

# 信用评级公告

联合〔2022〕5410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主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，“15 合景 02”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：

二〇二二年六月二十七日

# 广州合景控股集团有限公司

## 2022 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 <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
担保方 合景泰富集团控股有限公司	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 02	8.00 亿元	8.00 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：2022 年 6 月 27 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	V3.1.202205
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

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 <sup>+</sup>	评级结果		AA <sup>+</sup>
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
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构	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

跟踪期内，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，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处于下行周期，公司销售面临下滑风险，公司及控股股东短期偿债压力较大，控股股东债务负担较重，存货面临进一步跌价风险且 2021 年利润总额大幅下降、盈利指标下滑，关联方往来款规模较大且对外担保规模较大等因素可能对公司信用状况带来的不利影响。

公司项目储备较充裕，但未来房地产市场下行压力仍较大，公司销售未来面临下滑风险。

“15 合景 02”由合景泰富提供不可撤销的连带责任保证担保。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 02”的信用水平具有显著的积极影响。

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

### 优势

1. 公司土地储备较充裕。截至 2021 年底，公司权益口径剩余可售面积 723.96 万平方米，可售面积较充裕且城市能级较高。

2. 公司自持物业和酒店运营良好。截至 2021 年底，公司自持物业和酒店运营情况良好，且均位于一二线城市，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较强的竞争优势。2021 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，其所提供的担保对“15 合景 02”信用水平的提升仍具有显著的积极影响。

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](http://www.lhratings.com)

## 关注

1. **房地产行业进入下行周期，公司未来面临销售下滑风险。**2021年下半年以来，地产市场呈现下行趋势，公司经营层面面临一定的市场风险。同时，房地产企业盈利空间不断收窄，截至2021年底，公司存货中已完成开发产品占比较高，且公司业态类型较多、主打中高端类型产品，叠加2021年公司销售规模缩减，公司未来面临销售下滑风险。

2. **公司实际可动用货币资金不足，短期偿债压力较大。**2021年，公司审计报告带强调事项段。截至2021年底，公司货币资金中实际可动用资金不足，融资环境收紧、销售端资金回流减少，公司实际可动用资金规模可能继续缩减，截至2021年底，合景泰富一年内偿债压力较大，合景泰富债务负担仍较重且境内外债券融资占比较高，未来刚性债券偿付压力较大。

3. **公司存货面临进一步跌价风险且公司利润大幅下降；公司合作开发项目较多，面临合作方风险和对外担保或有负债风险。**截至2021年底，公司存货计提跌价准备规模较小，未来存在进一步跌价风险。2021年，公司利润总额和净利润同比大幅下降，且盈利指标下滑明显。截至2021年底，公司土地储备权益比例为67.21%，合作开发项目较多，公司项目管理和资金协调管理将持续承压。截至2021年底，公司其他应收款（合计）在资产总额中占比17.18%，其他应付款（合计）在负债总额中占比23.87%。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

项 目	合并口径		
	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产(亿元)	310.92	325.16	160.32
资产总额(亿元)	1537.03	1787.64	1865.42
所有者权益(亿元)	423.63	573.87	623.88
短期债务(亿元)	71.13	67.39	67.69
长期债务(亿元)	397.02	346.42	365.46
全部债务(亿元)	468.15	413.81	433.15
营业收入(亿元)	203.48	273.18	228.42
利润总额(亿元)	75.26	62.72	12.86
EBITDA(亿元)	87.35	76.08	29.39
经营性净现金流(亿元)	-81.33	58.79	-189.49
营业利润率(%)	29.81	27.59	19.22
净资产收益率(%)	14.54	8.96	1.71
资产负债率(%)	72.44	67.90	66.56
全部债务资本化比率(%)	52.50	41.90	40.98
流动比率(%)	162.21	158.81	153.40
经营现金流动负债比(%)	-12.14	7.22	-23.18
现金短期债务比(倍)	4.37	4.83	2.37
EBITDA 利息倍数(倍)	2.46	2.54	1.09
全部债务/EBITDA(倍)	5.36	5.44	14.74

项 目	公司本部(母公司)		
	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额(亿元)	297.43	507.65	520.99
所有者权益(亿元)	17.15	20.96	22.00
全部债务(亿元)	111.07	89.98	101.93
营业收入(亿元)	1.54	2.05	3.44
利润总额(亿元)	-1.79	24.82	0.52
资产负债率(%)	94.23	95.87	95.78
全部债务资本化比率(%)	86.62	81.11	82.25
流动比率(%)	135.08	60.83	60.23
经营现金流动负债比(%)	6.39	5.66	-7.32

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 2019 年采用 2020 年数据期初数, 2020 年采用 2021 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

项 目	合并口径		
	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额(亿元)	2143.23	2321.98	2322.49
权益总计(亿元)	382.43	539.17	597.02
收入(亿元)	249.52	297.42	238.45
年度利润(亿元)	100.56	69.01	25.63
资产负债率(%)	82.16	76.78	74.29

注: 担保方财务数据均使用香港准则下财务报告; 担保方 2019 年及 2020 年数据分别采用 2019 年及 2020 年审计报告年末数; 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 02	AAA	AA <sup>+</sup>	稳定	2021/06/17	杨野、曹梦茹	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）	<a href="#">阅读全文</a>
15 合景 02	AAA	AA <sup>+</sup>	稳定	2019/06/21	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	<a href="#">阅读全文</a>
15 合景 02	AAA	AA	稳定	2017/06/27	冯磊、李锺	原联合信用评级有限公司房地产企业主体信用评级方法	<a href="#">阅读全文</a>
15 合景 02	AA <sup>+</sup>	AA	稳定	2015/08/28	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	--

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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受广州合景控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

# 广州合景控股集团有限公司

## 2022 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1000万元。后又历经多次增资，截至2021年底，公司注册资本为20.00亿元，悦图投资为公司控股股东，悦图投资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”）全资子公司，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，组织架构未发生重大变化。

截至2021年底，公司合并资产总额1865.42亿元，所有者权益623.88亿元（含少数股东权益319.21亿元）；2021年，公司实现营业总收入228.42亿元，利润总额12.86亿元。

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。

### 三、债券概况及募集资金使用情况

截至2022年5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2022年5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 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回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速<sup>1</sup>（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，**第三产业受疫情影响较大**。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

<sup>1</sup>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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为

基期计算的几何平均增长率，下同。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注: 1.GDP 数据为当季值, 其他数据均为累计同比增速; 2.GDP 总额按现价计算, 同比增速按不变价计算; 3.出口增速、进口增速均以美元计价统计; 4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值; 5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速; 6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源: 联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

**需求端, 消费市场受到疫情冲击较大, 固定资产投资增速处于相对高位, 出口仍保持较高景气度。**消费方面, 2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元, 同比增长 3.27%, 不及上年同期两年平均增速水平 (4.14%), 主要是 3 月疫情对消费, 特别是餐饮等聚集型服务消费, 造成了较大冲击。投资方面, 2022 年一季度全国固定资产投资 (不含农户) 10.49 万亿元, 同比增长 9.30%, 处于相对高位。其中, 房地产开发投资继续探底; 基建投资明显发力, 体现了“稳增长”政策拉动投资的作用; 制造业投资仍处高位, 但 3 月边际回落。外贸方面, 出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元, 同比增长 13.00%。其中, 出口 8209.20 亿美元, 同比增长 15.80%; 进口 6579.80 亿美元, 同比增长 9.60%; 贸易顺差 1629.40 亿美元。

**CPI 同比涨幅总体平稳, PPI 同比涨幅逐月回落。**2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%, 猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%, 各月同比增速回落幅度有所收敛; PPI 环比由降转升, 上行动力增强, 输入型通胀压力抬升。地

缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动, 带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

**社融总量扩张, 财政前置节奏明显。**2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元, 比上年同期多增 1.77 万亿元; 3 月末社融规模存量同比增长 10.60%, 增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看, 财政前置带动政府债券净融资大幅增长, 是支撑社融扩张的主要动力, 一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

**财政收入运行总体平稳, 民生等重点领域支出得到有力保障。**2022 年一季度, 全国一般公共预算收入 6.20 万亿元, 同比增长 8.60%, 财政收入运行总体平稳。其中, 全国税收收入 5.25 万亿元, 同比增长 7.70%, 主要是受工业企业利润增长带动, 但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面, 2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元, 同比增长 8.30%, 为全年预算的 23.80%, 进度比上年同期加快 0.30 个百分点。



