三角多数地区可实现“从获得土地到开盘预售平均时间约为8个月，首次开盘去化率达60%，现金流平均11个月回正”的经营目标。

在区域布局方面，公司通过多年发展，形成了聚焦长三角、津渝一二线，以基地城市、战略性城市、机会性城市的“1+7+X”梯度布局为发展策略的经营模式。公司以上海为基地，业务模式灵活，产品类型积极创新；战略性布局苏州、杭州、宁波、重庆、天津等地，并尝试进入南京、合肥，经营以标准产品复制为主，适当进行产品创新和延伸；在机会型城市，如绍兴、南通、台州等，重点关注战略性布局城市周边辐射区域，提前规划，快速发展。

公司房地产业务采取独立开发、与开发商合作开发以及成立信托计划进行开发三种经营模式。其中，通过信托计划融资进行开发的项目，在立项时暂时计入长期股权投资项目下，开发后期公司通过股权回购方式将其纳入报表合并范围（由于该类项目对公司未来经营规模影响较大，故联合评级将其纳入经营分析范围中，后文部分经营数据与公司合并范围审计报告数据不一致系上述原因所致）。

公司目前的房地产开发项目来源包括一级土地市场“招拍挂”、二级市场并购两种方式。后者包括土地并购、在建项目并购以及已完工项目并购等。对于已完工项目，公司并购后通过局部改造，提升产品附加值后投入销售。

近年来，公司开发规模波动增长。从项目开发数据来看，2012~2013年，公司新开工项目数量和新开工面积快速增长，2013年公司新开工项目10个，新开工面积180.00万平方米，较上年增加了119.51%，主要由于公司加大项目建设开发力度所致；2014年新开工项目13个，新开工面积130.00万平方米，较上年下降27.78%。2013年，公司竣工项目5个，竣工面积57.00万平方米，在建项目数21个；2014年公司竣工项目10个，较上年大幅增长，带动竣工面积由57.00万平方米增长至82.00万平方米。2015年上半年，公司新开工面积10.09万平方米，竣工面积20.00万平方米，下半年的工程建设压力较大。

表6 2012~2015年6月公司主要开发数据情况（单位：个、万平方米）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年6月
新开工项目数	5	10	13	1
新开工面积	82.00	180.00	130.00	10.09
竣工项目数	4	5	10	2
竣工面积	47.00	57.00	82.00	20.00
在建项目数	16	21	24	20
在建面积	127.00	250.00	298.00	288.09

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：截至2015年6月末，上海、天津、舟山项目在建面积为0，联合评级将这三个项目从在建项目中剔除。

截至2015年6月末，公司在建房地产项目共计20个，在建建筑面积288.09万平方米（其中权益面积为199.58万平方米）。从地域分布来看，公司在建项目主要分布于长三角二三线城市和重庆，上海和天津暂无在建项目。其中，杭州项目在建建筑面积占比17.74%，苏州和宁波的在建

建筑面积合计占比 15.63%，长三角区域三线城市项目的在建建筑面积合计占比 61.15%，三线城市中南通、绍兴和太仓占比较高，在建面积占比分别为 10.79%、15.90%、11.30%，合计占比 37.99%。

公司自 2013 年以来，通过成立信托计划参与的项目共有 8 个，其中 2013 年新成立信托计划合作项目 6 个，2014 年新增 1 个，2015 年新增 1 个。截至 2015 年 6 月，绍兴景湖项目与宁波景瑞项目已实现股权回购。截至 2015 年 6 月，公司的在建房地产项目中，5 个项目是通过成立信托计划开发项目，未进入财务报表合并范围，分别是南通景尚·御江山、扬州景瑞·望府、台州景瑞·望府、重庆景瑞·御蓝湾以及杭州景越·御蓝湾项目，在建建筑面积合计 83.24 万平方米。信托公司成立信托计划，对项目公司间接持股，就标的债务，项目公司按合同约定的年利率（10.3%~12%）向信托公司支付利息，利息自信托成立日起每六个月结付一次，最终通过在回购日向信托公司一次性支付回购价款获得项目公司股权纳入合并范围。项目公司按实际货币资金的流动情况选择支付回购价款的时间，因而并表时间具有一定的不确定性。

拟建项目方面，截至 2015 年 6 月末，公司共有拟建项目 5 个，分别位于上海、重庆和宁波地区，以住宅项目为主，总占地面积 12.50 万平方米，规划建筑面积合计 35.96 万平方米。

表 7 截至 2015 年 6 月末公司房地产拟建项目情况（单位：万平方米、亿元）

区域	项目名称	占地面积	规划建筑面积	项目类别	预计总投资金额
上海	虹口区江湾板块	0.89	2.76	住宅	10.15
	上海青浦项目	5.65	18.36	住宅、商业、办公	24.79
	上海宝山高境项目	0.30	0.61	商业、办公	1.69
重庆	九龙坡区杨家坪	0.63	2.52	住宅、商业	2.60
宁波	宁波红翎台项目	5.03	11.72	住宅	8.76
	合计	12.50	35.96	-	47.99

资料来源：公司提供

从投资情况来看，截至 2015 年 6 月末，公司在建项目规划总投资 350.71 亿元，已投资 233.03 亿元，未来还需投资 117.69 亿元；拟建项目预计总投资 47.99 亿元，其中土地出让金 12.18 亿元已付清，未来还需投资 35.81 亿元。公司在建拟建项目较多，未来将面临一定的投资压力。

表 8 截至 2015 年 6 月末公司在建项目投资情况（单位：亿元）

区域	总投资额	已投资额	未来投资额
杭州	38.32	27.27	11.05
宁波	27.82	21.13	6.69
苏州	22.98	15.17	7.81
天津	19.98	5.62	14.36
重庆	7.61	5.47	2.14
长三角其他城市	234.00	158.37	75.64
合计	350.71	233.03	117.69

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司房地产项目分布以长三角为主，近年来开发规模整体呈上升趋势，新开工、竣工和在建项目均逐年增长。目前公司在建拟建项目投资规模较大，面临一定资金压力。

房产销售情况

从销售模式来看，公司以自主销售为主，第三方销售为辅。公司于每年年初根据目前的可售资源、现有项目建设进度以及未来三年各城市公司开发计划来制定销售指标。公司着眼于树立品

牌形象，适当项目线上产品推广，以线下拓展客户、活动、渠道等营销手段为主。

从销售数据上来看，2012~2014年，公司合同销售面积及合同销售金额均快速增长，年均复合增长率分别为40.71%和39.15%，2014年实现合同销售面积99.00万平方米，实现合同销售金额91.00亿元。合同销售均价比较稳定，2012~2014年分别为9,400.00元/平方米、9,879.52元/平方米和9,191.92元/平方米，呈波动下降态势。2015年1~6月，公司合同销售面积和合同销售金额为29.00万平方米和29.00亿元，仅实现2014年全年的29.29%和31.87%，主要系公司项目多集中于2015年下半年开盘预售所致。

表9 2012~2014年公司房地产销售情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
合同销售面积(万平方米)	50.00	83.00	99.00	29.00
合同销售金额(亿元)	47.00	82.00	91.00	29.00
合同销售均价(元/平方米)	9,400.00	9,879.52	9,191.92	10,000.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

