

跟踪评级公告

联合〔2020〕1439号

广州合景控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

广州合景控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

广州合景控股集团有限公司发行的“15合景01”和“15合景02”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：李福

二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

广州合景控股集团有限公司 公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 合景 01	25 亿元	3+2+1 年	AAA	AAA	2019/6/21
15 合景 02	8 亿元	5+2 年	AAA	AAA	2019/6/21

担保方：合景泰富集团控股有限公司

担保方式：不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日

主要财务数据：

发行人-广州合景控股集团有限公司

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	716.48	1,061.39	1,243.07
所有者权益 (亿元)	199.63	239.78	286.72
长期债务 (亿元)	260.77	324.76	339.68
全部债务 (亿元)	266.65	361.45	404.53
营业收入 (亿元)	99.76	50.32	161.31
净利润 (亿元)	27.90	6.64	44.62
EBITDA (亿元)	42.10	15.69	63.38
经营性净现金流 (亿元)	-40.22	-100.98	-16.36
营业利润率 (%)	39.66	29.78	27.26
净资产收益率 (%)	15.27	3.02	16.95
资产负债率 (%)	72.14	77.41	76.93
全部债务资本化比率 (%)	57.19	60.12	58.52
流动比率 (倍)	2.38	1.78	1.58
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.16	0.04	0.16
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.66	0.85	2.00
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.28	0.48	1.92

担保方-合景泰富集团控股有限公司

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	1,349.45	1,845.37	2,143.23
权益总计 (亿元)	282.46	317.72	382.43
收入 (亿元)	115.43	74.77	249.56
年度利润 (亿元)	36.05	41.55	100.56
资产负债率 (%)	79.07	82.78	82.16

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2. 广州合景 2017 年财务数据引自 2016-2018 年连审报告，2018 年财务数据采用 2019 年审计报告经追溯调整的期初数；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3. 担保方财务数据均使用香港准则下财务报告；担保方短期债务未包含应付票据金额，债务规模有所低估；担保方 EBITDA=税前利润+融资成本+折旧+摊销

评级观点

2019 年，广州合景控股集团有限公司（以下简称“公司”或“广州合景”）作为合景泰富集团控股有限公司（以下简称“合景泰富”）境内主要的房地产开发投资平台，通过同一控制下企业合并，整体规模显著提升。公司土地储备较充裕，区域布局良好，项目主要位于一二线城市，销售规模快速增长，酒店和自持物业运营情况良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司收购和合作开发项目较多，在建及拟建项目资金需求大，投资性房地产存在公允价值波动风险，债务负担较重且对外担保规模较大等因素对公司信用状况带来的不利影响。

公司项目储备充裕，区域布局良好，未来随着项目的逐步开发销售，公司综合实力有望进一步提升。

“15 合景 01”和“15 合景 02”由合景泰富提供不可撤销的连带责任保证担保。2019 年，合景泰富在行业地位、开发规模和物业运营能力等方面保持了很强的竞争优势，销售规模保持较快增长。合景泰富提供的连带责任保证担保体现出股东对公司的支持和信心，对提升“15 合景 01”和“15 合景 02”的信用水平具有显著的积极影响。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“15 合景 01”和“15 合景 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 完成重大资产重组，规模显著提升。2019 年公司收购合景泰富旗下的广州市天建房地产开发有限公司，重组后公司土地储备大幅扩张，资产和权益规模快速增长，规模优势更加显著。

2. **土地储备充裕，区域分布良好。**2019年公司拿地规模较大，存量土地储备充裕，主要位于一二线城市，能够为公司未来发展提供有力支撑。

3. **销售规模快速增长，酒店及物业运营良好。**2019年，公司销售面积及销售金额均实现大幅增长；酒店及自持物业规模较大，运营情况良好，能够为公司贡献一定规模的利润和现金流。

4. **担保方合景泰富保持很强的综合竞争实力。**2019年，合景泰富在行业地位、开发规模和物业运营能力等方面保持了很强的竞争优势，销售规模保持较快增长，其所提供的担保对“15合景01”和“15合景02”信用状况具有显著的积极影响。

关注

1. **收并购和合作开发规模较大，存在管理难度。**公司仍较多地采用收并购和合作开发方式拿地，与招拍挂相比，收并购项目对风控要求较高，合作开发项目在操盘和资金管控等方面存在一定的协调成本。随着公司项目数量增加，管理压力有所加大。

2. **存在一定的资本支出压力。**公司在建项目规模逐年增长且分布于全国，加大项目管理压力。公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来面临一定资本支出压力。

3. **存在一定的投资性房地产公允价值波动风险。**公司自持物业规模较大，公允价值变动收益对利润水平有较大影响，公司存在一定的投资性房地产公允价值波动风险。

4. **担保方合景泰富债务负担较重。**合景泰富债务规模持续增长，债务负担较重。此外，合景泰富对联营及合营企业的担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

分析师

罗星驰 登记编号（R0040218050005）

曹梦茹 登记编号（R0040218090002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

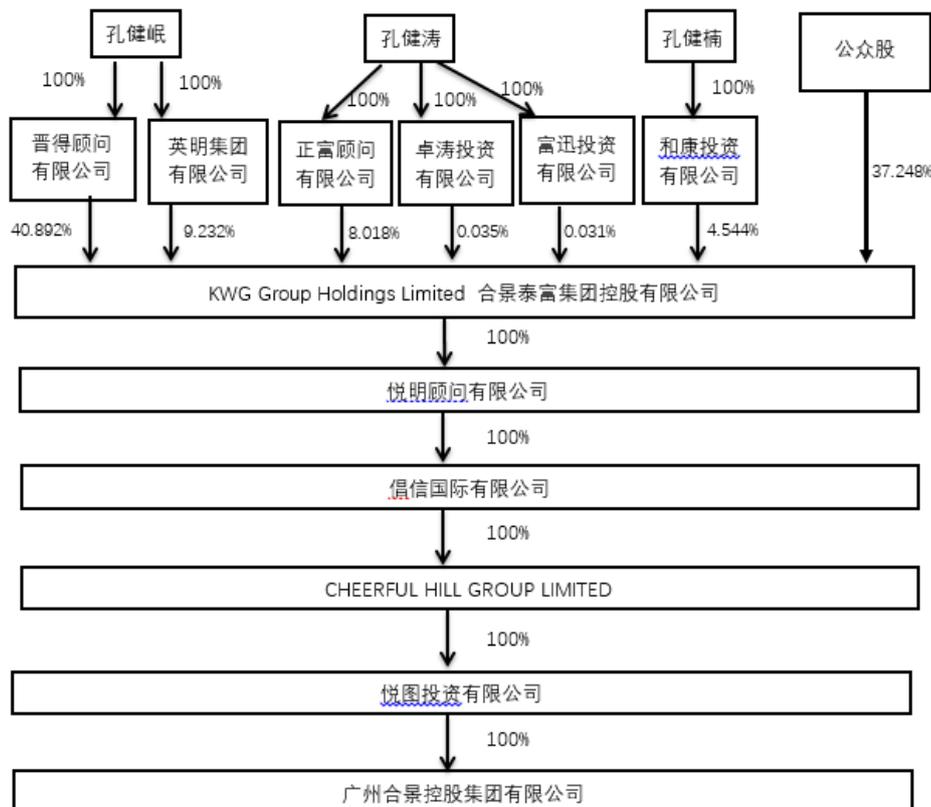


一、主体概况

广州合景控股集团有限公司（以下简称“公司”或“广州合景”）最初由广州恒景商业中心与自然人孔健涛于1995年6月15日共同设立，注册资本为人民币1,000万元。后经多次股权转让、未分配利润和资本公积转增资本以及增资，截至2003年底，公司注册资本达到12,000万元，孔健岷、孔健涛和孔健楠的持股比例分别为76.5%、15%和8.5%。2006年7月，根据广州市对外贸易经济合作局下发的《关于英属维尔京群岛的悦峰集团有限公司并购广州合景房地产开发有限公司股权的批复》（穗外经贸资批〔2006〕168号），悦峰集团有限公司（以下简称“悦峰集团”）以股权并购的形式，并购公司原股东全部股权，企业性质同时变更为外商独资企业，注册资本变更为1,500万美元。后又历经多次增资，注册资本变更为9,900万美元。2008年1月，根据《关于外资企业广州合景房地产开发有限公司股权转让的批复》（穗外经贸资批〔2008〕39号），悦峰集团所持全部的股权转让给其全资子公司悦图投资有限公司（以下简称“悦图投资”）。2019年5月30日，公司名称变更为“广州合景控股集团有限公司”。

截至2019年底，公司注册资本为9,900万美元。悦峰集团为合景泰富集团控股有限公司（证券简称：合景泰富集团；股票代码：1813.HK）的三级全资子公司，悦图投资为公司控股股东，公司的实际控制人为孔健岷。