民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

**稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。**2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。**

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

**疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。**生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现

5.50% 增长目标的困难有所加大。

## 五、行业分析

### 1. 房地产行业概况

**2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。**

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017—2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021 年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了

部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021年7—12月，全国商品房单月销售面积同比增速连续6个月为负；但得益于上半年销售增长，2021年全年全国商品房销售面积17.94亿平方米，同比增长1.90%，增速较2020年下降0.7个百分点；住宅销售面积15.65亿平方米，同比增长1.1%。

## 2. 土地市场与信贷环境

**2021年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。**

土地市场方面，2021年土地购置面积2.16亿平方米，同比下降15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021年土拍市场出现了新景象；2021年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近50%的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿

显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021年7—12月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此2021年下半年房地产开发到位资金同比下降10.51%。2021年全年房地产开发到位资金合计20.11万亿元，同比增长4.2%，增速较2020年下滑3.4个百分点。

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	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源：Wind、联合资信整理

## 3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021年初严查经营贷，2021年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流

动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但2022年3月的国务院金融委会议表明房地产政

策出现转向。

2021年初，房地产市场延续上年底热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展

租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。2021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 2021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
2021年2月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动
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
2021年7月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021年9月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年2-3月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证

交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表5 2021年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年3月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021年6月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021年7月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳地价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021年9月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021年10月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序

2021年12月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022年1月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2021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，土地储备较充裕。**

公司为合景泰富在境内最重要的投融资运营实体，合景泰富主要通过公司获取项目，公司在资金等方面可获得股东支持。2021年，公司营业收入占合景泰富比重达到95%左右。截至2021年底，公司权益口径土地储备（未结转面积）1206.62万平方米，占比前五大城市分别为广州、天津、柳州、成都和南宁。

### 3. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告（报告编号：2022051123174091263696），截至2022年5月11日，公司借贷交易和担保交易无关注类和不良类记录，过往债务履约情况良好。

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

截至2022年5月23日，联合资信发现公司在2022年存在2条<sup>2</sup>被列入全国被执行人记录，执行标的合计566.80万元。

## 六、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，公司管理持续经营。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

**2021年，受房屋销售业务结转收入减少影响，公司收入规模同比下降；由受土地成本上涨，公司综合毛利率下滑明显；公司酒店及其他业务为公司带来一定稳定的现金流入。**

2021年，公司实现营业收入同比下降16.39%，主要系房地产交付面积减少所致；实现净利润10.67亿元，同比大幅下降79.25%，净利润降幅大于营业收入，主要系毛利率下降、期间费用增加、资产减值损失和公允价值变动损失增加等共同影响所致。

从收入构成来看，房产销售仍是公司主要收入来源，2021年公司房产销售收入在公司营业收入中占比超过88%。公司酒店运营收入同比提升38.63%，主要系2021年新开业酒店，所致。公司其他收入主要为租赁业务收入，2021年同比增长67.99%，主要系公司商场、写字楼等租金收入增加所致，在营业收入中的占比也有所提升。

2021年，公司营业收入占合景泰富营业收入比重为95.79%。

从毛利率来看，2021年，公司房地产销售毛利率同比下降8.45个百分点，主要系土地成本增长所致；酒店运营毛利率同比下降4.69个百分点，主要系运营成本增长所致；其他业务毛利同比略降1.13个百分点。公司综合毛利率受房地产销

<sup>2</sup> 案件一：公司与购买车位业务解除买卖合同案，涉案金额44.46万元，案件二：工程款支付案，公司承担连带责任，涉案金额522.34万元。以上执行标的金额，截至2022年6月23日，

案件一的涉案金额公司已支付，案件二公司尚未支付，预计下半年完成支付。

售毛利率影响大，2021年综合毛利率同比下降 4.97个百分点。

表 6 2019-2021 年公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 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	185.90	91.36	32.51	257.60	94.30	28.54	203.19	88.95	20.09
酒店运营	4.61	2.27	65.94	3.21	1.18	61.99	4.45	1.95	57.30
其他	12.97	6.37	81.88	12.37	4.52	82.94	20.78	9.10	81.81
合计	203.48	100.00	36.41	273.18	100.00	31.40	228.42	100.00	26.43

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

## 2. 房地产开发及销售业务

### (1) 土地储备

2021 年公司拿地力度放缓，存量土地储备较充裕，但公司合作开发项目多，未来项目管理和资金管理难度将持续承压；截至 2021 年底，公司已中标旧改项目共 4 个，项目前期资金沉淀时间较长未来开发存在一定不确定性。

2021 年，受房地产行业下行影响，公司新增土地储备力度大幅下降，全年仅新增 4 块土地储备，分别位于广州、天津和台州。公司新增土地储备楼面均价同比下降 40.90%，主要系公司通过产业引入获取的项目，楼面价较低所致。其中，广州天河区珠江新城项目均价达 28800 元/平方米，地理位置较好，但该项目为纯商业业态。从权益比例来看，2021 年，公司新增土储权益比例由上年 57.65% 提升至 63.46%。

表 7 公司近年拿地情况

(单位：块、万平方米、亿元、元/平方米)

年份	2019 年	2020 年	2021 年
新增项目	25	20	4
新增土储面积	218.63	169.29	69.19
新增土储单价	8085	9644	5700
新增土储支出金额	176.76	163.26	39.35

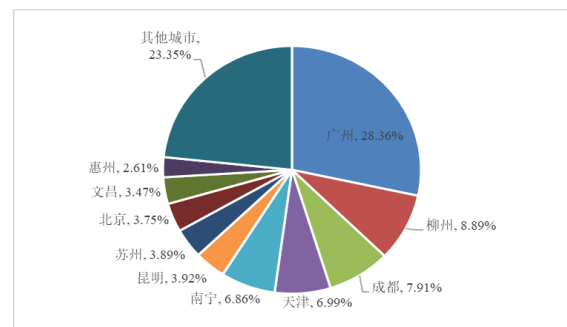
注：上表数据为权益口径  
数据来源：公司提供，联合资信整理

截至2021年底，公司权益口径存量土地储备（未结转面积）1206.62万平方米，权益比例为67.21%，土地储备较充裕（主要城市分布见

图1)。从城市能级来看，截至2021年底，公司权益口径存量土地储备中，一线城市<sup>3</sup>占35.23%，二线城市占46.58%，三线及以下城市占18.19%，城市能级较高，但公司土地储备分布在全国41个城市，项目较为分散且合作项目多，相应的项目管理和资金管理难度也将提升。

此外，截至2021年底，公司已中标旧改项目共4个，全部位于广州，未来可为公司补充可售资源。但旧改项目前期资金沉淀严重，且未来开发进度的不确定性相对较大。

图 1 截至 2021 年底公司权益口径存量土地储备分布占比（单位：%）



注：1. 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；2. 广州土地储备数据未包含旧改项目  
资料来源：公司提供

### (2) 项目开发情况

2021 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，若综合考虑建设投入，未来资金支出压力较大。

<sup>3</sup> 城市划分为公司内部口径：一线城市：北京、上海、广州、深圳；二线城市：天津、成都、南宁、苏州、昆明、杭州、重庆、佛山、合肥、武汉、东莞、宁波、西安、温州、无锡、南京、惠

州、绍兴、南通、中山、太仓、常熟、济南、台州、嘉兴、徐州

2021年，公司权益口径新开工面积同比下降25.86%，主要受开发和销售节奏影响所致。同期，公司权益竣工面积同比下降12.89%。截至2021年底，公司期末在建面积较年初下降14.67%，但仍维持在较大规模。

表8 公司项目开发情况 (单位: 万平方米)

项目	2019年	2020年	2021年
新开工面积	278.03	164.51	121.97
竣工面积	184.58	272.24	237.15
在建面积	862.99	784.89	669.71

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  
资料来源: 公司提供

截至2021年底, 公司在建、拟建项目160个, 权益口径预计总投资2534.75亿元, 权益尚需投资301.23亿元。公司项目整体投资完成率较高。但综合考虑到公司建设投入, 公司未来仍存在较大的资本支出压力。

### (3) 项目销售情况

**公司销售规模同比下滑, 剩余可售面积仍较充裕, 综合考虑公司产品业态和区域分布, 公司未来存在一定去化压力。**

2021年, 公司权益口径协议销售面积同比下降16.34%; 协议销售均价同比提升10.53%, 主要系公司核心区域销售占比较高且2021年公司推出高端“臻”系列导致销售均价提高所致; 综上, 公司权益口径协议销售金额同比下降7.63%。2021年, 公司权益口径销售金额前五大城市公司分别为广州、苏州、杭州、深圳和佛山, 合计约占权益销售总额的57%左右。