从结转情况来看，2012~2014年，公司结转面积分别为36.76万平方米、47.09万平方米和39.98万平方米。2013年，公司结转面积规模较大，结转销售收入相应同比增长28.30%至40.44亿元。2014年，公司结转销售面积较2013年减少15.10%，但结转销售收入较上年增长8.93%至44.05亿元，主要是由于当年结转的项目中，湖州望府合院、上海嘉城等项目毛利率较高所致。从平均结转价格来看，公司2014年的平均结转价格与前两年相比也有了较大幅度的提升。2015年1~6月，公司结转销售面积和结转销售收入分别为20.38万平方米和23.58亿元，完成2014年全年的50.98%和53.53%，平均结转价格较2014年有所上升。截至2015年6月末，公司预收款项余额80.12亿元，未来1~2年可结转收入规模较大。

表10 2012~2014年及2015年1~6月公司房地产销售结转情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
结转销售面积(万平方米)	36.76	47.09	39.98	20.38
结转销售收入(亿元)	31.35	40.44	44.05	23.58
平均结转价格(元/平方米)	8,527.77	8,586.90	11,016.96	11,569.38

资料来源：公司提供

从销售收入的地区分布来看，2012年公司营业收入主要集中在上海、太仓、湖州和重庆地区，营业收入总额占比53.02%，其他地区较为分散；2013年绍兴地区开始大规模确认收入，当年营业收入主要是绍兴、太仓、常州、南通三线城市，上海占比大幅减少，只在当年营业收入中占6.79%；2014年绍兴地区收入占比大幅增大，由18.37%增加到了42.49%，当年绍兴、太仓和舟山三地营业收入占比达79.57%，公司经营重点由上海地区转移到了长三角的三线城市。2015年1~6月，绍兴地区营业收入占比下降至34.40%，宁波地区开始结转收入，绍兴、常州、宁波三地营业收入占比达73.81%，上海营业收入继续下降，仅占4.74%。从近几年的营业收入分布情况来看，公司业务由上海地区逐渐转移至长三角区域的三线城市。

表11 2012~2014年公司销售收入分地区情况(单位：亿元、%)

区域	2012年		2013		2014年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
绍兴	0.00	0.00	7.43	18.37	18.71	42.49
太仓	9.76	31.14	4.90	12.11	11.66	26.48

常州	1.10	3.50	6.62	16.38	0.96	2.19
泰州	2.99	9.54	3.25	8.03	1.69	3.84
南通	0.00	0.00	8.28	20.49	0.85	1.92
重庆	4.06	12.94	3.17	7.84	0.12	0.27
湖州	3.52	11.24	0.34	0.83	2.31	5.24
天津	3.06	9.75	3.70	9.16	0.15	0.35
舟山	0.00	0.00	0.00	0.00	4.67	10.60
宁波	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
上海	6.86	21.88	2.75	6.79	2.92	6.62
合计	31.35	100.00	40.44	100.00	44.05	100.00

资料来源：公司提供

总体看，近三年，公司房地产销售呈波动增长态势，销售状况受政策及行业环境的影响较大，但是通过调整产品结构，公司整体销售状况保持良好。2014年公司预售收入和结转收入增幅收窄，对未来整体收入的实现将会产生一定的影响。

土地储备

公司土地储备的来源主要包括“招、拍、挂”和二级市场收购。

从近三年土地获取情况来看，2012年公司新增土地2块，新增土地占地面积总计17.60万平方米，建筑面积总计34.28万平方米；2013年公司加大拿地力度，新增土地11块，除了上海青浦项目是并购方式取得之外，其他均为“招拍挂”方式取得，新增土地占地面积83.30万平方米，建筑面积222.41万平方米；2014年公司拿地节奏放缓，新增土地5块，土地占地面积25.20万平方米，建筑面积61.67万平方米。2015年1~6月，公司新增土地4块，分别位于上海、宁波、重庆地区，土地占地面积6.85万平方米，建筑面积17.60万平方米，出让金总额为12.18亿元，均已完全缴纳。从用途来看，依然以住宅地产为主，有少量商业地产。

从新增土地区域分布来看，2012年公司新增土地位于重庆与绍兴地区，2013年公司拓展区域，新增土地位于上海、杭州、绍兴、宁波、扬州、苏州、太仓、南通地区，2014年新增土地位于杭州、台州和无锡地区。从近三年的情况来看，公司房地产项目的开发区域主要位于一、二线城市的非中心区域以及具有一定发展潜力的三线城市（见下表）。

表12 2012~2015年6月土地获取情况（单位：万平方米）

时间	项目公司	所属区域	开发形式	土地占地面积	建筑面积	土地取得方式	用途
2012年	重庆景尚	北碚	一次	6.54	15.44	招拍挂	住宅/商业
	绍兴景湖	镜湖新区	一次	11.05	18.85	招拍挂	住宅
	合计	-	-	17.60	34.28	-	-
2013年	上海凤翔	青浦	滚动	8.00	22.07	收购	住宅、商业
	杭州景越	老余杭	一次	6.83	20.68	招拍挂	住宅
	杭州景航	临平	一次	7.70	21.25	招拍挂	住宅
	宁波景瑞	鄞州	分期	6.97	16.28	招拍挂	住宅
	宁波景尚	鄞州	一次	4.49	13.10	招拍挂	住宅
	诸暨景瑞	诸暨	分期	7.40	20.37	招拍挂	住宅
	绍兴景明	绍兴南娄底	一次	8.54	27.12	招拍挂	住宅
	苏州景隆	苏州越溪	分期	10.87	24.88	招拍挂	住宅
	太仓景瑞	太仓	分期	8.40	18.13	招拍挂	住宅
	扬州景瑞	西区	分期	7.33	21.02	招拍挂	住宅
	南通景尚	海门	一次	6.77	17.52	招拍挂	住宅
	合计	-	-	83.30	222.41	-	-

2014年	杭州景恒	申花	一次	2.43	9.27	招拍挂	住宅
	杭州景玺	申花	一次	3.01	9.87	招拍挂	住宅
	台州景瑞	路桥	一次	5.14	8.24	招拍挂	住宅
	无锡景瑞	锡东	一次	10.34	25.39	招拍挂	住宅
	苏州景瑞	太仓	一次	4.27	8.90	招拍挂	住宅
	合计	-	-	25.20	61.67	-	-
2015年 1~6月	宁波景越	宁波鄞州区	一次	5.03	11.72	招拍挂	住宅
	上海景月	宝山区	一次	0.30	0.61	招拍挂	商办
	上海景麟	虹口江湾	一次	0.89	2.76	招拍挂	住宅
	重庆景腾	重庆九龙坡杨家坪	一次	0.63	2.52	招拍挂	住宅、商业
	合计	-	-	6.85	17.60		