图 1 截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019年，公司组织结构及营业范围未发生重大变化。截至2019年底，公司合并范围内的子公司合计276家。

截至2019年底，公司合并资产总额1,243.07亿元，负债合计956.35亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计286.72亿元，其中归属于母公司所有者权益合计262.88亿元。2019年，公司实现营业收入161.31亿元，净利润（含少数股东损益）44.62亿元，其中归属于母公司所有者的净利润42.72亿元；经营活动产生的现金流量净额-16.36亿元，现金及现金等价物净增加额16.19亿元。

公司注册地址：广州经济技术开发区科学城科汇二街2号2楼自编13号；法定代表人：孔健涛。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可〔2015〕2595号文核准批复，公司获准公开发行总额不超过33亿元的公司债券（以下简称“本次债券”）。本次债券发行分为品种一和品种二，均于2015年12月17日发行结束，分别为“15合景01”和“15合景02”。“15合景01”和“15合景02”分别于2016年1月18日和于2016年1月11日在上海证券交易所上市，本次债券由合景泰富提供不可撤销的连带责任保证担保。2018年11月公司发布公告决定上调“15合景01”在债券存续期第4年至第5年（2018年12月17日至2020年12月16日）的票面利率至7.00%。2018年12月投资者回售“15合景01”的2.42亿元，公司对本次回售的2.42亿元于2018年12月18日至2019年1月15日期间进行了转售。回售和转售完成后“15合景01”的债券余额为25.00亿元。

表1 公司债券发行情况（单位：亿元、年、%）

债券名称	证券代码	债券金额	债券期限	票面利率
15 合景 01	136101.SH	25.00	6 (3+2+1)	7.00
15 合景 02	136102.SH	8.00	7 (5+2)	6.15

资料来源：Wind

截至2019年底，“15合景01”和“15合景02”募集资金已经使用完毕，使用用途与募集说明书一致。2019年12月17日，公司已按期支付“15合景01”和“15合景02”在2018年12月17日至2019年12月16日的利息。

三、行业分析

1. 行业概况

2019年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下降明显。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2019年，全国房地产开发投资132,194.26亿元，同比增长9.90%，增速较上年上升0.40个百分点，总体仍维持高位，但从2019年4月开始已连续8个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019年，全国300个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二线城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积171,557.87万平方米，同比下降0.1%，较上年下降1.4个百分点，全国房地产销售金额159,725.12亿元，同比增长6.50%，增速较上年同期回落5.70个百分点。2019年，百城住宅价格指数上涨3.34%，涨幅较上年同期收窄1.75个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自2018年末触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020年1—3月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就2020年3

月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额 20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。

2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：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”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

2. 行业关注

行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及近年来政治局会议上多次强调“房住不炒”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

2020年新冠疫情对房地产市场造成冲击

2020年1—3月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就2020年3月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资21,962.61亿元，同比下降7.70%，降幅较前两月收窄8.60个百分点；房地产销售面积21,978.32万平方米，同比下降26.30%，降幅较前两月收窄13.60个百分点；房地产销售金额20,364.86亿元，同比下降24.70%，降幅较前两月收窄11.20个百分点。

3. 未来发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

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

四、管理分析

2019年以来，公司董事、监事、高级管理人员未发生重大变化，经营团队基本保持稳定。公司各项管理制度连续、治理结构未发生变化，整体运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

随着公司交付面积的增加，2019年公司营业收入同比大幅增长，毛利率稳中有升。

公司主要从事房地产开发与经营管理、经营性物业、工程建设等业务，较上年无变化。2019年4月，公司通过同一控制下企业合并取得广州市天建房地产开发有限公司(以下简称“广州天建”)100%股权，构成重大资产重组。广州天建纳入公司合并范围后，公司规模显著扩张。

2019年，公司实现营业收入161.31亿元，与经追溯调整的2018年数据相比，营业收入同比大幅增长220.55%，主要系房地产交付面积增加所致；实现净利润44.62亿元，同比增长571.46%，主要系收入增长，以及公允价值变动收益和投资收益增加所致。

从收入构成来看，房地产开发仍是公司主要收入来源，2019年公司实现房地产销售收入147.77亿元，在公司营业收入中占比超过90%。公司酒店运营收入同比增长10.55%，在营业收入中的占比下降至2.86%，但仍为公司贡献了较稳定的收入和利润。公司其他收入主要为租赁业务收入，2019年公司其他收入同比大幅增长，主要系随着自持物业运营逐渐成熟，出租率和租金水平提升，以及2018年新开业商场租金收入增加所致。

从毛利率来看，2019年，公司房地产销售毛利率同比上升2.64个百分点；酒店运营毛利率同比基本保持稳定；其他业务毛利率同比上升2.18个百分点。公司综合毛利率同比上升1.42个百分点，稳中有升。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

业务板块	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售收入	95.30	95.53	42.22	44.21	87.86	27.03	147.77	91.61	29.67
酒店运营	3.48	3.49	62.31	4.17	8.29	66.19	4.61	2.86	65.94
其他	0.98	0.98	66.35	1.94	3.85	87.63	8.93	5.53	89.81
合计	99.76	100.00	43.16	50.32	100.00	32.62	161.31	100.00	34.04

注：公司于2019年进行了重大资产重组，本表数据经追溯调整
资料来源：公司审计报告

2. 业务运营

公司业务运营主要包括房地产开发与销售、酒店经营和投资物业三个业务板块。

(1) 房地产开发与销售

公司拿地规模有所增长，存量土地储备较充裕且主要位于一二线城市，土地储备质量较好。

2019年，公司仍以收并购和合作开发为主要的土地获取方式，且仍保持较大的拿地规模，获取土地主要位于广州、深圳、杭州、重庆等一二线城市，新增土地储备权益建筑面积212.47万平方米，同比增长约18.16%；权益地价173.98亿元，同比增长约30.69%。公司新增土地储备楼面均价为8,200元/平方米。其中，广州臻湓项目楼面均价达37,500元/平方米，该项目位于广州市天河区，距离珠江新城较近，地理位置优越。

表3 2019年公司新增土地储备情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

区域	项目名称	土地性质	总建筑面积	权益建筑面积	权益地价	楼面均价
广州	臻湓	住宅/商业	9.89	9.89	37.07	37,500
广州	广州增城罗岗项目	住宅	8.55	8.55	12.46	14,600
广州	荔湖	商业	4.26	1.34	1.08	8,100
广州	广州科学城酒店A地块	商业	2.32	1.39	1.02	7,300
广州	香榭四季花园	住宅	12.43	7.77	9.77	12,600
广州	广州科学城酒店B地块	商业	2.70	1.62	1.54	9,500
深圳	深圳南山项目	商业	8.36	4.60	17.22	37,400
深圳	深圳龙华项目	住宅	18.06	9.03	9.50	10,500
北京	领汇长安	住宅	5.73	2.92	5.20	17,800
杭州	观棠明月府	住宅/商业	4.74	4.74	4.97	10,500
杭州	春来晓园	住宅	12.89	6.45	17.67	27,400
宁波	美云合府	住宅	8.45	4.22	6.93	16,400
南宁	南宁叠翠峰	住宅/商业	42.84	42.84	19.28	4,500
西安	合景汇峰	商业	3.72	3.72	1.02	2,700
天津	天津领峰	住宅/商业	10.93	10.93	7.53	6,900
重庆	珑锦学府	住宅	7.44	3.72	2.43	6,500
重庆	璟月台	住宅	14.22	7.11	4.63	6,500
东莞	雍景湾	住宅/商业	24.81	4.96	3.86	7,800
昆明	云湖天境	住宅	51.02	26.02	2.95	1,100
台州	合景领峰	住宅/商业	3.35	3.35	3.01	9,000
惠州	惠州龙门项目-教育用地 (2019)011号地块	教育	1.07	1.07	0.04	400
惠州	惠州龙门项目-教育用地 (2019)014号地块	教育	6.05	6.05	0.22	400
梧州	合景启迪冰雪小镇	住宅/商业	38.06	28.55	1.74	600
眉山	眉山江天樾	住宅/商业	34.21	11.63	2.84	2,400
合计	--	--	336.10	212.47	173.98	8,200

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司权益口径存量土地储备（未结转面积）1,302.86万平方米，土地储备较充裕。从分布区域来看，公司土地储备仍主要分布在一线城市和经济总量与人口排名靠前的二线城市。

表4 截至2019年底公司土地储备情况(单位:万平方米、%)