2021年公司权益销售面积和权益销售金额分别占合景泰富的80.64%和80.94%。2022年1—5月, 合景泰富预售额为215.47亿元, 同比大幅下降53.03%。

从结转收入来看, 受结转项目减少影响, 结转收入面积和结转收入金额分别同比下降12.89%和3.89%。

表9 公司房地产销售情况

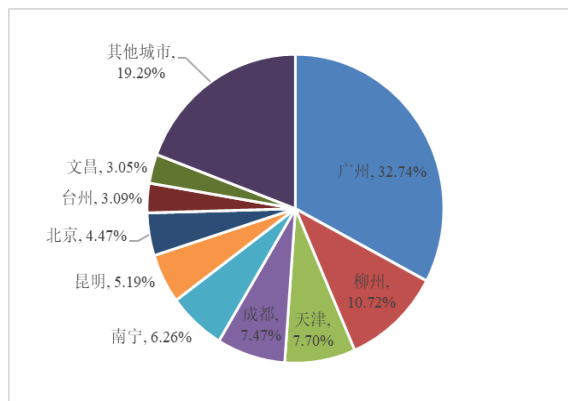
(单位: 万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2019年	2020年	2021年
协议销售面积	241.22	334.32	279.69
协议销售金额	402.93	571.95	528.31
协议销售均价	1.67	1.71	1.89
结转收入面积	184.58	272.24	237.15
结转收入金额	213.50	357.60	343.69

注: 1. 上表数据为权益口径数据; 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2021年底, 公司权益口径剩余可售面积723.96万平方米, 可售面积较充裕, 具体分布见下图。但公司剩余可售项目产品业态类型较多, 其中住宅<sup>4</sup>占比82%, 服务式公寓占比8%, 写字楼占比6%, 底层商铺占比4%, 叠加公司主打中高端类型产品, 综合考虑到公司产品业态和区域分布, 未来去化可能存在一定不确定性。

图2 截至2021年底公司剩余可售面积分布情况  
(单位: %)



资料来源: 公司提供

### (4) 酒店运营和自持物业

**公司酒店和自持物业均位于一二线城市, 运营良好。**

2021年, 公司新开业成都Mustel木文缙酒店、上海之鱼木莲庄和广州南沙Mustel共3家酒店; 截至2021年底, 公司持有13家酒店, 持有总建筑面积28.60万平方米, 均为一二线城市, 整体经营状况良好。

<sup>4</sup> 非纯住宅比例, 口径为包含住宅及其他业态产品合计占比

表10 截至2021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	2021年入住率
广州W酒店	广州	4.70	317	75
广州东圃福朋喜来登酒店	广州	3.50	296	68
苏州万怡酒店	苏州	5.40	306	50
成都W酒店	成都	5.10	297	64
广州珠江新城木莲庄	广州	0.70	160	61
广州南沙凤凰湖木莲庄	广州	1.00	206	75
杭州未来科技城木莲庄	杭州	1.80	192	54
成都环球中心木莲庄	成都	1.20	244	66
成都大邑木莲庄	成都	1.10	35	56

苏州高铁北站木莲庄	苏州	1.30	198	69
成都MUSTEL木文缦酒店	成都	0.90	166	65
上海之鱼木莲庄	上海	1.20	182	33
广州南沙MUSTEL	广州	0.70	100	54
<b>合计</b>	--	<b>28.60</b>	<b>2705</b>	--

资料来源: 公司提供

截至2021年底, 公司自持物业共17处, 总可租面积较2020年增长2.70万平方米, 均位于一二线城市。2021年公司实现租金收入同比增长27.88%, 主要系自持物业数量增加及部分自持物业2021年出租率提高所致。租金收入为公司贡献了一定规模的利润和现金流。

表11 截至2021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	2021年出租率	2021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	97	0.88
广州环球都会广场	写字楼	广州	4.60	98	0.83
广州环汇商业广场	写字楼	广州	5.10	92	0.36
广州南沙彩汇中心	写字楼	广州	7.60	91	0.10
广州科贤中心	写字楼	广州	0.80	--	--
上海环球都会广场	写字楼	上海	4.00	95	0.66
广西合景国际金融广场	写字楼	南宁	5.70	82	0.22
成都环汇商业广场	写字楼	成都	0.60	100	0.04
苏州领汇广场	写字楼	苏州	0.20	100	0.01
上海悠方	商场	上海	5.20	67	0.14
苏州悠方	商场	苏州	6.30	88	0.93
成都悠方	商场	成都	6.20	96	1.55
成都U8酒吧街	商场	成都	0.20		
成都摩方	商场	成都	2.00	97	0.49
北京摩方	商场	北京	1.30	74	0.18
广州誉山悠方天地	商场	广州	1.50	54	0.10
广州南沙悠方天地	商场	广州	2.90	88	0.07
<b>合计</b>	--	--	<b>61.40</b>	--	<b>6.56</b>

注: 1. 广州科贤中心, 2021年10月新开业, 截至2021年末仍处于筹备期阶段, 没有产生运营期的数据(收入、出租率); 2. 成都U8酒吧街属成都悠方管理, 两者出租率及收入合并统计

资料来源: 公司提供

### 3. 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2021年底, 公司对关联方的担保余额为138.02亿元, 占期末净资产的22.12%, 担保规模较大。

关联方应收应付方面, 截至2021年底, 公司其他应收关联方款项合计227.46亿元, 其他应付关联方款项合计163.40亿元, 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, 需持续关注相关风险。

#### 4. 经营效率

**2021年，公司经营效率处于行业中游水平。**

2021年，公司存货周转率和总资产周转率均有所下降。与同行业其他企业相比，公司经营效率处于行业中下游水平。

表 12 2021 年公司与同行业企业经营效率指标情况  
(单位: 次)

企业	存货周转率 (次)	总资产周转率 (次)
滨江集团	0.22	0.20
美的置业集团有限公司	0.37	0.26
旭辉集团股份有限公司	0.49	0.27
深圳市卓越商业商业管理有限公司	0.12	0.05
公司	0.22	0.13

注: 为了便于对比, 上表公司相关数据来自 Wind  
数据来源: Wind

#### 5. 未来发展

**公司将继续深耕重点经济区, 审慎进行土地投拓, 以支撑公司未来发展。**

2022年, 公司将继续深耕大湾区、长三角两大经济区, 聚焦核心一二线城市。通过审慎稳健的土地投拓, 合力支撑公司未来发展。

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。

## 八、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告, 中天运会

会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计, 并出具了带强调事项段的无保留意见的审计结论。

公司审计报告提醒, 公司截至2021年底, 货币资金为160.32亿元, 其中受限货币资金为108.76亿元; 负债总额为1241.54亿元, 其中一年内到期的非流动负债为60.01亿元。鉴于房地产市场当前放缓, 加上资本市场融资来源有限, 公司可能需要较预期更长的时间, 方可变现物业出售获得现金及/或从外部融资获得现金以履行期偿还带来的义务。上述情况, 表明存在重大不确定性, 可能对公司持续经营的能力产生重大的不确定性。该事项不影响已发表的审计意见。

截至2021年底, 公司合并资产总额1865.42亿元, 所有者权益623.88亿元(含少数股东权益319.21亿元); 2021年, 公司实现营业总收入228.42亿元, 利润总额12.86亿元。

### 2. 资产质量

**截至2021年底, 公司资产中货币资金大幅下降, 资金受限比例较高, 实际可动用资金不足; 公司存货中已完工开发产品占比较高, 整体去化率有待提高且存在继续跌价风险, 其他应收款增长较快, 存在合作方风险; 此外公司持有较大规模的商业, 但租金对评估值的支撑力度较弱, 公司资产受限程度一般, 流动性一般。**

截至2021年底, 公司合并资产总额较年初增长4.35%, 主要系非流动资产增长所致。公司资产构成以流动资产为主, 非流动资产增速较快。

表 13 2019 - 2021 年末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额 (亿元)	在资产总额占比 (%)	金额 (亿元)	在资产总额占比 (%)	金额 (亿元)	在资产总额占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>1086.33</b>	<b>70.68</b>	<b>1293.45</b>	<b>72.36</b>	<b>1254.09</b>	<b>67.23</b>
货币资金	310.88	20.23	325.16	18.19	160.32	8.59
其他应收款 (合计)	200.56	13.05	170.79	9.55	320.45	17.18
存货	544.27	35.41	763.03	42.68	746.10	40.00
<b>非流动资产</b>	<b>450.69</b>	<b>29.32</b>	<b>494.19</b>	<b>27.64</b>	<b>611.33</b>	<b>32.77</b>
长期股权投资	137.73	8.96	157.70	8.82	248.34	13.31