资料来源：公司提供

截至2015年6月末，公司待开发项目中，上海宝山高境项目作为商业和办公地产，预计于2015年12月预售，2016年12月竣工并实现交付，目前公司方案是整体出售，宝山高境项目所处板块市场商办存量较低，市场空间较大；虹口项目为精装高层类型，预计于2016年6月实现预售，2017年9月竣工并与当年12月实现交付，可售货值11.30亿元，预计项目综合毛利率可达36.00%；青浦项目为住宅、商办地产，预计2016年5月实现预售，2017年6月竣工并实现交付，可售货值41.16亿元，预计项目综合毛利率达50.00%，项目增值空间大；宁波鄞州区项目为高层和别墅类型，预计于2015年9月实现预售，2017年12月竣工并实现交付，可售货值9.68亿元，售价相对于拿地价格具有较大优势，预计项目综合毛利率达33.00%；重庆杨家坪项目预计2016年5月实现预售，2017年12月竣工并交付，可售货值3.00亿元，预计项目综合毛利率达35.00%。从公司未开发项目的情况来看，项目拿地价格较预售价格具有较大优势，随着预售的实现，收入会有所提升，有利于提高公司的盈利能力。

表13 截至2015年6月末公司土地储备情况（单位：万平方米）

区域	占地面积	规划建筑面积
常州	4.72	11.33
杭州	3.01	9.96
南通	1.71	2.93
宁波	5.03	11.72
上海	6.85	21.73
绍兴	7.28	16.54
苏州	15.26	19.45
天津	20.88	44.08
重庆	0.63	2.52
舟山	3.42	6.37
合计	68.78	146.62

资料来源：公司提供

截至2015年6月末，公司土地储备占地面积68.78万平方米，规划建筑面积146.62万平方米（其中权益规划建筑面积130.53万平方米），主要分布在上海、绍兴、苏州和天津，上述四地的规划面积占比69.43%。

总体看，受房地产市场波动和自身经营布局调整等因素影响，公司目前土地储备规模较小，集中度较高；随着上海及其周边土地市场价格持续上涨，公司在相关区域的土地获取难度增大，

未来项目开发或将更多依赖合作开发和二级市场并购等方式，经营规模与盈利水平存在较大不确定性。

3. 重大事项

2013年，公司通过股权收购，获得上海青浦项目。该项目包括已建成的港隆时代广场和未开发土地。其中，项目北部的港隆时代广场以市场结合餐饮休闲娱乐为主，南部的未开发的土地位于青浦北城区，北临盈港路，西邻城中北路，东临东大盈港天然河道，距离青浦老城中心1.5千米，紧邻规划中的17号地铁（预计2020年通车），周边配套设施完善。根据公司规划，该未开发项目的住宅可售面积为8.63万平方米、商业1.07万平方米，预期住宅毛利率可达54.00%，综合毛利率约为50.00%，计划2016年5月开始预售，2017年和2018年确认收入，预计将产生11.80亿元的利润。从周边土地成交价格来看，公司青浦项目附近盈浦街道胜利西侧03-04地块与2015年11月4日摘牌，出让面积20,893.7平方米，容积率1.8，成交楼板价18,134元/平方米。公司收购的青浦项目楼板价为9,500元/平方米，与上述地块相比具有很强的成本优势，目前每平方土地增值已达8,634元/平方米，土地增值总额达11.64亿元。未来随着青浦项目的预售与结转，将一定程度上提升公司的盈利水平。

表14 上海青浦项目情况（单位：万平方米、个、%）

项目	住宅	商业	Loft办公	地下车库	业态合计
面积	8.63	1.07	3.78	870	—
毛利率	54.00	41.00	38.00	40.00	50.00

资料来源：公司提供

公司于2015年7月通过“招拍挂”拍下南通市新城区的通富路西及居佳路南R15026号地块，土地面积11.91万平方米，预计总建筑面积33.96万平方米，出让金总额3.40亿元，已缴纳0.51亿元，拿地价格999.58元/平方米，为住宅地产地块。

表15 2015年6月以来公司二级市场并购项目情况（单位：万平方米、%）

项目名称	位置	占地面积	规划建筑面积	权益	用途
上海惠南项目	浦东惠南	4.29	3.64	99.99	别墅社区
宁波海港城项目	宁波鄞州	3.35	13.23	50.00	商业综合体
合计	-	7.64	16.87	-	

资料来源：公司提供

公司2015年6月至今并购的项目共有两个，占地面积合计7.64万平方米，规划建筑面积合计16.87万平方米，权益总建筑面积10.26万平方米。其中上海惠南项目是二级市场并购的别墅现房，该项目位于上海市浦东新区惠南镇郊环以内，临近上海市动物园，北起龙阳路站、南至南汇新城的16号地铁线拉近了惠南与市区的距离，作为南汇核心的惠南镇将得到快速发展，加上大浦东格局的拉动与正在建设中的迪士尼乐园，惠南将得到进一步的发展，也为惠南项目实现盈利提供了良好的外部环境。针对惠南项目，公司进行局部改造后预计2015年12月进行销售，收购现房成本11,968元/平方米，公司预计售价为25,000元/平方米，周边同类业态售价在25,000~27,000元/平方米，相比现房收购成本而言，每平方米增值13,032元，增值总额约4.65亿元，项目毛利率可高达52.00%，将有利于公司盈利能力的提升。

总体看，近年来公司通过二级市场并购扩大自身项目储备，目前已并购项目获取成本较低，

利润空间较大，随着项目实现销售并结转收入，公司经营规模将继续扩大，盈利能力有望提升。

4. 经营效率

2012~2014年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为31.72%和32.74%，资产规模呈较快的增长；营业收入年均复合增长率18.83%，净利润呈现波动增长，2013年净利润大幅增长主要是由于当年公司的上海华江项目的局部土地被政府收回用于小区外园林带的建设而收到的补偿款2.08亿元所致。经营规模和盈利规模平稳增长。

公司主营住宅房地产，采用预售方式销售，应收账款规模较小，因此2012、2013年应收账款周转效率较高，分别为328.92次、211.74次。2014年公司的应收账款周转率为60.47次，较上年大幅下降，主要是部分城市公积金政策偏紧以及2013年舟山当地政府对银行按揭规定，要在房屋竣工交付小业主并办理完产权证后才交付房款，因此形成了大量应收账款，但公司的应收账款周转效率仍处于较高水平。2012~2014年公司存货周转率分别为0.30次、0.35次、0.28次，呈波动下降趋势，2014年较2013年大幅下降主要是由于随着公司业务规模的不断扩张，每年新增开工面积以及新增土地储备相应增加，从而使得存货大幅增加所致。2012~2014年，公司的总资产周转率分别为0.29次、0.32次和0.26次，呈波动下降趋势，但处于房地产行业上市公司平均水平。

表 16 2014 年主要房地产上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券简称	存货 周转率	应收账款 周转率	总资产 周转率
万科企业	0.32	72.86	0.28
中国海外发展	0.45	19.36	0.38
保利置业集团	0.29	23.01	0.24
恒大地产	0.37	15.09	0.27
碧桂园	0.57	9.73	0.36
绿城中国	0.39	52.42	0.26
世茂房地产	0.42	11.94	0.29
首创置业	0.18	9.99	0.14
远洋地产	0.44	103.43	0.29
富力地产	0.27	7.41	0.22
平均值	0.37	32.52	0.27
景瑞地产	0.28	60.47	0.26

