

信用评级公告

联合〔2021〕4402号

联合资信评估股份有限公司通过对广州合景控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广州合景控股集团有限公司信用等级为 AA⁺，维持“15 合景 01”和“15 合景 02”的信用等级为 AAA，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:



二〇二一年六月十七日

广州合景控股集团有限公司 公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
广州合景控股集团有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
合景泰富集团控股有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
15 合景 01	AAA	稳定	AAA	稳定
15 合景 02	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 合景 01	25 亿元	25 亿元	2021/12/17
15 合景 02	8 亿元	8 亿元	2022/12/17

注：上述债券仅包括由联合资信评级，且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 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

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	B	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	2
			企业管理	2
财务风险	F1	现金流	经营分析	1
			资产质量	2
			盈利能力	2
		现金流量	1	
		资本结构	1	
		偿债能力	2	
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

评级观点

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”）境内最主要的房地产开发投资平台，土地储备较充裕，区域布局良好，项目主要位于一二线城市，2020 年销售规模快速增长，体系内地位进一步提升，自持物业运营情况良好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产行业仍处于调控周期，投资性房地产存在公允价值波动风险，虽公司债务负担不重但控股股东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。2020 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，联合资信维持公司主体信用等级为 AA⁺，同时维持“15 合景 01”和“15 合景 02”的债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 土地储备充裕，区域分布良好。公司存量土地储备充裕，主要位于一二线城市，能够为公司未来发展提供有力支撑。
2. 销售规模继续增长，体系内地位进一步提升，物业运营良好。2020 年，公司销售面积及销售金额均保持增长，同时公司合并 11 家合景泰富子公司且权益销售金额占合景泰富权益销售金额的比重达 88% 以上，体系内地位进一步提升；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。
3. 担保方合景泰富保持很强的竞争优势。2020 年，合景

分析师：杨野 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

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”信用水平的提升仍具有显著的积极影响。

关注

1. **房地产行业处于调控周期。**未来一段时期房地产行业仍将受到政策调控的影响，公司经营将持续面临一定的政策风险。同时房地产企业盈利空间不断收窄，行业环境及政策的变化或将对房地产企业经营战略的实施提出更高要求。
2. **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。
3. **担保方合景泰富债务负担较重。**2020年合景泰富债务负担仍较重。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。

主要财务数据：

发行人-广州合景控股集团有限公司

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产(亿元)	185.60	310.92	325.16
资产总额(亿元)	1,061.39	1,537.03	1,787.64
所有者权益(亿元)	239.78	423.63	573.87
短期债务(亿元)	36.69	71.13	67.39
长期债务(亿元)	324.76	397.02	346.42
全部债务(亿元)	361.45	468.15	413.81
营业收入(亿元)	50.32	203.48	273.18
利润总额(亿元)	6.80	75.26	62.72
EBITDA(亿元)	15.69	87.35	76.08
经营性净现金流(亿元)	-100.98	-81.33	58.79
营业利润率(%)	29.78	29.81	27.59
净资产收益率(%)	2.77	14.54	8.96
资产负债率(%)	77.41	72.44	67.90
全部债务资本化比率(%)	60.12	52.50	41.90
流动比率(%)	177.79	162.21	158.81
经营现金流动负债比(%)	-21.42	-12.14	7.22
现金短期债务比(倍)	5.06	4.37	4.83
EBITDA 利息倍数(倍)	0.85	2.46	2.54
全部债务/EBITDA(倍)	23.04	5.36	5.44
公司本部(母公司)			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额(亿元)	241.30	297.43	507.65
所有者权益(亿元)	18.94	17.15	20.96
全部债务(亿元)	95.97	111.07	89.98
营业收入(亿元)	0.56	1.54	2.05
利润总额(亿元)	3.38	-1.79	24.82
资产负债率(%)	92.15	94.23	95.87
全部债务资本化比率(%)	83.52	86.62	81.11
流动比率(%)	141.83	135.08	60.83
经营现金流动负债比(%)	-5.60	6.39	5.66

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；
2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 公司 2018 年采用 2019 年数据期初数，2019 年采用 2020 年数据期初数

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

担保方-合景泰富集团控股有限公司

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额(亿元)	1,845.37	2,143.23	2,321.98
权益总计(亿元)	317.72	382.43	539.17
收入(亿元)	74.77	249.56	297.42
年度利润(亿元)	41.55	100.56	69.01
资产负债率(%)	82.78	82.16	76.78

注：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

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
15 合景 01、15 合景 02	AAA	AA+	稳定	2020/6/19	罗星驰、曹梦茹	原联合信用评级有限公司房地产企业主体信用评级方法	阅读全文
15 合景 01、15 合景 02	AAA	AA ⁺	稳定	2019/6/21	罗星驰、曹梦茹	原联合信用评级有限公司房地产企业主体信用评级方法	阅读全文
15 合景 01、15 合景 02	AAA	AA	稳定	2017/6/27	冯磊、李镭	原联合信用评级有限公司房地产企业主体信用评级方法	阅读全文
15 合景 02	AA ⁺	AA	稳定	2015/8/28	张开阳、高鹏	原联合信用评级有限公司房地产企业主体信用评级方法	--
15 合景 01	AA ⁺	AA	稳定	2015/8/28	张开阳、高鹏	原联合信用评级有限公司房地产企业主体信用评级方法	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编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由广州合景控股集团有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

杨野 李甘华

联合资信评估股份有限公司



广州合景控股集团有限公司

公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于广州合景控股集团有限公司（以下简称“广州合景”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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，公司名称变更为现名。

截至2020年底，公司注册资本为20.00亿元。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，以下简称“合景泰富”）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（股权结构图见附件1-1）。

跟踪期内，公司主营业务未发生变更，组织结构未发生重大变化。截至2020年底，公司拥有在职员工2,894人。

截至2020年底，公司合并资产总额1,787.64亿元，所有者权益573.87亿元（含少数股东权益275.61亿元）；2020年，公司实现营业收入273.18亿元，利润总额62.72亿元。

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：蔡凤佳。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2021年3月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表1 截至2021年3月底公司发行存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
15 合景 01	25.00	25.00	2015/12/17	6 年 (3+2+1)
15 合景 02	8.00	8.00	2015/12/17	7 年 (5+2)

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

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。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全

年累计增长 2.30%¹，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，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资

金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 1 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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，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

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判

断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升,成为拉动经济的主引擎;投资拉动垫底;净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看,2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%,延续了上年逐季恢复的趋势,与疫情前水平的差距进一步缩小;消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎,疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正,但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元,同比增长 25.60%,两年平均增长 2.90%,与疫情前正常水平差距较大,固定资产投资仍处在修复过程中;资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱,疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红,贸易顺差 7592.90 亿元,较上年同期扩大 690.60%,净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势,达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强,经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳,生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度,全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0,较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点,处于低位。2021 年一季度,全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨 2.10%,呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格,带动 PPI 持续上行,加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末,社融存量同比增速为 12.30%,较上年末下降 1 个百分点,信用扩张放缓;2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元,虽同比少增 0.84 万亿元,但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值,反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看,信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素,企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面,截至 2021 年一季度末,M2 余额 227.65 万亿元,同比增长 9.40%,较上年末增速

(10.10%)有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元,同比增长 7.10%,较上年末增速(8.60%)也有所下降,说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正,收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元,同比增长 24.20%,是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元,占一般公共预算收入的 85.31%,同比增长 24.80%,同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动,反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元,同比增长 6.20%,其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域,债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元,缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄,可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元,同比增长 47.90%,主要是由于国有土地出让收入保持高速增长;政府性基金支出 1.73 万亿元,同比减少 12.20%,主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解,但依然存在结构性矛盾,居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响,加上年初局部性疫情的影响,失业率有所上升;而 3 月随着疫情形势好转,企业复工复产进度加快,用工需求增加,就业压力有所缓解。2021 年一季度,全国居民人均可支配收入 9730.00 元,扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%,延续了上年一季度以来逐季走高的趋势,且与消费支出增速的差值进一步缩小,居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调,要精准实施宏观政策,保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性,不急转弯,把握好时度效,固本

培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

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，对在建项目复工产生一定影响，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 17,268.83 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%，增速相较于 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3 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	24,004.52	14.46	25,228.77	14.13	26,675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55,830.65	33.64	58,157.84	32.56	63,376.65	32.82
其他资金	86,019.74	51.83	95,046.26	53.21	102,870.26	53.27
其中：定金及预收款	55,418.17	33.39	61,359.00	34.35	66,547.00	34.46
个人按揭	23,705.89	14.28	27,281.00	15.27	29,976.00	15.52
合计	165,962.89	100.00	178,608.59	100.00	193,114.85	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下表。