区域	项目土地面积		权益规划建筑面积		权益存量土地储备	
	面积	占比	面积	占比	面积	占比
广州	282.54	21.34	440.90	22.37	279.02	21.42
苏州	78.59	5.94	160.93	8.17	32.06	2.46
成都	110.86	8.37	157.62	8.00	88.69	6.81
北京	57.31	4.33	90.39	4.59	39.17	3.01
海南	78.87	5.96	51.22	2.60	38.44	2.95
上海	50.12	3.79	68.31	3.47	28.08	2.16
天津	144.85	10.94	112.14	5.69	78.88	6.05
南宁	70.20	5.30	212.51	10.78	118.74	9.11
杭州	34.36	2.60	35.87	1.82	23.09	1.77
南京	10.97	0.83	12.02	0.61	4.30	0.33
佛山	20.42	1.54	28.21	1.43	23.92	1.84
合肥	26.26	1.98	44.59	2.26	38.69	2.97
武汉	11.49	0.87	13.78	0.70	8.79	0.67
徐州	4.80	0.36	4.80	0.24	4.09	0.31
嘉兴	14.67	1.11	20.77	1.05	9.83	0.75
台州	16.10	1.22	38.15	1.94	30.07	2.31
济南	30.90	2.33	20.33	1.03	20.33	1.56
常熟	11.00	0.83	5.35	0.27	3.13	0.24
丽水	8.66	0.65	7.64	0.39	0.83	0.06
重庆	38.31	2.89	61.99	3.15	60.60	4.65
太仓	5.90	0.45	11.80	0.60	11.80	0.91
无锡	9.52	0.72	6.52	0.33	6.31	0.48
肇庆	6.23	0.47	6.16	0.31	5.87	0.45
中山	5.17	0.39	7.12	0.36	6.50	0.50
南通	8.05	0.61	11.26	0.57	5.10	0.39
柳州	46.66	3.52	129.30	6.56	127.83	9.81
深圳	6.63	0.50	20.53	1.04	20.38	1.56
惠州	28.61	2.16	44.65	2.27	44.12	3.39
江门	6.55	0.49	17.73	0.90	16.74	1.29
温州	4.92	0.37	11.31	0.57	11.14	0.86
东莞	20.78	1.57	7.60	0.39	7.60	0.58
宁波	10.20	0.77	12.11	0.62	12.01	0.92
扬州	8.28	0.63	19.79	1.00	19.57	1.50
眉山	13.68	1.03	11.63	0.59	11.59	0.89
郴州	12.11	0.91	7.26	0.37	7.26	0.56
梧州	12.72	0.96	28.55	1.45	28.55	2.19
西安	0.46	0.03	3.72	0.19	3.72	0.29
昆明	16.46	1.24	26.02	1.32	26.02	2.00
合计	1,324.21	100.00	1,970.58	100.00	1,302.86	100.00

注:存量土地储备是指项目权益规划建筑面积剔除已交楼的面积
资料来源:公司提供

合并广州天建后,公司项目开发规模显著增长;公司在建/拟建项目规模较大,尚需投资金额较多,公司面临一定的资本支出压力。

2019年，公司权益口径新开工面积278.03万平方米，同比增长35.99%，主要系合并广州天建以及公司自身扩张所致。当年集中竣工规模较大，权益竣工面积184.58万平方米。截至2019年底，公司项目在建面积862.99万平方米，较年初大幅增长115.04%。

表5 公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2017年	2018年	2019年
新开工面积	73.65	204.45	278.03
竣工面积	59.03	34.20	184.58
在建面积	192.20	401.32	862.99

注：1. 上表数据为权益口径数据；2. 公司期末在建面积为实际项目在建面积加总数，不符合期末在建面积=期初在建面积+新开工面积-竣工面积公式；3. 2019年公司合并广州天建，本表2017年、2018年数据未经追溯调整

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司在建、拟建项目118个，权益口径预计总投资1,888.16亿元，已完成投资1,528.62亿元，尚需投资359.54亿元。公司项目整体投资完成率较高，但由于规模较大，后续仍面临一定的资本支出压力。近年来公司拓展全国化布局，但在部分城市的项目数量不多，随着管理半径的加大，管理难度有所上升。

表6 截至2019年底公司在建、拟建项目的开发投资情况（单位：个、万平方米、亿元、%）

区域	项目数量	权益规划 建筑面积	预计总投资	已完成投资	投资进度
广州	19	440.90	358.26	290.84	81.18
苏州	7	160.93	128.43	123.10	95.85
南宁	7	212.51	127.35	86.17	67.66
杭州	7	35.87	66.03	61.42	93.02
上海	6	68.31	137.10	136.45	99.53
重庆	6	61.99	65.03	45.21	69.52
北京	5	90.39	159.88	148.20	92.69
台州	5	38.15	38.81	33.23	85.62
合肥	4	44.59	62.38	56.51	90.59
天津	3	112.14	134.26	128.22	95.50
南京	3	12.02	17.85	16.61	93.05
佛山	3	28.21	42.68	36.26	84.96
嘉兴	3	20.77	22.88	20.95	91.56
济南	3	20.33	16.95	15.97	94.22
深圳	3	20.53	50.57	26.05	51.51
惠州	3	44.65	24.93	7.60	30.49
宁波	3	12.11	22.40	18.43	82.28
成都	2	157.62	130.97	116.35	88.84
海南	2	51.22	18.73	16.87	90.07
常熟	2	5.35	5.94	5.72	96.30
无锡	2	6.52	9.42	7.70	81.74
柳州	2	129.30	85.90	25.39	29.56
江门	2	17.73	16.13	10.86	67.33
东莞	2	7.60	9.90	7.44	75.15
武汉	1	13.78	6.72	2.62	38.99

徐州	1	4.80	3.12	2.12	67.95
丽水	1	7.64	11.01	10.66	96.82
太仓	1	11.80	13.38	12.78	95.52
肇庆	1	6.16	6.26	4.42	70.61
中山	1	7.12	7.48	5.28	70.59
南通	1	11.26	14.66	13.30	90.72
温州	1	11.31	18.03	17.43	96.67
扬州	1	19.79	14.07	8.16	58.00
眉山	1	11.63	7.49	3.10	41.39
郴州	1	7.26	3.96	1.09	27.53
梧州	1	28.55	13.16	2.64	20.06
西安	1	3.72	2.69	1.16	43.12
昆明	1	26.02	13.35	2.31	17.30
合计	118	1,970.58	1,888.16	1,528.62	80.96

资料来源：公司提供

公司销售规模实现大幅增长，剩余可售面积仍较充裕，主要位于一二线城市。

2019年，公司权益口径协议销售面积241.22万平方米，同比增长约232.53%；协议销售金额402.93亿元，同比增长约301.01%；协议销售均价1.67万元/平方米，同比上涨约20.14%。随着公司合并广州天建以及自身推盘项目的增多，销售规模实现大幅增长。

表 7 公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2017年	2018年	2019年
协议销售面积	83.76	72.54	241.22
协议销售金额	121.58	100.48	402.93
协议销售均价	1.45	1.39	1.67
结转收入面积	59.03	34.20	184.58
结转收入金额	95.84	43.69	213.50

注：上表数据为权益口径数据，2017年、2018年数据未经追溯调整
资料来源：公司提供

截至2019年底，公司权益口径剩余可售面积904.18万平方米，能满足未来2~3年销售需要，可售面积较充裕，其中一线城市剩余可售面积272.57万平方米（占30.15%），二线城市剩余可售面积371.32万平方米（占41.07%），一二线城市占比合计71.22%，区域布局良好。

表 8 截至 2019 年底公司剩余可售项目情况（单位：万平方米）

项目区域	剩余可出售权益建筑面积
广州	214.21
北京	30.79
上海	8.35
深圳	19.22
一线城市小计	272.57
苏州	5.70
成都	58.43
海南	18.81
天津	61.24

南宁	75.38
杭州	13.53
南京	2.21
佛山	7.55
合肥	25.77
武汉	7.89
济南	18.20
重庆	31.73
东莞	6.94
宁波	8.83
西安	3.09
昆明	26.02
二线城市小计	371.32
徐州	0.60
嘉兴	1.58
台州	8.56
常熟	1.84
丽水	0.58
太仓	11.80
无锡	3.01
肇庆	5.04
中山	5.95
南通	3.52
柳州	107.94
惠州	29.91
江门	10.21
温州	8.34
扬州	14.48
眉山	11.30
郴州	7.17
梧州	28.46
三线城市小计	260.29
合计	904.18

资料来源：公司提供

（2）酒店运营

公司持有的酒店规模较大，均位于一二线城市，入住率较高，但2020年酒店运营收入将受到疫情冲击。

截至2019年底，公司持有7家酒店，持有总建筑面积18.7万平方米，整体经营状况良好，入住率较高。2019年，公司实现酒店运营收入4.61亿元，同比增长约10.55%。公司持有酒店分别位于广州、苏州、杭州和成都，均为优质一二线城市。2020年新冠疫情爆发，对酒店行业造成很大冲击，公司2020年酒店运营收入将受到较大影响。

表9 截至2019年底公司酒店经营情况(单位:万平方米、间、%)