资料来源：Wind 资讯

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

从同行业上市公司的比较情况来看，由于存货占比较高，公司存货周转率低于行业平均水平；应收账款周转率虽然逐年下降，但是仍处于较高水平；总资产周转率呈波动下降趋势，但基本保持行业平均水平。

5. 关联交易

公司与关联方存在少量的关联交易。公司从关联方接受劳务主要体现在采购混凝土、餐饮、环保工程等方面；2014年，公司接受关联方劳务0.22亿元。总体看，公司的关联交易规模很小，对公司的影响很小。

6. 经营关注

房地产市场风险

宏观经济形势的持续变化及房地产市场的波动，尤其是公司房地产开发业务主要经营地市场的波动将给公司经营带来一定的风险。公司房地产开发业务销售收入主要来自上海、绍兴、太仓、舟山地区，其中绍兴地区占比逐年上升，销售额占公司总销售收入的比重在 40%以上，以上各城市房地产市场的波动对公司业绩的影响较大。

投资性物业公允价值波动的风险

公司采用公允价值模式计量投资性物业。若未来房地产市场发生变化，公司投资性物业的公允价值在未来可能出现较大波动，将对公司的经营业绩和财务状况产生一定影响。

未来存在较大规模资本支出的风险

房地产开发项目一般投资周期较长，投资规模较大，属于资金密集型产业。截至 2015 年 6 月底，公司土地储备占地面积 68.78 万平方米，规划建筑面积 146.62 万平方米，在建项目与拟建项目未来还需投资 153.50 亿元。因此，总体上公司在未来将面临一定程度的资本支出压力，未来若公司的融资能力受到宏观经济政策、信贷政策、产业政策等方面的影响，则未来的经营目标的实现将受到一定程度的影响。

总体看，公司未来经营受宏观经济政策、产业政策等的影响较大。

7. 未来发展

公司坚定守正策略，通过坚持两个“聚焦”、两个“领先”、推动变革“一个机制”的战略，向成为极具区域影响力，备受同行与客户尊敬的、定制化生活服务提供商发展。坚持两个“聚焦”即聚焦区域、聚焦高周转，聚焦区域即聚焦长三角、津渝一二线，形成基地城市、战略性城市、机会性城市的“1+7+X”的梯度布局；聚焦高周转，即形成轻资产+高效运营双轮驱动的高周转模式。坚持两个“领先”，即产品价值领先和融资模式能力领先，产品价值领先及丰富现有产品线，扩张产品内涵，通过自我转型，内部探索和外部资源整合，提供定制化产品解决方案+定制化服务；融资模式与能力领先即拓展多元化融资、并积极尝试与互联网平台的合作。推动变革“一个机制”，即推动变革战略性总部、经营型一线的组织机制转型，激发一线活力，提升集团整体精细运营能力。

公司的产品发展战略是以住宅地产为主，商业地产为辅，遵循标准化产品的发展战略。公司将通过自我转型，内部资源和外部资源的整合，提供定制化产品解决方案+定制化软性服务。定制化产品解决方案即以产品和核心，集定制化精装、定制化智能家居、定制化空间等多样整合的产品解决方案，定制化软性服务即以客户为核心，集物流、养老、社交网络等更多资源整合的软性服务。土地储备上，公司将聚焦长三角、津渝一二线，形成以上海为基地城市，以苏州、杭州、宁波、南京、重庆、天津、合肥为战略城市、以绍兴、南通、台州等为机会型城市的 1+7+X 的梯度布局。融资模式上，提升“股+债”基本融资效率，拓展互联网金融、资产证券化等创新渠道，合理利用境内外资本市场，进一步降低公司融资成本、完善公司财务结构，为公司的稳健发展提供高效的资金支持。

总体看，基于公司发展战略，公司将继续在现有的经营模式下，通过深耕长三角，合理扩大土地储备，深化品牌竞争力，为确保公司在核心业务领域占有并逐步扩大市场份额，形成多层次区域的利润结构。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年的合并财务报表均已经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照现行《企业会计准则》编制。公司提供的 2015 年上半年的合并财务报表未经审计。

从合并范围变化来看，公司 2013 年较 2012 年新增 25 家子公司，不再纳入合并范围的 4 家子公司；2014 年较 2013 年新增 24 家子公司，其中通过投资设立 21 家公司，通过购买股权增加 3 家，处置子公司 1 家，因此不再纳入合并范围；2015 年 1~6 月，公司新增上海景月置业有限公司与宁波景瑞置业有限公司两家子公司纳入合并范围。总体看，近年来，公司合并范围新增子公司数量较多，合并范围变化较大，财务可比性一般。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 200.39 亿元，负债合计 159.09 亿元，所有者权益（含少数股东权益）41.30 亿元。2014 年公司实现营业收入 45.13 亿元，净利润（含少数股东损益）2.03 亿元，经营活动现金流量净额为-11.75 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 208.27 亿元，负债合计 164.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）44.02 亿元。2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 24.07 亿元，净利润（含少数股东权益）0.73 亿元，2015 年 1~6 月公司经营活动现金流量净额 3.69 亿元。

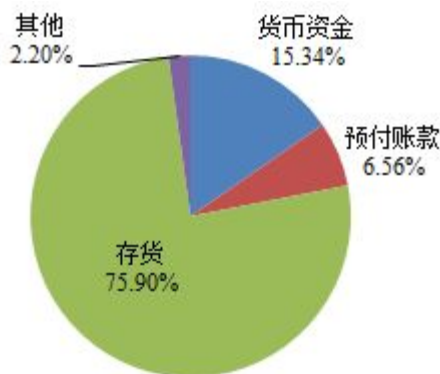
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模持续扩大，年均复合增长率为 31.72%，资产构成以流动资产为主，近三年占比均在 90%以上，流动资产高占比符合房地产开发企业特征。截至 2014 年底，公司资产规模达 200.39 亿元，其中流动资产占比 93.48%，非流动资产占比 6.52%。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长率为 30.24%。截至 2014 年底，公司流动资产为 187.32 亿元，较上年末增加 37.85%，以存货（占 75.89%）、货币资金（占 15.34%）和预付款项（占 6.56%）为主（见下图）。

图 8 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金总额快速上升，年均复合增长 39.63%。截至 2014 年底，公司货币资金为 28.73 亿元，较年初大幅上涨 51.20%，主要是由于当年商品房销售回款增加及项

目开发带来的资金需求使得公司借款增加所致。其中受限资金占货币资金的 17.96%，主要为存单质押保证金和票据保证金。

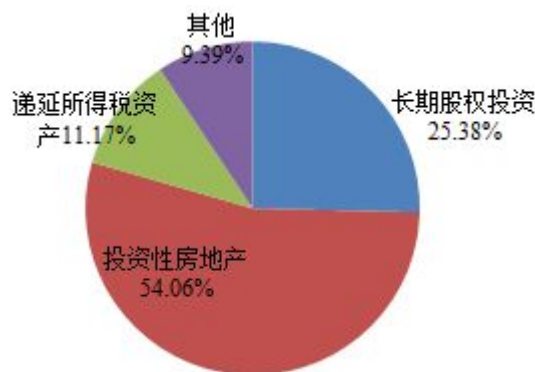
2012~2014 年，公司预付款项快速增加，分别是 1.61 亿元、8.58 亿元、12.28 亿元。2013 年末预付款项较年初大幅增长 431.41%，主要系当年公司收购上海青浦项目支付 4.68 亿元的预付款项所致；2014 年末预付款项较年初增长了 43.07%，主要是预付的土地定金、出让金和工程款。

