



广州合景控股集团有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行人公司债券（第一期、第二期、第三期）跟踪评级报告（2023）

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 2229 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	广州合景控股集团有限公司	AA+/稳定
本次跟踪担保主体及评级结果	合景泰富集团控股有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“20 合景 08”、“20 合景 06”、“20 合景 04”	AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于广州合景控股集团有限公司（以下简称“广州合景”或“公司”）土地储备主要分布于一二线城市、区域布局良好，持有型物业区位条件较好、可为公司提供一定收入及现金流补充等方面的优势。同时中诚信国际也关注到房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战，公司股东境外债务已发生实质性违约及交叉违约事件，公司被出具无法表示意见的审计报告，期末非受限货币资金余额较少、年内需兑付的公司债金额较大、流动性较弱，公司销售业绩出现大幅下滑、同时盈利表现及偿债指标全方位恶化，违约事件或将对公司品牌造成影响、增加项目去化难度，其他应收款的回收风险及对外担保形成的或有负债风险等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。合景泰富集团控股有限公司（以下简称“合景泰富”）为受评债项提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

评级展望

中诚信国际认为，广州合景控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：签约销售金额显著增长以及行业地位显著提高，盈利能力显著提升，资金平衡能力显著增强。

可能触发评级下调因素：签约销售金额的下跌趋势未发生明显改善，融资渠道受阻情况未有实质性改变，盈利能力无法明显回升。

正面

- 公司土地储备主要分布于一二线城市，区域布局良好
- 持有型物业区位条件较好，可为公司提供一定收入及现金流补充

关注

- 房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战
- 公司股东境外债务已发生实质性违约及交叉违约事件
- 公司被出具无法表示意见的审计报告
- 期末非受限货币资金余额较少，年内需兑付的公司债金额较大，流动性较弱
- 销售业绩出现大幅下滑，同时盈利表现及偿债指标全方位恶化
- 控股股东违约事件或将对公司品牌造成影响，增加项目去化难度
- 其他应收款的回收风险及对外担保形成的或有负债风险

项目负责人：应治亚 zyying@ccxi.com.cn

项目组成员：黎小琳 xlli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

广州合景（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
资产总计（亿元）	1,787.64	1,865.42	1,751.41	1,721.16
所有者权益合计（亿元）	573.87	623.88	524.27	521.25
负债合计（亿元）	1,213.78	1,241.54	1,227.13	1,199.91
总债务（亿元）	413.81	433.15	449.64	439.56
营业总收入（亿元）	273.18	228.42	166.55	26.23
净利润（亿元）	51.42	10.67	-45.46	-3.03
EBITDA（亿元）	60.04	23.65	-19.69	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	58.79	-189.49	-10.05	-3.96
营业毛利率（%）	31.40	26.43	13.25	18.65
净负债率（%）	20.42	61.16	79.51	82.02
总债务/EBITDA（X）	6.89	18.32	-22.83	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.01	0.88	-0.76	--

注：中诚信国际根据公司提供的经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年审计报告、带“与持续经营相关的重大不确定性”段的无保留意见的 2021 年审计报告、经广东诚信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无法表示意见的 2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报告整理，其中 2020 年及 2021 年数据分别取自 2021 年及 2022 年审计报告期初数，2022 年及 2023 年一季度数据取自当期财务报表期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

担保主体财务概况

合景泰富（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	2,321.98	2,322.49	1,998.84
所有者权益合计（亿元）	539.17	597.02	401.99
负债合计（亿元）	1,782.82	1,725.47	1,596.85
总债务（亿元）	796.37	781.56	762.86
营业总收入（亿元）	297.42	238.45	134.53
净利润（亿元）	66.65	25.63	-98.42
EBITDA（亿元）	93.49	40.76	-85.41
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	11.31	-0.22	112.29
营业毛利率（%）	31.47	21.16	-15.58
净负债率（%）	72.34	117.99	181.42
总债务/EBITDA（X）	8.52	19.17	-8.93
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.57	0.80	-1.64

注：1、中诚信国际根据合景泰富提供的其经安永会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2020 年度审计报告、带“与持续经营有关的重大不确定性”段的无保留意见的 2021 年审计报告及无法发表意见的 2022 年审计报告整理；其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较（2022 年数据）

公司名称	总资产 （亿元）	净负债率 （%）	非受限货币资金 /短期债务(X)	全口径签约销售 金额（亿元）	营业总收入 （亿元）	净利润率 （%）	存货周转率 （X）	总债务/销售商品提供 劳务收到的现金 （X）
时代控股	1,460.17	94.13	0.19	397.91	247.08	-36.08	0.25	1.31

合景泰富	1,998.84	181.42	0.15	508.61	134.53	-73.16	0.20	5.49
广州合景	1,751.41	79.51	0.23	454.46	166.55	-27.29	0.20	3.37

中诚信国际认为, 与可比企业相比, 公司控股股东合景泰富业务规模和资产规模相对较高, 但净负债率明显高于对比企业, 存货周转效率低于对比企业, 非受限货币资金对短期债务的覆盖程度、盈利能力指标与对比企业均表现较差; 作为合景泰富境内最主要运营主体, 广州合景在业务规模和资产规模方面处于行业较高水平, 净负债率较低, 但存货周转效率及销售回款对总债务的保障程度一般, 非受限货币资金对短期债务的覆盖程度和盈利能力指标均较差。

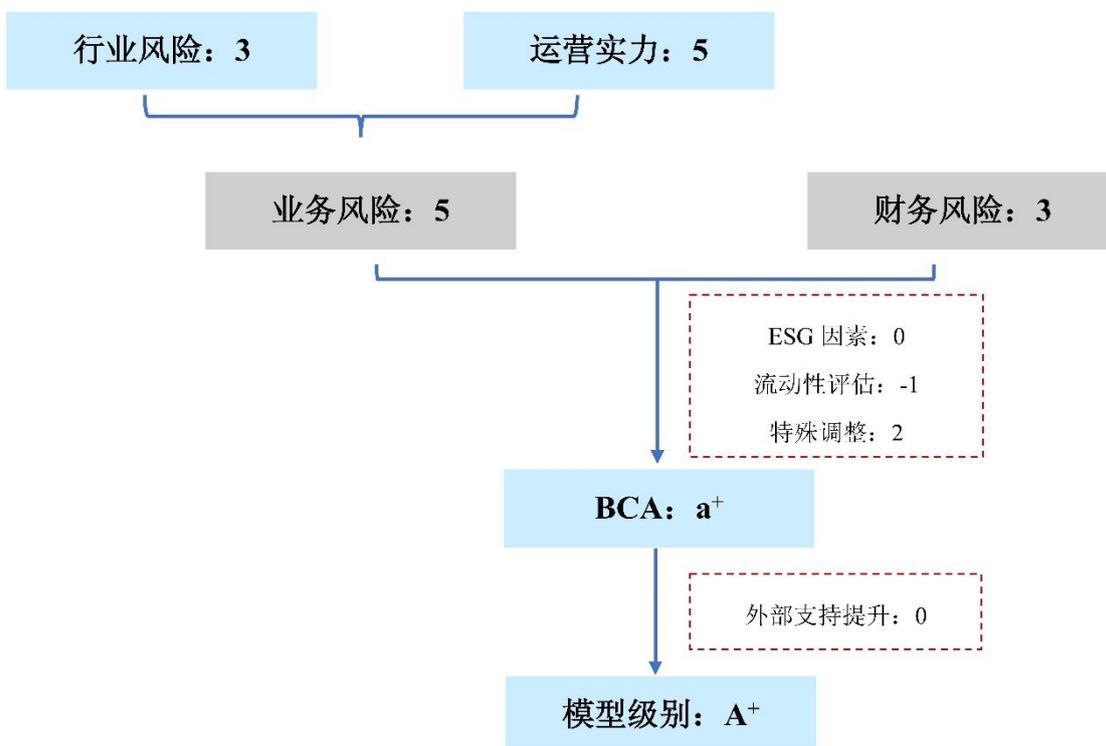
注: “时代控股”为“广州市时代控股集团有限公司”简称。合景泰富财务报表采用香港会计准则编制。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 合景 04	AAA	AAA	2022/6/29	18	0.03	2020/8/25~ 2023/8/25	附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 合景 06	AAA	AAA	2022/6/29	10	5.15	2020/10/12~ 2025/10/12	附第 2 年和第 4 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 合景 08	AAA	AAA	2022/6/29	7	3.80	2020/11/12~ 2025/11/12	附第 2 年和第 4 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

评级模型

广州合景控股集团有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100_2022_05

■ 业务风险:

广州合景属于房地产行业，行业风险评估为中等；广州合景控股股东合景泰富已发生境外债务实质性违约并正在寻求境外债务全面重组，当前融资渠道受阻，资金灵活度较弱，经营稳健度很低，且控股股东违约事件可能对其品牌造成影响，增加项目去化难度，但公司业务规模较大，土地储备区域布局较好，业务风险评估为较低。

■ 财务风险:

广州合景财务杠杆水平较低，但盈利能力和偿债能力指标表现差，财务风险评估为较高。

■ 模型级别:

模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考，模型级别与最终级别之间可能存在差异。

■ 个体信用状况 (BCA) :

依据中诚信国际的评级模型，广州合景具有 a+ 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和较高的财务风险以及流动性较弱的负面影响和特殊调整的有利影响。

■ 外部支持:

公司实际控制人对其支持意愿极强，但考虑到实际控制人除公司以外可用资源有限，外部支持因素对公司信用水平无影响。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求,中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级,对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

广州合景控股集团有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(债券简称为“20 合景 04”、债券代码为“175068.SH”)于 2020 年 8 月 25 日发行,发行规模为 18 亿元,2022 年完成回售 17.97 亿元。

广州合景控股集团有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)(债券简称为“20 合景 06”、债券代码为“175201.SH”)于 2020 年 10 月 12 日发行,发行规模为 10 亿元,2022 年完成回售 4.85 亿元。