投资性房地产	245.45	15.97	264.45	14.79	258.52	13.86
固定资产 (合计)	28.67	1.86	36.60	2.05	41.41	2.22
<b>资产总额</b>	<b>1537.03</b>	<b>100.00</b>	<b>1787.64</b>	<b>100.00</b>	<b>1865.42</b>	<b>100.00</b>

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

### (1) 流动资产

截至2021年底，公司流动资产较年初下降3.04%，主要系其他应收款（合计）和存货减少所致。公司流动资产主要构成见上表。

截至2021年底，公司货币资金较年初下降50.69%，主要系公司销售回款减少、偿还债务增加且融资规模下降所致。货币资金中有108.76亿元受限资金，受限比例为67.04%，其中贷款专户受限资金81.56亿元，预售房监管账户受限资金20.30亿元。

截至2021年底，公司其他应收款（合计）较年初增长87.62%，主要系关联方往来款增加所致。截至2021年底，公司其他应收款319.61亿元，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0.26亿元，计提比例0.08%，计提比例较低；公司合作项目较多，未来仍存在一定坏账风险。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93.42%。其他应收款前五名余额合计占30.94%，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2021年底，公司存货较年初下降2.22%。存货主要由已完工开发产品（占28.17%）和在建开发产品（占71.80%）构成，计提跌价准备4.72亿元，主要为计提的车位跌价准备，计提比例较低，若公司未来去化不畅，仍存在一定跌价风险。公司已完工开发产品占比相对较高，去化率有待提升。

### (2) 非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产较年初增长23.70%，主要系长期股权投资增加所致。公司非流动资产主要构成见上表。

截至2021年底，公司长期股权投资较年初

增长57.48%，主要系对联营企业的投资增长所致。2021年，公司权益法下确认的投资收益10.20亿元。

截至2021年底，公司投资性房地产较年初略微下降2.24%。公司公允价值变动损失5.94亿元。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2021年底，公司固定资产（合计）较年初增长13.16%，主要系酒店增加所致。

截至2021年底，公司所有权受到限制的资产情况如下表，占期末资产总额的比例为24.44%，受限比例一般。

表 14 截至 2021 年底公司资产受限情况

项目	期末余额	受限原因
货币资金	108.76	商品房预售款、工程专户、按揭及贷款保证金专户
存货	225.75	贷款抵押物
固定资产	35.59	贷款抵押物
在建工程	15.36	贷款抵押物
无形资产	0.17	贷款抵押物
投资性房地产	70.32	贷款抵押物
<b>合计</b>	<b>455.95</b>	--

数据来源：公司审计报告

## 3. 资本结构

### (1) 所有者权益

**2021 年，公司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2021年底，公司所有者权益623.88亿元，较年初增长8.72%，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48.83%，少数股东权益占比为51.17%。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3.21%、8.33%和37.28%。公司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

2021年，公司负债规模同比变化不大，流动负债占比较高；公司债务规模小幅增长，整体债务负担一般，但2022年内到期/回售的债券规模较大，面临较大的集中偿付压力。此外，公

司对外担保规模较大，存在或有负债风险。

截至2021年底，公司负债总额较年初微增2.29%。公司负债构成以流动负债为主，资产构成较年初变化不大。

表 15 2019 - 2021 年末公司负债主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额 (亿元)	在负债总额占比 (%)	金额 (亿元)	在负债总额占比 (%)	金额 (亿元)	在负债总额占比 (%)
<b>流动负债</b>	<b>669.72</b>	<b>60.15</b>	<b>814.46</b>	<b>67.10</b>	<b>817.52</b>	<b>65.85</b>
应付账款	68.77	6.18	136.49	11.24	136.30	10.98
预收款项/合同负债	173.82	15.61	176.19	14.52	278.79	22.46
其他应付款 (合计)	324.46	29.14	401.00	33.04	296.41	23.87
一年内到期的非流动负债	54.32	4.88	60.37	4.97	60.01	4.83
<b>非流动负债</b>	<b>443.68</b>	<b>39.85</b>	<b>399.32</b>	<b>32.90</b>	<b>424.02</b>	<b>34.15</b>
长期借款	222.88	20.02	220.01	18.13	284.31	22.90
应付债券	174.14	15.64	126.41	10.41	80.69	6.50
<b>负债总额</b>	<b>1113.40</b>	<b>100.00</b>	<b>1213.78</b>	<b>100.00</b>	<b>1241.54</b>	<b>100.00</b>

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2021年底，公司流动负债较年初微增0.38%。公司流动负债主要构成见上表。

截至2021年底，公司应付账款较年初下降0.14%，主要由应付工程款及材料款等构成。应付账款账龄以1年内（占49.19%）和1~2年（占40.80%）为主。

2021年，公司采用新收入准则，将预收款项调整为合同负债。截至2021年底，公司合同负债较年初预收款项增长58.23%，主要系预收售房款大幅增加所致。

截至2021年底，公司其他应付款（合计）较年初下降26.08%，主要系关联方盈余资金的分配或返还减少所致。公司其他应付款按款项性质列示，1年以内其他应付款占其他应付款总额的52.12%，1~2年占35.57%；其他应付款期末余额前五大合计占期末余额的34.31%，占比较高。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债较年初下降0.60%，主要由一年内到期的长

期借款和应付债券构成。

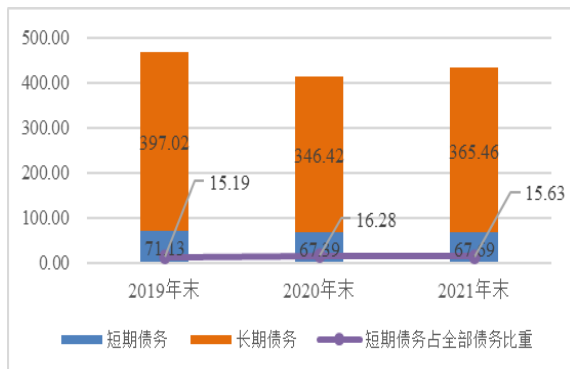
截至2021年底，公司非流动负债较年初增长6.19%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要构成见上表。

截至2021年底，公司长期借款较年初增长29.23%，主要系融资需求扩大所致；长期借款主要由抵押借款构成。

截至2021年底，公司应付债券较年初下降36.17%，主要系偿还债券所致。

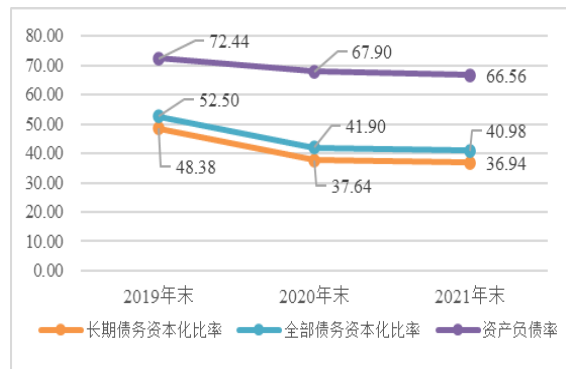
截至2021年底，公司全部债务433.15亿元，较年初增长4.67%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较年初分别下降1.34个百分点、下降0.92个百分点和下降0.70个百分点。公司债务负担一般。2021年，公司全年平均融资成本为5.80%，较2020年下降0.20个百分点。

图3 2019-2021年末公司债务结构(单位:亿元)



资料来源:公司财务报告,联合资信整理

图4 2019-2021年末公司债务杠杆水平(单位:%)



资料来源:公司财务报告,联合资信整理

表16 截至2021年底公司全部债务到期情况

(单位:亿元、%)

项目	1年内到期	1-2年内到期	2-3年内到期	3年以后到期	小计
短期借款	0.15	--	--	--	0.15
应付票据	7.54	--	--	--	7.54
一年内到期的	60.01	--	--	--	60.01
长期借款	--	109.65	31.83	142.84	284.31
应付债券	--	27.93	19.90	32.87	80.69
租赁负债	--	0.45	--	--	0.45
合计	67.69	138.03	51.72	175.70	433.15
占比	15.63	31.87	11.94	40.56	100.00

注:尾数差异系四舍五入所致

资料来源:公司提供

从期限结构来看,假设公司进入回售期的债券全部回售,2022年公司到期/回售应付债券合计60.83亿元,在房地产行业下行,融资环境收紧的情况下,公司仍面临较大的偿债压力。