2012~2014 年，随着公司收购和独立开发的项目规模快速增长，存货规模逐年增加，三年复合增长率达 25.90%。公司存货构成主要为开发成本和开发产品，近三年合计占比均在 99% 以上。截至 2014 年底，公司存货账面价值为 142.18 亿元，其中开发成本和开发产品分别占比 81.28% 和 18.72%，存货规模较上年末增长 43.48%，主要来自土地储备和新开工面积的增长；2014 年公司新增土地使用权账面价值 46.38 亿元，位于杭州、宁波、苏州二线城市以及太仓、绍兴三线城市区域。由于房地产开发项目保值增值的能力较强，公司未对存货计提减值。截至 2014 年底，公司已有账面价值为 70.31 亿元的存货用于抵押，占比 49.45%，占比较高。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产规模呈上升态势，近三年年均复合增长 60.51%，主要系投资性房地产、长期股权投资增加所致。截至 2014 年底，公司非流动资产总额为 130.63 亿元，较上年末增加 10.83%，以投资性房地产（占 54.06%）、长期股权投资（占 25.38%）和递延所得税资产（占 11.17%）为主（见下图）。

图 9 截至 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司投资性房地产主要为写字楼、购物中心等，2012~2014 年，公司投资性房地产总额分别为 2.32 亿元、7.04 亿元、7.06 亿元，年均复合增长率 74.39%。2013 年较年初增加 202.99%，主要是由于当年新增了青浦港隆广场，首次评估价格 3.40 亿元。截至 2014 年底，公司已有账面价值为 0.96 亿元的投资性房地产用于抵押，占比 13.60%。

2012~2014 年，公司长期股权投资分别为 0.37 亿元、3.69 亿元、3.32 亿元，年均复合增长 200.07%。2013 年较 2012 年大幅增长 904.14%，主要是对合营企业的股权投资；截至 2014 年底，公司长期股权投资较年初减少 10.33%，主要由公司与其他房地产开发商合营的房地产企业和子公司构成。

2012~2014 年，递延所得税资产账面余额分别为 2.20 亿元、0.78 亿元、1.46 亿元。2013 年较 2012 年下降 64.56%，主要是由于土地增值税大幅减少所致；截至 2014 年底，递延所得税资产较年初增加 86.89%。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 208.27 亿元，较年初增长 3.93%，其中流动资产 193.49

亿元，较年初增长 3.29%，主要来源于存货和其他应收款的增加；公司非流动资产 14.78 亿元，较年初增长 13.13%，主要来源于递延所得税资产的增长。截至 2015 年 6 月末，公司流动资产和非流动资产占比分别为 92.90%和 7.10%，流动资产占比较年初降低了 0.58 个百分点。

截至 2015 年 6 月底，公司资产中所有权或使用受限资产合计 86.17 亿元，占总资产总额的比为 41.40%，其中货币资金 4.64 亿元，存货 80.56 亿元，投资性房地产 0.96 亿元。公司受限资产占比较大，资产流动性一般。

总体来看，近年来，公司资产规模持续较快增长，资产结构较为稳定，以流动资产为主；流动资产中，以房地产开发项目为主的存货占比较高。受限资产占比较高，资产流动性一般。

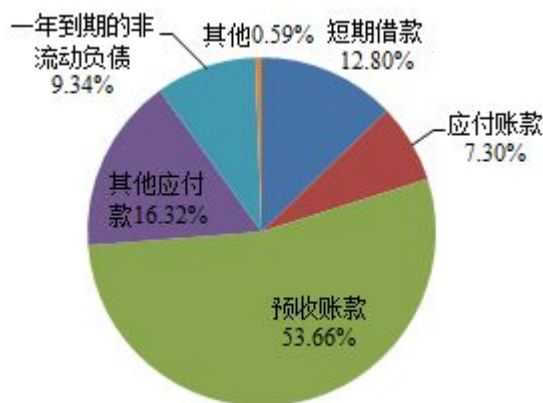
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长率为 31.45%。截至 2014 年底，公司负债合计 159.09 亿元，较上年末增长了 35.62%。近三年公司负债主要以流动负债为主，占比均在 70%以上。截至 2014 年底，公司流动负债和非流动负债分别占比 74.48%和 25.52%。

2012~2014 年，公司流动负债规模逐年增长，年均复合增长 33.31%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 118.49 亿元，以短期借款、应付账款、预收款项以及其他应付款为主（见下图）。

图10 2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司短期借款逐年增加，年均复合增长 29.60%。截至 2014 年末，公司短期借款 15.16 亿元，较上年年末大幅增长 14.68%，其中 79.10%为质押借款。质押借款中 11.16 亿元为景瑞控股及公司子公司提供的存单质押借款，可以滚动续借，实际偿还压力较小。

2012~2014 年，公司应付账款余额逐年增加，年均复合增长 17.58%，2014 年公司已完工未结算项目增多，导致应付账款相应增加。截至 2014 年底，公司应付账款余额为 8.65 亿元，较年初的 6.59 亿元增加 31.24%，主要为应付地价款、工程款及材料款。账龄构成以 1 年以内的应付账款（占比 58.76%）和 1~2 年（占比 34.32%）为主。

公司预收款项主要系对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户房屋销售款，该款项在工程进度达到结算条件时将结转为营业收入。2012~2014 年，公司预收款项呈逐年增长趋势，项目销售情况较好。截至 2014 年底，公司预收款项合计 63.58 亿元，较上年末增加 48.05%，由于这部分负债未来将结转为收入，对于公司而言不存在实际偿付压力。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债以年均 16.07%的速度增长，截至 2014 年底，

公司一年内到期的非流动负债为 11.07 亿元，主要为一年内到期的长期借款（占比 99.27%）。

2012~2014 年，公司其他应付款分别为 3.74 亿元、20.05 亿元、19.33 亿元。2013 年较 2012 年大幅增长 436.73%，主要系应付关联方的往来款项大幅增加所致。截至 2014 年底，公司其他应付款较上年末减少 3.58%。其他应付款中，应付公司关联方的款项为 11.64 亿元，占比 60.22%，主要系未并表的信托计划项目形成的销售回款计入到公司其他应付款中所致，这部分应付款实质没有偿还压力。公司其他应付款中账龄在 1 年以内的部分占比为 67.88%、1~2 年的占 23.24%、2 年以上的占 8.88%。

表 17 截至 2014 年底公司其他应付款关联方情况（单位：亿元）

应付关联方	金额
天津亿安城市设施开发有限公司	0.76
宁波景瑞置业有限公司	2.16
无锡景瑞置业有限公司	0.96
扬州景瑞置业有限公司	1.83
杭州景越置业有限公司	4.12
南通景尚置业有限公司	1.80
合计	11.64