广州合景控股集团有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第三期)(债券简称为“20 合景 08”、债券代码为“175393.SH”)于 2020 年 11 月 12 日发行,发行规模为 7 亿元,2022 年完成回售 3.20 亿元。

截至本报告出具日,公司对于上述债券募集资金的使用符合募集说明书的要求。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期,GDP 同比增长 4.5%,环比增长 2.2%,第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升,微观主体预期边际改善,产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为,当前经济修复呈现出一定结构分化特征,服务业修复好于工业,消费恢复以接触型消费回暖为主,基建投资高位运行,房地产投资降幅收窄但延续下降,出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时,在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看,地缘冲突及大国博弈风险持续,科技等领域的竞争压力或加大;从增长动能看,消费虽有所回暖但“明强实弱”,投资仍较为依赖政策性因素的驱动,全球经济走弱下出口下行压力仍存;从微观预期看,居民谨慎性动机下消费动力不足,企业预期改善尚未转化为民间投资的回升;从债务压力看,高债务压力加剧经济金融脆弱性,制约政策稳增长空间,尤其是地方政府债务压力上扬,结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为,随着经济修复进入关键期,中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”,准财政政策或有所延续,发挥稳增长的主力作用,并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”,结构性货币政策重要性继续提升,并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署,宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，2022 年房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39% 和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。中诚信国际认为，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，国央企普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三箭齐发”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。中诚信国际认为，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2023 年 3 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

中诚信国际认为，公司聚焦高能级城市发展，具备较大的房地产业务规模，自持型物业可为公司贡献一定收入及现金流，但跟踪期内公司销售业绩出现大幅下滑，对其现金流平衡造成较大不利影响，控股股东合景泰富发生境外债务实质性违约事件，并引发其他境外债务交叉违约，目前正寻求境外债务的全面解决方案，融资渠道受阻，且可能对公司品牌造成影响，导致项目去化难度加大，此外公司及合景泰富于 2023 年内到期或到回售期的境内债券金额较大，中诚信国际将持续关注境外债务重组进展及境内债券的兑付资金筹措情况。

公司聚焦高能级城市发展业务，拥有较大的业务规模；跟踪期内公司销售业绩出现大幅下滑，对公司现金流平衡带来较大的不利影响。

公司作为合景泰富在境内最重要的投融资运营平台, 充分受益于合景泰富丰富的项目开发经验、成熟的产品线及较强的品牌效应, 产品涵盖中高端住宅、服务式公寓、写字楼、酒店、购物中心等各种类别, 多年来聚焦高能级城市发展, 深耕粤港澳大湾区及长三角区域, 目前已布局逾 40 个城市, 拥有较大的业务规模。跟踪期内, 受 2021 年以来新获取项目较少、房地产市场下滑、公司偿债压力加大的影响, 公司大幅放缓开工节奏, 截至 2022 年末, 公司项目在建面积为 539.42 万平方米, 仍需持续关注其未来资金投入压力及按时交付情况。

表 1: 公司房地产业务运营情况 (万平方米)

	2020	2021	2022
新开工面积	164.51	121.97	16.17
竣工面积	272.24	237.15	140.24
在建面积	784.89	669.71	539.42

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

由于公司多年聚焦高能级城市, 跟踪期内, 销售均价仍保持较高水平。2022 年, 全国房地产市场延续降温趋势, 加之部分房企信用风险事件的发酵, 居民购房意愿下降, 公司全年实现全口径销售金额 454.46 亿元, 同比大幅下降 51.32%, 同期权益销售金额同比降幅达 46.19%; 此外, 股东合景泰富 2023 年 1~5 月全口径销售金额为 173.42 亿元, 同比减少 19.52%; 销售下降对股东及公司现金流平衡带来较大的不利影响。

表 2: 近年来公司销售及结算情况 (万平方米、亿元、元/平方米)

	2020	2021	2022
销售面积 (全口径)	559.47	496.73	231.52
销售金额 (全口径)	945.25	933.64	454.46
销售面积 (权益口径)	334.32	279.69	149.83
销售金额 (权益口径)	571.95	528.31	284.27
销售均价 (权益口径)	17,108	18,889	18,973

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

从销售区域分布来看, 公司跟随合景泰富的城市布局, 持续深耕高能级城市, 2022 年房地产签约销售来自于 18 个城市公司, 其中前五大城市公司广州、南宁、深圳、苏州和杭州公司的签约销售额合计占比为 65.54%; 城市能级方面, 公司一、二线城市¹项目销售贡献占全年比重为 80.48%。

表 3: 2022 年公司房地产业务销售分布情况 (万平方米, 亿元)

城市	销售面积	销售金额
广州	34.35	102.23
南宁	25.12	23.94
深圳	4.72	21.9
苏州	12.45	20.6
杭州	6.92	17.64
天津	13.24	17.06
北京	4.03	14.52
成都	7.56	13.52
佛山	8.26	11.65

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳; 二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、香港; 三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市

上海	5.05	9.69
海南	6.06	9.25
中惠	7.81	7.23
重庆	1.67	4.4
合肥	4.29	4.15
昆明	5.46	3.42
武汉	1.71	1.69
西安	0.99	1.24
南京	0.14	0.14
合计	149.83	284.27

注：上表中数据为权益口径，且为各城市公司管理口径数据，部分城市公司数据包含中心城市及其周边部分城市的数据；合计数据的尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司土地储备布局以一二线城市为主，区域布局较好；但部分三四线城市及一二线城市非核心区域的土储面积较大且当地市场需求恢复缓慢，需关注此类项目后续去化进展，且控股股东违约事件可能进一步增加其项目去化难度。

截至 2022 年末，公司土地储备²（不含尾盘）的全口径建筑面积合计为 902.10 万平方米，其中权益建筑面积合计为 647.69 万平方米，由于公司暂停拿地且项目持续销售，土地储备面积较上年末有所下降。从区域分布来看，公司土地储备分布于 41 个城市，其中公司大本营广州的土地储备占比保持 30% 以上，其他城市主要包括柳州、天津、成都、南宁、昆明、北京等，以一二线城市居多；但位于部分三四线城市及位于部分一二线城市非核心区域的土储面积较大且当地房地产市场恢复缓慢，需关注此类项目后续去化进展。此外，控股股东违约事件可能对公司品牌造成影响，增加其项目去化难度。

表 4：截至 2022 年末公司权益口径土地储备分布情况（万平方米、%）

地区	土地储备建筑面积	占比
广州	203.16	31.37
柳州	68.42	10.56
天津	53.80	8.31
成都	48.85	7.54
南宁	45.22	6.98
昆明	40.57	6.26
北京	29.18	4.51
台州	22.26	3.44
文昌	21.67	3.35
梧州	19.56	3.02
惠州	15.78	2.44
苏州	13.45	2.08
深圳	12.04	1.86
武汉	9.15	1.41
重庆	8.96	1.38
扬州	7.10	1.10
其他	28.52	4.40
总计	647.69	100.00

注：其他城市包括郴州、肇庆、上海、眉山等 25 个城市。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

² 土地储备=已竣工项目未售部分+在建项目未售部分+未开发项目可售部分

跟踪期内,受行业下行及公司资金面紧张的影响,公司暂停拿地;股东合景泰富境外债务发生实质性违约事件,并引发其他境外债务交叉违约,目前正寻求境外债务的全面解决方案,融资渠道受阻,公司及股东于 2023 年内到期或到回售期的境内债券规模较大,整体经营稳健度很弱。

公司作为合景泰富的主要项目获取主体,持续深耕粤港澳大湾区及长三角区域,聚焦一二线城市,通过招拍挂、产业引入及收并购等多元化方式获取项目。但 2021 年以来,基于市场下行、金融监管政策趋严及资金面偏紧的考虑,公司大幅放缓拿地,2022 年已暂停拿地。

表 5: 近年来公司土地储备情况 (个、万平方米、亿元、元/平方米)

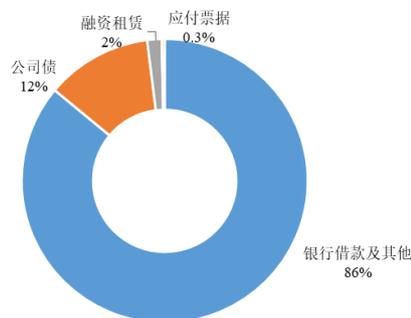
指标	2020	2021	2022
新增项目数量	20	4	0
新增土地储备建筑面积 (权益口径)	169.29	69.19	0
新增拿地金额 (权益口径)	163.26	39.35	0
新增土储平均楼面地价 (权益口径)	9,644	5,687	--

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

融资渠道方面,跟踪期内,公司偿还了较大规模的境内公司债券,同时增加了银行借款及对部分到期银行借款调整还款安排,导致年末总债务规模有所增长,截至 2022 年末,公司银行及其他借款占总债务比重约为 86%,公司债占比约为 12%。截至 2022 年末,公司综合融资成本为 5.5%,同比下降 0.6 个百分点。

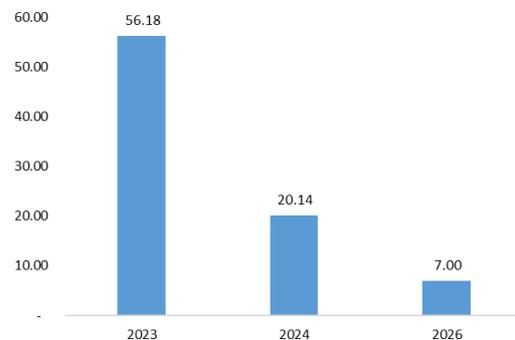
需要关注的是,2023 年 4 月 28 日,公司股东合景泰富未能按期偿还合计 2.12 亿元的银行及其他借款,触发若干长期付息银行及其他借款折合人民币 311.63 亿元须按要求偿还;此后,合景泰富未在 2023 年 5 月 14 日赎回其于 2022 年 9 月份要约交换后的票据需于当日强制赎回的首期本金及利息 1.19 亿美元,构成违约事件,同时其余存续美元债亦已交叉违约,合景泰富正探寻境外债务的全面解决方案,中诚信国际将持续关注合景泰富境外债务重组进展。此外,截至本报告出具日,公司及合景泰富合并范围内于 2023 年内到期或到回售期的信用债余额达人民币 56.18 亿元,面临较大的流动性压力,且公开市场融资可能性很小,中诚信国际将持续关注公司境内债券的兑付资金筹措情况。