酒店名称	区域	持有总建筑面积	客房个数	2019年入住率
广州W酒店	广州	4.7	317	85
广州东圃福朋喜来登酒店	广州	3.5	300	86
广州珠江新城木莲庄	广州	0.8	160	82
苏州万怡酒店	苏州	5.4	306	75
苏州高铁北站木莲庄	苏州	1.3	198	67
杭州未来科技城木莲庄	杭州	1.8	192	83
成都环球中心木莲庄	成都	1.2	244	76
合计	--	18.7	1,717	--

资料来源:公司提供

(3) 自持物业

公司自持物业规模较大且均位于一二线城市,除2018年新开业的物业以外,其他物业出租率均较高,为公司贡献了一定规模的利润和现金流。

截至2019年底,公司自持物业共9处,总可租面积37.0万平方米,其中写字楼和商场各18.5万平方米,均位于一二线城市。2019年公司实现租金收入3.47亿元,其中2018年新开业的上海环球都会广场和广西合景国际金融广场出租率相对较低,其他自持物业出租率均较高。租金收入为公司贡献了一定规模的利润和现金流,但2020年的疫情也对公司自持物业运营尤其是购物中心运营情况造成一定冲击。

表10 截至2019年底公司自持物业情况(单位:万平方米、%、亿元)

项目名称	业态	所在城市	总可出租面积	2019年出租率	2019年权益租金收入
广州环球都会广场	写字楼	广州	8.0	95	0.77
上海环球都会广场	写字楼	上海	2.5	76	0.33
广西合景国际金融广场	写字楼	南宁	6.1	60	0.04
成都环汇商业广场	写字楼	成都	0.4	100	0.06
苏州领汇广场	写字楼	苏州	1.5	100	0.07
上海悠方	商场	上海	5.2	97	0.15
苏州悠方	商场	苏州	6.2	95	0.84
成都悠方	商场	成都	6.1	96	1.14
广州誉山悠方	商场	广州	1.0	88	0.07
合计	--	--	37.0	--	3.47

资料来源:公司提供

3. 重大事项

公司通过同一控制下企业合并进行重大资产重组,重组后公司规模显著扩大。

根据2019年5月21日公司发布的《广州合景房地产开发有限公司关于重大资产重组的公告》,公司与轩誉投资有限公司(以下简称“轩誉投资”)就广州天建的股权转让事宜订立股权转让协议,轩誉投资将其持有的广州天建100%股权以161,700万元的股权转让款转让于公司,公司于2019年4月22日前支付股权转让款。广州天建主要从事房地产开发与经营管理、经营性物业等业务。广州天建已于2019年4月23日完成工商变更。截至2018年底,广州天建资产总额495.13亿元,负债合计412.35亿元,所有者权益(含少数股东权益)82.78亿元,其中归属于母公司所有者权益77.99亿元。截至2018年底,广州天建土地储备总权益规划建筑面积735.84万平方米,项目规

模较大。重组完成后，公司项目资源显著增加，资产及权益规模明显扩大。

4. 关联交易

公司合作开发项目较多，产生了较大规模的关联担保和关联方资金往来。

关联担保方面，截至2019年底，公司对关联方的担保余额为96.43亿元，未接受其他关联方为公司提供的借款担保。

关联方应收应付方面，截至2019年底，公司应收关联方款项合计127.29亿元，应付关联方款项合计175.07亿元，主要系与合营联营企业之间的资金往来。公司合作开发项目较多，形成了较大规模的其他应收应付款，但整体风险相对可控。

5. 经营关注

收并购和合作开发规模较大，存在管理难度。

2019年公司仍较多地采用收并购和合作开发方式拿地，与招拍挂相比，收并购项目对风控要求较高，合作开发项目在操盘和资金管控等方面存在一定的协调成本，存在一定的管理难度。

尚需投资规模较大，存在一定的资本支出压力。

公司在建项目规模逐年增长且分布于全国，加大了项目管理压力。公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来面临一定资本支出压力。

2020年酒店及物业运营情况受到疫情冲击。

新冠疫情的爆发对酒店行业及商业地产行业造成很大冲击，公司酒店及物业运营情况需要一段时间进行修复，2020年运营收入将受到影响。

6. 未来发展

公司延续住宅开发为主并保有一定比例持有型商业地产的发展战略，符合公司发展需要。

公司未来发展依然以住宅物业的开发和销售为主，同时保持商业物业和酒店等长期资产的比重，维持稳定的现金流入和良好的利润率。对于物业开发板块，公司将继续深耕两大经济区，聚焦一二线城市，稳健进行土地投拓。对于投资物业板块，公司将继续专注于一二线城市核心区位，预计持续性经营收入将进一步增长。

六、财务分析

公司提供的2019年的合并财务报表经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。从合并范围看，2019年公司新设子公司45家，合营转为子公司3家，同一控制下企业合并子公司8家，非同一控制下企业合并子公司2家，子公司转合营公司9家，注销子公司2家，出售子公司3家。公司合并范围变化较大，尤其同一控制下企业合并的子公司广州天建规模较大，构成重大资产重组。为加强可比性，本报告2018年财务数据采用2019年审计报告中经追溯调整的期初数。

截至2019年底，公司合并资产总额1,243.07亿元，负债合计956.35亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计286.72亿元，其中归属于母公司所有者权益合计262.88亿元。2019年，公司实现营业收入161.31亿元，净利润（含少数股东损益）44.62亿元，其中归属于母公司所有者的净利润42.72亿元；经营活动产生的现金流量净额-16.36亿元，现金及现金等价物净增加额16.19亿元。

1. 资产质量

公司资产规模进一步增长，货币资金较充裕，存货区域分布较好，持有较大规模商业和酒店资产，资产受限程度一般；但其他应收款对公司资金造成一定占用，投资性房地产存在一定的公允价值波动风险。公司整体资产质量仍属较好。

截至2019年底，公司资产总额1,243.07亿元，较年初增长17.12%，流动资产和非流动资产均有较大规模增长。其中，流动资产占74.39%，占比较年初小幅下降。

(1) 流动资产

截至2019年底，公司流动资产924.71亿元，较年初增长10.33%，主要系货币资金和存货增加所致。流动资产主要由货币资金（占22.26%）、其他应收款（占23.06%）和存货（占51.84%）构成。

截至2019年底，公司货币资金205.88亿元，较年初增长10.92%，主要系销售回款增加以及筹资活动流入所致。其中，受限资金合计42.29亿元，占20.54%，包括预售房监控户、工程专户、按揭保证金专户和贷款专户的受限资金，受限程度一般，公司货币资金较充裕。

截至2019年底，公司其他应收款213.21亿元，较年初减少2.12%，基本保持稳定。公司累计计提坏账准备0.03亿元，计提比例较低。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，账龄1年以内的余额占99.92%。其他应收款前五名余额合计占23.56%，集中度一般。从性质来看，公司其他应收款主要为关联方往来款和其他单位往来款，主要系合作开发形成，对公司资金存在一定占用。

截至2019年底，公司存货479.32亿元，较年初增长16.21%，主要系公司开发投资规模增加所致。其中，已完工开发产品占15.22%，在建开发产品占84.78%。公司未对存货计提跌价准备，考虑到公司项目主要位于经济较发达的一二线城市，去化风险较可控。

(2) 非流动资产

截至2019年底，公司非流动资产318.36亿元，较年初增长42.58%，主要系长期股权投资和投资性房地产增加所致。非流动资产主要由长期股权投资（占31.12%）、投资性房地产（占49.59%）、固定资产（占7.59%）和在建工程（占6.46%）构成。

截至2019年底，公司长期股权投资99.06亿元，较年初增长76.84%，主要系合作开发规模加大，对合营企业投资增加所致。2019年，公司权益法核算的长期股权投资收益5.41亿元，处置长期股权投资产生的投资收益18.90亿元。截至2019年底，公司投资性房地产157.88亿元，较年初增长33.78%，主要系新增转入以及评估增值所致。公司投资性房地产规模较大，存在一定的公允价值波动风险。公司固定资产24.18亿元，较年初增长10.22%，主要系酒店资产增加所致。公司在建工程20.57亿元，较年初增长33.43%，主要系在建酒店投资增加所致。

截至2019年底，公司受限资产合计277.71亿元，占资产总额的22.34%，受限程度一般。

表11 截至2019年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

科目	受限金额	该科目的受限比例
货币资金	42.29	20.54
存货	134.90	28.14
固定资产	17.26	71.37
投资性房地产	76.52	48.47
无形资产	0.36	12.10
在建工程	6.39	31.05
合计	277.71	22.34

资料来源：审计报告

2. 负债及所有者权益

(1) 负债

公司负债规模增长，流动负债占比较高；债务规模扩大，但债务指标小幅下降，整体债务负担一般，以长期债务为主。

截至2019年底，公司负债合计956.35亿元，较年初增长16.40%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占61.30%，占比较年初有所上升。