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司非流动负债分别为 25.39 亿元、22.40 亿元、40.59 亿元。截至 2014 年底，公司非流动负债较年初大幅增加 81.19%，主要是由于长期借款大幅增加所致。非流动负债由长期借款（占比 96.81%）和递延所得税负债（占比 3.19%）构成。

为满足大量增加的新项目和支付土地成本的资金需求，公司逐年加大融资力度，银行贷款为公司主要融资渠道。近三年末公司长期借款余额分别为 24.48 亿元、21.15 亿元、39.30 亿元。截至 2014 年底，公司长期借款较年初增加了 85.80%，其中包括 13.94 亿元的抵押借款和 6.00 亿元的信用借款，该笔信用借款是为了满足公司经营周转需要、由景瑞控股有限公司担保、子公司股权作为抵押取得。就实质来看，长期借款中全部为抵押借款。从长期借款的期限分布来看，1 年以内的占比 44.98%，1~2 年的占比 37.99%，2~3 年的占比 13.50%，3 年以后的占比 3.53%，长期借款主要集中在 2 年以内，存在一定的还款压力。

2012~2014 年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长 19.42%。截至 2014 年底，公司递延所得税负债合计 1.30 亿元，较上年末增长 7.97%，主要系公司投资性物业的公允价值与账面金额差异引起。

截至 2015 年 6 月底，公司负债合计 164.25 亿元，较年初增长 3.24%，主要是长期借款的增加所致，其中流动负债占比 70.15%，非流动负债占比 29.85%，流动负债占比较年初下降 4.33 个百分点。

近三年，公司有息债务呈逐年增加的态势，三年复合增长率为 26.12%。截至 2014 年底，公司全部债务为 67.80 亿元，其中短期债务和长期债务分别占比 32.67%和 67.33%，以长期债务为主。

截至 2014 年底，公司资产负债率为 79.39%，受公司 2014 年发行的永续债计入所有者权益影响，公司债务指标略有下降，下降了 0.05 个百分点。全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为 62.14%和 48.76%，较上年末上升 3.15 个百分点和 7.70 个百分点。由于公司预收房款无实际兑付压力，剔除预收账款后的资产负债率为 69.81%。总体来看，公司资产负债率较高。

截至 2015 年 6 月底，公司有息负债规模继续扩大，为 80.22 亿元，较年初增长了 18.33%，公司债务水平继续加重。从有息负债的期限结构来看，公司 2015 年到期的有息债务 21.04 亿元，占

比 26.23%，2016 年到期的债务 40.38 亿元，占比 50.34%，有息债务主要集中于 2016 年到期，公司有一定的集中偿付压力。

表 18 截至 2015 年 6 月底有息债务期限结构 (单位:亿元)

到期	短期借款	应付票据	长期借款	永续债	合计
2015 年	7.85	6.61	7.08		21.04
2016 年	12.53		27.85		40.38
2017 年			9.50		9.50
2018 年及以后			3.31		3.31
不确定				5.50	5.50
合计	20.38	6.61	47.73	5.50	80.22

资料来源：公司提供,联合评级整理

公司于 2014 年发行永续债券 5.50 亿元 (本期永续债于 2014 年 12 月 29 日起息, 2015 年年利率 9%, 2016 年利率 13%, 2017 年及以后 20%, 每年季末的 20 日还息), 无固定还款期限, 计入公司“所有者权益-其他权益工具”中。考虑到永续债券的性质及特点, 分别将其从资产负债表中剔除和将其认定为长期债务 (因其存在偿付的可能) 进行偿债指标测算。根据测算结果, 若剔除公司永续债券对所有者权益的影响, 2014 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均高于 2014 年底剔除前上述指标值; 若将永续债券认定为普通债券, 2014 年底上述指标值均高于剔除前及剔除后的测算值。

表 19 2014 年底永续债调整测算表 (单位: %)

项目	调整前	剔除后	调整至债务
资产负债率	79.39	81.63	84.45
全部债务资本化比率	62.14	65.44	67.19
长期债务资本化比率	48.76	52.33	55.58

资料来源：公司审计报告, 联合评级整理。

总体来看, 近年来, 由于公司项目开发投入加大, 整体债务规模快速扩张; 公司有息债务中长期债务占比较高; 在永续债计入权益的影响下, 公司债务指标波动增长, 但考虑到永续债的性质及特点, 若剔除其对债务指标的影响或将其认定为普通债券, 公司债务负担重。

所有者权益

近三年公司所有者权益逐年增长, 年均复合增长率为 32.74%。截至 2014 年底, 公司所有者权益 41.30 亿元, 较上年增长 36.02%, 主要来源于未分配利润、股本溢价以及计入所有者权益的永续债的增长所致。其中归属于母公司所有者权益为 31.90 亿元, 少数股东权益为 9.39 亿元。归属于母公司所有者权益中, 实收资本占 19.47%, 资本公积占 22.80%, 盈余公积占 4.85%, 未分配利润占 26.65%, 其他权益工具占 17.24%, 其他综合收益占 8.99%。2014 年, 公司向华融融德资产管理有限公司发行永续债券, 金额分别为 5.50 亿元人民币, 此类永续债无到期日, 本金偿还及收入分配可由公司选择递延支付, 计入公司所有者权益。未分配利润及永续债占比较高, 所有者权益稳定性较弱。

截至 2015 年 6 月底, 公司所有者权益 44.02 亿元, 较年初增长了 6.60%, 主要是未分配利润的增加所致。公司所有者权益结构较年初变化不大。

总体看, 公司所有者权益中未分配利润及永续债的占比较高, 权益的稳定性较弱。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司的营业收入逐年增长，分别为31.96亿元、41.48亿元和45.13亿元，年均复合增长率为18.83%。房产销售是公司收入的主要来源，近三年在主营业务收入中的占比均维持在97%以上。2014年公司实现利润总额2.72亿元，同比减少51.15%；2014年公司实现净利润2.03亿元，同比大幅减少41.46%，主要是由于2013年公司的上海华江项目，局部土地被政府收回用于小区外园林带的建设收到了2.08亿元补偿款所致。

从期间费用来看，2012~2014年，公司费用收入比分别为9.71%、10.25%和9.54%，公司期间费用逐年上升，对公司利润侵蚀明显，公司费用控制能力有待加强。近三年公司的销售费用和管理费用分别年均复合增长了4.86%、18.33%；2014年公司期间费用为4.30亿元，同比上升1.20%，其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为46.87%、46.79%和6.34%，销售费用和管理费用占比较高，对公司盈利水平影响较大。随着公司经营规模的扩大，公司的销售费用同比增长了27.91%，占期间费用比由37.09%增长到46.87%，主要是广告费、宣传费和工资福利费的增加所致。