图 1: 截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

图 2: 合景泰富境内债券兑付金额分布 (亿元)



资料来源:公司提供,中诚信国际整理

公司有一定规模的自持商办物业及酒店,总体运营情况尚可,可为公司贡献一定收入及现金流。

公司在住宅开发的基础上,亦运营部分优质商办物业及酒店,已开业的自持性物业均位于一二线城市核心地段或新经济区。截至 2022 年末,公司拥有并运营 9 个写字楼项目、8 家购物中心以及 13 家酒店(4 家国际品牌星级酒店及 9 家自营品牌酒店)。

商办物业方面,截至 2022 年末,公司运营的商办物业总可租面积达 63.7 万平方米,除个别项目以外,整体出租率较高,招商及运营情况尚可。2022 年公司实现合并口径物业租赁收入 8.55 亿元,为公司贡献一定的收入及现金流。

表 6: 公司已投入使用的投资性房地产经营情况(年、万平方米)

商办物业	是否并表	业态	持股比例	开业时间	2022 年末总可租面积	出租率		
						2020	2021	2022
广州合景国际金融广场(IFP)	是	写字楼	51%	2007	6.7	93	97	89
广州环球都会广场	是	写字楼	50%	2016	4.6	98	98	85
广州环汇商业广场	否	写字楼	25.5%	2017	5.0	97	92	89
广州南沙彩汇中心	否	写字楼	25.5%	2019	7.6	70	91	91
广州科贤中心	否	写字楼	50%	2021	0.3	--	--	100
上海环球都会广场	是	写字楼	75.5%	2018	4.0	81	95	93
广西合景国际金融广场	是	写字楼	100%	2018	5.5	70	82	88
成都环汇商业广场	是	写字楼	100%	2016	0.6	100	100	100
苏州领汇广场	是	写字楼	100%	2016	0.2	100	100	100
上海悠方	否	商场	15%	2016	5.7	83	67	65
苏州悠方	是	商场	100%	2018	6.5	88	88	82
成都悠方	是	商场	100%	2018	6.9	93	96	84
成都 U8 酒吧街	是	商场	100%	2020	0.2	89	97	87
成都摩方	是	商场	100%	2020	2.2	70	74	59
北京摩方	是	商场	51%	2018	1.5	80	54	55
广州誉山悠方天地一期	是	商场	100%	2018	1.3	--	88	88
广州誉山悠方天地二期	是	商场	100%	2021	0.9	82	88	88
广州南沙悠方天地一期	否	商场	25.5%	2019	2.7	82	88	88
广州南沙悠方天地二期	否	商场	25.5%	2020	1.3	--	--	--
合计	--	--	--	--	63.7	--	--	--

注:成都 U8 酒吧街属成都悠方管理,出租率合并统计;广州誉山悠方天地和广州南沙悠方天地均为两期合并统计数据。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

酒店经营方面,截至 2022 年末,公司并表范围内拥有的酒店数量为 11 家,其中广州 W 酒店、成都 W 酒店、广州东圃福朋喜来登酒店和苏州万怡酒店由国际酒店品牌管理公司运营,7 家木莲庄酒店(含 MUSTEL 酒店)为公司自营品牌,由公司旗下商业团队运营。从酒店运营情况来看,2022 年,受居民商旅活动减少的影响,酒店入住率及收入均有所下降。

表 7: 公司拥有并运营的酒店经营情况(%)

酒店	平均入住率		
	2020	2021	2022
广州 W 酒店	58	75	64
广州东圃福朋喜来登酒店	64	68	58
苏州万怡酒店	39	50	68
成都 W 酒店	40	64	48
广州珠江新城木莲庄	62	61	31
杭州未来科技城木莲庄	56	54	74
成都环球中心木莲庄	58	66	47
成都大邑木莲庄	33	56	37
苏州高铁北站木莲庄	63	69	68

成都 MUSTEL 木文缙酒店	--	65	45
上海之鱼木莲庄	--	33	88

注：以上均为公司并表范围内的酒店项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，广州合景盈利表现全方位弱化；非受限货币资金余额已减少至较低水平但债务却未下降，财务杠杆明显上升，其股东的财务杠杆已升至较高水平，且其他应收款规模较大，在较低迷的市场状况下需关注其未来的回收情况；此外，公司各项偿债指标明显弱化。

跟踪期内，公司盈利表现全方位弱化，呈大额亏损状态。

2022 年，受建设进度减缓的影响，公司房产销售收入同比减少 27.12%，导致整体收入规模有所下降；受行业下行导致结转项目售价不及预期的影响，公司营业毛利率水平进一步下滑；同时期间费用率依然较高，因此其经营性业务利润降至负值。行业下行亦导致合联营项目的盈利能力下降，公司投资收益亦为负值。此外，投资性物业公允价值变动损失及存货减值损失等非经常性损益进一步侵蚀公司利润，公司呈大额亏损状态，盈利表现较差。

表 8：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房产销售	257.60	28.54	203.19	20.10	148.07	7.81
酒店服务	3.21	61.93	4.45	57.33	4.04	61.93
租金及其他	12.38	82.97	20.78	81.78	14.44	55.44
合计	273.18	31.40	228.42	26.43	166.55	13.25

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用率	13.67	18.42	20.70	40.28
经营性业务利润	38.01	1.83	-13.74	-6.34
投资收益	17.94	12.85	-13.48	2.49
资产减值损失	0.05	4.72	10.04	0.00
公允价值变动收益	5.27	-3.14	-9.94	0.00
EBITDA	60.04	23.65	-19.69	--
利润总额	62.72	12.86	-45.87	-3.90
净利润率	18.82	4.67	-27.29	-11.54

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司非受限货币资金大幅减少且余额已较低，债务规模却未下降，财务杠杆进一步上升，且控股股东财务杠杆已升至较高水平；存货中已完工开发产品占比偏高且周转减缓，需关注其存货去化及交付情况；此外，其他应收款规模较大，在较低迷的市场状况下需关注其未来的回收情况。

公司资产规模较大。从资产结构来看，存货、其他应收款、货币资金、投资性房地产、长期股权投资是其构成。具体来看，公司存货主要为房地产项目投入成本，由于未获取新项目以及已售竣工项目结转，2022 年末存货有所减少，其中已完工开发产品占比有所下降但仍偏高，且存货周转率有所下降，部分项目去化情况不理想；由于年内向关联方提供营运资金支持增加，其他应收款有所增长且规模较大，在当前市场状况下需关注其他应收款未来的回收情况；由于年内

退出部分合联营公司的投资及出售了部分合联营公司股权, 长期股权投资余额有所下降; 受销售回款规模大幅下降以及向合营企业及关联方调拨款项金额较大, 非受限货币资金余额于 2022 年末进一步下降, 且 2023 年一季度偿还债务支付的现金进一步侵蚀公司在手现金余额, 2023 年 3 月末非受限货币资金余额仅有 12.05 亿元。

负债方面, 公司其他应付款于 2022 年末及 2023 年 3 月末小幅下降, 主要是关联方往来款减少; 随着销售减缓且前期已售项目交付结转, 预收款项 (含合同负债, 下同) 有所减少, 截至 2023 年 3 月末, 预收款项余额为 245.68 亿元, 需关注公司项目保交付任务的完成情况。虽然年内兑付了较多公司债券, 但公司新增较多银行借款, 且对部分到期银行借款提前变更了还款安排, 导致 2022 年末有息债务规模同比有所增长, 且短期债务占比提高。

所有者权益方面, 由于跟踪期内亏损较大, 所有者权益有较明显的下降。财务杠杆方面, 公司 2022 年末及 2023 年 3 月末净负债率较 2021 年末进一步上升。此外, 股东合景泰富于 2022 年末的净负债率已上升至 181.42%, 处于较高水平。

表 10: 近年来公司资产质量相关指标 (亿元、%)

	2020	2021	2022	2023.3
非受限货币资金	296.65	51.56	32.81	12.05
其他应收款	170.79	320.45	388.51	382.95
存货	763.03	746.10	720.55	714.88
开发产品/存货	18.70	28.17	18.39	--
存货周转率 (次/年)	0.29	0.22	0.20	--
流动资产占比	72.36	67.23	70.23	69.48
长期股权投资	157.70	248.34	170.51	173.58
投资性房地产	264.45	258.52	250.45	250.45
总资产	1,787.64	1,865.42	1,751.41	1,721.16
其他应付款	401.00	296.41	291.00	273.26
预收款项 (含合同负债)	176.19	278.79	246.93	245.68
总债务	413.81	433.15	449.64	439.56
短期债务/总债务	16.28	15.63	31.39	28.01
净负债率	20.42	61.16	79.51	82.02
少数股东权益	275.61	319.21	268.31	269.08
所有者权益	573.87	623.88	524.27	521.25