表4 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下表。

表5 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

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年底，公司产权状况未发生变化。悦图投资为公司控股股东，公司的实际控制人为孔健岷。

2. 企业规模及竞争力

公司是合景泰富境内最主要经营实体，在开发经营、品牌效应、项目获取等方面能获得合景泰富的大力支持。

在2019年公司与广州市天建房地产开发有限公司（以下简称“广州天建”）合并后，成为

合景泰富在境内最重要的投融资运营实体，且2020年合并合景泰富11家子公司，公司在合景泰富体系内地位进一步提升，合景泰富主要通过公司获取项目。合景泰富丰富的项目开发经营、较强的品牌效益能为公司提供较强的股东支持。截至2020年底，公司权益口径存量土地储备（未结转面积）1,297.44万平方米，公司权益存量土地储备占比前五大城市分别为广州、柳州、成都、南宁和天津。

2020年，公司权益口径协议销售面积334.32万平方米，同比增长约38.60%；协议销售金额571.95亿元，同比增长约41.95%。

3. 企业信用记录

根据公司提供的征信报告，统一社会信用代码：9144010123122823XC，截至2021年1月8日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司主要管理制度及高管未发生变化。

跟踪期内，公司董事和高级管理人员未发生重大变化，主要管理制度连续，公司管理运作良好。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，受房屋销售业务结转收入增加影响，公司收入规模大幅增长；但由于结转项目差异，公司整体盈利能力较上年略有下降。

2020年，公司实现营业收入同比增长34.25%，主要系房地产交付面积增加所致；实现净利润51.42亿元，同比下降16.55%，主要系投资收益及公允价值变动收益减少所致。

从收入构成来看，房产销售仍是公司主要收入来源，2020年公司房产销售收入在公司营业收入中占比超过94%。公司酒店运营收入同比下降30.37%，在营业收入中的占比下降至1.18%，主要系受新冠疫情影响所致。公司其他收入主要为租赁业务收入，2020年同比略有下降。

从毛利率来看，2020年，公司房地产销售毛利率同比下降3.97个百分点，主要系土地成本增长所致；酒店运营毛利率分别同比下降3.95个百分点，主要系当年受新冠疫情影响入住率下降所致；其他业务毛利同比略增1.06个百分点。公司综合毛利率受房地产销售毛利率影响大，2020年综合毛利率同比下降5.01个百分点。

表6 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 (%)
房产销售	44.21	87.86	27.03	185.90	91.36	32.51	257.60	94.30	28.54
酒店运营	4.17	8.29	66.19	4.61	2.27	65.94	3.21	1.18	61.99
其他	1.94	3.85	87.63	12.97	6.37	81.88	12.37	4.52	82.94
合计	50.32	100.00	32.62	203.48	100.00	36.41	273.18	100.00	31.40

注：1. 尾差系数据四舍五入所致；2. 公司于2019年进行了重大资产重组，2018、2019年数据经追溯调整
资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 业务运营

公司业务运营主要包括房产销售与开发、酒店经营和投资物业三个业务板块。

(1) 房产销售与开发

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。

2020年，公司综合运用招拍挂、合作开发和产业勾地等多种模式获取土地，且仍保持较大的拿地规模，获取土地权益建筑面积占比前五大城市分别为广州、昆明昭通、徐州、苏州和杭州。新增土地储备权益建筑面积169.29万平方米，同比下降20.32%；权益地价163.26亿元，同比下降6.16%。公司新增土地储备楼面均价

同比增长 17.07%，主要系公司当期拿地的部分一二线城市项目拿地均价较高所致。其中，广州臻颐府项目楼面均价达 51,500 元/平方米，该项

目位于广州市天河区，距离奥体中心较近，地理位置优越。

表 7 2020 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
徐州	珑樾东方	住宅	15.48	15.48	8.55	5,500
成都	臻林	住宅/商业	6.22	6.22	10.33	16,600
梧州	梧州苍海项目	住宅/商业	1.61	1.61	0.10	600
广州	朗悦公馆	住宅	9.22	9.22	2.43	2,600
广州	花漫四季	住宅	28.38	28.38	7.60	2,700
海南	海南文昌昌酒项目	商业	7.60	7.60	0.48	600
广州	臻尚濠府	住宅	32.29	32.29	33.50	10,400
广州	臻颐府	住宅	9.45	9.45	48.65	51,500
盐城	盐城高新区项目	住宅/商业	69.04	1.01	0.18	1,800
天津	肆悦府	住宅	9.68	9.68	3.47	3,600
杭州	揽月臻翠府	住宅/商业	10.42	8.00	15.79	19,700
苏州	明月滨河	住宅/商业	9.46	4.83	8.20	17,000
杭州	天樾四季城	住宅/商业	18.39	4.60	2.98	6,500
苏州	悦四季华庭	住宅/商业	7.74	3.79	4.42	11,600
南通	濠悦府	住宅	3.92	2.74	4.75	17,300
苏州	朗月滨河雅苑	住宅	9.69	4.85	8.53	17,600
广州	广州南沙项目	教育科研	14.79	2.96	0.59	2,000
昆明	昆明昭通项目#17-341	住宅	2.02	1.03	0.12	1,100
昆明	昆明昭通项目#17-28	住宅	12.34	6.79	1.13	1,700
昆明	昆明昭通项目#17-29	住宅	15.92	8.76	1.46	1,700
合计	--	--	293.66	169.29	163.26	9,600

注：广州的朗悦公馆、花漫四季位于广州从化区，杭州的揽月臻翠府位于余杭区因此楼面价较低
资料来源：公司提供

截至2020年底，公司权益口径存量土地储备（未结转面积）1,297.44万平方米，土地储备充裕。从分布区域来看，公司权益存量土地储备

占比前五大城市分别为广州、柳州、成都、南宁和天津，合计占比55.31%，区域分布较好。

表 8 截至 2020 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	376.98	22.49	566.12	23.90	335.65	25.87
柳州	46.66	2.78	132.30	5.59	108.84	8.39
成都	144.75	8.64	218.46	9.22	98.87	7.62
南宁	70.20	4.19	224.31	9.47	91.50	7.05
天津	150.90	9.00	121.82	5.14	82.80	6.38
海南	137.06	8.18	75.13	3.17	51.50	3.97
北京	93.41	5.57	121.78	5.14	49.45	3.81
重庆	38.31	2.29	67.27	2.84	48.69	3.75
苏州	100.27	5.98	190.55	8.04	44.67	3.44
昆明	26.93	1.61	41.57	1.75	41.41	3.19
惠州	28.61	1.71	44.65	1.88	33.46	2.58

杭州	50.15	2.99	51.08	2.16	26.57	2.05
梧州	9.48	0.57	25.61	1.08	25.58	1.97
上海	53.96	3.22	53.66	2.27	24.56	1.89
合肥	26.26	1.57	45.29	1.91	23.17	1.79
武汉	24.47	1.46	37.16	1.57	23.25	1.79
深圳	6.63	0.40	22.31	0.94	19.80	1.53
佛山	20.42	1.22	34.31	1.45	17.41	1.34
徐州	10.53	0.63	20.28	0.86	16.53	1.27
济南	30.90	1.84	21.73	0.92	15.09	1.16
台州	16.10	0.96	45.18	1.91	14.95	1.15
扬州	8.28	0.49	15.83	0.67	13.07	1.01
眉山	19.03	1.13	22.02	0.93	12.43	0.96
江门	6.55	0.39	17.73	0.75	10.86	0.84
肇庆	12.26	0.73	16.02	0.68	9.60	0.74
郴州	12.11	0.72	7.26	0.31	7.21	0.56
温州	4.92	0.29	11.31	0.48	7.11	0.55
太仓	5.90	0.35	7.87	0.33	6.86	0.53
东莞	20.78	1.24	9.55	0.40	6.15	0.47
中山	5.17	0.31	7.12	0.30	5.01	0.39
无锡	13.00	0.78	9.58	0.40	4.47	0.35
宁波	10.20	0.61	13.00	0.55	4.27	0.33
南京	10.97	0.65	12.21	0.52	4.18	0.32
南通	10.24	0.61	14.01	0.59	3.85	0.30
西安	0.46	0.03	3.72	0.16	3.69	0.28
常熟	11.00	0.66	5.85	0.25	1.83	0.14
嘉兴	14.67	0.87	20.77	0.88	1.17	0.09
盐城	23.01	1.37	1.01	0.04	1.01	0.08
丽水	8.66	0.52	7.64	0.32	0.83	0.06
绍兴	15.91	0.95	5.55	0.23	0.09	0.01
合计	1,676.10	100.00	2,368.62	100.00	1,297.44	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