从各项盈利指标来看，近三年，受房地产宏观调控的影响，公司各项盈利指标均出现了一定程度下滑。2012~2014年，公司营业利润率逐年下降，三年分别为19.38%、18.37%和16.42%。2014年，受永续债计入权益的影响，公司总资本收益率较上年下降3.41个百分点，为2.64%；总资产报酬率较上年下降3.03个百分点，为1.79%；净资产收益率较上年下降7.21个百分点，为5.66%。与国内同行业上市公司相比，当期公司各项主要盈利指标处于一般水平（如下表所示）。考虑公司2014年预收款项为63.58亿元，2015年6月末增长至80.12亿元，未来将于2015、2016年陆续实现收入结转，盈利预期较好，公司整体盈利能力将有望提升。

表 20 2014 年主要房地产上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券简称	净资产收益率（平均）	总资产报酬率	销售毛利率
万科企业	19.08	6.38	25.10
中国海外发展	22.75	13.60	32.70
保利置业集团	3.13	3.50	19.81
恒大地产	25.28	7.59	28.53
碧桂园	20.33	6.90	26.09
绿城中国	8.53	5.30	25.38
世茂房地产	18.29	7.91	32.50
首创置业	18.96	4.57	25.03
远洋地产	11.07	5.79	21.00
富力地产	15.34	7.09	35.48
上述企业平均值	16.28	6.86	27.16
景瑞地产	5.66	1.79	25.94

资料来源：Wind 资讯

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

2015年1~6月，公司实现营业收入24.07亿元，净利润0.73亿元。完成2014年全年营业收入的53.33%和净利润的36.14%。

总体看，公司收入规模显著增长，但期间费用规模较大，影响公司利润增长，盈利能力基本保持平稳，且处于行业较好水平。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2012~2014年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.91亿元、12.78亿元和-11.75亿元。2014年公司经营活动产生的现金流呈净流出的状态，主要是公司支付与

其他经营活动有关的现金大幅增加所致。从收入实现质量来看，近三年现金收入比分别为 134.26%、114.91%和 119.83%，2014 年收入实现质量较上年有所提高，主要系公司预售所得现金增加所致。经营活动现金流入方面，2014 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 54.08 亿元，同比增长 13.44%；公司收到其他与经营活动有关的现金为 58.41 亿元，主要是关联方资金的调拨；2014 年，公司经营活动现金流入为 112.49 亿元，同比增长 14.63%。经营活动现金流出方面，2014 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金 60.33 亿元，同比增长 77.37%；支付其他与经营活动有关的现金 51.52 亿元，同比增长 16.98%，主要为往来款及支付与购买土地相关的其他费用；2014 年，公司经营活动现金流出为 124.24 亿元，同比增长 45.56%。

从投资活动情况来看，公司近三年投资活动现金流均呈现净流出的状态，2012~2014 年，投资活动现金净流出分别为 0.56 亿元、5.53 亿元和 3.55 亿元。2012~2014 年，公司投资活动现金流入分别为 0.33 亿元、3.37 亿元、0.01 亿元，2013 年较 2012 年同比增加 913.50%，主要是当年公司收到诸暨景瑞和宁波景瑞的股权转让款所致。2012~2014 年，公司投资活动现金流出分别为 0.89 亿元、8.90 亿元、3.56 亿元。2014 年，公司投资活动现金流出同比下降 59.98%，主要系公司投资支付的现金和取得子公司等支付的现金净额下降所致。

从筹资活动情况来看，2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-4.85 亿元、-0.70 亿元和 24.04 亿元。公司筹资活动现金流出主要系支付分红款及偿还银行贷款等，筹资活动现金流入主要系取得银行借款。2014 年，公司筹资活动现金流入 77.24 亿元，同比增加 76.42%，主要由于取得银行借款增加所致；筹资活动现金流出 53.20 亿元，同比增加 19.59%，主要系偿还银行借款所致。

2015 年 1~6 月，公司经营活动现金净流入 3.69 亿元；公司投资活动现金净流出 2.15 亿元；公司筹资力度有所减弱，筹资活动现金净流出 9.55 亿元。

总体看，2012 年以来，公司加大了土地储备和项目开发的力度，使得经营活动现金呈净流出的状态，同时受预售所得现金大幅增加的影响，收入实现质量有所提高；投资活动现金流出的规模波动上升；随着经营规模的扩大，公司对融资的需求不断增长，筹资活动现金净流入的规模大幅增长。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司的流动比率分别为 1.66 倍、1.43 倍、1.58 倍，呈波动下降趋势；速动比率分别为 0.31 倍、0.39 倍、0.38 倍，2013 年速动比率较 2012 年上升是因为存货占比下降所致，2014 年速动比率较 2013 年下降由于当年存货大幅增加所致。2012~2014 年，公司短期债务与现金类资产均呈快速增长态势，年均复合增长分别为 25.33%和 39.31%，现金短期债务比逐年上升，2014 年为 1.01 倍，现金类资产对短期债务的保护程度较高。整体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标来看，2012~2014 年，公司全部债务年均复合增长 26.12%，截至 2014 年末全部债务合计 67.80 亿元。2014 年公司 EBITDA 为 3.20 亿元，EBTIDA 利息倍数为 0.68 倍，EBITDA 全部债务比为 0.05 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较低。公司发行的永续债券总额（5.50 亿元）存在偿付可能，若将其认定为长期债务，公司 2014 年 EBITDA 全部债务比下降为 0.04 倍。但考虑到公司的预收款项规模较大（2014 年为 63.58 亿元），随着收入的陆续结转，未来公司的收入将维持在较好的水平，EBITDA 水平将有望提升，其对利息和全部债务的保障倍数也将得到提升。此外公司拥有一定规模的土地和在建项目，一定程度上也将有利于提升公司对债务

的保障能力。

公司与农业银行、上海银行、建设银行等国内主要商业银行建立了良好的合作关系，截至 2014 年底，公司共获得商业银行授信总额 84.66 亿元，尚未使用的授信额度为 42.13 亿元，公司间接融资渠道畅通。景瑞控股于 2013 年在香港上市，可为公司提供一定的资金支持。

对外担保方面，截至 2015 年 6 月底，公司对外担保 8.60 亿元，担保比率为 18.32%。担保对象均为合营公司，目前被担保公司经营良好，偿还或有负债的风险不大。

表 21 截至 2015 年 6 月末公司对外保证担保情况（单位：万元）

被担保方名称	担保事项	保证担保余额	担保起始时间	担保终止时间	目前被担保方经营状况
扬州景瑞置业有限公司	扬州景瑞项目	14,400	2013/4/27	2015/10/26	良好
	扬州景瑞项目	15,400	2013/12/30	2015/12/30	良好
南通景尚置业有限公司	海门项目	11,500	2013/7/24	2016/1/24	良好
台州景瑞置业有限公司	台州项目	29,740	2014/5/8	2015/9/29	良好
无锡景瑞置业有限公司	无锡项目	15,000	2015/1/12	2018/1/12	良好
合计	-	86,040	-	-	-

资料来源：公司提供

总体看，公司现金类资产较为充裕，存货规模较大，预收款规模较大，短期偿债能力较好；但整体债务负担较重且债务规模持续增长，公司整体偿债能力有待提高。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2015 年 9 月 9 日，公司无未结清及已结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