注: 计算净负债率时所用货币资金余额为非受限货币资金余额。

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

图 3: 截至 2023 年 3 月末公司总资产构成

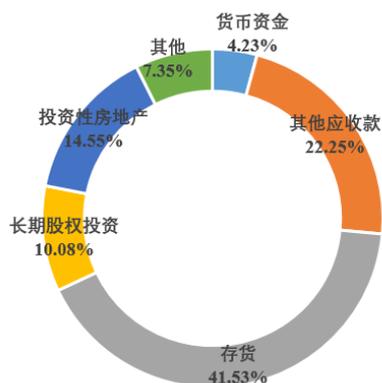
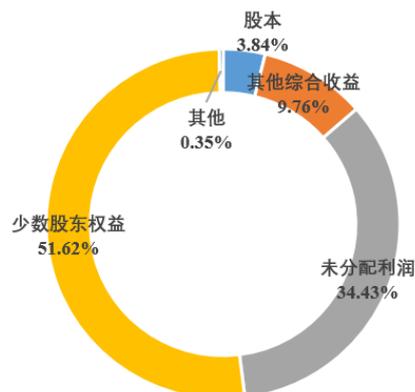


图 4: 截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

跟踪期内, 公司非受限货币资金消耗至较低水平, 且大额亏损导致其 EBITDA 为负值, 偿债能力指标全面大幅弱化。

2022 年公司销售商品、提供劳务收到的现金受销售减少的影响而大幅下降, 对总债务的保障程度显著降低; 虽然公司暂停拿地以及延缓项目建设, 但仍需向关联方提供资金支持, 公司经营活动现金流仍为净流出状态。2022 年公司明显减少投资活动, 因此投资活动净现金流出量较小。同期, 公司借贷现金为净流入状态, 但偿付利息后筹资活动现金小幅净流出。

从偿债指标来看, 2022 年公司产生大额亏损, EBITDA 为负值, EBITDA 对于债务本息无法提供支持。此外, 公司非受限货币资金余额已较少, 对短期债务的保障能力很弱。

表 11: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、%、X)

	2020	2021	2022	2023.3
经营活动净现金流	58.79	-189.49	-10.05	-3.96
销售商品、提供劳务收到的现金	285.34	340.58	133.48	21.36
投资活动净现金流	-17.74	-101.67	-1.35	0.00
筹资活动净现金流	-12.70	45.97	-7.36	-16.80
非受限货币资金/短期债务	4.40	0.76	0.23	0.10
总债务/EBITDA	6.89	18.32	-22.83	--
EBITDA 利息保障倍数	2.01	0.88	-0.76	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.45	1.27	3.37	--

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

截至 2022 年末, 公司受限资产合计为 696.97 亿元, 其中受限的存货及货币资金账面价值分别为 343.99 亿元和 62.58 亿元, 受限资产占当期末总资产的 39.79%。

或有负债方面, 截至 2022 年末, 公司及其子公司对外担保余额合计 110.02 亿元, 占当期末所有者权益的比重为 20.99%, 需关注其所面临的或有负债风险。

截至 2022 年末, 公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

过往债务履约情况: 根据 2023 年 5 月 6 日公司提供的相关资料, 公司本部近三年一期时间内各类借款未见异常。根据公开资料显示, 截至报告出具日, 公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测³

假设

——2023 年, 预计广州合景全年销售规模较上年约下降 5%。

——2023 年, 预计广州合景不获取新项目。

——2023 年, 预计广州合景现楼销售增多, 全年可交付结转的规模大幅增加, 收入规模大幅增

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时, 中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设, 可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素, 该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响, 因此, 前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

长；全年毛利率预计由负转正，但仍将维持低位。

预测

表 12: 预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
净负债率 (%)	61.16	79.51	65~70
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金 (X)	1.27	3.37	2.5~3.0

资料来源：中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性来源有限，流动性支出需求较大，流动性较弱。

2023 年以来，公司销售业绩未见恢复，预计年内较上年难以有实质转变，经营获现能力较弱；公司非受限货币资金较少，公司正在积极寻求机会对部分自持物业进行处置，处置进展有待观察。

公司资金流出主要用于偿付债务本息、项目工程建设及各项税费支出等。公司债务主要来自于银行借款及公开市场融资，公司对其银行借款在政策支持下与银行沟通还款安排调整，但年内到期的公开市场债务规模仍较大。此外，公司虽可对部分在建项目采取缓建或缓付工程款以节约开支，但保交付任务较重，项目工程建设支出亦较为刚性。综上所述，公司当前流动性较弱。

ESG 分析

中诚信国际认为，公司注重环保投入与安全建设，并积极履行企业社会责任，但受行业下行的影响员工稳定性较弱；内控及治理结构无明显缺陷，发展战略符合行业政策和公司经营目标，ESG 表现尚可。

环境方面，公司控股股东合景泰富按照《国家绿色建筑设计一、二星级设计指引》、《绿色建筑评价标识实施细则（试行修订）》等标准，大力推行绿色低碳建筑，跟踪期内，合景泰富旗下 6 个超甲级、甲级写字楼项目入选全国首批“零碳数智试点楼宇”。

社会方面，合景泰富高度重视员工职业安全和健康，编制多项安全管理制度，近三年每年因工亡故的人数为 0；员工发展方面，合景泰富建立“精培养”和“重应用”的内部发展平台，年内实施了一系列提升员工有关工作职责及内在文化的知识及技能的培训，2022 年合景泰富全职员工流失率为 42.31%，受行业下行影响，员工稳定性较弱。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。公司总体来看，公司内控及治理结构无明显缺陷，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

会计标准与报表质量

公司被出具无法表示意见的审计报告。

中诚信国际关注到，广东诚安信会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“诚安信”）为公司出具了无法表示意见的 2022 年审计报告。形成无法表示意见的基础如下：广州合景 2022 年净利

润 45.46 亿元，且于 2022 年 12 月 31 日，短期借款、一年内到期的长期借款、一年内到期的应付债券、长期借款及应付债券合计 447.40 亿元，而其现金及现金等价物为 32.81 亿元；2023 年 4 月广州合景的最终控股股东合景泰富的债务 2.12 亿元发生逾期，公司出现资金流动性困难，财务状况持续严重恶化。以上情况表明公司持续经营能力存在重大不确定性，虽然广州合景已在其本年度财务报告中对其持续经营的不确定性和改善措施进行了充分披露，但因前述多种不确定性的影响导致诚安信无法获取充分、适当的证据以判断广州合景以持续经营能力假设为基础编制的 2022 年财务报表是否恰当。

特殊事项

2022 年底一系列行业支持政策出台，鼓励银行对房地产合理信贷投放，支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，有助于保交楼工作的顺利推进，一定程度上缓解了流动性困难房企的项目经营压力。

外部支持

公司实际控制人对其支持意愿极强，但考虑到实际控制人除公司以外可用资源有限，外部支持因素对公司信用水平无影响。

公司控股股东为合景泰富，实际控制人为孔健岷先生，合景泰富是孔健岷先生的核心资产，公司是合景泰富境内最主要的运营主体，战略地位极高，孔健岷先生对公司的支持意愿极强，但考虑到实际控制人除公司以外可用资源有限，外部支持因素对公司信用水平无影响。

同行业比较

中诚信国际选取了广州市时代控股集团有限公司作为广州合景的可比公司，二者在业务和财务方面具有一定的可比性。

中诚信国际认为，与可比企业相比，公司控股股东合景泰富业务规模和资产规模相对较高，但净负债率明显高于对比企业，存货周转效率低于对比企业，非受限货币资金对短期债务的覆盖程度、盈利能力指标与对比企业均表现较差；作为合景泰富境内最主要运营主体，广州合景在业务规模和资产规模方面处于行业较高水平，净负债率较低，但存货周转效率及销售回款对总债务的保障程度一般，非受限货币资金对短期债务的覆盖程度和盈利能力指标均较差。

偿债保障措施

合景泰富（本节或简称“公司”）为“20 合景 08”、“20 合景 06”、“20 合景 04”提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。

中诚信国际认为，合景泰富聚焦高能级城市发展，具备较大的业务规模，自持型物业可为公司贡献一定收入及现金流，但跟踪期内公司销售业绩出现大幅下滑，对其现金流平衡造成很大影响，导致境外债务发生实质性违约事件，并引发其他境外债务交叉违约，目前正寻求境外债务的全面解决方案，融资渠道受阻，且可能对公司品牌造成影响，导致项目去化难度加大，此外公司于 2023 年内到期或到回售期的境内债券金额较大，中诚信国际将持续关注境外债务重组进展及境内债券的兑付资金筹措情况。

公司聚焦高能级城市发展业务，具备较大的业务规模；跟踪期内，公司销售业绩大幅下滑，对公司现金流平衡带来很大影响。

合景泰富经过多年发展，具备丰富的房地产项目开发经验及较强的开发能力，项目类型涵盖中高端住宅、服务式公寓、超甲级写字楼、国际品牌星级酒店、自有品牌酒店和大型购物中心等业态，并在其大本营广州地区树立了较高的品牌知名度及中高端的标杆形象，多年来聚焦高能级城市发展，深耕粤港澳大湾区及长三角区域，目前已布局 44 个城市，拥有较大的业务规模。跟踪期内，受 2021 年以来新获取项目较少、房地产市场下滑、公司偿债压力加大的影响，公司开工节奏大幅放缓。截至 2022 年末，公司项目在建面积为 697.94 万平方米，公司后续仍将面临较大的交付压力，需持续关注其未来资金投入及按时交付情况。

表 13：公司房地产业务运营情况（万平方米）

	2020	2021	2022
新开工面积	180.00	214.00	16.43
竣工面积	325.08	264.31	134.82
在建面积	1,014.00	964.00	697.94

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司多年聚焦高能级城市，跟踪期内，销售均价仍保持在较高水平。2022 年，由于公司产品结构仍以改善型产品为主，在房地产市场景气度低迷的环境下，叠加部分房企信用风险事件的发酵，居民改善型购房的需求减弱，公司全年实现全口径销售金额 508.61 亿元，同比大幅下降 51.02%，同年权益销售金额同比降幅达 45.69%。2023 年 1~5 月，公司销售业绩进一步下滑，全口径销售金额为 173.42 亿元，同比减少 19.52%。销售业绩的大幅下滑对公司资金平衡能力影响很大。