流动负债方面，截至2019年底，公司流动负债586.27亿元，较年初增长24.37%，主要系应付账款、预收款项、应交税费和一年内到期的非流动负债均有较大增加所致。流动负债主要由应付账款（占8.72%）、预收款项（占25.74%）、其他应付款（占49.98%）和一年内到期的非流动负债（占8.32%）构成。

截至2019年底，公司应付账款51.13亿元，较年初增长73.16%，主要系应付工程款及材料款增加所致。预收款项150.88亿元，较年初增长65.99%，主要系预收房款增加所致。其他应付款293.03亿元，较年初减少2.55%，其中关联方往来款占比较大。一年内到期的非流动负债48.80亿元，较年初增长136.01%，均为一年内到期的长期借款。

非流动负债方面，截至2019年底，公司非流动负债370.08亿元，较年初增长5.67%，主要系长期借款增加所致。非流动负债主要由长期借款（占44.73%）、应付债券（占47.05%）和递延所得税负债（占7.53%）构成。

截至2019年底，公司长期借款165.55亿元，较年初增长11.88%，其中抵押借款占86.07%，保证借款占12.71%。公司应付债券174.14亿元，较年初减少1.50%。公司递延所得税负债27.85亿元，较年初增长25.41%，主要系投资性房地产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异增加所致。

表12 截至本报告出具日公司存续公司债券情况（单位：亿元、%）

债券名称	起息日	债券期限	债券余额	票面利率
15 合景 01	2015-12-17	6 (3+2+1) 年	25.00	7.00
15 合景 02	2015-12-17	7 (5+2) 年	8.00	6.15
16 天建 01	2016-3-24	6 (3+3) 年	6.00	7.00
16 天建 02	2016-3-24	10 (5+5) 年	16.00	4.80
16 穗建 03	2016-4-27	7 (5+2) 年	55.00	5.80
17 合景 01	2017-09-28	5 (3+2) 年	10.00	7.85
17 合景 02	2017-09-28	3 (2+1) 年	20.00	6.80
17 合景 03	2017-10-18	5 (3+2) 年	8.40	8.00
17 合景 04	2017-10-18	3 (2+1) 年	16.30	6.80
20 合景 01	2020-03-18	3 (2+1) 年	10.00	5.75
合计	--	--	174.70	--

注：含子公司广州天建发行的公司债券
资料来源：Wind

截至2019年底，公司全部债务404.53亿元，较年初增长11.92%。其中，短期债务占16.03%，长期债务占83.97%，仍以长期债务为主。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为76.93%、58.52%和54.23%，较年初分别下降了0.47个百分点、1.60个百分点和3.30个百分点，债务负担有所减轻，整体债务负担一般。从期限结构来看，假设公司进入回售期的债券全部回售，2020年公司到期债务166.62亿元（含应付票据），2021年到期债务148.77亿元，2022年到期债务26.45亿元，2023年及以后到期债务62.68亿元，债务集中偿付压力尚可。

(2) 所有者权益

公司所有者权益规模进一步增长，未分配利润占比较高，稳定性仍属较弱。

截至2019年底，公司所有者权益合计286.72亿元，较年初增长19.57%，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91.69%，占比较高。归属于母公司所有者权益中，实收资本占2.91%，资本公积占4.28%，其他综合收益占12.09%，盈余公积占0.69%，未分配利润占80.03%，以未分配利润为主，稳定性较弱。公司其他综合收益31.79亿元，较年初增长30.01%，主要系自用房地产或存货转换为采用公允价值模式计量的投资性房地产所致。

3. 盈利能力

公司营业收入和净利润同比大幅增长，公允价值变动收益和投资收益对利润影响较大。

2019年，公司实现营业收入161.31亿元，同比大幅增长220.55%，主要系房地产交付面积增加所致；实现净利润44.62亿元，同比增长571.46%，主要系收入增长，以及公允价值变动收益和投资收益增加所致。

从期间费用来看，2019年，公司费用总额26.12亿元，同比增长39.83%，主要系销售费用和管理费用增加所致。其中，销售费用占35.78%，管理费用占42.80%，财务费用占21.42%。公司销售费用9.35亿元，同比增长84.04%，主要系职工薪酬、销售代理及奖金增加所致；管理费用11.18亿元，同比增长65.86%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用5.60亿元，同比减少18.46%，主要系利息收入增加所致。

从利润构成来看，2019年，公司实现公允价值变动收益11.06亿元，同比增长226.18%，占当年营业利润的20.81%；实现投资收益24.31亿元，同比增长358.76%，主要系处置合作开发项目的长期股权投资产生的投资收益增加所致，占当年营业利润的45.71%。剔除公允价值变动收益和投资收益后的营业利润为17.80亿元。

从盈利指标来看，2019年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为8.15%、5.37%和16.95%，同比分别上升了5.48个百分点、3.79个百分点和13.95个百分点，盈利指标的上升受公允价值变动收益和投资收益的增长影响较大。

4. 现金流

公司经营活动和投资活动现金流仍为净流出，筹资活动现金流仍为净流入，考虑到公司开发规模仍将进一步扩张，公司存在一定的融资需求。

经营活动方面，2019年，公司经营活动现金流入226.35亿元，同比增长31.21%，主要系销售回款增加所致；经营活动现金流出242.71亿元，同比减少11.25%，主要系支付的往来款减少所致。综上，公司经营活动现金流量净额为-16.36亿元，仍为净流出，但净流出规模同比减少83.80%。

投资活动方面，2019年，公司投资活动现金流入14.92亿元，较上年的0.01亿元大幅增长，主要系收回投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出53.50亿元，同比增长213.37%，主要系投资支付的现金以及处置子公司损失的现金增加所致。综上，公司投资活动现金流量净额为-38.58亿元，仍为净流出，净流出规模同比增长126.17%。公司筹资活动前现金流量净额为-54.94亿元，仍为净流出，但净流出规模减少53.46%。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入224.86亿元，同比增长45.20%，主要系取得借款收到的现金增加所致；筹资活动现金流出153.69亿元，同比增长390.23%，主要系到期债务增加所致。综上，公司筹资活动现金流量净额为71.16亿元，仍为净流入，但同比减少42.38%。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力很强，长期偿债能力一般，对外担保规模较大，考虑到公司融资渠道畅通，土地储备及在建项目规模较大，区域布局良好，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，截至2019年底，公司流动比率由年初的1.78倍下降至1.58倍，速动比率由年初的0.90倍下降至0.76倍；现金短期债务比由年初的5.06倍下降至3.18倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度仍很高。整体看，公司短期偿债能力仍属很强。

从长期偿债能力指标来看，2019年，公司EBITDA为63.38亿元，同比增长304.05%，主要系利润总额增加所致。其中，利润总额占84.95%，计入财务费用的利息支出占12.73%。公司EBITDA利息倍数由上年的0.85倍上升至2.00倍，EBITDA全部债务比由上年的0.04倍上升至0.16倍，EBITDA对利息和全部债务的保障程度有所提升。整体看，公司长期偿债能力仍属一般。

截至2019年底，公司获得的银行授信额度合计971.31亿元，其中尚未使用的授信额度684.26亿元，公司融资渠道畅通。

截至2019年底，除按揭担保以外，公司对外担保余额96.43亿元，占所有者权益的33.63%，占比较高，被担保方均为合营公司和其他关联方，公司面临一定的或有负债风险。

截至2019年底，公司无重大未决诉讼、仲裁案件。

根据公司提供的企业信用报告，截至2020年3月19日，公司未结清和已结清信贷记录中均无不良类或关注类信息。

6. 母公司财务分析

母公司口径资产及负债规模有所增长，收入规模较小，利润主要来自投资收益。

截至2019年底，母公司口径资产总额合计297.43亿元，较年初增长23.26%，主要系货币资金和其他应收款增加所致。母公司资产主要由货币资金、其他应收款和长期股权投资构成。母公司口径负债合计280.27亿元，较年初增长26.04%，主要系其他应付款和长期借款增加所致。母公司负债主要由其他应付款、长期借款和应付债券构成。母公司口径所有者权益合计17.15亿元，较年初减少9.42%，主要系未分配利润减少所致。母公司所有者权益主要由实收资本和未分配利润构成。

2019年，母公司口径实现营业收入1.54亿元，规模较小；实现净利润-1.78亿元，由上年的净利润3.38亿元转为净亏损，主要系财务费用增加以及发生投资亏损所致。