8. 未决诉讼事项

上海市虹口区教育局（以下简称“教育局”）就金额为 3,050 万元、账面价值为 2,300 万元的土地使用权于 2012 年 12 月 31 日向公司的子公司上海花园城提出纠纷索赔，有关上海花园城无法按上海花园城与教育局于 2005 年 6 月 20 日签订的教育配套协议所协定于 2007 年 5 月前建设及交付学校。2013 年 7 月 23 日，上海市虹口区人民法院判教育局胜诉，有权保留人民币 30,500,000 元及取得争议中的土地使用权。公司提出上诉请求，目前该案件仍未判决。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对现有债务的影响

截至 2015 年 6 月底，公司债务总额为 74.72 亿元，本次拟发行债券规模为 17.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大，对公司整体负债水平有一定的影响。

以 2015 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 17.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别由 78.86%、62.93%、52.02% 上升至 80.46%、67.57%、59.52%，债务负担有所增加，但考虑到本次债券募集资金拟全部用于偿还公司现有债务，上述指标将与现在持平。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年底的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 3.20 亿元，为本次公司债券发行额度（17.00 亿元）的 0.19 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较弱；2014 年经营活动产生的现金流入 112.49 亿元，为本次公司债券发行额度（17.00 亿元）的 6.62 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本次债券覆盖程度较高；现金类资产 28.75 亿元，为本次债券发行额度（17.00 亿元）的 1.69 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，考虑到公司作为长三角地区知名的房地产企业，具有丰富的房地产开发经验；在建项目较多，未来可结转的收入规模较大；公司的标准产品的开发模式使得公司的周转效率在行业内具有一定的竞争优势。预计随着在建项目的逐步完工，公司的营业收入规模继续提升。联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力较强。

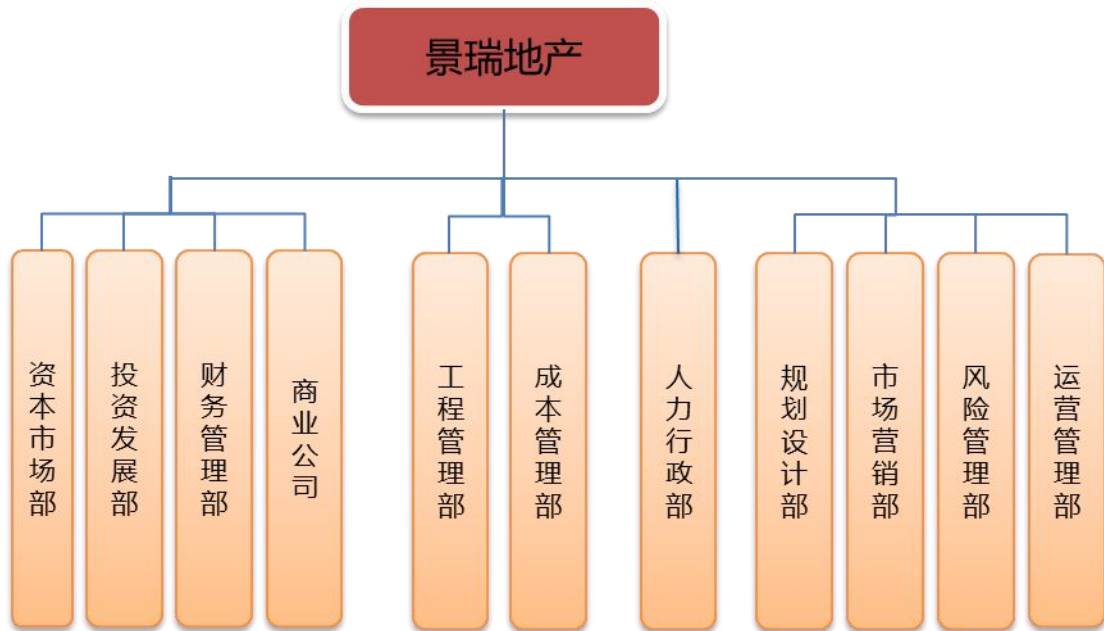
九、综合评价

房地产行业在中国经济发展中重要性突出，近年受行业投资过快增长及宏观经济增速波动和政策调整等因素影响，行业周期性波动加大。政府促进行业稳定增长政策出台后，行业有望实现弱势增长。未来房地产行业在中国经济发展中仍将保持重要地位，经济增长和城镇化进程的推进仍将拉动市场需求的持续增长，促进行业整体发展的稳定。

公司作为长三角地区知名的房地产企业，积累了大量的房地产开发经验和区域品牌知名度；目前公司在建项目较多，未来可结转的收入规模较大，经营规模有望扩大；公司的产品标准化开发模式使得公司的周转效率在行业内具有一定的竞争优势，可实现资产的快速周转；近年来，公司经营规模持续扩大，在建拟建项目利润空间较大，整体盈利水平将有望提升。同时，联合评级也关注到公司在建项目区域集中度高、土地储备规模有待提升、资金需求压力较大、债务负担较重等因素可能给公司经营发展带来的不利影响。

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，联合评级认为，本次债券不能偿还的风险较低。

附件 1 景瑞地产（集团）有限公司组织结构图



附件 2 景瑞地产（集团）有限公司 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
资产总额（亿元）	115.50	147.67	200.39	208.27
所有者权益（亿元）	23.44	30.36	41.30	44.02
短期债务（亿元）	18.14	22.54	28.50	26.99
长期债务（亿元）	24.48	21.15	39.30	47.73
全部债务（亿元）	42.62	43.69	67.80	74.72
营业收入（亿元）	31.96	41.48	45.13	24.07
净利润（亿元）	1.87	3.46	2.03	0.73
EBITDA（亿元）	3.25	6.47	3.20	--
经营性净现金流（亿元）	-0.91	12.78	-11.75	3.69
应收账款周转次数（次）	328.92	211.74	60.47	--
存货周转次数（次）	0.30	0.35	0.28	--
总资产周转次数（次）	0.29	0.32	0.26	--
现金收入比率（%）	134.26	114.91	119.83	124.16
总资本收益率（%）	2.94	6.05	2.64	0.65
总资产报酬率（%）	2.84	4.82	1.79	0.48
净资产收益率（%）	7.92	12.87	5.66	1.72
营业利润率（%）	19.38	18.37	16.42	12.55
费用收入比（%）	9.71	10.25	9.54	8.99
资产负债率（%）	79.71	79.44	79.39	78.86
全部债务资本化比率（%）	64.52	59.00	62.14	62.93
长期债务资本化比率（%）	51.09	41.06	48.76	52.02
EBITDA 利息倍数（倍）	1.42	1.97	0.68	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.15	0.05	--
流动比率（倍）	1.66	1.43	1.58	1.68
速动比率（倍）	0.31	0.39	0.38	0.32
现金短期债务比（倍）	0.82	0.85	1.01	0.77
经营现金流动负债比率（%）	-1.37	13.47	-9.92	3.20
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.19	0.38	0.19	--

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 景瑞地产（集团）有限公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年景瑞地产（集团）有限公司公告年报后 2 个月内对景瑞地产（集团）有限公司 2016 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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

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

如景瑞地产（集团）有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至景瑞地产（集团）有限公司提供相关资料。

联合评级对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送景瑞地产（集团）有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年十一月二十五日