表 14：近年来公司销售及结算情况（万平方米、亿元、元/平方米）

	2020	2021	2022
销售面积（全口径）	610.60	544.00	256.69
销售金额（全口径）	1,036.08	1,038.36	508.61
销售面积（权益口径）	377.02	346.83	187.06
销售金额（权益口径）	646.35	652.70	354.47
销售均价（权益口径）	17,143.65	18,819.02	18,949.53

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域分布来看，公司持续深耕高能级城市，房地产签约销售主要来自于粤港澳大湾区、长三角经济区及其他城市经济群中的一、二线城市⁴。2022 年，前五大城市公司广州、上海、佛山、南宁和深圳公司的签约销售额合计占比为 61.35%；城市能级方面，公司一、二线城市项目销售贡献占全年比重为 79.16%。

表 15：2022 年公司房地产业务销售分布情况（万平方米，亿元）

城市	销售面积	销售金额
广州	42.82	118.67
上海	12.71	26.69
佛山	16.15	26.06
南宁	25.33	24.15
深圳	4.72	21.9

⁴ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、香港；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市

苏州	12.93	21.01
北京	4.67	17.98
杭州	6.97	17.68
天津	13.24	17.06
成都	8.6	14.99
海南	8.45	13.01
南京	8.18	7.7
中惠	7.81	7.23
香港	0.36	5.43
重庆	1.67	4.4
合肥	4.29	4.15
昆明	5.46	3.42
武汉	1.71	1.69
西安	0.99	1.25
合计	187.06	354.47

注：上表中数据为权益口径，且为各城市公司管理口径数据，部分城市公司数据包含中心城市及其周边部分城市的数据；合计数据的尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司土地储备布局以一二线城市为主，区域布局较好；但部分三四线城市及一二线城市非核心区域的土储面积较大且当地市场需求恢复缓慢，需关注此类项目后续去化进展，且违约事件可能进一步增加其项目去化难度。

截至 2022 年末，公司土地储备⁵（不含尾盘）的全口径建筑面积为 1,162.64 万平方米，其中权益建筑面积为 841.00 万平方米，由于拿地暂缓及存货持续销售，整体土地储备面积较上年末有所下降。从区域分布来看，公司土地储备分布于 44 个城市，其中公司大本营广州的土地储备占比接近 30%，其他布局城市主要包括佛山、柳州、天津、成都、南宁、昆明、北京等，以一二线城市居多；但位于部分三四线城市及位于部分一二线城市非核心区域的土储面积较大且此类区域房地产市场恢复缓慢，需关注此类项目后续去化进展。此外，违约事件可能对公司品牌造成影响，增加其项目去化难度。

表 16：截至 2022 年末公司权益口径土地储备分布情况（万平方米）

地区	土地储备建筑面积	占比
广州	249.37	29.65%
佛山	76.03	9.04%
柳州	68.42	8.14%
天津	53.8	6.40%
成都	49.23	5.85%
南宁	45.81	5.45%
昆明	40.57	4.82%
北京	30.66	3.65%
盐城	28.94	3.44%
台州	22.26	2.65%
嘉兴	21.89	2.60%
文昌	21.67	2.58%
梧州	19.56	2.33%
深圳	17.26	2.05%
惠州	15.78	1.88%

⁵ 土地储备=已竣工项目未售部分+在建项目未售部分+未开发项目可售部分

苏州	13.45	1.60%
其他	66.3	7.88%
总计	841.00	100.00%

注：其他城市包括武汉、重庆、扬州、肇庆、上海等 28 个城市。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，受行业下行及公司资金面紧张的影响，公司暂停拿地；公司境外债务发生实质性违约事件，并引发其他境外债务交叉违约，目前正寻求境外债务的全面解决方案，融资渠道受阻，此外公司于 2023 年内到期或到回售期的境内债券金额较大，整体经营稳健度很弱。

项目获取方面，公司持续深耕粤港澳大湾区及长三角区域，聚焦一二线核心城市，通过招拍挂、产业引入及收并购等多元化方式获取项目。但 2021 年以来基于市场下行、资金面偏紧的考虑，公司大幅放缓拿地，2022 年已暂停拿地。

表 17：近年来公司土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

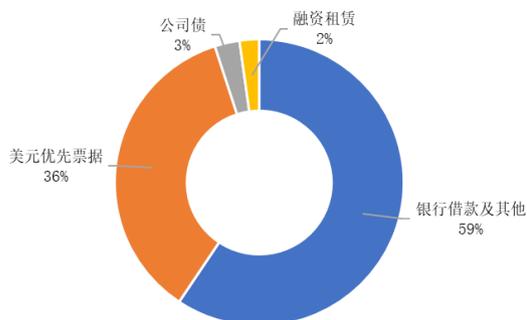
指标	2020	2021	2022
新增项目数量	21	6	0
新增土地储备建筑面积（权益口径）	276	75	0
新增拿地金额（权益口径）	194	40	0
新增土储平均楼面地价（权益口径）	7,029	5,333	--
新增项目权益占比	83.13%	53.19%	0

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

融资渠道方面，跟踪期内，公司偿还较大规模的境内公司债券，同时通过对部分到期银行借款调整还款安排、对 3 笔美元优先票据实施要约交换的方式缓解短期流动性压力以及汇率变动导致境外债务账面价值增长，截至 2022 年末，公司债务融资结构以银行借款为主，其次为美元优先票据、境内公司债，并辅以少量信托借款等。截至 2022 年末，公司综合融资成本为 6.3%，同比上升 0.2 个百分点。

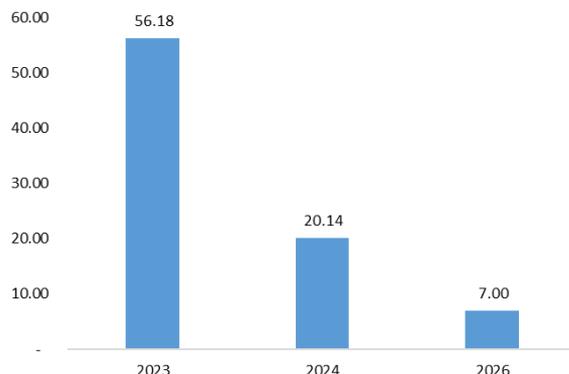
需要关注的是，2023 年 4 月 28 日，公司未能按期偿还合计 2.12 亿元的银行及其他借款，触发若干长期付息银行及其他借款折合人民币 311.63 亿元须按要求偿还。此后，公司未在 2023 年 5 月 14 日赎回其于 2022 年 9 月份要约交换后的票据需于当日强制赎回的首期本金及利息 1.19 亿美元，构成违约事件，同时其余存续美元债亦已交叉违约，公司正探寻境外债务的全面解决方案，中诚信国际将持续关注公司境外债务重组进展。此外，公司境内公司债合计 56.18 亿元将于 2023 年内到期或到回售期，公司当前流动性紧张，公开市场融资可能性很小，中诚信国际将持续关注公司境内债券的兑付资金筹措情况。

图 5: 截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

图 6: 合景泰富境内债券兑付金额分布 (亿元)



资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

公司自持商办物业及酒店运营规模较大, 总体运营情况尚可, 可为公司贡献一定收入及现金流。

公司在住宅开发的基础上, 亦运营部分优质商办物业及酒店, 已开业的自持性物业均位于一二线城市核心地段或新经济区。截至 2022 年末, 公司拥有并运营 10 个写字楼项目、11 家购物中心以及 16 家酒店 (5 家国际品牌星级酒店及 11 家自营品牌酒店)。

商办物业方面, 跟踪期内, 公司新开业广州知识城悠方一期, 商办运营规模有所扩大, 截至 2022 年末, 公司运营的商办物业总可租面积达 85.8 万平方米, 2022 年整体出租率有所下降, 但除个别项目以外, 整体出租率尚可。2022 年公司实现合并口径物业租赁收入 9.44 亿元, 较上年小幅下降, 为公司贡献一定的收入及现金流。

表 18: 公司已投入使用的投资性房地产经营情况 (年、万平方米)

商办物业	是否并表	业态	持股比例	开业时间	2022 年租金收入	总可租面积 2022 年末	出租率		
							2020	2021	2022
广州合景国际金融广场 (IFP)	是	写字楼	100%	2007	1.7	6.7	93	97	89
广州环球都会广场	是	写字楼	50%	2016	0.74	4.6	98	98	85
广州环汇商业广场	否	写字楼	50%	2017	0.69	5	97	92	89
广州南沙彩汇中心	否	写字楼	50%	2019	0.22	7.6	70	91	91
广州科盛广场	是	写字楼	100%	2021	0.33	8.5	-	21	38
广州科贤中心	否	写字楼	50%	2021	0.06	0.3	-	-	100
上海环球都会广场	是	写字楼	75.50%	2018	0.77	4	81	95	93
广西合景国际金融广场	是	写字楼	100%	2018	0.3	5.5	70	82	88
成都环汇商业广场	是	写字楼	100%	2016	0.02	0.6	100	100	100
苏州领汇广场	是	写字楼	100%	2016	0.02	0.2	100	100	100
广州天汇广场 (IGC)	否	商场	33.33%	2016	0.68	8.8	93	95	91
上海悠方	否	商场	50%	2016	0.3	5.7	83	67	65
苏州悠方	是	商场	100%	2018	0.87	6.5	88	88	82
成都悠方	是	商场	100%	2018	1.51	6.9	93	96	84