表17 截至2022年4月底公司存续公司债券情况

债券简称	到期日	回售日	票面利率 (%)	债券余额 (亿元)
20 合景 08	2025/11/12	2022/11/14	6.19	7.00
20 合景 06	2025/10/12	2022/10/12	6.00	10.00
21 合景 01	2024/08/02	2023/08/02	6.20	20.00
20 合景 04	2023/08/25	2022/08/25	5.60	18.00
20 合景 01	2023/03/18	--	5.75	10.00
15 合景 02	2022/12/17	--	6.15	8.00
合计	--	--	--	73.00

注:未包含“19合景优”和“19合景次”

资料来源:Wind

#### 4. 盈利能力

2021年,公司收入规模同比下滑,期间费用、公允价值变动损失和资产减值损失对利润存在侵蚀,投资收益对利润贡献较大;公司盈利指标下滑明显。

公司营业收入分析见经营部分。

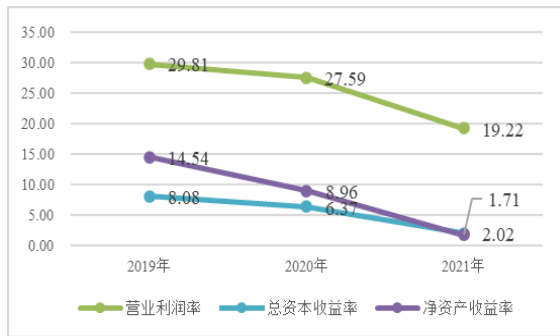
从期间费用来看,2021年,公司费用总额42.07亿元,同比增长12.61%,公司三费均有所增加。其中,公司销售费用15.77亿元,同比增长9.93%,主要系物业前期费、广告及业务宣传费增加所致;管理费用14.88亿元,同比增长12.83%,主要系职工薪酬、折旧费等增加所致;财务费用11.41亿元,同比增长16.22%,主要系筹资费用<sup>5</sup>增加所致。

从利润构成来看,2021年,公司公允价值变动损失3.14亿元、资产减值损失4.72亿元、信用减值损失0.19亿元,上述对公司营业利润形成较大的侵蚀;公司实现投资收益12.84亿元,同比下降28.40%,占当年营业利润的193.80%。上述非经常性损益对公司利润影响大。此外,公司2021年营业外收入7.37亿元,同比大幅增长230.04%,主要系其他利得增加所致,营业外收入占利润总额的比例为57.30%。

从盈利指标来看,2021年,公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均下滑明显。

<sup>5</sup> 主要指金融机构在贷款过程中收取除利息以外的中间业务费用

图 5 2019 - 2021 年末公司盈利情况 (单位: %)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

### 5. 现金流分析

2021年, 公司经营活动净现金流由正转负; 投资活动现金净流出规模进一步扩大, 公司经营与投资活动均大规模净流出; 筹资活动现金流由净流出转为净流入状态, 但在融资环境收紧的情况下, 公司筹资规模可能有所收缩。

表 18 现金流量情况

(单位: 亿元)

项目	2019年	2020年	2021年
经营活动现金流入小计	249.01	565.80	456.22
经营活动现金流出小计	330.34	507.01	645.71
经营现金流量净额	-81.33	58.79	-189.49
投资活动现金流入小计	28.02	0.10	2.60
投资活动现金流出小计	53.52	17.84	104.26
投资活动现金流量净额	-25.50	-17.74	-101.67
筹资活动前现金流量净额	-106.83	41.05	-291.16
筹资活动现金流入小计	242.84	283.18	303.67
筹资活动现金流出小计	174.21	295.88	257.70
筹资活动现金流量净额	68.63	-12.70	45.97

资料来源: 联合资信整理

从经营活动来看, 2021年, 公司经营活动现金流入同比下降19.37%, 主要系合联营项目回款减少所致; 经营活动现金流出同比增长27.36%, 主要系2021年下半年融资收紧明显, 公司向合联营企业运营资金垫款增加所致。受

表 19 公司偿债能力指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债能力	流动比率 (%)	162.21	158.81	153.40
	速动比率 (%)	80.94	65.13	62.14
	经营现金/流动负债 (%)	-12.14	7.22	-23.18
	经营现金/短期债务 (倍)	-1.14	0.87	-2.80
	现金类资产/短期债务 (倍)	4.37	4.83	2.37
长期偿债	EBITDA (亿元)	87.35	76.08	29.39

此影响, 2021年, 公司经营活动净现金流由正转负。

从投资活动来看, 2021年, 公司投资活动现金流入同比增长2528.98%, 主要系取得投资收益收到的现金增加所致; 投资活动现金流出同比增长484.46%, 主要系对联营企业的城市更新投资增加所致。2021年, 公司投资活动现金净流出同比增长473.08%。

2021年, 公司筹资活动前现金流量净额大规模净流出, 由正转负。

从筹资活动来看, 2021年, 公司筹资活动现金流入同比增长7.24%, 主要系筹资规模增长所致; 筹资活动现金流出同比下降12.90%, 主要系公司本期偿还债务规模减少所致。综上, 2021年公司筹资活动现金净流入45.97亿元, 由负转正。

### 6. 偿债指标

跟踪期内, 公司长短期偿债能力指标均有所下降, 对外担保较大; 在房地产行业下行, 民企融资渠道有限的情况下, 公司偿债压力较大。

从短期偿债能力指标看, 截至2021年底, 公司流动比率与速动比率均有所下降, 流动资产对流动负债的保障程度尚可。截至2021年底, 公司现金短期债务比下滑明显, 若考虑到受限制资金, 公司现金短期债务比进一步下降, 现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看, 公司短期偿债能力指标一般。

从长期偿债能力指标看, 2021年, 公司EBITDA同比下降61.37%, 公司EBITDA对利息的覆盖程度一般, 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看, 公司长期债务偿债能力指标较弱。

能力	全部债务/EBITDA (倍)	5.36	5.44	14.74
	经营现金/全部债务 (倍)	-0.17	0.14	-0.44
	EBITDA/利息支出 (倍)	2.46	2.54	1.09
	经营现金/利息 (倍)	-2.29	1.97	-7.02

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021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138.02亿元，占期末净资产的22.12%，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2021年底，公司已获授信总额954.99亿元，尚未使用授信额度607.88亿元。

截至2022年3月底，公司作为被告涉及一项股权转让纠纷案件，涉案金额3.79亿元，金额较大，存在一定或有负债风险。截至2022年5月底，公司也对此案提起反诉讼，反诉讼标的金额约5亿元，其余无最新进展。

## 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等。母公司负债以其他应付款和应付债券为主，整体债务负担重。

截至2021年底，母公司资产总额合计520.99亿元，较年初增长2.63%，主要系其他应收款（合计）增加所致。母公司资产主要由货币资金、其他应收款（合计）和长期股权投资构成。母公司口径负债合计498.99亿元，较年初增长2.53%，主要由其他应付款（合计）、长期借款和应付债券构成。母公司口径所有者权益合计22.00亿元，较年初增长4.97%，主要系未分配利润增长所致。截至2021年底，母公司全部债务101.93亿元，其中短期债务占8.58%，全部债务资本化比率为82.25%。母公司债务负担重。

2021年，母公司口径实现营业收入3.44亿元，规模较小；实现净利润1.04亿元，主要系信用减值损失和公允价值变动损失对利润侵蚀所致。2021年，母公司口径投资收益1.84亿元，同比大幅下降93.13%，主要系2020年母公司下属子公司分红规模较大，2021年未有此类分

红所致。

2021年，母公司口径经营活动现金流量净额-29.68亿元，由净流入转为净流出，主要系向合联营企业运营资金垫款增加所致；投资活动现金流量净额-0.13亿元，筹资活动现金流量净额5.08亿元，由上年的净流出转为净流入。

## 九、债券担保方分析

“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2021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40.84%；实际控制人为孔健岷。

### 1. 经营分析

#### (1) 经营概况

2021年，合景泰富项目结转项目减少，收入下降，物业开发仍是其收入的主要来源，但受土地成本上涨影响，合景泰富综合毛利率下滑明显。

2021年，合景泰富收入同比下降19.83%，主要系项目交付结转面积减少所致；实现年度利润25.63亿元，同比下降62.86%，主要受结转收入的减少和公允价值变动损失共同影响所致。