2019年，母公司口径经营活动现金流量净额10.81亿元，由上年的净流出7.06亿元转为净流入，主要系收到其他与经营活动有关的现金增加所致；投资活动现金流量净额-0.48亿元，同比变化不大；筹资活动现金流量净额12.01亿元，由上年的净流出9.15亿元转为净流入，主要系新增长期借款规模较大所致。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2019年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）205.91亿元，约为“15合景01”和“15合景02”待偿本金合计（33.00亿元）的6.24倍，覆盖程度很高；所有者权益286.72亿元，约为“15合景01”和“15合景02”待偿本金合计的8.69倍，覆盖程度高。从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA是“15合景01”和“15合景02”待偿本金合计的1.92倍，覆盖程度高。从现金流情况来看，2019年，公司经营活动现金流入是“15合景01”和“15合景02”待偿本金合计的6.86倍，覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司在项目储备、区域布局、资产质量等方面具有一定的竞争优势，公司对“15合景01”和“15合景02”债券的偿还能力很强。

八、债券担保方分析

“15合景01”和“15合景02”的担保方合景泰富为香港联合交易所上市公司。截至2019年底，合景泰富第一大股东为晋得顾问有限公司，持股比例为40.89%；实际控制人为孔健岷。

2019年，合景泰富在克而瑞销售排行榜中排名全口径第41位、权益口径第47位。此外，合景泰富获中指院、观点地产机构、时代周报等机构评选的2019中国房地产上市企业30强、2019中国大陆在港上市房地产公司综合实力Top10、2019中国民营企业500强、粤港澳大湾区金牌竞争力奖、长三角突出贡献房企、亚洲最具成长性酒店集团（木莲庄）、年度商业地产优秀运营商、2019中国物业服务百强企业Top18等奖项。

截至2019年底，合景泰富资产总额2,143.23亿元，负债合计1,760.80亿元，权益总额（含非控股权益）382.43亿元，其中本公司拥有人应占权益357.95亿元。2019年，合景泰富实现收入249.56亿元，年度利润（含非控股权益应占年度利润）100.56亿元，其中本公司拥有人应占年度利润98.06亿元；经营活动产生的现金流量净额-42.76亿元，现金及现金等价物净增加额-12.72亿元。

1. 经营分析

（1）经营概况

2019年，合景泰富项目集中交付结转，收入大幅增加，物业开发仍是其收入的主要来源，毛利率小幅下降但仍处于较高水平。

合景泰富主营业务包括房地产开发销售、酒店运营、物业投资和物业管理服务。2019年，合景泰富实现收入249.56亿元，同比大幅增长233.75%，主要系项目交付结转面积增加所致；实现年度利润100.56亿元，同比增长142.03%，主要系项目交付结转增加以及公允价值变动收益、合营企业收益增加所致。

从收入构成来看，2019年，合景泰富物业开发收入227.62亿元，同比增长275.35%，在收入中的占比上升至91.21%，是其收入的主要构成；酒店营运收入5.53亿元，同比增长18.14%，运营情况良好，收入占比为2.22%；物业投资收入6.27亿元，同比增长65.27%，主要系可出租面积增加、出租率和租金水平提升等因素综合所致，收入占比为2.51%；物业管理收入10.14亿元，同比增长79.29%，主要系管理的物业数目增加所致，收入占比为4.06%。

从毛利率来看，2019年，合景泰富综合毛利率为31.52%，同比小幅下降1.26个百分点，但仍处于较高水平。

表 13 合景泰富收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块业务	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物业开发	104.32	90.38	--	60.64	81.10	--	227.62	91.21	--
酒店营运	4.24	3.67	--	4.68	6.26	--	5.53	2.22	--
物业投资	2.31	2.00	--	3.79	5.07	--	6.27	2.51	--
物业管理	4.56	3.95	--	5.66	7.57	--	10.14	4.06	--
合计	115.43	100.00	34.83	74.77	100.00	32.78	249.56	100.00	31.52

注：合景泰富未提供各项收入的具体成本，故无法测算各项业务的毛利率
资料来源：合景泰富年报

(2) 房地产业务

2019年合景泰富通过收并购及合作开发获取的项目面积较大，拿地速度有所放缓；合景泰富土地储备较充裕，主要位于大湾区及长三角的一二线城市，区域布局良好。

2019年，合景泰富继续深耕粤港澳大湾区及长三角区域，聚焦一二线城市发展。合景泰富一方面通过公开市场参与招拍挂获取优质地块，另一方面积极参与收并购及合作开发，以较低成本获取土地。2019年，合景泰富在广州、北京、上海、深圳等一线城市及杭州、重庆、南宁等二线城市共获取26个项目，新增权益建筑面积246.65万平方米，同比减少40.41%，主要系公司考虑到目前土地储备较为充裕，重点以优质区域拿地为主，因此拿地速度有所放缓；新增项目权益土地成本182.84亿元，同比减少18.36%。合景泰富新增土地储备主要通过收并购及合作开发模式获取，2019年新增项目平均土地成本为7,400元/平方米，考虑到项目主要位于一二线城市，土地成本较合理。

表14 合景泰富新增土地储备情况（单位：个、万平方米、元/平方米）

时间	新增项目数量	新增权益建筑面积	平均土地价格
2017年	35	335	8,004
2018年	38	414	5,411
2019年	26	247	7,400

资料来源：合景泰富提供

截至2019年底，合景泰富旗下共拥有156个项目，分布于内地及香港共39个城市，土地储备存量权益建筑面积1,693.02万平方米（不含尾盘），能够满足合景泰富未来三至五年的发展需要。其中，一线城市¹土地储备权益建筑面积占31.80%，二线城市占41.85%，三四线城市占26.35%，公司土地储备主要位于一二线城市，区域布局良好。

2019年合景泰富新开工面积有所下降，但仍保持了较大的开发规模，未来仍面临一定的资本支出压力。

从项目开发情况来看，合景泰富具有较为完整的物业开发体系和均衡的产品组合，产品涵盖中高端物业住宅、酒店、购物中心和服务式公寓等多种类别的产品。2019年，随着新增土地储备面积下降，合景泰富新开工面积有所下降，但在建规模仍较大；竣工面积同比增长约1倍，当年竣工交付规模较大。

表15 合景泰富主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2017年	2018年	2019年
新开工面积	245.00	540.00	342.00
竣工面积	126.10	124.40	250.03
在建面积	645.00	1,060.00	1,159.00

注：1. 期末在建面积为实际项目在建面积加总数，不符合期末在建面积=期初在建面积+新开工面积-竣工面积公式。2. 上表数据按权益口径统计

资料来源：合景泰富提供

从在建/拟建项目来看，截至2019年底，合景泰富在建/拟建项目合计156个，权益规划建筑面积2,685.87万平方米，其中存量权益建筑面积1,693.02万平方米（不含尾盘），位于广州、佛山、

¹ 本报告中，一线城市包括北京、上海、广州、深圳、香港；二线城市包括佛山、南宁、成都、天津、重庆、合肥、苏州、武汉、昆明、杭州、济南、宁波、东莞、南京、西安；三四线城市包括柳州、惠州、台州、梧州、眉山、肇庆、扬州、江门、南通、太仓、徐州、温州、嘉兴、无锡、郴州、中山、常熟、丽水等。

南宁、柳州等地的存量规模较大。项目预计总投资合计2,699.33亿元，尚需投资493.19亿元，合景泰富仍面临一定的资本支出压力。

表16 截至2019年底合景泰富在建/拟建项目情况（单位：个、万平方米、亿元）

城市	项目数量	权益规划建筑 面积	截至 2019 年底 存量权益建筑 面积	预计总投资	截至 2019 年底 已投资
广州	30	626.04	391.20	540.20	445.48
苏州	9	186.56	32.51	150.49	145.16
成都	4	262.09	108.75	205.39	187.11
北京	11	140.20	61.51	260.39	246.25
海南	3	83.20	50.69	45.55	43.69
上海	7	99.80	47.09	176.81	170.53
天津	3	112.14	78.88	134.26	128.22
南宁	7	233.41	125.57	137.49	93.83
杭州	8	50.99	23.25	83.49	78.88
南京	3	12.02	4.30	17.85	16.61
佛山	5	170.33	135.82	164.36	95.66
合肥	4	44.59	38.69	62.38	56.51
武汉	3	37.16	30.56	23.19	11.54
徐州	4	25.96	11.17	18.55	15.20
嘉兴	3	20.77	9.83	22.88	20.95
台州	5	38.15	30.07	38.81	33.23
济南	3	20.33	20.33	16.95	15.97
常熟	2	5.35	3.13	5.94	5.72
丽水	1	7.64	0.83	11.01	10.66
重庆	6	61.99	60.60	65.03	45.21
太仓	1	11.80	11.80	13.38	12.78
无锡	3	9.30	8.93	11.94	9.40
肇庆	2	25.49	20.57	19.99	12.78
中山	1	7.12	6.50	7.48	5.28
南通	2	21.73	13.29	24.60	22.19
柳州	2	129.30	127.83	85.90	25.39
深圳	4	32.46	32.31	68.39	38.83
惠州	3	44.65	44.12	24.93	7.60
江门	2	17.73	16.74	16.13	10.86
温州	1	11.31	11.14	18.03	17.43
东莞	2	7.60	7.60	9.90	7.44
宁波	3	12.11	12.01	22.40	18.43
扬州	1	19.79	19.57	14.07	8.16
眉山	2	25.00	24.07	17.41	9.31
郴州	1	7.26	7.26	3.96	1.09
梧州	1	28.55	28.55	13.16	2.64
西安	1	3.72	3.72	2.69	1.16
昆明	1	26.02	26.02	13.35	2.31
香港	2	6.21	6.21	130.60	126.65
合计	156	2,685.87	1,693.02	2,699.33	2,206.14