成都 U8 酒吧街	是	商场	100%	2020		0.2	--			
成都摩方	是	商场	100%	2020	0.6	2.2	89	97	87	
北京摩方	是	商场	100%	2018	0.3	1.5	70	74	59	
广州誉山悠方天地一期	是	商场	100%	2018		1.3	80			
广州誉山悠方天地二期	是	商场	100%	2021	0.09	0.9	--	54	55	
广州南沙悠方天地一期	否	商场	50%	2019		2.7	82			
广州南沙悠方天地二期	否	商场	50%	2020	0.14	1.3	-	88	88	
佛山悠方天地一期	否	商场	50%	2019		1.7	80			
佛山悠方天地二期	否	商场	50%	2020	0.07	0.4	--	72	68	
广州知识城悠方一期	否	商场	100%	2022	0.17	2.7	--	--	81	
合计	--	--	--	--	9.58	85.8	--	--	--	

注：广州科盛广场于 2021 年 5 月新开业，因应政府产业要求，招商仅限于生物医药大健康产业，故目前出租率较低；成都 U8 酒吧街属成都悠方管理，出租率合并统计；广州誉山悠方天地和广州南沙悠方天地均为两期合并统计数据；广州知识城悠方一期于 2022 年 4 月开业。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

酒店经营方面，截至 2022 年末，公司并表范围内拥有的酒店数量为 12 家，其中广州 W 酒店、成都 W 酒店、广州东圃福朋喜来登酒店和苏州万怡酒店由国际酒店品牌管理公司运营，8 家木莲庄酒店（含 MUSTEL 酒店）为公司自营品牌，由公司旗下商业团队运营。从酒店运营情况来看，跟踪期内，居民商旅活动减少，酒店入住率及收入均有所下降。

表 19：公司拥有并运营的酒店经营情况（%）

酒店	持股比例	平均入住率		
		2020	2021	2022
广州 W 酒店	100%	58	75	64
广州东圃福朋喜来登酒店	100%	64	68	58
苏州万怡酒店	100%	39	50	68
成都 W 酒店	100%	40	64	48
广州珠江新城木莲庄	100%	62	61	31
广州花都木莲庄	100%	39	42	42
杭州未来科技城木莲庄	100%	56	54	74
成都环球中心木莲庄	100%	58	66	47
成都大邑木莲庄	55%	33	56	37
苏州高铁北站木莲庄	100%	63	69	68
成都 MUSTEL 木文缙酒店	100%	--	65	45
上海之鱼木莲庄	51%	---	33	88

注：以上均为公司并表范围内的酒店项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，合景泰富盈利表现全面恶化；非受限货币资金余额已减少至较低水平但债务却未明显下降，财务杠杆上升至较高水平，且公司向合联营企业的垫款规模仍较大，需要关注其未来的回收情况；此外，公司各项偿债指标明显弱化。

跟踪期内，公司营业收入显著下降，毛利率为负，加之合联营项目投资亏损及物业公允价值损

失, 公司盈利表现全面恶化, 产生大额亏损。

跟踪期内, 受项目建设进度放缓导致交付面积下降的影响, 公司收入规模显著下降; 结算项目普遍做过减价促销, 加上车位及公租房等低毛利或负毛利的物业交付面积增加, 导致房地产开发销售毛利率为-26.74%。期间费用方面, 公司根据资金情况缩减销售及行政开支, 同时由于公司利息资本化增加, 融资成本有所下降, 但受营业收入下降的影响, 整体期间费用率上升明显。此外, 由于合联营项目的盈利表现不佳, 产生较大投资亏损, 叠加投资物业公允价值亏损, 公司盈利表现全面恶化, 呈大额亏损状态。

表 20: 近年来公司主要板块收入和毛利率构成 (亿元、%)

业务类型	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产开发销售	284.87	29.6	221.92	17.32	119.08	-26.74
酒店运营	4.54	58.2	6.96	51.01	6.00	52.66
物业投资	8.01	80.9	9.57	88.61	9.45	81.79
营业总收入/营业毛利率	297.42	31.47	238.45	21.16	134.53	-15.58

资料来源: 公司提供

表 21: 近年来公司盈利能力相关指标 (亿元)

	2020	2021	2022
销售及营销开支	12.22	18.08	14.07
行政开支	15.61	18.39	16.67
融资成本	10.34	3.03	1.29
期间费用率	12.84	16.57	23.80
经营性业务利润	55.41	10.95	-52.98
分占联营公司、合营企业利润	24.81	22.66	-38.68
投资物业公允价值收益净额	4.15	-6.62	-10.64
其他收入及收益净额	16.28	17.88	6.17
税前利润	100.63	40.81	-106.97
EBITDA	93.49	40.76	-85.41
净利润	66.65	25.63	-98.42
EBITDA 利润率	31.43	17.09	-63.49
净资产收益率	14.46	4.51	-19.70
净利润率	22.41	10.75	-73.16

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

跟踪期内, 公司资产规模有所下降, 其中非受限现金及银行结余大幅减少, 债务规模仅略有下降, 所有者权益被大额亏损所侵蚀, 财务杠杆上升至较高水平; 公司向合联营企业的垫款规模仍较大, 在较低迷的市场状况下未来的回收情况需要关注。

2022 年末公司总资产规模同比下降。具体来看, 跟踪期内, 公司存货周转率有所下降, 随着开发的投入以及结转规模的大幅下降, 存货规模略有上升, 其中, 持作销售用途的竣工物业占存货的比重仍偏高, 部分项目存在一定去化压力。随着合作房地产项目的收益清算、公司与部分合作方股权买断, 公司于联营公司、合营企业的权益账面价值下降明显, 截至 2022 年末, 公司向合营企业、联营公司垫款合计为 196.40 亿元, 仍需关注垫款未来的回收情况。投资物业主要由位于广州、北京、上海、成都等地的持有型物业及少量使用权资产构成, 2022 年末其账面价值受公允价值变动影响有所下降, 投资物业已抵押部分账面价值占比达 86.16%。受销售回款规模大幅下降、向合营企业调拨款项以及偿还较大金额的公开市场债券的影响, 公司现金及银行结余大

幅减少, 且受限比例仍较高, 年末非受限现金及银行结余仅为 33.56 亿元。

2022 年末负债总额有所下降, 其中, 因合联营项目减少以及公司向合营企业调拨款项, 应付合营企业、联营公司款项大幅下降; 随着预售规模减小且前期已售项目的交付, 合同负债略有下降, 年末余额为 215.94 亿元, 需关注公司项目保交付任务的完成情况。公司于年内兑付较大金额公开市场债券, 但部分合营项目转为并表项目带入银行借款以及汇率变动导致境外债务账面价值增长, 因此 2022 年末公司有息债务规模仅略有下降。

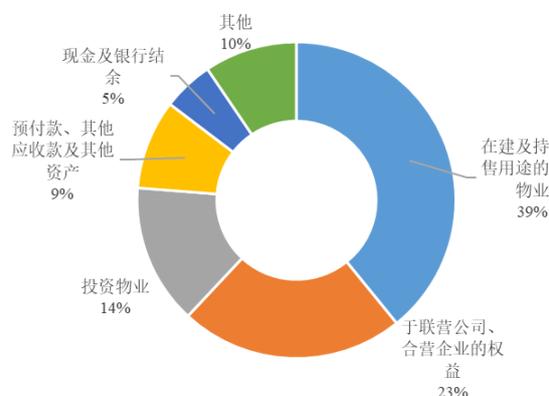
所有者权益方面, 储备主要为保留利润和储备金, 其中保留利润为最主要构成部分, 受 2022 年亏损较大的影响, 储备总额下降明显; 由于年内公司对部分合作项目股权进行收购以及合作公司亏损较大, 非控股权益规模大幅下降。财务杠杆方面, 2022 年末由于公司非受限现金及银行结余大幅减少, 而债务规模仅小幅下降, 净负债率显著上升, 财务杠杆水平上升至较高水平。

表 22: 近年来公司资产质量相关指标 (亿元)

	2020	2021	2022
总资产	2,321.98	2,322.49	1,998.84
非受限现金及银行结余	406.36	77.15	33.56
存货	806.14	761.81	783.05
存货周转率	0.28	0.24	0.20
持作销售用途的竣工物业/存货	18.61	20.92	20.05
于联营公司、合营企业的权益	522.11	622.63	454.90
投资物业	293.21	299.54	286.19
总负债	1,782.82	1,725.47	1,596.85
总债务	796.37	781.56	762.86
应付合营企业、联营公司款项	384.53	252.78	133.25
合同负债	156.16	220.38	215.94
所有者权益	539.17	597.02	401.99
储备	432.32	440.19	311.74
非控股权益	103.82	153.81	87.00
资产负债率 (%)	76.78	74.29	79.89
净负债率 (%)	72.34	117.99	181.42

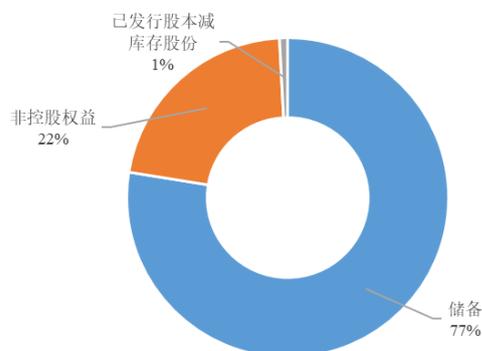
资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

图 7: 截至 2022 年末公司总资产构成



资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

图 8: 截至 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

跟踪期内, 公司通过减少或延缓经营支出的方式使得经营活动现金流呈大额净流入状态, 但偿债付息支出较大导致非受限现金及银行结余大幅消耗, 且大额亏损导致其 EBITDA 为负值, 公司偿债能力指标大幅弱化。

2022 年公司销售业绩大幅下滑, 导致销售商品、提供劳务收到的现金大幅减少, 但公司停止拿地、减缓项目开发节奏及工程款支付节奏, 经营活动现金流为大额净流入状态。由于公司向合联营企业调拨款项金额较大, 投资活动净现金流呈净流出状态; 筹资活动净现金为大幅净流出状态, 主要系公司偿还了较多公开市场债券及付息金额较大。