从收入构成来看，2021年，合景泰富物业开发收入同比下降22.10%，是其收入的主要构成；酒店营运收入同比增长53.30%，主要系2020年受新冠疫情影响，酒店入住率下降，2021年入住率回升及新开业酒店所致；物业投资收入同比增长19.48%，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，合景泰富综合毛利率受物业开发收入影响大，2021年，合景泰富综合毛利率同比下降10.31个百分点，主要系土地成本上涨所致。

表 20 合景泰富收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块业务	2019 年			2020 年			2021 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	227.62	91.21	--	284.87	95.78	--	221.92	93.07	--
酒店营运	5.53	2.22	--	4.54	1.53	--	6.96	2.92	--
物业投资	6.27	2.51	--	8.01	2.69	--	9.57	4.01	--
物业管理	10.14	4.06	--	--	--	--	--	--	--
合计	249.56	100.00	31.52	297.42	100.00	31.47	238.45	100.00	21.16

注：2019-2021 年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

截至 2021 年底，公司作为合景泰富境内最重要的子公司，其营业收入已占到合景泰富营业总收入的 95% 以上，合景泰富主要房地产业务情况请参照报告第七部分内容。

### （3）持续性经营收入

**2021 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 2021 年底，合景泰富累计已开业商场 10 个、写字楼 10 个、酒店 25 家。2021 年，合景泰富并表口径酒店运营及物业投资收入合计 16.53 亿元，同比增长 31.71%，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，写字楼整体出租率为 88%，为合景泰富贡献了较稳定的现金流和利润。

2022 年，合景泰富旗下的重庆悠方、上海悠方天地、北京通州悠方天地、北京通州合景国际金融广场等预计将陆续开业运营。

## 2. 财务分析

合景泰富提供的 2021 年合并财务报表已经安永会计师事务所有限公司审计，并出具了带强调事项段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）。合景泰富 2019 年和 2020 年数据分别使用 2019 年及 2020 年审计报告年末数。

该审计报告提醒关注合并财务报表附注 2.1，该附注指出，截至 2021 年 12 月底，合景泰富计息银行及其他借贷的即期部分达人民币 203.34 亿元，而现金及现金等价物达人民币 77.15 亿元。上述，连同附注 2.1 中所述的当前情况，表明存在重大不确定性，可能对合景泰富持续经营的能力产生重大疑问。

2021 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 2021 年底，合景泰富资产总额 2322.49 亿元，负债合计 1725.47 亿元，权益总额（含非控股权益）597.02 亿元，其中合景泰富拥有人应占权益 443.21 亿元。2021 年，合景泰富实现收入 238.45 亿元，年度利润（含非控股权益应占年度利润）25.63 亿元，其中合景泰富拥有人应占年度利润 24.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.22 亿元，现金及现金等价物净增加额为-328.83 亿元。

### （1）资产

**截至 2021 年底，合景泰富货币资金降幅较大，可动用资金较少。**

截至 2021 年底，合景泰富资产总额较上年底变动不大，合景泰富资产结构以流动资产为主，但非流动资产占比提升较快。

表 21 2019 - 2021 年末合景泰富资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额 (亿元)	在资产总额占比 (%)	金额 (亿元)	在资产总额占比 (%)	金额 (亿元)	在资产总额占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>1297.45</b>	60.54	<b>1378.02</b>	59.35	<b>1237.11</b>	53.27
现金及现金等值项目	567.34	26.47	445.80	19.20	294.48	12.68
持作销售用途的竣工物业	109.29	5.10	150.00	6.46	159.38	6.86
在建物业	517.61	24.15	656.13	28.26	602.42	25.94
<b>非流动资产</b>	<b>845.78</b>	39.46	<b>943.96</b>	40.65	<b>1085.38</b>	46.73
投资物业	272.63	12.72	293.21	12.63	299.54	12.90
于联营公司的权益	46.70	2.18	53.39	2.30	136.99	5.90
于合营公司的权益	429.96	20.06	468.72	20.19	485.63	20.91
<b>资产总额</b>	<b>2143.23</b>	<b>100.00</b>	<b>2321.98</b>	<b>100.00</b>	<b>2322.49</b>	<b>100.00</b>

数据来源: 合景泰富财务报告、联合资信整理

截至2021年底, 合景泰富流动资产较上年底下降10.23%, 主要系现金及现金等值项目及在建物业减少所致。流动资产主要构成见上表。截至2021年底, 合景泰富现金及现金等值项目较上年底减少33.95%; 其中有限制现金217.32亿元, 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。合景泰富受限资金占比为73.80%。合景泰富存货由持作销售用途的竣工物业和在建物业构成。截至2021年底, 合景泰富存货合计761.81亿元, 较上年底下降5.50%。其中, 持作销售用途的竣工物业159.38亿元(占20.92%), 在建物业602.42亿元(占79.08%), 持作销售用途的竣工物业占比相对较高, 整体去化率有待提高。

截至2021年底, 合景泰富非流动资产较上年底增长14.98%。非流动资产主要构成见上表。截至2021年底, 合景泰富投资物业较上年底增长2.16%, 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; 于合营企业的权益较上年底增长3.61%, 主要系合作开发项目增加所致。

截至2021年底, 合景泰富合计584.59亿元的楼宇、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, 加上合景泰富若干附属公司股权作抵押。受限资产合计占资产总额的25.17%, 受限比例一般。

## (2) 资本结构

**2021 年合景泰富债务规模略有下降, 但短期偿债压力较大, 债务负担仍较重; 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2021年底, 合景泰富负债合计1725.47亿元, 较上年底下降3.22%。流动负债占65.01%, 占比较上年底有所下降。

截至2021年底, 合景泰富流动负债合计1121.66亿元, 较上年底下降7.39%, 主要系付息银行及其他借款、应付合营企业款项减少所致。流动负债主要由付息银行及其他借款(占18.13%)、应付贸易账款及应付票据(占11.90%)、其他应付款及应计款项(占35.59%)和应付合营企业款项(占19.34%)构成。截至2021年底, 合景泰富计入流动负债的付息银行及其他借款203.34亿元, 较上年底下降19.49%, 主要系应付债券减少所致; 其他应付款及应计款项399.25亿元, 较上年底增长25.76%, 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216.92亿元, 较上年底减少38.39%, 主要系与关联方往来减少所致。

截至2021年底, 合景泰富非流动负债合计603.81亿元, 较上年增长5.62%。非流动负债主要由付息银行及其他借贷(占93.38%)构成。计入非流动负债的付息银行及其他借款563.85亿元, 较上年底增长7.18%。

截至 2021 年底，合景泰富全部债务合计 767.18 亿元，较上年底下降 1.47%。其中，短期债务占 26.50%，长期债务占 73.50%。若综合考虑广州合景和合景泰富短期债务，合景泰富将面临较大的集中偿付压力。

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 74.29%、56.24% 和 48.57%，分别较上年底下降 2.49 个百分点、下降 2.85 个百分点和下降 0.81 个百分点，债务负担有所下降。截至 2021 年底，合景泰富 1 年内到期的债务规模合计较大，此外合景泰富境外美元债规模较大，美元债市场环境呈下跌趋势，综合广州合景债券融资占比较高，广州合景及合景泰富境内外融资环境收紧，再融资压力较大。

表 22 截至 2021 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	75.81	75.51	52.02	203.34
2~5 年	233.54	180.12	22.04 <sup>6</sup>	435.70
5 年以上	109.22	18.92	--	128.14
合计	418.57	274.55	74.06	767.18

注: 数据四舍五入有尾差  
资料来源: 合景泰富年报

截至 2021 年底，合景泰富权益总额 597.02 亿元，较上年底增长 10.73%，主要系非控股权益增加所致。其中，合景泰富拥有人应占权益 443.21 亿元，占比为 74.24%。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，盈利下滑明显。**

合景泰富收入分析见经营部分。

从期间费用来看，2021 年，合景泰富费用总额 43.56 亿元，同比增长 14.02%，主要系销售费用及管理费用增加所致。其中，销售及营销

开支 18.08 亿元，同比增长 47.90%，主要系前期推广费、宣传费增加所致；行政开支与其他运营开支 18.39 亿元，同比增长 17.86%，主要系员工薪酬等增加所致；财务费用（融资成本）3.03 亿元，同比下降 70.70%，主要系利息收入增加所致。

从利润构成来看，2021 年，合景泰富公允价值变动损失 6.62 亿元，主要系投资性房地产公允变动损失增加所致，占税前利润的-16.23%；联营公司与合营公司收益合计 22.66 亿元，同比下降 8.68%，占税前利润的 55.52%。

从盈利指标来看，2021 年，合景泰富总资产收益率和净资产收益率分别为 2.10% 和 4.29%，同比分别减少 3.92 个百分点和 8.51 个百分点，随着利润规模的减少，盈利指标随之下降。

### (4) 现金流

**2021 年合景泰富经营活动现金流由正转负，投资活动现金流仍为净流出，净流出规模同比增幅较大；融资活动现金流转为净流入，综合考虑融资收紧、销售下降，合景泰富现金流压力较大。**

2021 年合景泰富经营活动现金流量净额为 -0.22 亿元，经营活动现金流净额由正转负，主要系投资物业公允价值亏损、持作销售用途的竣工物业已确认的减值损失增加，应收贸易账款减少，预付款、其他应收款及其他资产增加，受限制现金增加等综合影响所致。

2021 年合景泰富投资活动现金流量净额为 -340.88 亿元，净流出规模同比增长 810.28%，主要系向于联营企业的投资、合营企业垫款等增加所致。

2021 年合景泰富融资活动现金流量净额为 12.26 亿元，由净流出转为净流入，主要系筹资规模增加所致。

### (5) 偿债指标

**合景泰富长短期偿债能力指标均有所下滑，此外合景泰富对合营联营企业的担保规模较大，**

<sup>6</sup> 22.04 亿元境内公司债券实际将于 2023 年偿还。



存在一定的或有负债风险；考虑到当前市场环境，合景泰富融资压力较大。

从短期偿债指标来看，截至 2021 年底，合景泰富流动比率和速动比率分别为 110.29% 和 42.37%，较上年分别下降 3.49 个百分点和 4.84 个百分点；现金短期债务比由上年底的 1.77 倍下降至 1.45 倍。整体看，合景泰富短期偿债能力指标一般。

从长期偿债能力指标来看，2021 年，合景泰富 EBITDA 为 47.50 亿元，同比大幅下降 58.30%，主要系利润总额减少所致。2021 年，合景泰富 EBITDA 利息倍数由上年的 1.92 倍下降至 0.93 倍，全部债务比/EBITDA 由上年的 6.84 倍升至 16.15 倍，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度较弱。整体看，合景泰富长期偿债能力一般。

截至 2021 年底，合景泰富在各银行获得综合授信额度合计 1006.59 亿元，其中尚未使用的授信额度为 607.88 亿元。

截至 2021 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 202.27 亿元，占合景泰富期末权益总额的 32.67%。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

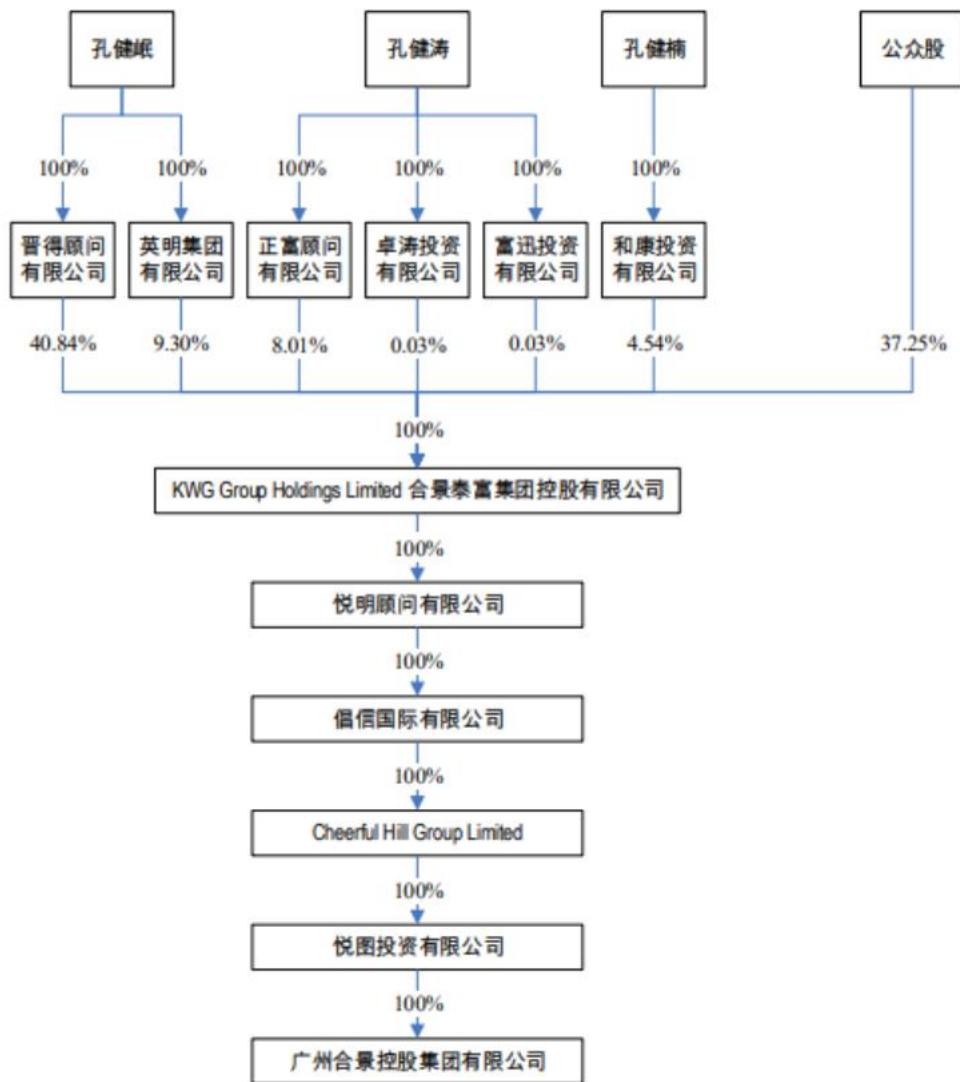
**合景泰富 EBITDA 和经营活动现金流入对“15 合景 02”覆盖程度较高，但经营活动现金流入不足以覆盖“15 合景 02”，其担保对于“15 合景 02”的到期还本付息具有较为显著的保护作用。**

以 2021 年底财务数据测算，“15 合景 02”债券余额 8.00 亿元，占合景泰富所有者权益总额的 1.34%，占比很小。2021 年，合景泰富经营活动现金流净额不足以覆盖“15 合景 02”的余额。以 2021 年财务数据测试，2021 年，合景泰富 EBITDA 为 47.50 亿元，为“15 合景 02”债券余额 8.00 亿元的 5.94 倍，EBITDA 对“15 合景 02”的覆盖程度较高。

## 十、结论

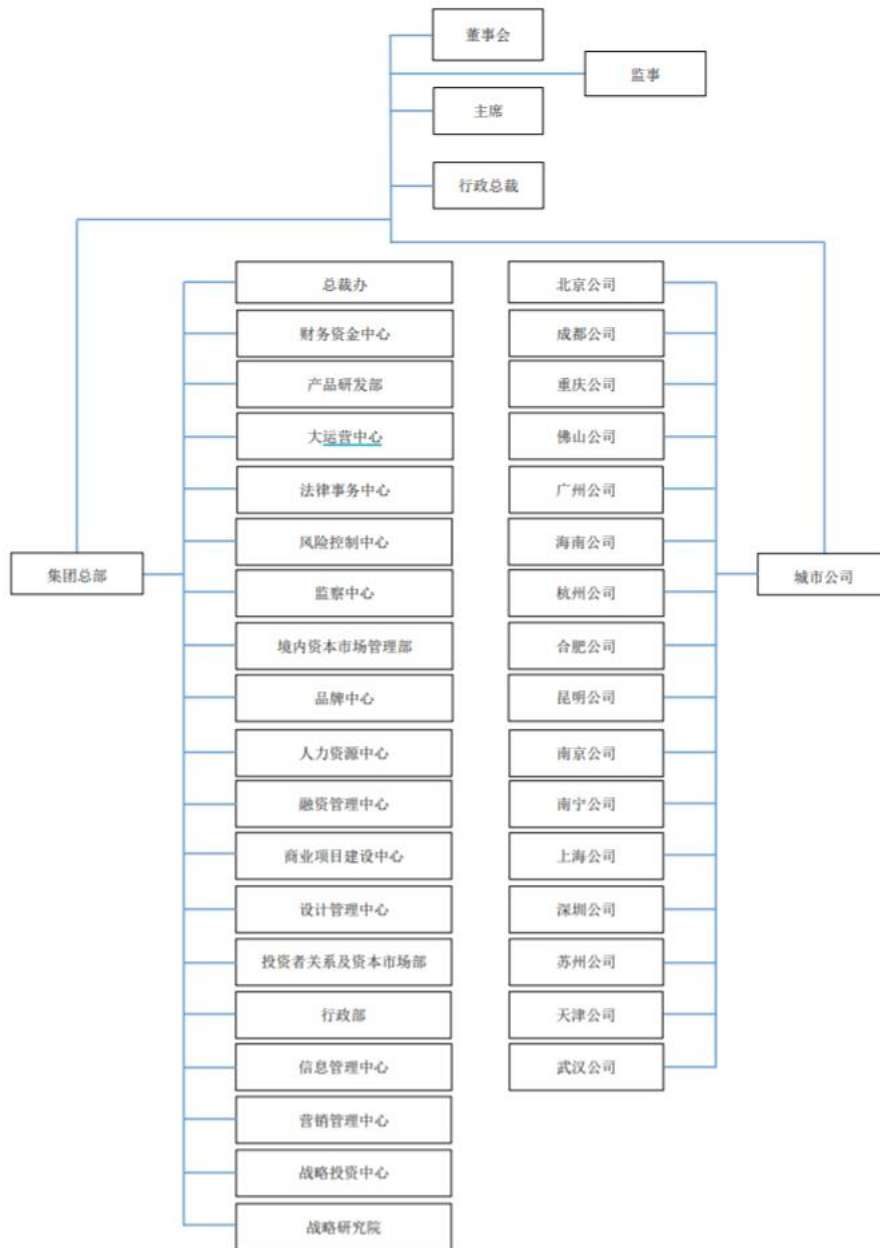
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“15 合景 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底广州合景控股集团有限公司股权结构图