注：项目计划总投资包含地价；存量建筑面积指尚未交付的在建和未建建筑面积
资料来源：合景泰富提供

2019年，合景泰富销售额主要来自长三角和大湾区的一二线城市，同比实现较快增长，销售情况良好，剩余可售面积充裕。

从全口径来看，2019年，合景泰富实现销售额861.07亿元，同比增长31.46%，实现较快增长。按销售额贡献划分，43%来自长三角区域，30%来自粤港澳大湾区；按城市等级划分，89%来自一二线城市。从权益口径来看，2019年，合景泰富权益销售额522.97亿元，同比增长30.08%，增速与全口径销售额增速相近；销售均价为1.68万元/平方米，同比基本保持稳定；销售回款率为85.00%，同比有所上升。

表 17 合景泰富项目销售及结转情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米、%）

项目	2017年	2018年	2019年
全口径协议销售面积	226.14	396.53	491.97
权益口径协议销售面积	180.09	250.33	328.36
全口径协议销售金额	380.35	655.02	861.07
权益口径协议销售金额	286.82	425.09	552.97
权益口径协议销售均价	1.60	1.70	1.68
权益口径结转收入金额	195.74	211.81	365.45
权益口径销售回款率	85.00	80.00	85.00

资料来源：合景泰富提供

2020年1—3月，合景泰富实现全口径协议销售金额130.40亿元，同比下降15.66%，受疫情冲击销售额有所下降，但下降幅度一般。2020年4月，合景泰富实现销售金额65.12亿元，环比增长5.58%；2020年5月，合景泰富实现销售金额91.51亿元，环比增长40.53%，销售恢复情况较为良好。

截至2019年底，合景泰富权益未售面积1,136.06万平方米，主要位于广州（占23.27%）、柳州（占9.50%）、佛山（占8.53%）、南宁（占6.63%）、成都（占6.26%）、天津（占5.39%）和北京（占3.68%）等城市，能满足未来3~4年的销售需要。合景泰富剩余可售面积充裕，主要位于长三角和粤港澳地区的一二线城市，区域布局良好。

（3）持续性经营收入

2019年合景泰富旗下新开业两家购物中心及多家轻资产模式酒店，持续性经营收入显著增长，为其贡献了较稳定的现金流和利润。

合景泰富酒店运营及物业投资业务聚焦粤港澳大湾区、长三角、环渤海、成都、重庆、南宁等核心地区，截至2019年底，已开业商场8个、写字楼8个、酒店17家。2019年，合景泰富权益持续性经营收入同比增长49%至24.30亿元，并表口径酒店运营及物业投资收入合计11.80亿元，已开业运营商业物业均位于一二线城市核心地段及新经济区。其中，成熟商场经营利润率达52%，成熟写字楼经营利润率达86%，为合景泰富贡献了较稳定的现金流和利润。

2019年，合景泰富新开业商场包括广州南沙悠方、佛山悠方购物中心，年末商场总经营面积70万平方米；合景泰富通过轻资产模式新开业8家木莲庄酒店（位于广州、深圳、杭州、武汉、西安和成都），年末酒店总经营面积36万平方米；写字楼经营面积35万平方米。2020年，合景泰富旗下的成都摩方、成都U8酒吧街、成都W酒店将开业运营，合景泰富预计其未来两至三年持续性经营收入将显著增长。

2. 财务分析

合景泰富提供的2019年合并财务报表已经安永会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无

保留意见的审计报告，合景泰富财务报告遵照香港会计师公会颁布的香港财务报告准则及《香港公司条例》编制（货币单位为人民币）。2019年，合景泰富通过收并购等方式新增的项目较多，合并范围变化较大，但由于合景泰富主营业务未变，财务数据可比性仍属较强。

截至2019年底，合景泰富资产总额2,143.23亿元，负债合计1,760.80亿元，权益总额（含非控股权益）382.43亿元，其中本公司拥有人应占权益357.95亿元。2019年，合景泰富实现收入249.56亿元，年度利润（含非控股权益应占年度利润）100.56亿元，其中本公司拥有人应占年度利润98.06亿元；经营活动产生的现金流量净额-42.76亿元，现金及现金等价物净增加额-12.72亿元。

（1）资产

合景泰富资产规模进一步增长，以存货、投资物业和于合营企业的权益为主，货币资金较充裕，资产受限程度较低，整体资产质量较好。

截至2019年底，合景泰富资产总额2,143.23亿元，较年初增长16.14%，主要系非流动资产增加所致，流动资产占比小幅下降至60.54%。

截至2019年底，合景泰富流动资产合计1,297.45亿元，较年初增长7.43%，主要系存货增加所致。流动资产主要由现金及现金等值项目（占39.60%）、持作销售用途的竣工物业（占8.42%）和在建物业（占39.89%）构成。截至2019年底，合景泰富现金及现金等值项目513.78亿元，较年初减少2.28%；有限制现金53.56亿元，较年初增长30.66%，主要为已收预售款项中需用作建造有关物业的担保按金额。合景泰富现金类资产合计567.34亿元，受限资金占比为9.44%。截至2019年底，合景泰富持作销售用途的竣工物业109.29亿元，较年初增长22.53%，主要系竣工项目增加所致；在建物业517.61亿元，较年初增长9.43%。合景泰富存货合计626.90亿元，以在建物业为主（占82.57%）。

截至2019年底，合景泰富非流动资产合计845.78亿元，较年初增长32.65%，主要系投资物业和于合营企业的权益增加所致。非流动资产主要由投资物业（占32.23%）和于合营企业的权益（占50.84%）构成。截至2019年底，合景泰富投资物业272.63亿元，较年初增长55.87%，主要系存货转入所致，采用公允价值法计量，存在一定的公允价值波动风险；于合营企业的权益429.96亿元，较年初增长23.85%，主要系合作开发项目增加所致。

截至2019年底，合景泰富账面总值约346.21亿元的楼宇、土地使用权、投资物业、在建物业、持作销售用途的竣工物业及定期存款及若干附属公司的股权作抵押，此外有限制现金53.56亿元，受限资产合计占资产总额的约18.65%，受限比例较低。

（2）负债及所有者权益

合景泰富债务规模持续增长，债务负担较重，但债务结构较为合理；权益规模增长较快，但仍以储备为主，稳定性较弱。

截至2019年底，合景泰富负债合计1,760.80亿元，较年初增长15.26%，主要系流动负债增加所致。流动负债占62.29%，占比较年初有所上升。

截至2019年底，合景泰富流动负债合计1,096.72亿元，较年初增长20.92%，付息银行及其他借款、应付贸易账款及应付票据、其他应付款及应计款项和应付税项都有较大增长。流动负债主要由付息银行及其他借款（占21.64%）、其他应付款及应计款项（占25.19%）和应付合营企业款项（占34.41%）构成。计入流动负债的付息银行及其他借款237.28亿元，较年初增长36.65%，主要系一年内到期借款转入所致；其他应付款及应计款项276.27亿元，较年初增长22.69%，主要系合约负债增加所致；应付合营企业款项377.42亿元，较年初减少3.95%。

截至2019年底，合景泰富非流动负债合计664.08亿元，较年初增长6.99%，其中租赁负债、附

息银行及其他借贷和递延所得税负债均有一定增长。非流动负债主要由付息银行及其他借贷（占93.14%）构成。计入非流动负债的付息银行及其他借款618.50亿元，较年初增长2.37%。

截至2019年底，合景泰富全部债务合计855.78亿元，较年初增长10.02%。其中，短期债务占27.73%，长期债务占72.27%，债务结构较为合理，集中偿付压力不大。合景泰富资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为82.16%、69.11%和61.79%，分别较年初下降0.62个百分点、1.89个百分点和3.75个百分点，债务负担稳中有降。

表18 截至2019年底合景泰富债务期限结构（单位：亿元）

到期时间	银行贷款	优先票据	境内公司债券	合计
1年内	82.20	38.12	116.96	237.28
1~2年	123.01	24.16	129.55	276.72
3~5年	62.64	189.65	1.60	253.89
5年以上	87.89	--	--	87.89
合计	355.74	251.93	248.11	855.78

资料来源：合景泰富年报

截至2019年底，合景泰富权益总额382.43亿元，较年初增长20.37%，主要系储备增加所致。其中，本公司拥有人应占权益357.95亿元，占比为93.60%。合景泰富权益构成较年初变动不大，仍以储备为主，稳定性较弱。

（3）盈利能力

合景泰富收入和利润规模大幅增长，公允价值变动收益及联营合营企业收益对其利润贡献较大。

2019年，合景泰富实现收入249.56亿元，同比大幅增长233.75%，主要系项目交付结转面积增加所致；实现年度利润100.56亿元，同比增长142.03%，主要系项目交付结转增加以及公允价值变动收益、合营企业收益增加所致。

从期间费用来看，2019年，合景泰富费用总额33.15亿元，同比增长36.23%，主要系销售费用和管理费用增加所致。其中，销售及营销开支10.07亿元，同比增长89.32%，主要系新推出项目较多所致；行政开支17.26亿元，同比增长31.38%，主要系员工薪酬增加所致；财务费用（融资成本减去利息收入）5.82亿元，同比基本保持稳定。

从利润构成来看，2019年，合景泰富公允价值变动收益37.16亿元，同比大幅增长116.75%，主要系投资性房地产增值所致，占税前利润的29.47%；联营公司与合营公司收益合计34.47亿元，同比增长139.45%，占税前利润的27.34%。

从盈利指标来看，2019年，合景泰富总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为9.93%、7.60%和28.73%，同比分别上升了4.64个百分点、3.56个百分点和14.88个百分点，随着利润规模的增长，盈利指标大幅提升。

（4）现金流

合景泰富延续规模扩张态势，经营活动和投资活动现金流仍为净流出，且净流出规模同比增长；融资活动现金流仍为净流入，但净流入规模有所减少。

2019年合景泰富经营活动现金流量净额为-42.76亿元，净流出规模同比增长88.21%，主要系公司持续进行规模扩张，经营性资本支出增加所致。

2019年合景泰富投资活动现金流量净额为-46.84亿元，净流出规模同比增长18.79%，主要系收购合营企业以及对合营企业的投资增加所致。

2019年合景泰富融资活动现金流量净额为76.87亿元，净流入规模同比减少60.69%，主要系偿还借款规模增加所致。

（5）偿债能力

合景泰富短期偿债能力有所下降但仍属很强，长期偿债能力尚可且有所提升，但合景泰富对合营联营企业的担保规模较大，存在一定的或有负债风险；考虑到合景泰富在建项目的规模较大、项目区域分布情况良好，合景泰富整体偿债能力极强。

从短期偿债指标来看，截至2019年底，合景泰富流动比率和速动比率分别为1.18倍和0.61倍，较年初小幅下降；现金短期债务比由年初的3.26倍下降至2.39倍，但仍处于较高水平。整体看，合景泰富短期偿债能力虽有下降但仍属很强。

从长期偿债能力指标来看，2019年，合景泰富EBITDA为154.13亿元，同比增长132.87%，主要系利润总额增加所致。其中，税前利润占88.36%，融资成本占9.94%。2019年，合景泰富EBITDA利息倍数由上年的1.50倍上升至2.43倍，EBITDA全部债务比由上年的0.09倍上升至0.18倍，EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度尚可。整体看，合景泰富长期偿债能力尚可，较上年有所提升。

截至2019年底，合景泰富在各银行获得综合授信额度合计1,052.70亿元，其中尚未使用的授信额度为684.25亿元，融资渠道较通畅。

截至2019年底，合景泰富除按揭担保以外的对外担保合计293.63亿元，均为对合营及联营企业的担保，占合景泰富权益总额的76.78%。合景泰富合作开发项目较多，产生了较大规模的对关联方的担保，存在一定的或有负债风险。

根据合景泰富提供的企业信用报告，截至2020年5月14日，合景泰富未结清和已结清信贷信息中，无不良类记录、无关注类记录。

3. 担保效果评价

以2019年底财务数据测算，“15合景01”和“15合景02”债券余额（33亿元）占担保方合景泰富资产总额的1.54%、权益总额的8.63%，整体占比较低。

综合来看，合景泰富开发规模持续扩张，整体资产质量较好，净资产规模较大，担保实力较强，其担保对“15合景01”和“15合景02”的信用状况仍具有显著的提升作用。

九、综合评价

2019年，公司作为合景泰富在境内的主要的房地产开发投资平台，通过同一控制下企业合并，整体规模显著提高。公司土地储备较充裕，区域布局良好，项目主要位于一二线城市，销售规模快速增长，酒店和自持物业运营情况良好，货币资金较充裕。同时，联合评级也关注到公司收并购和合作开发项目较多，在建及拟建项目资金需求大，投资性房地产存在公允价值波动风险，债务负担较重且对外担保规模较大等因素对公司信用状况带来的不利影响。

公司项目储备充裕，区域布局良好，未来随着项目的逐步开发销售，公司综合实力有望进一步提升。

“15合景01”和“15合景02”由合景泰富提供不可撤销连带责任保证担保。2019年，合景泰富在行业地位、开发规模和物业运营能力等方面保持了较强的竞争优势，销售规模保持较快增长。合景泰富提供连带责任保证担保体现出股东对公司的支持和信心，对提升“15合景01”和“15合

景02”的信用水平具有显著的积极影响。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“15合景01”和“15合景02”的债项信用等级为“AAA”。

附件1 广州合景控股集团有限公司 主要财务指标

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额（亿元）	716.48	1,061.39	1,243.07
所有者权益（亿元）	199.63	239.78	286.72
短期债务（亿元）	5.88	36.69	64.84
长期债务（亿元）	260.77	324.76	339.68
全部债务（亿元）	266.65	361.45	404.53
营业收入（亿元）	99.76	50.32	161.31
净利润（亿元）	27.90	6.64	44.62
EBITDA（亿元）	42.10	15.69	63.38
经营性净现金流（亿元）	-40.22	-100.98	-16.36
流动资产周转次数（次）	0.17	0.07	0.18
存货周转次数（次）	0.17	0.10	0.24
总资产周转次数（次）	0.14	0.06	0.14
现金收入比率（%）	71.03	248.37	131.58
总资本收益率（%）	8.16	2.68	8.15
总资产报酬率（%）	5.79	1.63	5.37
净资产收益率（%）	15.27	3.02	16.95
营业利润率（%）	39.66	29.78	27.26
费用收入比（%）	10.96	37.13	16.19
资产负债率（%）	72.14	77.41	76.93
全部债务资本化比率（%）	57.19	60.12	58.52
长期债务资本化比率（%）	56.64	57.53	54.23
EBITDA 利息倍数（倍）	3.66	0.85	2.00
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.04	0.16
流动比率（倍）	2.38	1.78	1.58
速动比率（倍）	1.22	0.90	0.76
现金短期债务比（倍）	21.49	5.06	3.18
经营现金流流动负债比率（%）	-16.64	-21.42	-2.79
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.28	0.48	1.92

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2. 公司2019年进行了同一控制下企业合并，构成重大资产重组，本表财务数据经追溯调整，2017年财务数据采用2016-2018年三年连审报告中的数据，2018年财务数据采用2019年审计报告经追溯调整的期初数；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件2 合景泰富集团控股有限公司 主要财务指标

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额（亿元）	1,349.45	1,845.37	2,142.23
权益总额（亿元）	282.46	317.72	382.43
短期债务（亿元）	37.41	173.64	237.28
长期债务（亿元）	559.05	604.18	618.50
全部债务（亿元）	596.45	777.82	855.78
收入（亿元）	115.43	74.77	249.56
年度利润（亿元）	36.05	41.55	100.56
EBITDA（亿元）	60.32	66.19	154.13
经营性净现金流（亿元）	-94.69	-22.72	-42.76
存货周转次数（次）	0.18	0.10	0.29
流动资产周转次数（次）	0.15	0.07	0.20
总资产周转次数（次）	0.09	0.05	0.13
总资本收益率（%）	5.08	5.29	9.93
总资产报酬率（%）	4.79	4.04	7.60
净资产收益率（%）	13.80	13.85	28.73
营业利润率（%）	27.52	28.47	27.48
资产负债率（%）	79.07	82.78	82.16
全部债务资本化比率（%）	67.86	71.00	69.11
长期债务资本化比率（%）	66.43	65.54	61.79
EBITDA 利息倍数（倍）	1.95	1.50	2.43
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.09	0.18
流动比率（倍）	1.65	1.33	1.18
速动比率（倍）	0.90	0.71	0.61
现金短期债务比（倍）	10.82	3.26	2.39
经营现金流动负债比率（%）	-19.17	-2.50	-3.90

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2. EBITDA=税前利润+融资成本+折旧+摊销

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

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。