从偿债指标来看, 2022 年公司盈利表现显著恶化, EBITDA 为负, 无法对债务本息提供支持; 此外, 公司非受限现金及银行结余大幅下降, 对短期债务的保障能力很弱。

表 23: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (X)

	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	11.31	-0.22	112.29
销售商品、提供劳务收到的现金*	308.01	342.60	138.86
投资活动产生的现金流量净额	-37.45	-340.88	-28.13
筹资活动产生的现金流量净额	-78.09	12.26	-128.33
非受限现金及银行结余/短期债务	1.60	0.38	0.15
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金*	2.59	2.28	5.49
总债务/EBITDA	8.52	19.17	-8.93
EBITDA 利息保障倍数	1.57	0.80	-1.64

注: 公司财务报表按照香港财务报告准则编制, 无“销售商品、提供劳务收到的现金”科目, 表中该科目数据为公司估算数。

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

截至 2022 年末, 公司受限资产合计为 741.31 亿元, 其中受限的在建物业、投资物业及现金及银行结余账面价值分别为 336.45 亿元、246.59 亿元和 69.82 亿元, 受限资产占当期末总资产的 37.09%。

或有负债方面, 截至 2022 年末, 公司及其子公司对外担保余额合计 163.00 亿元, 占当期末所有者权益的比重为 40.55%, 需关注其所面临的或有负债风险。

截至 2022 年末, 公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

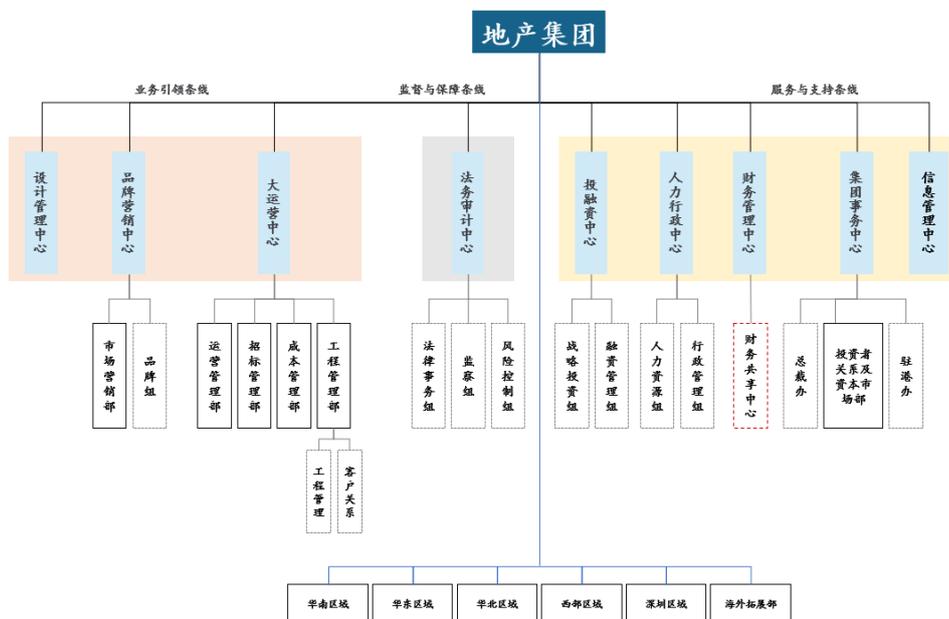
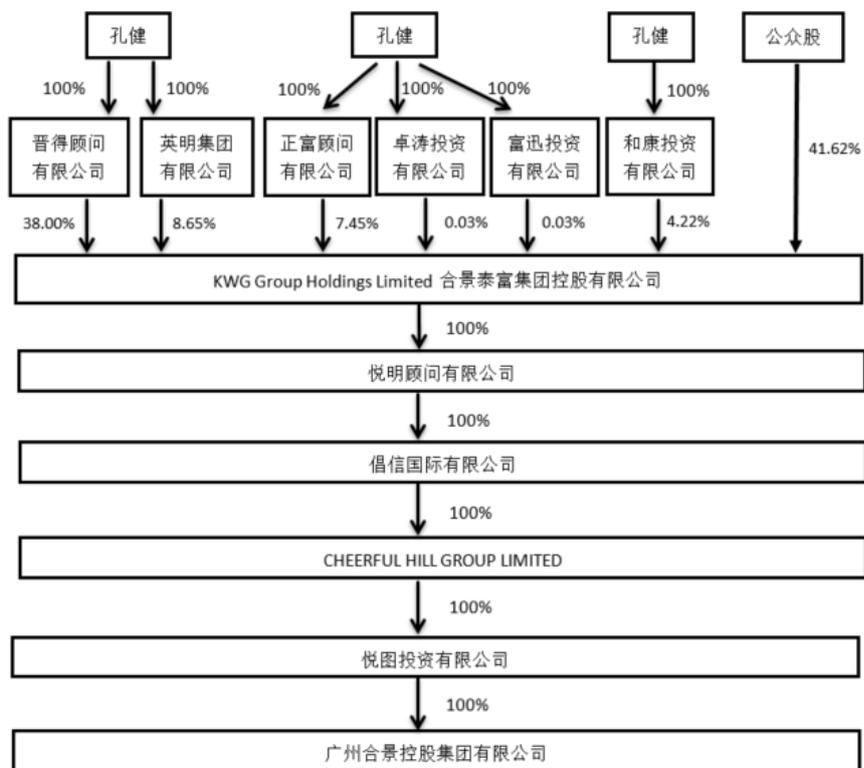
过往债务履约情况: 根据公司公告, 2023 年 4 月 28 日, 公司未能按期偿还合计 2.12 亿元的银行及其他借款, 触发若干长期付息银行及其他借款折合人民币 311.63 亿元须按要求偿还。2023 年 5 月 14 日, 公司未赎回其于 2022 年 9 月份要约交换后的票据需于当日强制赎回的首期本金及利息 1.19 亿美元, 构成违约事件, 同时其余存续美元债亦已交叉违约。

综合来看, 中诚信国际维持合景泰富集团控股有限公司主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定。

评级结论

综上所述, 中诚信国际维持广州合景控股集团有限公司的主体信用等级为 **AA+**, 评级展望为稳定; 维持“20 合景 08”、“20 合景 06”、“20 合景 04”的信用等级为 **AAA**。

附一：广州合景控股集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2022 年末)