资料来源：公司年报

附件 1-2 截至 2021 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 2021 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 (万元)	直接持股比例	间接持股比例
1	广州弘达置业有限公司	房地产开发	130000	100%	--
2	广州新恒昌企业发展有限公司	房地产开发	161633	51%	--
3	广州市万璟房地产开发有限公司	房地产开发	68000	51%	--
4	苏州市合景房地产开发有限公司	房地产开发	129000	100%	--
5	成都市中天盈房地产开发有限公司	房地产开发	55000	100%	--
6	成都市昭景房地产开发有限公司	房地产开发	156530.6 万港元	51%	--
7	海南新世界房地产实业(香港)有限公司	房地产开发	157551 万港元	51%	--
8	广东景升教育发展有限公司	教育咨询服务	150000	100%	--
9	广州市天建房地产开发有限公司	房地产开发	330000	--	100%
10	广州礼和置业发展有限公司	房地产开发	64000	--	100%
11	上海璟东房地产开发有限公司	房地产开发	135000	--	76%
12	上海朗合房地产开发有限公司	房地产开发	173922	--	36%
13	杭州泓升房地产开发有限公司	房地产开发	95000	--	100%
14	临海晋恒房地产开发有限公司	房地产开发	85000	--	100%
15	太仓弘韬房地产开发有限公司	房地产开发	75000	--	100%
16	启东天惠房地产开发有限公司	房地产开发	50000	--	70%
17	苏州市合景悠方商业管理有限公司	零售业	110000	--	100%
18	重庆凯惠房地产开发有限公司	房地产开发	62000	--	50%
19	广州市展高置业发展有限公司	房地产开发	70000	--	31%
20	高鼎融资租赁有限公司	货币金融服务	50100	--	75%
21	苏州市卓誉房地产开发有限公司	房地产开发	79500	--	51%
22	南通创盈房地产开发有限公司	房地产开发	70000	--	70%
23	苏州市景誉房地产开发有限公司	房地产开发	118000	--	50%
24	杭州致延投资有限公司	投资管理	237000	--	50%
25	佛山泓升置业发展有限公司	房地产开发	90000	--	51%
26	天津瑜景房地产开发有限公司	房地产开发	73890	--	60%
27	杭州泰欣企业管理有限公司	商务服务业	150000	--	49%
28	宁波骏欣房地产开发有限公司	房地产开发	150000	--	49%

注：统计口径为注册资本大于 5.00 亿元子公司

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	2019 年	2020 年	2021 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产 (亿元)	310.92	325.16	160.32
资产总额 (亿元)	1537.03	1787.64	1865.42
所有者权益 (亿元)	423.63	573.87	623.88
短期债务 (亿元)	71.13	67.39	67.69
长期债务 (亿元)	397.02	346.42	365.46
全部债务 (亿元)	468.15	413.81	433.15
营业收入 (亿元)	203.48	273.18	228.42
利润总额 (亿元)	75.26	62.72	12.86
EBITDA (亿元)	87.35	76.08	29.39
经营性净现金流 (亿元)	-81.33	58.79	-189.49
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数 (次)	15.01	16.21	20.26
存货周转次数 (次)	0.27	0.29	0.22
总资产周转次数 (次)	0.16	0.16	0.13
现金收入比 (%)	122.17	104.45	149.10
营业利润率 (%)	29.81	27.59	19.22
总资本收益率 (%)	8.08	6.37	2.02
净资产收益率 (%)	14.54	8.96	1.71
长期债务资本化比率 (%)	48.38	37.64	36.94
全部债务资本化比率 (%)	52.50	41.90	40.98
资产负债率 (%)	72.44	67.90	66.56
流动比率 (%)	162.21	158.81	153.40
速动比率 (%)	80.94	65.13	62.14
经营现金流动负债比 (%)	-12.14	7.22	-23.18
现金短期债务比 (倍)	4.37	4.83	2.37
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.46	2.54	1.09
全部债务/EBITDA (倍)	5.36	5.44	14.74

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. 2019 年采用 2020 年数据期初数, 2020 年采用 2021 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	2019 年	2020 年	2021 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产 (亿元)	32.52	30.91	25.60
资产总额 (亿元)	297.43	507.65	520.99
所有者权益 (亿元)	17.15	20.96	22.00
短期债务 (亿元)	0.26	16.21	8.74
长期债务 (亿元)	110.81	73.77	93.19
全部债务 (亿元)	111.07	89.98	101.93
营业收入 (亿元)	1.54	2.05	3.44
利润总额 (亿元)	-1.79	24.82	0.52
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	10.81	23.34	-29.68
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数 (次)	1.95	1.60	2.59
存货周转次数 (次)	0.00	0.00	0.01
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.01
现金收入比 (%)	101.26	44.94	21.01
营业利润率 (%)	97.20	98.53	99.09
总资本收益率 (%)	-1.39	22.39	0.84
净资产收益率 (%)	-10.40	118.48	4.73
长期债务资本化比率 (%)	86.60	77.87	80.90
全部债务资本化比率 (%)	86.62	81.11	82.25
资产负债率 (%)	94.23	95.87	95.78
流动比率 (%)	135.08	60.83	60.23
速动比率 (%)	134.03	60.46	60.10
经营现金流动负债比 (%)	6.39	5.66	-7.32
现金短期债务比 (倍)	125.06	1.91	2.93
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	2019 年	2020 年	2021 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产 (亿元)	567.34	445.80	294.47
资产总额 (亿元)	2143.23	2321.98	2322.49
所有者权益 (亿元)	382.43	539.17	597.02
短期债务 (亿元)	237.28	252.55	203.34
长期债务 (亿元)	618.50	526.05	563.85
全部债务 (亿元)	855.78	778.61	767.18
营业收入 (亿元)	249.56	297.42	238.45
年度利润 (亿元)	100.56	69.01	25.63
EBITDA (亿元)	154.13	113.89	47.50
经营性净现金流 (亿元)	-42.76	11.31	-0.22
<b>财务指标</b>			
存货周转次数 (次)	0.28	0.28	0.24
总资产周转次数 (次)	0.13	0.13	0.10
营业利润率 (%)	31.52	31.47	21.16
总资本收益率 (%)	9.36	6.02	2.10
净资产收益率 (%)	26.30	12.80	4.29
长期债务资本化比率 (%)	61.79	49.38	48.57
全部债务资本化比率 (%)	69.11	59.08	56.24
资产负债率 (%)	82.16	76.78	74.29
流动比率 (%)	118.30	113.78	110.29
速动比率 (%)	61.14	47.22	42.37
经营现金流动负债比 (%)	-3.90	0.93	-0.02
现金短期债务比 (倍)	2.39	1.77	1.45
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.43	1.92	0.93
全部债务/EBITDA (倍)	5.55	6.84	16.15

资料来源: 合景泰富财务报告, 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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> ]-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出



## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持