2020年公司新开工面积下降，但期末仍保持较大的在建面积；公司在建及拟建项目规模较大。

2020年，公司权益口径新开工面积同比下降40.83%，其中2019年新开工面积较大主要系合并广州天建以及公司自身扩张所致。2020年，公司集中竣工规模较大，权益竣工面积同比增长47.49%。截至2020年底，公司期末在建面积784.89万平方米，较年初下降9.05%。

表9 公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2018年	2019年	2020年
新开工面积	204.45	278.03	164.51
竣工面积	34.20	184.58	272.24
在建面积	401.32	862.99	784.89

注：1. 上表数据为权益口径数据；2. 公司期末在建面积为项目实际在建面积加总数，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2018年数据未经追溯调整

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司在建、拟建项目159个，权益口径预计总投资2,361.31亿元，已完成投资³1,980.90亿元，尚需投资380.41亿元。公司项

³ 包含地价

目整体投资完成率较高。近年来公司拓展全国 理半径的加大，管理难度有所上升。
 化布局，但在部分城市的项目数量不多，随着管

表 10 截至 2020 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	29	566.12	547.77	400.29	73.08
苏州	12	190.55	170.20	161.62	94.96
成都	5	218.46	188.29	171.47	91.07
北京	11	121.78	218.77	215.18	98.36
海南	4	75.13	37.35	32.24	86.32
上海	7	53.66	127.17	122.95	96.68
天津	4	121.82	145.09	136.19	93.87
南宁	7	224.31	132.88	102.02	76.78
杭州	9	51.08	94.62	90.64	95.79
南京	3	12.21	18.84	18.37	97.51
佛山	3	34.31	42.68	40.37	94.59
合肥	4	45.29	62.48	59.52	95.26
武汉	3	37.16	19.59	13.89	70.90
徐州	2	20.28	17.77	14.66	82.50
嘉兴	3	20.77	22.55	22.47	99.65
台州	5	45.18	43.25	40.49	93.62
济南	3	21.73	17.73	17.58	99.15
常熟	2	5.85	6.44	6.42	99.69
丽水	1	7.64	10.67	10.66	99.91
重庆	6	67.27	66.03	57.64	87.29
太仓	1	7.87	9.62	9.38	97.51
无锡	3	9.58	10.59	10.26	96.88
肇庆	2	16.02	13.26	10.41	78.51
中山	1	7.12	7.48	5.66	75.67
南通	2	14.01	21.24	20.33	95.72
柳州	2	132.30	85.90	32.36	37.67
深圳	3	22.31	56.57	45.25	79.99
绍兴	1	5.55	9.04	9.03	99.89
惠州	3	44.65	24.93	12.48	50.06
江门	2	17.73	16.33	13.33	81.63
温州	1	11.31	18.23	18.04	98.96
东莞	2	9.55	9.90	8.98	90.71
宁波	3	13.00	22.20	20.41	91.94
扬州	1	15.83	11.25	8.97	79.73
眉山	2	22.02	12.04	8.62	71.59
郴州	1	7.26	3.96	1.39	35.10
梧州	1	25.61	13.16	3.18	24.16
西安	1	3.72	2.69	1.63	60.59
昆明	3	41.57	22.16	6.51	29.38
盐城	1	1.01	0.59	0.01	1.69

合计	159	2,368.62	2,361.31	1,980.90	83.89
----	-----	----------	----------	----------	-------

资料来源：公司提供

公司销售规模保持增长，权益销售金额占合景泰富比重达88%以上，公司体系内地位进一步提升；剩余可售面积仍较充裕，主要位于一二线城市。

2020年，公司权益口径协议销售面积334.32万平方米，同比增长约38.60%；协议销售金额571.95亿元，同比增长约41.95%；协议销售均价1.71万元/平方米，同比略增2.40%。随着公司推盘项目的增多，销售规模实现稳步增长。

2020年公司权益销售金额占合景泰富权益销售金额的比重达88%以上，公司在体系内的地位进一步提升。

表 11 公司房地产销售情况

(单位：万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2018年	2019年	2020年
协议销售面积	72.54	241.22	334.32
协议销售金额	100.48	402.93	571.95
协议销售均价	1.39	1.67	1.71
结转收入面积	34.20	184.58	272.24
结转收入金额	43.69	213.50	357.60

注：1. 上表数据为权益口径数据，2018年数据未经追溯调整；2. 结转收入包含联合营企业权益部分收入，因此与营业收入存在差异
资料来源：公司提供

截至2020年底，公司权益口径剩余可售面积878.64万平方米，预计能满足未来2年左右销售需要，可售面积较充裕，其中一线城市剩余可售面积占36.88%，二线城市剩余可售面积占42.21%，一二线城市占比合计79.09%，区域布局良好。

表 12 截至 2020 年底公司权益剩余可售项目情况

(单位：万平方米)

项目区域	剩余可出售权益建筑面积
广州	266.31
北京	34.58
上海	6.27
深圳	16.91
一线城市小计	324.07
苏州	16.50

成都	61.95
海南	28.86
天津	56.17
南宁	57.69
杭州	13.17
南京	0.42
佛山	13.34
合肥	11.62
武汉	21.11
济南	11.29
常熟	0.57
重庆	21.12
太仓	4.67
中山	4.34
江门	3.81
温州	3.33
东莞	3.37
宁波	1.76
西安	1.83
昆明	33.95
二线城市小计	370.87
徐州	8.02
嘉兴	0.01
台州	5.57
丽水	0.58
无锡	1.85
肇庆	6.81
南通	2.75
柳州	88.87
绍兴	0.15
惠州	24.09
扬州	8.22
眉山	10.38
郴州	6.12
梧州	19.41
盐城	0.87
三线城市小计	183.70
合计	878.64

注：城市能级为公司内部统计口径

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，2020年受疫情冲击，酒店入住率和运营

收入受疫情影响较大。

截至2020年底，公司持有8家酒店，持有总建筑面积23.70万平方米，整体经营状况良好。其中，成都W酒店为2020年新开业。2020年，公司实现酒店运营收入3.21亿元，同比下降30.37%，主要系新冠疫情影响。公司持有酒店分别位于广州、苏州、杭州和成都，均为一二线城市。

表13 截至2020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	2020年入住率
广州W酒店	广州	4.70	317	58
广州东圃福朋喜来登酒店	广州	3.50	300	64
苏州万怡酒店	苏州	5.40	306	39
成都W酒店(新开)	成都	5.10	297	40
广州珠江新城木莲庄	广州	0.70	160	62

表14 截至2020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	2020年出租率	2020年权益租金收入
广州合景国际金融广场(IFP)	写字楼	广州	7.20	93	0.82
广州环球都会广场	写字楼	广州	4.70	98	0.76
广州环汇商业广场	写字楼	广州	5.10	97	0.33
广州南沙彩汇中心	写字楼	广州	6.20	70	0.04
上海环球都会广场	写字楼	上海	4.60	70	0.58
广西合景国际金融广场	写字楼	南宁	3.50	100	0.10
成都环汇商业广场	写字楼	成都	0.60	100	0.03
苏州领汇广场	写字楼	苏州	0.20	83	0.02
上海悠方	商场	上海	5.20	88	0.14
苏州悠方	商场	苏州	6.30	93	0.80
成都悠方	商场	成都	6.30	81	1.22 (酒吧街属悠方管理,合并统计)
成都U8酒吧街	商场	成都	0.20		
成都摩方	商场	成都	2.10	89	0.04
北京摩方	商场	北京	1.10	70 (年内进行店铺调整及二次改造)	0.17
广州誉山悠方天地一期	商场	广州	1.20	80	0.05
广州南沙悠方天地一期	商场	广州	2.60	82 (一二期合并的出租率)	0.03
广州南沙悠方天地二期	商场	广州	1.60		
合计	--	--	58.70	--	5.13

注：1. 广州南沙彩汇中心，2019年只开业2栋，2020年新增开业3栋
资料来源：公司提供

杭州未来科技城木莲庄	杭州	1.80	192	56
成都环球中心木莲庄	成都	1.20	244	58
苏州高铁北站木莲庄	苏州	1.30	198	63
合计	--	23.70	2,014	--

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，已开业物业出租率较高，为公司贡献了一定规模的利润和现金流。

截至2020年底，公司自持物业共17处，总可租面积58.70万平方米，较2019年增长21.70万方，均位于一二线城市。2020年公司实现租金收入5.13亿元，同比增长47.84%，主要系年内公司合并11家合景泰富子公司及部分自持物业新开业所致。公司已开业自持物业出租率较高。租金收入为公司贡献了一定规模的利润和现金流。

2. 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2020年底，公司对关联方的担保余额为141.60亿元，占期末净资产的43.55%，占比较高。

关联方应收应付方面，截至2020年底，公司其他应收关联方款项合计116.79亿元，其他应付关联方款项合计321.80亿元，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。

3. 经营效率

2020年，公司经营效率处于行业中游水平。

2020年，公司存货周转率同比略有增长，总资产周转率同比无变化。与同行业其他企业相比，公司经营效率处于行业中游水平。

表 15 2020 年公司与同行业企业经营效率指标情况
(单位：次)

企业简称	存货周转率(次)	总资产周转率(次)
时代控股	0.39	0.23
龙光集团	0.52	0.32
公司	0.30	0.18
房地产行业的中位数	0.25	0.18

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind
数据来源：Wind

4. 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。在区域的选择上，公司将继续深耕粤港澳大湾区及长三角区域，补充后续土地资源，亦将根据市场行情适时扩充土地储备。

公司未来经营计划如下：(1)整合公司内部资源，调整优化运营架构，改进各项业务管理制度，努力提高公司的运营能力。(2)时刻关注政策和市场变化，根据项目的去化情况及时补充合适的土地资源，确保后续扩展。(3)增强与客

户的双向沟通，及时根据客户的需求，改善产品和服务，把品牌效应做大。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，中天运会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2020年，公司合并范围内增长子公司56家，减少子公司12家。截至2020年底，公司合并范围内子公司合计365家。公司合并范围变化较大，但其新增或减少子公司规模不大，且主营业务并未发生变化，公司财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司合并资产总额1,787.64亿元，所有者权益573.87亿元(含少数股东权益275.61亿元)；2020年，公司实现营业收入273.18亿元，利润总额62.72亿元。

2. 资产质量

2020年底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2020年底，公司合并资产总额1,787.64亿元，较年初增长16.31%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占72.36%，非流动资产占27.64%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

(1) 流动资产

截至2020年底，公司流动资产1,293.45亿元，较年初增长19.07%，主要系存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金(占25.14%)、其他应收款(占13.20%)和存货(占58.99%)构成。

截至2020年底，公司货币资金325.16亿元，较年初增长4.59%，主要系房产销售增长所致。货币资金中有28.50亿元受限资金，受限比例为

8.76%，主要为预售房监控资金和贷款抵质押资金。

截至2020年底，公司其他应收款170.79亿元，较年初下降14.84%，主要系关联方往来款减少所致。公司其他应收款全部为按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款，计提坏账准备0.07亿元，计提比例0.04%，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年内余额占97.93%。其他应收款前五名余额合计占28.80%，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2020年底，公司存货763.03亿元，较年初增长40.19%，主要系在建开发产品增长所致。存货主要由已完工开发产品（占18.70%）和在建开发产品（占81.30%）构成，未计提跌价准备。公司未对存货计提跌价准备，考虑到公司项目主要位于一二线城市，去化风险较可控。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产494.19亿元，较年初增长9.65%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占31.91%）、投资性房地产（占53.51%）和固定资产（占7.41%）构成。

截至2020年底，公司长期股权投资157.70亿元，较年初增长14.50%，主要系对联合营企业的投资增长所致。2020年，公司权益法下确认的投资收益8.71亿元。

截至2020年底，公司投资性房地产264.45亿元，较年初增长7.74%，主要系存货、固定资产、在建工程新增转入以及评估增值所致。公司公允价值变动10.80亿元。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。

截至2020年底，公司固定资产36.60亿元，较年初增长27.67%，主要系酒店和商场增加所致。

截至2020年底，公司所有权受到限制的资产情况如下表，受限比例较低。

表 16 截至 2020 年底公司资产受限情况

项目	截至 2020 年 12 月 31 日余额	占总资产比例
货币资金	28.50	1.59
存货	163.05	9.12
固定资产	21.51	1.20
在建工程	9.45	0.53
无形资产	0.22	0.01
投资性房地产	72.72	4.07
合计	295.45	16.53

数据来源：公司审计报告

3. 资本结构

（1）所有者权益

2020 年，公司资本实力有所增强，所有者权益有所增长，但少数股东权益和未分配利润占比仍较高，权益结构稳定性较弱。

截至2020年底，公司所有者权益573.87亿元，较年初增长35.47%，主要系少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为51.97%，少数股东权益占比为48.03%。在所有者权益中，实收资本、其他综合收益和未分配利润分别占3.49%、9.32%和39.17%。2020年，公司资本公积转增实收资本，实收资本增至20.00亿元。公司资本实力有所增强，但所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比仍较高，所有者权益结构稳定性较弱。

（2）负债

公司负债规模增长，流动负债占比较高；债务规模和债务指标有所下降，整体债务负担一般，以长期债务为主。

截至2020年底，公司负债总额1,213.78亿元，较年初增长9.02%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占67.10%，非流动负债占32.90%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至2020年底，公司流动负债814.46亿元，较年初增长21.61%，主要系应付账款和其他应付款增长所致。公司流动负债主要由应付账款（占16.76%）、预收款项（占21.63%）、其他应付款（占48.54%）和一年内到期的非流动负债（占7.41%）构成。

截至2020年底，公司应付账款136.49亿元，

较年初增长98.48%，主要系应付工程款及材料款增加所致。应付账款账龄以1年内为主。

截至2020年底，公司预收款项176.19亿元，较年初增长1.36%，较年初变化不大。

截至2020年底，公司其他应付款395.34亿元，较年初增长23.90%，主要系关联方往来款增长所致。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债60.37亿元，较年初增长11.14%，主要系一年内到期的应付债券转入所致。

截至2020年底，公司非流动负债399.32亿元，较年初下降10.00%，主要系应付债券减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占55.10%）、应付债券（占31.66%）和递延所得税负债（占12.79%）构成。

截至2020年底，公司长期借款220.01亿元，较年初下降1.29%，较年初变化不大；长期借款主要由抵押借款构成。

截至2020年底，公司应付债券126.41亿元，较年初下降27.41%，主要系转入一年内到期的应付债券所致。

截至2020年底，公司全部债务413.81亿元，较年初下降11.61%，长短期债务均有所下降。债务结构方面，短期债务占16.28%，长期债务占83.72%，以长期债务为主，其中，短期债务67.39亿元，较年初下降5.26%；长期债务346.42亿元，较年初下降12.74%，主要系应付债券减少所致。从债务指标来看，截至2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为67.90%、41.90%和37.64%，较年初分别下降4.54个百分点、下降10.60个百分点和下降10.74个百分点。公司债务负担一般。

表 17 截至 2021 年 3 月底公司存续公司债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
20 合景 08	2022-11-12	7.00
20 合景 06	2022-10-12	10.00
20 合景 04	2022-08-25	18.00
20 合景 01	2022-03-18	10.00
15 合景 01	2021-12-17	25.00

15 合景 02	2022-12-17	8.00
合计	--	78.00

注：1. 除“15 合景 01”“15 合景 02”，其他债券均附带回售条款，所列到期日为回售日；2. “合景 19 优”和“合景 19 次”纳入公司长期借款，未在此表体现

资料来源：Wind

从期限结构来看，假设公司进入回售期的债券全部回售，2021年公司到期债务25.00亿元，2022年到期债务53.00亿元，债务集中偿付压力尚可。

4. 盈利能力

2020 年，公司收入规模保持增长，但期间费用对利润存在侵蚀，投资收益对利润贡献较大；公司盈利指标有所下降。

2020年，公司实现营业收入273.18亿元，同比增长34.26%，主要系房地产交付面积增加所致；实现净利润51.42亿元，同比下降16.55%，主要投资收益及公允价值变动收益减少所致。

从期间费用来看，2020年，公司费用总额37.36亿元，同比增长24.15%，主要系销售费用、管理费用和财务费用增加所致。其中，公司销售费用14.35亿元，同比增长22.32%，主要系职工薪酬、销售代理及奖金增加所致；管理费用13.19亿元，同比增长8.59%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用9.82亿元，同比增长58.03%，主要系利息支出增加所致。

从利润构成来看，2020年，公司实现公允价值变动收益5.27亿元，同比下降72.04%，占当年营业利润的8.62%；实现投资收益17.94亿元，同比下降28.67%，占当年营业利润的29.33%。两者合计占当年营业利润的37.95%，对利润影响较大。

从盈利指标来看，2020年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为6.37%和8.96%，同比分别下降1.70个百分点和5.58个百分点。公司各盈利指标有所下降。

5. 现金流分析

2020 年，公司经营活动现金由负转正；投资活动现金净流出规模有所缩减，经营活动获

取现金可以覆盖投资活动支出缺口；筹资活动现金流由净流入转为净流出状态。

表 18 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	172.51	249.01	565.80
经营活动现金流出小计	273.49	330.34	507.01
经营现金流量净额	-100.98	-81.33	58.79
投资活动现金流入小计	0.01	28.02	0.10
投资活动现金流出小计	17.07	53.52	17.84
投资活动现金流量净额	-17.06	-25.50	-17.74
筹资活动前现金流量净额	-118.04	-106.83	41.05
筹资活动现金流入小计	154.86	242.84	283.18
筹资活动现金流出小计	31.35	174.21	295.88
筹资活动现金流量净额	123.51	68.63	-12.70

资料来源：联合资信整理

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入同比增长127.22%，主要系收到其他与经营活动有关的现金增长所致；经营活动现金流出同比增长53.48%，主要系投资支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金增长所致。受此影响，2020年，公司经营活动净现金流由负转正。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入同比下降99.65%，主要系收回投资收到的现金和投资收益减少所致；投资活动现金流出同比下降66.67%，主要系投资支付的现金减少所致。2020年，公司投资活动现金净流出同比下降30.42%。

2020年，公司筹资活动前现金流量净额为41.05亿元，由负转正。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入同比增长16.61%，主要系筹资规模增长所致；筹资活动现金流出同比增长69.84%，主要系公司本期偿还债务规模增长所致。2020年，公司筹资活动现金净流出12.70亿元，由正转负。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力很强，长期偿债能力一般，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看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的162.21%和80.94%分别下降至158.81%和65.13%，流动资产对流动负债的保障程度尚可。截至2020年底，公司经营现金流动负债比率为7.22%，同比提高19.36个百分点。截至2020年底，公司现金短期债务比由上年底的4.37倍提高至4.83倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为76.08亿元，同比下降12.90%。从构成看，公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占15.17%）和利润总额（占82.43%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的2.46倍下降至2.54倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA由上年的5.36倍上升至5.44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一般。

截至2020年底，公司剔除为商品房购买人提供按揭贷款的担保外，对外担保141.60亿元，占期末净资产的24.67%，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2020年底，公司已获授信总额1,032.51亿元，尚未使用授信额度747.32亿元，间接融资渠道畅通。

截至2020年底，公司无重大未决诉讼、仲裁案件。

7. 母公司财务分析

母公司经营性活动较少，收入规模小，利润主要来自投资收益，其资产主要为长期股权投资和货币资金等。母公司负债以应付债券和长期借款为主，整体债务负担处于合理水平；所有者权益规模大，权益结构稳定性较高。

截至2020年底，母公司口径资产总额合计507.65亿元，较年初增长70.68%，主要系长期股权投资增加所致。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486.68亿元，较年初增长73.65%，

主要系应付债券减少所致。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 20.96 亿元，较年初增长 22.21%，主要系实收资本增长所致。

2020 年，母公司口径实现营业收入 2.05 亿元，规模较小；实现净利润 24.83 亿元，主要系投资收益大幅增长所致。

2020 年，母公司口径经营活动现金流量净额 23.34 亿元，净流入规模增长，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-0.22 亿元，同比下降 54.10%；筹资活动现金流量净额-24.78 亿元，由上年的净流入转为净流出，主要系偿还债务规模较大所致。

十、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 2020 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。

2020 年，合景泰富在克而瑞销售排行榜中排名全口径第 39 位、权益口径第 47 位。此外，合景泰富获中国企业评价协会、清华大学房地产研究所和中指研究院等机构评选的“2020 中国房地产百强企业”第 30 位、“2020 年中国房地产百强企业—盈利性 TOP10”“2020 中国物业服务百强企业 NO.17”“2020 中国物业服务行业市场化运营领先企业全国第二”“2020 中国物业服务百强质量领先企业十强”等奖项。

截至 2020 年底⁴，合景泰富资产总额

2,321.98 亿元，负债合计 1,782.82 亿元，权益总额（含非控股权益）539.17 亿元，其中本公司拥有人应占权益 435.35 亿元。2020 年，合景泰富实现收入 297.42 亿元，年度利润（含非控股权益应占年度利润）69.01 亿元，其中本公司拥有人应占年度利润 66.77 亿元；经营活动产生的现金流量净额 11.31 亿元，现金及现金等价物净增加额-104.23 亿元。

1. 经营分析

(1) 经营概况

2020 年，合景泰富项目集中交付结转，收入增加，物业开发仍是其收入的主要来源，毛利率略有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。2020 年，合景泰富实现收入 297.42 亿元，同比增长 24.23%，主要系项目交付结转面积增加所致；实现年度利润 69.01 亿元，同比下降 31.37%，主要系公允价值变动收益、合营企业收益减少所致。

从收入构成来看，2020 年，合景泰富物业开发收入 284.87 亿元，同比增长 25.15%，在收入中的占比上升至 95.78%，是其收入的主要构成；酒店营运收入 4.54 亿元，同比下降 17.90%，主要系受新冠疫情影响所致；物业投资收入 8.01 亿元，同比增长 27.75%，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。

从毛利率来看，2020 年，合景泰富综合毛利率为 31.47%，同比变化不大，仍处于较高水平。

表 19 合景泰富收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块业务	2018 年			2019 年			2020 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	60.64	81.10	--	227.62	91.21	--	284.87	95.78	--
酒店营运	4.68	6.26	--	5.53	2.22	--	4.54	1.53	--
物业投资	3.79	5.07	--	6.27	2.51	--	8.01	2.69	--
物业管理	5.66	7.57	--	10.14	4.06	--	--	--	--

⁴ 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）

合计	74.77	100.00	32.78	249.56	100.00	31.52	297.42	100.00	31.47
----	-------	--------	-------	--------	--------	-------	--------	--------	-------

注：1. 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；2. 2020年10月物业，合景悠活集团控股集团有限公司已于香港联合交易所主板正式挂牌上市

资料来源：合景泰富年报

(2) 房地产业务

2020年合景泰富综合运用招拍挂、合作开发和产业勾地等多种模式获取的项目；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。

2020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。合景泰富综合运用招拍挂、合作开发和产业勾地等多种模式获取新项目。2020年，合景泰富在广州、天津、杭州、成都、苏州、嘉兴、昆明昭通等城市共获取21个项目，新增权益建筑面积同比增长11.74%；新增项目权益土地成本194.25亿元，同比增长6.24%。新增项目权益土地成本增速低于新增权益建筑面积，主要系新获取项目中广州从化、云南昭通等地价较低以及通过产业勾地在嘉兴、盐城以较低的成本获取体量较大的综合体项目等综合影响所致。2020年，合景泰富新获取项目城市能级有所下降，新增项目平均土地成本较2019年下降至7,000元/平方米，考虑到项目区域分布，土地成本较合理。合景泰富与公司新增项目楼面价格的差异主要系合景泰富新增项目中嘉兴高铁新城项目和盐城高新区项目⁵为产业勾地项目，项目体量大，楼面价低所致。

表20 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
2018年	38	414	5,411
2019年	26	247	7,400
2020年	21	276	7,000

资料来源：合景泰富提供

截至2020年底，合景泰富旗下共拥有175

个项目，分布于内地及香港共41个城市，土地储备存量权益建筑面积1,659.40万平方米（不含尾盘），以合景泰富近三年的开工情况来看，预计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⁶土地储备权益建筑面积占33.24%，二线城市占44.32%，三四线城市占22.44%，公司土地储备主要位于一二线城市，区域布局良好。

2020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。2020年，合景泰富新开工面积同比下降47.37%，主要系合景泰富调整开发节奏所致，但在建规模仍较大；竣工面积同比增长30.02%，当年竣工交付规模较大。

表21 合景泰富主要开发数据情况(单位：万平方米)

项目	2018年	2019年	2020年
新开工面积	540.00	342.00	180.00
竣工面积	124.40	250.03	325.08
在建面积	1,060.00	1,159.00	1,014.00

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

从竣工/在建/拟建项目来看，截至2020年底，合景泰富在建和拟建项目合计175个，权益规划建筑面积2,997.52万平方米，其中存量权益建筑面积1,659.40万平方米（不含尾盘），位于广州、佛山、柳州、成都、南宁等地的存量规模较大。项目预计总投资合计3,046.30亿元，尚需投资536.31亿元，合景泰富仍面临一定的资本支出压力。

⁵ 盐城高新区项目公司持股比例仅1.46%

⁶ 城市能级为公司内部统计口径。一线城市包括北京、上海、广州、深圳、香港；二线城市包括苏州、成都、海南、天津、南宁、杭州、南京、佛山、合肥、武汉、济南、常熟、重庆、太

仓、中山、江门、温州、东莞、宁波、西安和昆明；三四线城市包括徐州、嘉兴、台州、丽水、无锡、肇庆、南通、柳州、绍兴、惠州、扬州、眉山、梧州和盐城。

表 22 截至 2020 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 2020 年底存量权益建筑面积	预计总投资	截至 2020 年底已投资
广州	35	727.98	419.25	685.50	524.27
苏州	12	203.11	44.84	181.05	172.46
成都	5	270.94	108.33	224.72	206.54
北京	11	146.18	58.89	269.15	265.42
海南	4	90.80	57.11	51.12	45.94
上海	7	76.58	35.54	158.60	151.83
天津	4	121.82	82.80	145.09	136.19
南宁	7	234.71	92.90	137.85	106.40
杭州	9	58.49	26.64	103.34	99.35
南京	3	12.21	4.18	18.84	18.37
佛山	5	177.03	121.27	164.36	107.71
合肥	4	45.29	23.17	62.48	59.52
武汉	3	37.16	23.25	19.59	13.89
徐州	5	43.09	20.88	33.89	30.12
嘉兴	4	59.05	39.45	56.54	23.08
台州	5	45.18	14.95	43.25	40.49
济南	3	21.73	15.09	17.73	17.58
常熟	2	5.85	1.83	6.44	6.42
丽水	1	7.64	0.83	10.67	10.66
重庆	6	67.27	48.69	66.03	57.64
太仓	1	7.87	6.86	9.62	9.38
无锡	3	11.31	4.97	11.82	11.44
肇庆	2	25.49	15.46	19.99	15.61
中山	1	7.12	5.01	7.48	5.66
南通	3	26.00	4.63	31.89	30.70
柳州	2	132.30	108.84	85.90	32.36
深圳	4	34.25	31.74	74.39	58.22
绍兴	1	5.55	0.09	9.04	9.03
惠州	3	44.65	33.46	24.93	12.48
江门	2	17.73	10.86	16.33	13.33
温州	1	11.31	7.11	18.23	18.04
东莞	2	9.55	6.15	9.90	8.98
宁波	3	13.00	4.27	22.20	20.41
扬州	1	15.83	13.07	11.25	8.97
眉山	2	30.04	13.85	16.41	12.92
郴州	1	7.26	7.21	3.96	1.39
梧州	1	25.61	25.58	13.16	3.18
西安	1	3.72	3.69	2.69	1.63
昆明	3	41.57	41.41	22.16	6.51
盐城	1	69.04	69.04	40.11	0.41
香港	2	6.21	6.21	138.60	135.46
合计	175	2,997.52	1,659.40	3,046.30	2,509.99

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

2020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，2020年，合景泰富实现全口径销售额1,036.08亿元，同比增长20.32%，实现较快增长。按销售额贡献划分，36%来自长

三角区域，36%来自粤港澳大湾区；按城市等级划分，88%来自一二线城市。从权益口径来看，2020年，合景泰富权益销售额646.35亿元，同比增长16.89%，增速较全口径销售额增速略慢；销售均价为1.71万元/平方米，同比基本保持稳定；销售回款率为80.00%。

表 23 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	2018年	2019年	2020年
全口径协议销售面积	396.53	491.97	610.60
权益口径协议销售面积	250.33	328.36	377.02
全口径协议销售金额	655.02	861.07	1,036.08
权益口径协议销售金额	425.09	552.97	646.35
权益口径协议销售均价	1.70	1.68	1.71
权益口径结转收入金额	211.81	365.45	446.35
权益口径销售回款率	80.00	85.00	80.00

资料来源：合景泰富提供

截至2020年底，合景泰富权益未售面积1,146.99万平方米，主要位于广州（占27.70%）、佛山（占9.09%）、柳州（占7.75%）、成都（占5.57%）、盐城（占5.19%）、南宁（占5.04%）和天津（占4.90%）等城市，以2020年销售规模计算，预计能满足未来2年左右的销售需要。合景泰富剩余可售面积充裕。

（3）持续性经营收入

2020年合景泰富旗下新开业多家商场及酒店，持续性经营收入增长，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2020年底，已开业商场9个、写字楼8个、酒店19家。2020年，合景泰富持续性经营收入同比增长24%至29.74亿元，并表口径酒店运营及物业投资收入合计12.55亿元，同比增长6.36%，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，商场整体出租率达91%，写字楼整体出租率为90%，为合景泰富贡献了较稳定的现金流和利润。

2020年，合景泰富新开业成都摩方及U8酒吧街、佛山悠方天地二期、南沙悠方天地二期

等。2021年，合景泰富旗下的广州知识城悠方、重庆悠方、上海悠方天地、广州誉山悠方天地2期、北京通州悠方天地将开业运营，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2020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）。2020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2020年底，合景泰富资产总额2,321.98亿元，负债合计1,782.82亿元，权益总额（含非控股权益）539.17亿元，其中本公司拥有人应占权益435.35亿元。2020年，合景泰富实现收入297.42亿元，年度利润（含非控股权益应占年度利润）69.01亿元，其中本公司拥有人应占年度利润66.77亿元；经营活动产生的现金流量净额11.31亿元，现金及现金等价物净增加额-104.23亿元。

（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 2020 年底，合景泰富资产总额 2,321.98 亿元，较上年底增长 8.34%，主要系非流动资产增加所致，流动资产占比小幅下降至 59.35%。

截至 2020 年底，合景泰富流动资产合计 1,378.02 亿元，较上年底增长 6.21%，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 29.49%）、持作销售用途的竣工物业（占 10.89%）和在建物业（占 47.61%）构成。截至 2020 年底，合景泰富现金及现金等值项目 406.36 亿元，较上年底减少 20.91%；有限制现金 39.45 亿元，较上年底减少 26.35%，主要为已收预售款项中需用作建造有关物业的担保按金金额。合景泰富现金类资产合计 445.80 亿元，受限资金占比为 8.85%。截至 2020 年底，合景泰富持作销售用途的竣工物业 150.00 亿元，较年初增长 37.25%，主要系竣工项目增加所致；在建物业 656.13 亿元，较上年底增长 26.76%。合景泰富存货合计 806.14 亿元，以在建物业为主（占 81.39%）。

截至 2020 年底，合景泰富非流动资产合计 943.96 亿元，较上年底增长 11.61%，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 31.06%）和于合营企业的权益（占 49.65%）构成。截至 2020 年底，合景泰富投资物业 293.21 亿元，较上年底增长 7.55%，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 468.72 亿元，较上年底增长 9.01%，主要系合作开发项目增加所致。

截至 2020 年底，合景泰富账面总值约 278.38 亿元的土地使用权（7.41 亿元）、投资物业（72.92 亿元）、物业、厂房及设备（30.32 亿元）、在建物业（137.41 亿元）、持作销售用途的竣工物业（30.32 亿元）的股权作抵押，此外有限制现金 39.45 亿元，受限资产合计占资产总额

的约 13.69%，受限比例较低。

（2）负债及所有者权益

合景泰富债务规模有所下降，短期偿债压力尚可，债务结构较为合理，但债务负债较重；非控股权益规模增长较快，权益仍以储备为主，稳定性较弱。

截至 2020 年底，合景泰富负债合计 1,782.82 亿元，较上年底增长 1.25%。流动负债占 67.93%，占比较上年底有所上升。

截至 2020 年底，合景泰富流动负债合计 1,211.14 亿元，较上年底增长 10.43%，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 20.85%）、其他应付款及应计款项（占 26.21%）和应付合营企业款项（占 29.07%）构成。计入流动负债的付息银行及其他借款 252.55 亿元，较上年底增长 6.44%，主要系一年内到期借款转入所致；其他应付款及应计款项 317.46 亿元，较上年底增长 14.91%，主要系应付合作项目股东款和合约负债增加所致；应付合营企业款项 352.08 亿元，较上年底减少 6.71%。

截至 2020 年底，合景泰富非流动负债合计 571.68 亿元，较上年底下降 13.19%。非流动负债主要由付息银行及其他借贷（占 92.02%）构成。计入非流动负债的付息银行及其他借款 526.05 亿元，较上年底下降 14.95%。

截至 2020 年底，合景泰富全部债务合计 778.61 亿元，较上年底下降 9.02%。其中，短期债务占 32.44%，长期债务占 67.56%，债务结构较为合理。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 76.78%、59.08%和 49.38%，分别较上年底下降 5.38 个百分点、10.03 个百分点和 12.41 个百分点，债务负担有所下降。

表 24 截至 2020 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	75.31	22.78	154.46	252.55

2~5年	165.90	192.41	46.99	405.30
5年以上	75.21	45.54	--	120.75
合计	316.42	260.73	201.45	778.60

注：数据四舍五入有尾差
资料来源：合景泰富年报

截至2020年底，合景泰富权益总额539.17亿元，较上年底大幅增长40.99%，主要系非控股权益所致。其中，本公司拥有人应占权益435.35亿元，占比为80.74%。合景泰富权益仍以储备为主，且非控股权益增长较快，稳定性较弱。

(3) 盈利能力

合景泰富收入有所增长，但年度利润下降，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。

2020年，合景泰富实现收入297.42亿元，同比增长19.18%，主要系项目交付结转面积增加所致；实现年度利润69.01亿元，同比下降31.37%，主要系公允价值变动收益、合营企业收益减少所致。

从期间费用来看，2020年，合景泰富费用总额38.20亿元，同比下降10.51%，主要系管理费用和财务费用减少所致。其中，销售及营销开支12.22亿元，同比增长21.35%，主要系新推出项目较多所致；行政开支与其他运营开支15.61亿元，同比下降9.58%，主要系员工薪酬减少所致；财务费用（融资成本）10.34亿元，同比下降32.46%，主要系本年资本化利息比例有所提高所致。

从利润构成来看，2020年，合景泰富公允价值变动收益4.15亿元，同比大幅下降88.83%，主要系投资性房地产公允变动收益净额减少所致，占税前利润的4.13%；联营公司与合营公司收益合计24.81亿元，同比下降28.02%，占税前利润的24.66%。

从盈利指标来看，2020年，合景泰富总资产收益率和净资产收益率分别为6.02%和12.80%，同比分别减少3.34个百分点和13.50个百分点，随着利润规模的减少，盈利指标大随之下降。

(4) 现金流

2020年合景泰富经营活动现金流由负转正，投资活动现金流仍为净流出，净流出规模同比下降20.05%；融资活动现金流由净流入转为净流出，主要系本期偿还债务规模较大。

2020年合景泰富经营活动现金流量净额为11.31亿元，经营活动现金流净额由负转正，主要系预付款、按金及其他应收款增加所致。

2020年合景泰富投资活动现金流量净额为-37.45亿元，净流出规模同比减少20.05%，主要系联营公司还款增加所致。

2020年合景泰富融资活动现金流量净额为-78.09亿元，由净流入转为净流出，主要系偿还借款、偿还境内公司债和支付股息等增加所致。

(5) 偿债能力

合景泰富短期偿债能力有所下降但仍属较好，长期偿债能力尚可，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2020年底，合景泰富流动比率和速动比率分别为113.78%和45.03%，较上年分别下降4.51个百分点和15.06个百分点；现金短期债务比由上年底的2.39倍下降至1.77倍。整体看，合景泰富短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标来看，2020年，合景泰富EBITDA为113.89亿元，同比下降26.11%，主要系利润总额减少所致。2020年，合景泰富EBITDA利息倍数由上年的2.43倍下降至1.92倍，全部债务比/EBITDA由上年的5.55倍升至6.84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。

截至2020年底，合景泰富在各银行获得综合授信额度合计1,090.15亿元，其中尚未使用的授信额度为747.32亿元，融资渠道较通畅。

截至2020年底，合景泰富剔除为物业买方向银行申请按揭贷款而提供的担保合计329.39亿元，占合景泰富期末权益总额的61.09%。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。

3. 担保效果评价

以 2020 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 1.42%、权益总额的 6.12%，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。

十一、 存续期内债券偿还能力分析

截至2021年3月底，公司存续债券的短期偿债压力尚可。

从期限结构来看，假设公司进入回售期的债券全部回售，2021年公司到期债务25.00亿元，2022年到期债务53.00亿元，债务集中偿付压力尚可。

截至2021年3月底，公司存续公司债券余额共78.00亿元。若考虑债券回售期，公司一年内到期的应付债券为“15合景01”和“15合景02”，债券合计33.00亿元，2022年达到存续债券待偿本金峰值（53.00亿元）。截至2020年底，公司现金类资产325.16亿元；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为565.80亿元、58.79亿元、76.08亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的17.15倍、1.78倍和2.31倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 25 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2020 年
一年内到期债券余额	25.00
未来待偿债券本金峰值	53.00
现金类资产/一年内到期债券余额	9.85
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	10.68
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	1.11
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.44

资料来源：联合资信整理

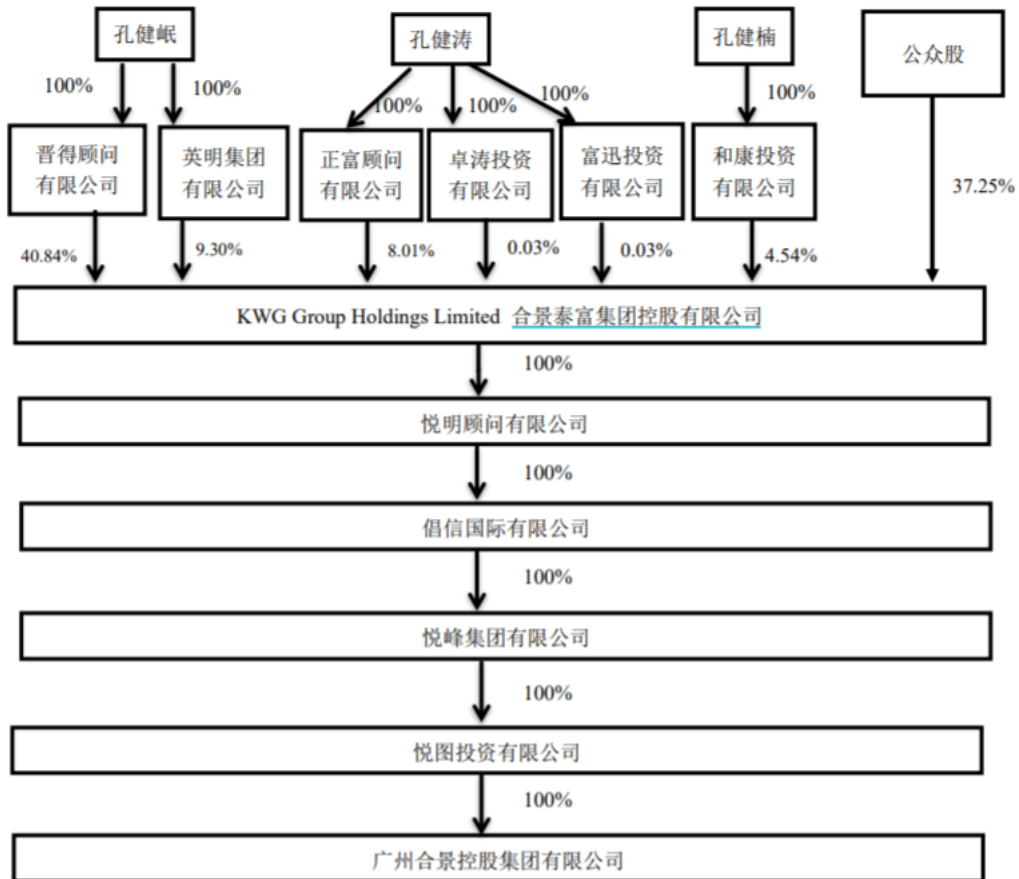
总体看，公司现金类资产对一年内到期债

券保障能力很强；经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力很强，公司经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力有待提升。

十二、 结论

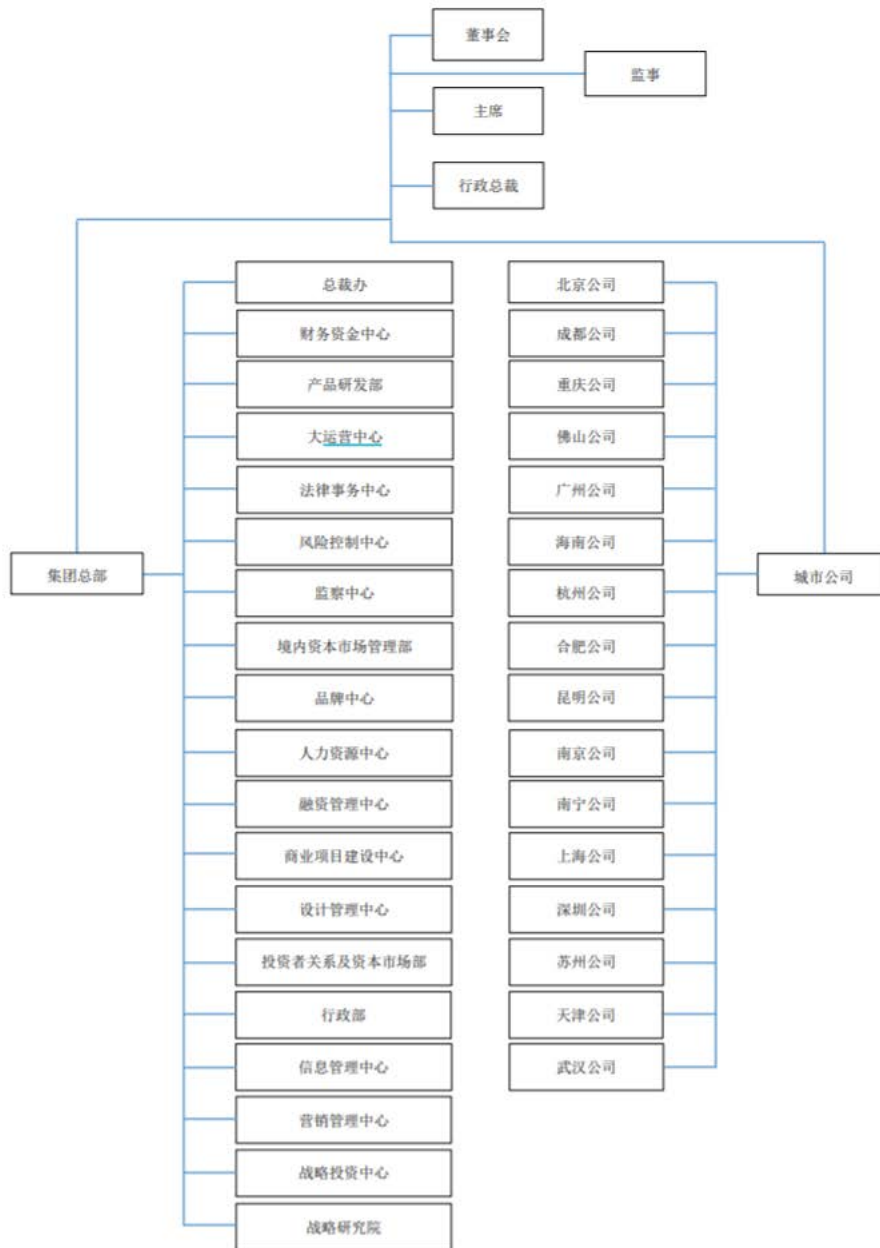
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA+，维持“15合景01”和“15合景02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底广州合景控股集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底广州合景控股集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底广州合景控股集团有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	实收资本 (亿元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	取得方式
1	广州礼和置业发展有限公司	房地产开发	6.4	100	100	出资设立
2	杭州天璟房地产开发有限公司	房地产开发	2.4	100	100	出资设立
3	合肥市弘韬房地产开发有限公司	房地产开发	0.5	100	100	出资设立
4	临海晋煜房地产开发有限公司	房地产开发	8.5	100	100	出资设立
5	广州弘达置业有限公司	房地产开发	13	100	100	出资设立
6	临海煜煜房地产开发有限公司	房地产开发	0.5	100	100	出资设立
7	佛山泓升置业发展有限公司	房地产开发	9	51.00	51.00	出资设立
8	广西合景盛誉房地产开发有限公司	房地产开发	1	83.67	83.67	出资设立
9	广西凯睿置业有限公司	房地产开发	3.5	100.00	100.00	出资设立
10	成都市中天盈房地产开发有限公司	房地产开发	5.5	100.00	100.00	出资设立
11	嘉善旭璟置业有限公司	房地产开发	0.1	100.00	100.00	出资设立
12	启东天惠房地产开发有限公司	房地产开发	13	70.00	70.00	出资设立
13	徐州朗誉房地产开发有限公司	房地产开发	0.4	50.00	50.00	出资设立
14	眉山市昭景房地产开发有限公司	房地产开发	3.8	51.00	51.00	出资设立
15	龙门东峻华赋教育实业有限公司	房地产开发	0.3	100.00	100.00	出资设立

注：统计口径为收入合计占公司当年 70% 以上的子公司
资料来源：公司提供

附件 2-1 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)	185.60	310.92	325.16
资产总额 (亿元)	1,061.39	1,537.03	1,787.64
所有者权益 (亿元)	239.78	423.63	573.87
短期债务 (亿元)	36.69	71.13	67.39
长期债务 (亿元)	324.76	397.02	346.42
全部债务 (亿元)	361.45	468.15	413.81
营业收入 (亿元)	50.32	203.48	273.18
利润总额 (亿元)	6.80	75.26	62.72
EBITDA (亿元)	15.69	87.35	76.08
经营性净现金流 (亿元)	-100.98	-81.33	58.79
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	7.98	15.01	16.21
存货周转次数 (次)	0.12	0.27	0.29
总资产周转次数 (次)	0.07	0.16	0.16
现金收入比 (%)	248.37	122.17	104.45
营业利润率 (%)	29.78	29.81	27.59
总资本收益率 (%)	2.38	8.08	6.37
净资产收益率 (%)	2.77	14.54	8.96
长期债务资本化比率 (%)	57.53	48.38	37.64
全部债务资本化比率 (%)	60.12	52.50	41.90
资产负债率 (%)	77.41	72.44	67.90
流动比率 (%)	177.79	162.21	158.81
速动比率 (%)	90.29	80.94	65.13
经营现金流动负债比 (%)	-21.42	-12.14	7.22
现金短期债务比 (倍)	5.06	4.37	4.83
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.85	2.46	2.54
全部债务/EBITDA (倍)	23.04	5.36	5.44

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径; 3. 2018 年采用 2019 年数据期初数, 2019 年采用 2020 年数据期初数
资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

附件 2-2 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)	10.16	32.52	30.91
资产总额 (亿元)	241.30	297.43	507.65
所有者权益 (亿元)	18.94	17.15	20.96
短期债务 (亿元)	0.18	0.26	16.21
长期债务 (亿元)	95.79	110.81	73.77
全部债务 (亿元)	95.97	111.07	89.98
营业收入 (亿元)	0.56	1.54	2.05
利润总额 (亿元)	3.38	-1.79	24.82
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-7.06	10.81	23.34
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	1.14	1.95	1.60
存货周转次数 (次)	0.04	0.00	0.00
总资产周转次数 (次)	0.00	0.01	0.01
现金收入比 (%)	31.03	101.26	44.94
营业利润率 (%)	78.90	97.20	98.53
总资本收益率 (%)	2.95	-1.39	22.39
净资产收益率 (%)	17.90	-10.40	118.48
长期债务资本化比率 (%)	83.50	86.60	77.87
全部债务资本化比率 (%)	83.52	86.62	81.11
资产负债率 (%)	92.15	94.23	95.87
流动比率 (%)	141.83	135.08	60.83
速动比率 (%)	140.63	134.03	60.46
经营现金流动负债比 (%)	-5.60	6.39	5.66
现金短期债务比 (倍)	56.45	125.06	1.91
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注：1. 公司本部未提供资本化利息、费用化利息、折旧、摊销等数据，相关指标未进行计算；2. 表格中“/”表示未能获取的数据，“--”表示计算后无意义的数字

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-3 担保方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)	566.77	567.34	445.80
资产总额 (亿元)	1,845.37	2,143.23	2,321.98
所有者权益 (亿元)	317.72	382.43	539.17
短期债务 (亿元)	173.64	237.28	252.55
长期债务 (亿元)	604.18	618.50	526.05
全部债务 (亿元)	777.82	855.78	778.61
营业收入 (亿元)	74.77	249.56	297.42
年度利润 (亿元)	41.55	100.56	69.01
EBITDA (亿元)	66.19	154.13	113.89
经营性净现金流 (亿元)	-22.72	-42.76	11.31
财务指标			
存货周转次数 (次)	0.10	0.28	0.28
总资产周转次数 (次)	0.05	0.13	0.13
营业利润率 (%)	32.78	31.52	31.47
总资本收益率 (%)	4.77	9.36	6.02
净资产收益率 (%)	13.08	26.30	12.80
长期债务资本化比率 (%)	65.54	61.79	49.38
全部债务资本化比率 (%)	71.00	69.11	59.08
资产负债率 (%)	82.78	82.16	76.78
流动比率 (%)	133.16	118.30	113.79
速动比率 (%)	69.95	60.09	45.03
经营现金流动负债比 (%)	-2.50	-3.90	0.93
现金短期债务比 (倍)	3.26	2.39	1.77
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.50	2.43	1.92
全部债务/EBITDA (倍)	11.75	5.55	6.84

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 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 4-1 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 4-2 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 4-3 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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。