资料来源：公司提供

附二：合景泰富集团控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）

KWG Group Holdings Limited

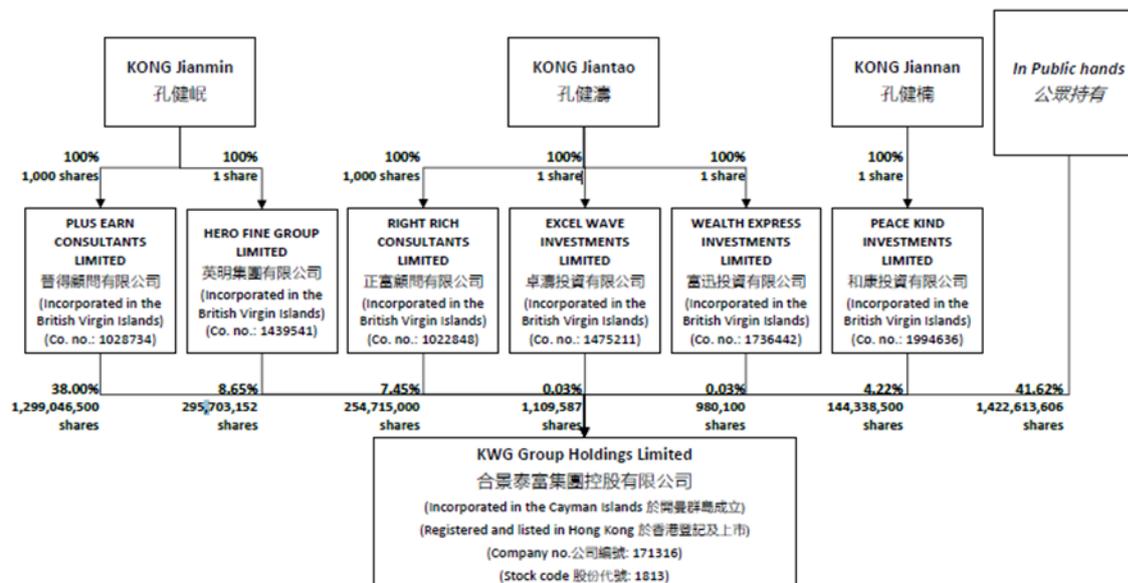
合景泰富集團控股有限公司

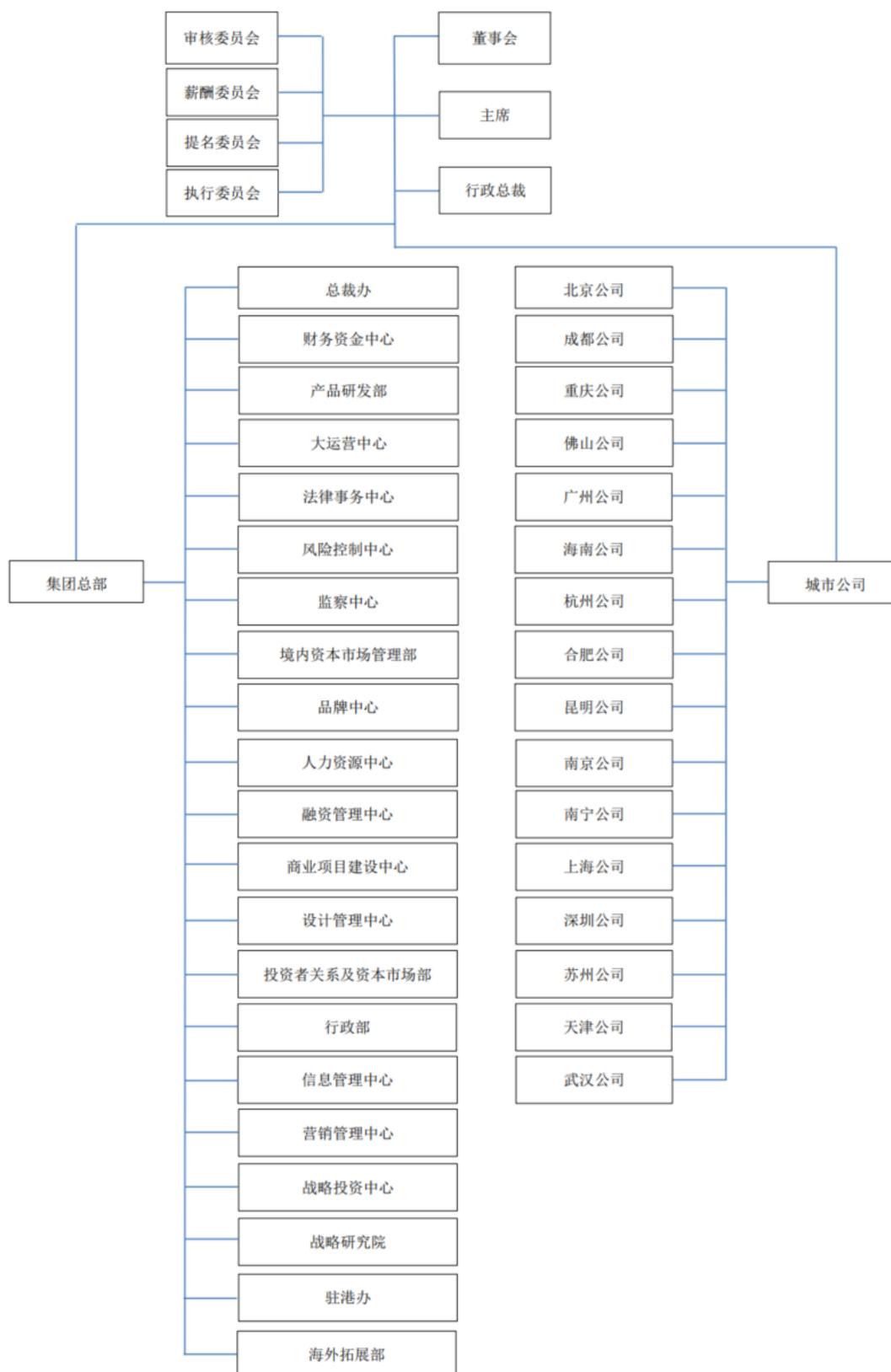
Shareholding Structure of Substantial Shareholders as of 31 December 2022

截至 2022 年 12 月 31 日主要股東之股權架構

No. of Issued Shares as of 31 December 2022: 3,418,506,445

截至 2022 年 12 月 31 日已發行股份數目





附三：广州合景控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	3,251,559.48	1,603,220.44	953,923.57	727,234.58
其他应收款	1,707,946.29	3,204,464.87	3,885,071.28	3,829,504.71
存货	7,630,291.59	7,461,018.88	7,205,502.19	7,148,761.46
长期投资	1,580,265.67	2,487,660.53	1,709,374.54	1,740,007.81
固定资产	365,969.08	414,133.08	383,938.64	378,807.99
在建工程	165,827.36	210,717.75	227,001.75	226,976.31
无形资产	41,570.47	83,698.25	81,082.15	79,796.69
投资性房地产	2,644,520.00	2,585,170.00	2,504,465.00	2,504,465.00
资产总计	17,876,417.78	18,654,233.23	17,514,069.00	17,211,598.57
预收款项	1,761,871.46	2,787,928.51	2,469,255.56	2,456,824.36
其他应付款	4,009,985.30	2,964,144.61	2,910,043.96	2,732,629.47
短期债务	673,854.60	676,912.92	1,411,382.05	1,231,174.29
长期债务	3,464,244.84	3,654,573.14	3,085,059.52	3,164,442.29
总债务	4,138,099.44	4,331,486.06	4,496,441.56	4,395,616.58
净债务	1,171,566.03	3,815,845.14	4,168,343.53	4,275,116.12
负债合计	12,137,759.84	12,415,433.54	12,271,345.10	11,999,138.21
所有者权益合计	5,738,657.95	6,238,799.69	5,242,723.91	5,212,460.36
利息支出	298,948.32	269,858.41	259,999.31	--
营业总收入	2,731,822.26	2,284,193.03	1,665,495.57	262,332.08
经营性业务利润	380,140.88	18,286.43	-137,390.81	-63,429.23
投资收益	179,441.75	128,480.17	-134,842.41	24,945.15
净利润	514,152.64	106,692.38	-454,577.94	-30,263.55
EBIT	582,192.36	177,696.41	-236,208.41	--
EBITDA	600,398.55	236,450.47	-196,944.06	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,853,440.03	3,405,826.08	1,334,794.35	213,625.67
经营活动产生的现金流量净额	587,860.43	-1,894,901.83	-100,481.46	-39,615.88
投资活动产生的现金流量净额	-177,402.63	-1,016,667.67	-13,503.03	-0.24
筹资活动产生的现金流量净额	-127,039.50	459,731.85	-73,594.54	-167,976.11

财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	31.40	26.43	13.25	18.65
期间费用率（%）	13.67	18.42	20.70	40.28
EBITDA 利润率（%）	21.98	10.35	-11.82	--
销售净利率（%）	18.82	4.67	-27.29	-11.54
净资产收益率（%）	10.31	1.78	-7.92	--
存货周转率（X）	0.29	0.22	0.20	--
资产负债率（%）	67.90	66.56	70.07	69.72
总资本化比率（%）	41.90	40.98	46.17	45.75
净负债率（%）	20.42	61.16	79.51	82.02
短期债务/总债务（%）	16.28	15.63	31.39	28.01
非受限货币资金/短期债务（X）	4.40	0.76	0.23	0.10
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务（X）	0.07	-0.50	-0.08	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务（X）	0.44	-3.22	-0.26	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍 数（X）	1.97	-7.02	-0.39	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金 （X）	1.45	1.27	3.37	--
总债务/EBITDA（X）	6.89	18.32	-22.83	--
EBITDA/短期债务（X）	0.89	0.35	-0.14	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.01	0.88	-0.76	--

注：1、2023 年一季度财务报告未经审计；2、将合同负债计入预收款项。

附四：合景泰富集团控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022
现金及银行结余	4,458,048.10	2,944,748.80	1,033,789.00
应收一家合营企业款项	3,000.40	2,252.50	2,253.20
存货净额	8,061,368.70	7,618,050.10	7,830,457.20
长期投资	5,221,086.60	6,226,274.70	4,548,970.70
物业、厂房及设备	778,005.40	917,332.20	972,141.90
在建工程	--	--	--
无形资产	265,185.50	405,410.90	376,285.00
投资性房地产	2,932,084.90	2,995,447.70	2,861,867.40
总资产	23,219,837.90	23,224,905.10	19,988,408.30
合同负债（预收款项）	1,561,581.60	2,203,803.10	2,159,355.10
应付合营企业、联营公司款项	3,845,261.80	2,527,786.70	1,332,494.10
短期债务	2,546,468.00	2,054,901.60	2,238,934.10
长期债务	5,417,256.70	5,760,651.10	5,389,699.20
总债务	7,963,724.70	7,815,552.70	7,628,633.30
净债务	3,900,148.20	7,044,013.70	7,293,022.90
总负债	17,828,168.80	17,254,711.80	15,968,478.80
利息支出	593,943.90	511,841.50	521,246.40
所有者权益（含非控股权益）	5,391,669.10	5,970,193.30	4,019,929.50
营业总收入	2,974,206.30	2,384,472.00	1,345,263.90
经营性业务利润	554,138.70	109,501.80	-529,814.20
投资收益	248,124.90	226,586.90	-386,824.40
净利润	666,512.90	256,293.80	-984,226.10
EBIT	905,687.90	366,392.00	-903,753.60
EBITDA	934,875.70	407,603.60	-854,077.60
销售商品、提供劳务收到的现金	3,080,100.00	3,426,000.00	1,388,600.00
经营活动产生现金净流量	113,080.00	-2,181.70	1,122,857.00
投资活动产生现金净流量	-374,477.90	-3,408,796.20	-281,347.20
筹资活动产生现金净流量	-780,884.70	122,635.50	-1,283,257.60
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	31.47	21.16	-15.58
期间费用率（%）	12.84	16.57	23.80
EBITDA 利润率（%）	31.43	17.09	-63.49
净利润率（%）	22.41	10.75	-73.16
净资产收益率（%）	14.46	4.51	-19.70
存货周转率(X)	0.28	0.24	0.20
资产负债率（%）	76.78	74.29	79.89
总资本化比率（%）	59.63	56.69	65.49
净负债率（%）	72.34	117.99	181.42
短期债务/总债务（%）	31.98	26.29	29.35
非受限货币资金/短期债务（X）	1.60	0.38	0.15
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.06	-0.07	0.08
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.19	-0.25	0.27
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.19	0.00	2.15
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	2.59	2.28	5.49
总债务/EBITDA（X）	8.52	19.17	-8.93
EBITDA/短期债务（X）	0.37	0.20	-0.38
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.57	0.80	-1.64

注：1、存货包含持作销售用途的竣工物业和在建物业，总债务中含租赁负债；2、公司财务报表按照香港财务报告准则编制，无“销售商品、提供劳务收到的现金”科目，表中该科目数据为公司估算数。

附五：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	净债务	总债务-非受限货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	净负债率	净债务/经调整的所有者权益
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
盈利能力	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	净资产收益率	净利润/所有者权益合计平均值
	净利润率	净利润/营业收入
现金流	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	流动比率	流动资产/流动负债
偿债能力	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附六：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn