

鑫苑（中国）置业有限公司

2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 22 亿元（含 22 亿元）

债券期限：不超过 5 年（含 5 年）

评级时间：2015 年 10 月 30 日

主要财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	135.81	161.82	236.25	265.82
所有者权益(亿元)	39.31	53.23	58.47	60.67
长期债务(亿元)	7.27	8.60	34.76	55.68
全部债务(亿元)	11.56	12.92	54.18	73.91
营业收入(亿元)	43.33	61.89	54.46	54.42
净利润(亿元)	5.37	11.39	4.82	2.36
EBITDA(亿元)	7.83	15.26	8.02	--
经营性净现金流(亿元)	16.41	-5.36	-34.38	-3.30
营业利润率(%)	25.80	31.40	24.15	17.81
净资产收益率(%)	--	24.61	8.62	--
资产负债率(%)	71.05	67.11	75.25	77.18
全部债务资本化比率(%)	22.72	19.53	48.10	54.68
流动比率	1.50	1.66	1.61	1.72
EBITDA 全部债务比	--	1.18	0.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	24,344.37	28.03	--
EBITDA/ 本次发债额度(倍)	0.36	0.69	0.36	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2015 年 1-9 月财务数据未经审计，相关指标未年化。

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对鑫苑（中国）置业有限公司（以下简称“公司”或“鑫苑中国”）的评级反映了公司作为鑫苑地产控股有限公司（以下简称“鑫苑控股”）旗下核心企业，以鑫苑控股中国境内房地产开发业务板块为依托，在房地产行业景气度下滑的背景下，营业收入呈波动增长的态势，以及在品牌声誉、土地储备等方面所具备的优势。同时，联合评级也关注到公司负债水平较高，有息债务增长较快、以及公司去化压力较大等因素给公司经营与信用水平带来的不利影响。

未来随着公司房产销售的推进，公司经营规模和盈利水平有望得到提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司以鑫苑控股上市公司为依托，在品牌声誉、土地储备等方面具有优势。
2. 公司建立了成熟高效的采购、经营、销售和管理体系，保障在建项目较快实现销售和回款，有利于公司经营和财务安全。
3. 公司土地储备及在建面积规模相对较大，对持续经营及现金流具有较强支撑作用。

关注

1. 房地产业面临全局性调整，虽然近期房地产政策出现放松迹象，但整体看房地产行业高速发展的阶段已经过去。公司作为全国布局的房地产开发企业，受房地产市场调整的影响需持续关注。
2. 公司可售面积规模较大且过于集中，面临较大的去化压力。

3. 公司债务规模较大，负债水平较高，利息负担较重。

分析师

张开阳

电话：010-85172818

邮箱：zhangky@unitedratings.com.cn

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由鑫苑（中国）置业有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代鑫苑（中国）置业有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

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

分析师：



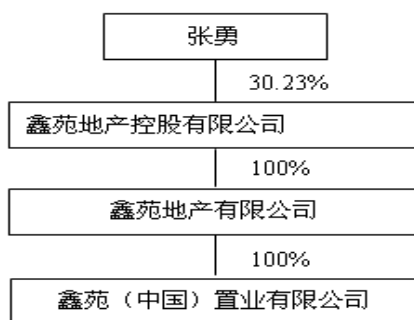
联合信用评级有限公司

一、主体概况

鑫苑（中国）置业有限公司（以下简称“鑫苑中国”或“公司”）前身为鑫苑地产（中国）咨询管理有限公司，是经河南省郑州开发区管委会批准（郑经政复[2006]24号），由河南省政府核发《外商投资企业批准证书》（商外资豫府郑经字[2006]0010号）的外商独资企业，初始注册资本500万美元。公司系鑫苑地产有限公司（以下简称“鑫苑地产”）的全资子公司，鑫苑地产则为鑫苑地产控股有限公司（以下简称“鑫苑控股”）的全资子公司。鑫苑控股于2007年3月成立，2007年12月于美国纽交所上市，股票代码为“XIN”。

2006年8月，公司根据河南省工商局核发的《企业名称预先核准通知书》，申请变更企业名称为鑫苑地产（河南）发展有限公司，并依法办理工商变更登记。2006年11月，公司根据国家工商总局核发的《外商投资企业名称变更核准通知书》，申请变更企业名称为鑫苑（中国）置业有限公司（现用名），并依法办理工商变更登记。后经多次增资，截至2015年9月底，公司注册资本为30,700万美元，鑫苑地产为公司控股股东，张勇为公司实际控制人，如下图所示。

图1 截至2015年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司早期发展以住宅为主，自2013年起开始向业态高端、综合体、旅游和商业多元化发展。公司经营范围包括：房地产开发与经营（土地成片开发、高档宾馆、别墅、高档写字楼、国际会展中心、大型主题公园等国家限制外资经营的除外）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2015年9月底，公司下设审计监察部、人力资源部、行政管理部、财务管理部、财务核算部、法律事务部、信息流程部、商业管理部、成本管理部、计划运营部、设计管理部、营销管理部、品质监管部、投资发展部、创新业务部等部门（见附件）；本部在职员工221人。

截止2014年底，公司拥有19家1级子公司，20家2级子公司，2家3级子公司。

截至2014年底，公司合并资产总额236.25亿元，负债合计177.78亿元，所有者权益58.47亿元（归属于母公司所有者权益合计57.92亿元）。2014年公司实现营业收入54.46亿元，净利润4.82亿元（归属于母公司所有者的净利润合计4.92亿元）；经营活动产生的现金流量净额-34.38亿元，现金及现金等价物净增加额-3.05亿元。

截至2015年9月底，公司合并资产总额265.82亿元，负债总额205.15亿元，所有者权益60.67亿元（归属于母公司所有者权益合计60.44亿元）。2015年1~9月，公司实现营业收入54.42亿元，净利润2.36亿元（归属于母公司所有者的净利润合计2.52亿元）；经营活动产生的现金流量

净额-3.30 亿元，现金及现金等价物增加额 5.75 亿元。

公司注册地址：郑州经济技术开发区第五大街 129 号；法定代表人：张勇。

二、本次公司债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“鑫苑（中国）置业有限公司 2015 年公司债券”，发行规模为不超过 22 亿元（含 22 亿元），债券存续期限为不超过 5 年（含 5 年）。本次公司债券仅面向符合相关法律法规规定的合格投资者公开发行，不向公司原股东优先配售。本次债券的票面利率为固定利率，具体由公司与主承销商根据市场情况询价协商确定。本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券为无担保债券。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充流动资金和调整债务结构。

三、行业分析

公司为房地产开发企业，其收入和利润来源于房地产开发及其延伸产业。房地产行业在国民经济中具有关联度高、带动性强的特点，是国民经济的支柱性行业。

1. 行业概况

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

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

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

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

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

从近年房地产行业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9~11月，一二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。受2011年行业低迷影响，2012年房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。进入2013年，中国房地产市场景气度明显回升，2013年全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.8%，增速较2012年提高3.6个百分点。商品房施工面积66.6亿平方米，比上年增长16.1%，增幅同比增长2.9个百分点；新开工面积20.1亿平方米，比上年增长13.5%，增幅同比增长20.8个百分点。

2014年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，尤其是在上半年整体市场都面临较大的压力。下半年开始，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。从国家统计局发布的数据来看，2014年，全国房地产开发投资95,036亿元，比上年名义增长10.5%，增速比1~11月份回落1.4个百分点，比2013年回落9.3个百分点。其中，住宅投资64,352亿元，增长9.2%，增速比1~11月份回落1.3个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.7%。2014年，房地产开发企业房屋施工面积726,482万平方米，比上年增长9.2%，增速比1~11月份回落0.9个百分点。其中，住宅施工面积515,096万平方米，增长5.9%。房屋新开工面积179,592万平方米，下降10.7%，降幅扩大1.7个百分点。其中，住宅新开工面积124,877万平方米，下降14.4%。房屋竣工面积107,459万平方米，增长5.9%，增速回落2.2个百分点。其中，住宅竣工面积80,868万平方米，增长2.7%。

2015年1~6月份，全国房地产开发投资43,954.95亿元，同比名义增长4.6%，增速比1~5月份回落0.5个百分点。其中，住宅投资29,505.67亿元，增长2.8%，增速回落0.1个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.13%。2015年1~6月份，房地产开发企业房屋施工面积654,172.48万平方米，同比增长3.4%，增速比1~6月份回落0.9个百分点。其中，住宅施工面积456,007.70万平方米，增长1.0%。房屋新开工面积81,730.66万平方米，下降16.80%，降幅扩大0.1个百分点。其中，住宅新开工面积56,684.05万平方米，下降17.90%。房屋竣工面积37,833.37万平方米，下降13.10%，降幅收窄0.7个百分点。其中，住宅竣工面积28,077.44万平方米，下降15.60%。

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，2014年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

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

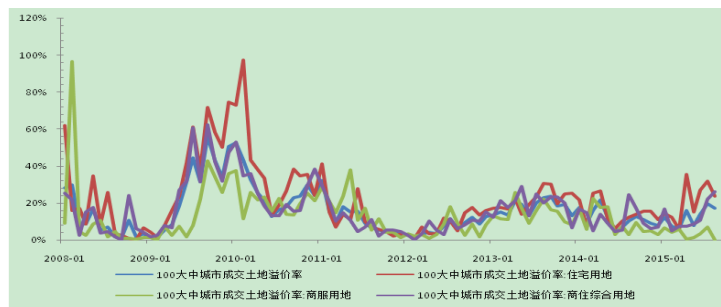
2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年同期下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。同时，

随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2012年下半年以来，一线城市土地溢价率持续走高，也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012年全国300个城市住宅用地楼面均价为1,347元/平方米，同比上涨7.4%，其中12月达1,675元/平方米，为2010年4月调控以来最高值。受供应量增加影响，2013年土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

2013年重点城市地价升高，带动楼面均价整体水平明显高于上年。全国300个城市土地成交楼面均价1,174元/平方米，同比上涨27%。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，楼面均价领涨。2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

进入2014年，受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌，各地土地出让情况出现恶化，土地出让溢价率和楼面地价明显回落，如下图所示。截至2014年12月底，全国100个大中城市土地出让溢价率为7.93%，较上年末（为13.40%）下降近5.47个百分点；主要城市楼面地价3,522元/平方米，较上年末（为3,349元/平方米）增长了5.17%。

图 2 2008 年以来全国 100 个大中城市土地成交溢价率（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

值得关注的是，2014年，在全国土地市场低迷，供需矛盾突出的背景下，房企为避险纷纷自三四线城市向一线城市回归，从而结构性的推高一线城市地价。根据国家统计局公布的数据显示，一线城市的住宅地块的出让金额高达3,438亿元，主要原因是楼面地价的上涨。相比2013年，2014年一线城市土地推出面积和成交均下降，同比分别减少26%和27%。与此同时，楼面均价却高达7,705元/平方米，同比上涨41%。一线城市土地市场的这一特征在北京表现得尤其突出。2014年北京土地市场供需下降，其中推地面积同比减少44%；成交面积同比减少42%，但2014年北京土地出让金总额达1,917亿元，创历史新高，其中宅地出让金额为1,311亿元，占总额的68%。

相比一线城市和三四线城市，二线城市供求量跌幅相对最小，土地出让金同比减少28%，土地溢价率仅为8%，同比下降8个百分点。而三四线城市供求量和土地出让金均领跌，其中推出土地面积同比减少26%；土地成交面积同比减少36%；土地出让金仅为7,538亿元，同比减少37%。

截至2015年6月底，全国100个大中城市土地出让溢价率为14.18%，较上年（为7.93%）上升6.25个百分点。

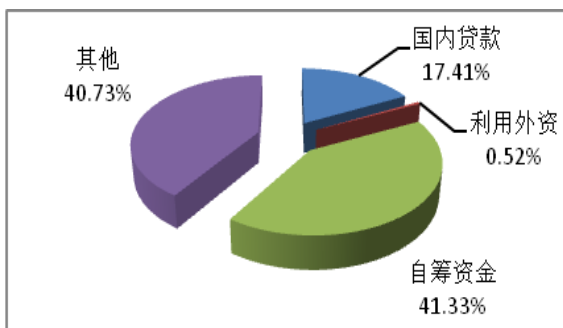
总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，但整体保持在较高水平。值得注意的是，2013年以来由于土地供应量较大，

土地成本较高，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

(2) 开发资金来源状况

2008年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。从房地产资金来源情况看，房地产开发企业资金来源总体增速增长。据国家统计局数据显示，2014年，房地产开发企业到位资金121,991亿元，比上年下降0.1%，1~11月份为增长0.6%，2013年为增长26.5%。其中，国内贷款21,243亿元，增长8.0%；利用外资639亿元，增长19.7%；自筹资金50,420亿元，增长6.3%；其他资金49,690亿元，下降8.8%。在其他资金中，定金及预收款30,238亿元，下降12.4%；个人按揭贷款13,665亿元，下降2.6%。

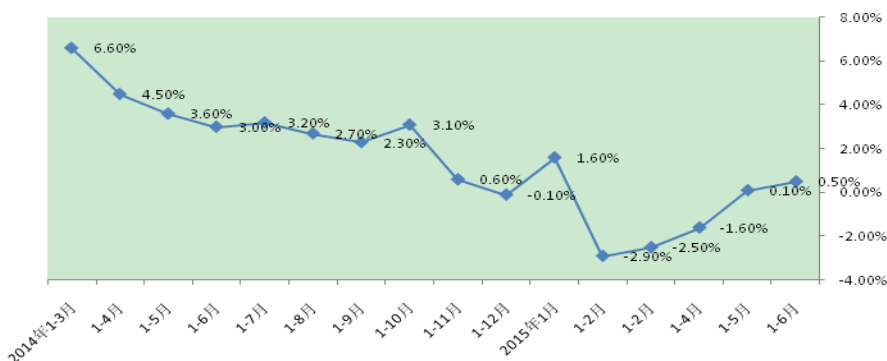
图3 2014年房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

2015年1~6月份，房地产开发企业到位资金58,947.98亿元，同比上升0.50%。其中，国内贷款10,830.67亿元，下降4.10%；利用外资178.50亿元，下降3.90%；自筹资金23,843.62亿元，增长0.10%；其他资金24,095.20亿元，上升2.00%。在其他资金中，定金及预收款14,120.80亿元，下降0.90%；个人按揭贷款7,163.32亿元，增长10.00%。

图4 全国房地产开发企业本年资金到位增速（单位：%）



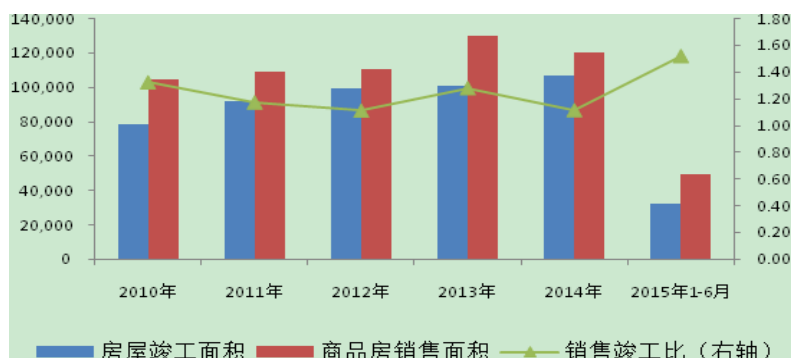
资料来源：Wind 资讯

总的来看，货币供应有所宽松，房地产业的资金来源紧张情况有所减轻，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力有所减轻。

(3) 市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013年房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014年，商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014年，住宅竣工面积107,459万平方米，同比增长5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图5 2010~2015年上半年全国商品住宅供求情况（单位：万平方米）



资料来源：wind 资讯、联合评级整理。

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

2015年1~6月份，商品房销售面积50,263.64万平方米，同比下降3.90%，比1~5月份增长41个百分点。其中，住宅销售上涨4.5%，办公楼销售面积下降2.40%，商业营业用房销售面积增长3.50%。商品房销售额34,259.21亿元，上涨10.00%，比1~5月份上涨6.9个百分点。其中，住宅销售额上涨12.90%，办公楼销售额下降1.80%，商业营业用房销售额下降1.20%。

图6 全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



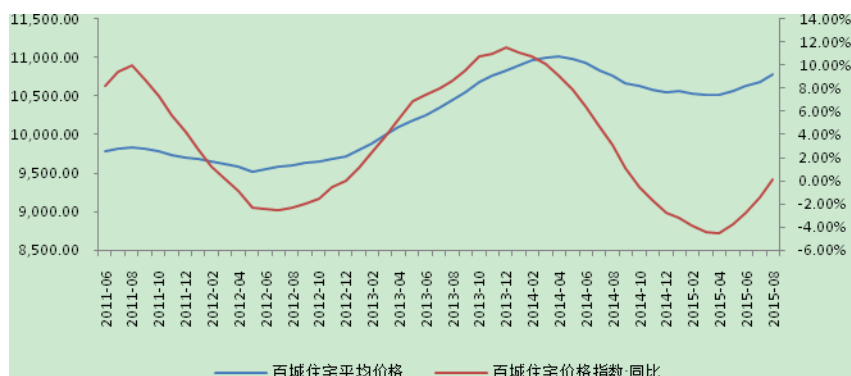
资料来源：Wind 资讯

总的来看，2015年以来全国房地产限购限贷政策有所放松，行业增速企稳，景气度有所上升。

(4) 销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点，进入2015年以来，全国百城住宅平均价格在维持在2014年底以来的低位运行中有所升高，如下图所示。

图7 近年来年全国百城住宅平均价格情况（单位：元、%）



资料来源：Wind 资讯

总的来看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013年也已经基本确立了持续上涨趋势，但2014年以来房价上涨趋势得以扭转，2015年房价已经止跌回升，未来房价走势仍待进一步观察。

3. 竞争格局

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

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

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

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	16.92%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	22.79%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	8.79%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.65%

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 2 2014 年发布的中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	中国海外发展有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	大连万达商业地产股份有限公司	8	碧桂园控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	绿城房地产集团有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

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

4. 行业政策

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

2009年上半年，房地产行业宏观调控政策相对宽松。但是，随着各地纷纷出台房地产鼓励政策，房价明显上涨。下半年，政策逐渐转向收紧，12月国务院出台“新国四条”抑制房价过快上涨。2010年，国家出台了更为严厉的房地产政策，如明确二套房贷首付不能低于40%，贷款利率严格按照风险定价，增加住房有效供给，抑制房地产投机，实行更为严格的差别化信贷政策等。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表

示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

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

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

表3 2009年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2009年5月	国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》
2009年12月	国务院常务会议提出“新国四条”
2010年1月	国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010年4月	国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2011年1月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011年1月	国务院“新国八条”
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014年	央行多次降息，多地取消限购
2015年2月	央行降息
2015年3月	央行调整二套房首付比例；财政部调整营业税征收标准
2015年4月	央行降准
2015年5月	央行降息
2015年6月	央行降准、降息

资料来源：联合评级搜集整理

2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。经济下行压力与日俱增，国家稳定住房消费以防止房地产市场进一步下滑，刺激房地产市场以保经济增速。房地产市场调控政策因此由强力行政干预走向市场化，由令出中央到下放地方。2014年，全国大多数城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展，到目前为止，46个限购城市中仅余北京、上海、广州和深圳仍执行限购政策。此外，部分城市的救市措施还从公积金贷款调整、契税减免、调整首付比例、购房补贴、户籍准入等方面入手，呈现多元化、纵深化格局。

进入 2015 年，国家房地产调控政策相继出台。2 月 28 日，央行决定自 2015 年 3 月 1 日起，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.35%，一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.5%，存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.2 倍调整为 1.3 倍。3 月 30 日，人民银行和财政部相继发文，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购买二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征营业税。相关政策反映出国家层面对房地产行业的支持，对房地产行业形成利好。自 4 月 20 日起，央行决定下调各类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点。自 5 月 10 日，央行决定一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%，存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。自 6 月 28 日，央行决定针对性地对金融机构实施定向降准，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.85%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2%，其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。

总的来看，目前房地产行业调控方向正从行政手段逐渐转变为长效的经济手段，在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动，但在支持居民自住、改善性住房需求的宏观政策背景下，预计房地产市场仍将保持向好发展。

5. 行业关注

房地产行业处于调整周期，行业风险加大

作为资金密集、高杠杆行业，房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，这也是国内房地产市场一直以来的基本模式。如果遇到加息、人民币贬值将导致热钱流出，上调存款准备金等因素导致市场资金面趋紧，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。近几年来部分城市房地产市场快速扩张，需求有过度释放迹象。部分城市的房地产市场风险已经充分暴露，例如鄂尔多斯市、温州、杭州和青岛等。未来，如果中国经济在转型压力下低速增长，很可能有更多的城市出现住宅供求失衡、房地产泡沫破裂的现象。国内房地产市场的持续低迷，房地产企业销售全面下降，流动性风险增加，会让金融机构对房地产企业贷款更为谨慎甚至于收缩。而且受早期房地产暴利以及房地产调控政策影响，房地产企业在国内的融资很大一部分通过包括信托在内的影子银行实现，融资成本居高不下；而当前一旦遭遇销售不畅，很容易造成资金链断裂及风险暴露。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

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

我国人口向老龄化发展，不利于房地产行业的长期发展

由于计划生育制度和医疗卫生水平提高，我国老年人的比例不断上升，全国将进入老年型社会。二十世纪八十年代以后出生的独生子女在二十一世纪初对住房的刚性需求较强，引起了房价的大幅上涨，到二十一世纪二十年代后，我国的人口增速将大幅降低，这些独生子女的下一代将可能继承多套房产，届时房地产将严重供大于需；同时，由于人口红利的丧失，我国宏观经济的增速将进一步放缓，也在一定程度上影响了居民对住房的购买力，房地产的价格也将会大幅下跌，这不利于房地产行业的长期发展。

总的来看，房地产行业面临国家宏观调控政策变化、融资困难和融资成本较高以及人口增速降低带来的不确定性风险。未来房地产行业发展面临一定的压力。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

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

地方政策调整更趋灵活，空间更大

市场化改革和长效机制的建立不可能一蹴而就，随着多地限购政策的取消，各地政策的调整或将迎来新的契机。北上广深等一线城市难以从限购方面取得突破，而将继续从公积金、信贷等方面支持自住需求；对于其他城市来说，政策调整空间将有所扩大。

参股商业银行，转型金融化地产公司

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

转变盈利模式，提升经营收益

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

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

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司采用“不囤地、不捂盘、零库存”经营模式，通过“快速拿地、快速建设、快速销售”的经营策略实现公司高速增长，多次获得房地产“盈利性 TOP10”，“成长性 TOP10”等诸多荣誉。目前，已经形成住宅地产、商业地产和物业管理三大核心产业，连续十年入选“中国房地产百强企业”，品牌价值达到 51.83 亿元。

公司一方面着力推进郑州、济南、苏州等“老牌”城市的深耕计划，另一方面首次进入上海、天津、西安、长沙和三亚等一二线城市，公司准入市场锁定国内一线城市，以及具有良好经济基础、发展潜力和人口基数的二线发达城市，以城市扩张升级和城镇化进程为发展契机，在所进驻城市实行战略深耕和纵深发展，通过滚动持续开发，不断扩大在当地的市场份额、品牌积淀和客户基础。国内城市布局形成了以北京为中心，辐射华北、华东、华中、华南以及西北、西南的全国性业务版图。截至目前累计建设完工项目 27 个，完工面积逾 655 万平方米，在建项目 18 个，在建面积逾 563 万平方米。

目前公司的主要承包商是中建一局、中建二局、中建七局，中铁建设等大型央企，并与中建一局、中建七局签订了战略合作框架协议，这些大型著名央企承包商不仅为公司发展提供了雄厚的资金支持，同时保证了公司项目高品质形象。

总体看，公司在行业内规模中等，具备一定的竞争力。

2. 人员素质

截至 2015 年 9 月底，公司董监高人员合计 4 人，其中包括执行董事张勇、监事李鹏、首席执行官王信琦、首席财务官刘怀宇。

张勇先生，现年 52 岁，工商管理硕士。1985 年至 1997 年，张勇先生先后担任郑州市城建开发总公司工程师、郑州市第三建筑工程公司施工负责人、郑州安泰房地产开发有限公司项目部经理，1997 年至 2006 年担任河南鑫苑置业有限公司董事长，2006 年至今，担任公司执行董事。

王信琦先生，现年 48 岁，工商管理硕士。王信琦先生拥有超过 20 年的地产行业经验。在加盟鑫苑前，王信琦先生担任万达商业地产股份有限公司副总裁，兼北方项目管理中心总经理。现任鑫苑（中国）置业有限公司首席执行官。

截至 2015 年 9 月底，公司本部在职员工合计 221 人。按年龄构成划分，30 岁以下占比 16.29%，30~39 岁之间占比 63.35%，40~49 岁之间占比 18.55%，50 岁以上占比 1.81%；按文化程度划分，大专及其他学历以下占比 8.14%，本科学历占比 58.73%，研究生学历以上占比 32.13%；按岗位构成划分，营销管理占比 7.24%，技术研发占比 30.32%，其他综合管理占比 62.44%；按职称构成划分，高级职称占比 36.20%，中级职称占比 47.06%，初级职称及其他占比 16.74%。

总体看，公司高管人员具有丰富的工作背景及管理经验，本部员工整体素质尚可，年龄结构合理，能够满足公司运营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司系鑫苑控股（纽交所上市公司）的旗下核心企业，并在公司治理、内部控制方面属鑫苑地产控股的一部分。

鑫苑地产控股已建立了相互独立、权责明确、相互监督的股东大会、董事会、下属委员会和管理层，组建了较为规范的内部组织机构，制定和完善了《公司章程》、《公司治理准则》、《商业行为及道德准则》及《董事会议事规则》等治理文件，并设置了投资委员会、提名与公司治理委员会、薪酬委员会、审计委员会 4 个董事会委员会，明确了董事会、管理层之间的权责范围和工作程序。

公司股东（鑫苑控股）为公司的最高权利机构，公司执行董事应根据投资方之决议执行与公司有关的一切重大事宜。公司不设董事会、监事会，有执行董事一名，监事一名。执行董事由投资方委派，是公司的法定代表人，监事由投资方任命。

总体看，公司法人治理结构较完善，履行相关的监管规定，股东会、董事会、监事会和管理层独立运作。

2. 管理体制

公司已建立了较为完善和健全的内部管理制度，涵盖了财务管理、成本管理、工程管理、财务管理、人力资源管理、投资管理、行政管理、营销管理和信息化管理等方面。内部控制的检查、监督及信息披露等重大环节，确保了公司各项工作高效有序运行。公司已完成内部控制体系建设工作，现有的内部控制制度符合相关法规和证券监管部门的要求，符合当前公司经营实际情况需要，在企业管理各个过程、重大投资、重大风险等方面发挥了较好的控制与防范作用，能够对公司各项业务的健康运行及公司经营风险的控制提供保证。公司内部控制系统完整、有效，能够保证公司规范、安全、顺畅的运行。

公司下设审计监察部、人力资源部、行政管理部、财务管理部、财务核算部、法律事务部、信息流程部、商业管理部、成本管理部、计划运营部、设计管理部、营销管理部、品质监管部、投资发展部、创新业务部等部门；2014 年纳入合并范围的子公司包括 19 家 1 级子公司，20 家 2 级子公司，2 家 3 级子公司。

财务管理方面，公司划分了制度建设及、税务筹划、资金管理、预算管理和会计核算等职能。其中资金管理方面，对公司的资金进行统一管理、调度、配置和使用，保证资金在体系内的高效循环和流转，保证资金使用效益的最大化；组织制定集团年度、季度、月度的资金计划，并对各城市公司的资金使用状况进行监督，根据现金流情况提供风险预警。预算管理方面，公司年初制定预算，月度有资金计划，所有融资方案先报集团审批。公司财务人员由集团任免、薪酬由集团制定，整个财务体系由集团进行垂直管控。

成本管理方面，公司划分了目标成本管理、过程成本管理、招标采购管理等职能。其中目标管理方面，在可研阶段配合投资发展部进行投资测算，设计阶段配合过程管理职能提出成本控制建议，进行方案版目标成本测算，组织编制项目决策文件；过程成本管理方面，负责目标成本的动态管控，确保工程成本可控。

工程管理方面，投委会决定项目是否开工，公司一般拿到地后 8 个月以内开盘，拿到项目后所有的工程节点均已定好，由项目公司操盘，城市公司报批，随后动态周期监控。

投资管理方面，公司划分了市场分析预测、土地投资拓展职能，收集和评价重点城市房地产市场信息，并开展城市评价工作，制订、实施集团土地储备计划，指导和监督各城市公司的战略执行，依据公司战略和经营要求，制订公司投资项目的业态组合策略、运作经营模式、退出机制等并进行可行性研究，提出明确投资策略和开发方案供公司决策。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理制度，内部管理比较规范。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发与销售，采用“不囤地、不捂盘、零库存”项目运作模式，通过“快速拿地、快速建设、快速销售”的开发策略实现公司高速增长。2012~2014年，公司营业收入规模呈现波动增长态势，年均复合增长12.11%。其中，2014年实现营业收入54.46亿元，较上年下降12.01%。

从公司营业收入的构成来看，房地产开发业务是公司主要收入来源，近三年占公司营业收入的比例均在96%以上，2014年房地产开发业务实现营业收入52.76亿元，占当年营业收入的96.87%，公司主营业务十分突出。公司物业管理业务和物业租赁业务收入规模较小，近三年在公司营业收入中占比不大。

毛利率方面，公司近三年整体毛利率基本维持稳定，呈现小幅波动，2014年整体毛利率为34.84%，较上年下降5.87个百分点。分业务来看，公司房地产开发业务毛利率呈现先升后降的态势，其中2013年该业务毛利率较上年增加8.82个百分点，主要是受项目结算结构变化影响导致结算均价提升所致；2014年房地产开发业务毛利率较上年下滑5.96个百分点，主要是公司当年进入一、二线城市，项目成本有所提升所致。

表4 2012~2014年公司营业收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2012年			2013年			2014年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
房地产开发	423,064.27	97.64	32.10	606,882.02	98.06	40.92	527,553.11	96.87	34.96
物业管理	10,223.61	2.36	30.73	11,287.10	1.82	25.90	16,577.64	3.04	30.65
物业租赁	8.20	0.00	100.00	741.08	0.12	100.00	498.53	0.09	73.88
合计	433,296.08	100.00	32.07	618,910.20	100.00	40.71	544,609.28	100.00	34.84

资料来源：公司提供

从公司房地产开发业务的具体构成看，住宅开发业务是其主体部分且呈现波动增长趋势，2014年住宅开发业务实现收入44.77亿元，占公司房地产开发业务收入的84.87%，在主营业务中占绝对主导地位；商业地产开发业务占比相对较低但增长迅速，2014年商业地产开发业务实现收入7.98亿元，占公司房地产开发业务收入的15.13%。房地产开发商业地产业务主要涵盖商业、写字楼，近三年该业务收入规模保持波动增长但占公司房地产开发业务收入比重变动较小，其中2013年该业务收入规模大幅增加至7.56亿元，主要是公司加大营销力度所致，2014年该业务收入规模小幅增长至7.98亿元，主要是公司营销策略调整所致。

从房地产开发业务的毛利率来看，住宅开发业务2013年毛利率最高，为37.73%，其他两年毛利率有所下滑，但均保持在30%以上，主要是受房地产行业调控影响所致；商业地产开发业务毛利率较高且相对稳定，近三年平均值为48.93%，其中2013年一度达到63.03%，主要是由于高端商业地产占比增加以及出租率提升所致。

表5 2012~2014年公司房地产开发业务细分情况（单位：万元、%）

细分板块	2012年			2013年			2014年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
住宅	395,048.69	93.38	30.23	531,329.32	87.55	37.73	447,742.89	84.87	36.51
商业地产	28,015.58	6.62	58.39	75,552.70	12.45	63.03	79,790.22	15.13	25.38
合计	423,064.27	100.00	32.10	606,882.02	100.00	40.92	527,533.11	100.00	34.96

资料来源：公司提供

2015年1~9月，公司实现营业收入54.42亿元，占去年全年的99.93%；净利润2.36亿元，占去年全年的48.96%，主要系公司加强项目去化力度，综合毛利率下降所致。

总体看，近三年公司住宅开发业务实现波动增长，商业地产开发业务实现持续大幅增长，房地产开发业务毛利率维持较好水平。未来随着国内房地产市场环境逐步好转，以及公司在售楼盘的开发和销售渐次推进，预计公司营业收入规模将保持稳健增长。

2. 土地储备

公司房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润规模最为重要的环节。从公司土地储备决策流程方面来看，主要分为机会识别阶段、立项审批阶段、合同谈判阶段、尽职调查阶段和项目移交。机会识别阶段针对不同类型项目分为城市公司和业务发展部主导，针对地块进行信息获取和筛选整理，并进行立项调研，经过城市公司总经理审批或业务发展部总经理审批后提交总裁会议进行决策，其后由上述业务部门和城市公司撰写《立项可行性研究报告》提交房地产项目委员会立项评审；立项审批阶段，由房地产项目委员会将审议通过的项目通过法律事务部和财务部设计交易方案，并对拟定的合同进行三轮审核后，交由公司高层进行评审。针对评审通过后的地产项目授权城市公司和业务发展部进行合同谈判和尽职调查，完成后通过项目移交会议汇集运营中心等相关部对于项目进行评定，并将项目资料建档移交至相关部门。

在土地储备策略方面，随着开发规模不断扩大以及发展战略的调整，公司拿地力度逐年加大，土地购置面积快速增长，2012~2014年土地购置面积分别为14.09万平方米、58.11万平方米和73.60万平方米，对应规划建筑面积分别为52.52万平方米、175.86万平方米和209.95万平方米，基本满足未来3~5年公司房地产开发业务的用地需求。

表6 2012~2014年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元）

时间	土地购置面积	对应建筑面积 (规划面积)	用途	购地支出	期末土地储备 (未开发)
2012年	14.09	52.52	住宅、商业	16.35	14.09
2013年	58.11	175.86	住宅、商业	33.65	29.11
2014年	73.60	209.95	住宅、商业	46.83	51.73

资料来源：公司提供

在土地储备区域方面，2012~2014年，公司主要关注二线城市的土地采购机会，筛选市场容量大、存量压力小的部分二线区域中心城市增加土地储备，包括郑州、济南、西安、苏州等城市，并重点在这些城市资源集中、物业保值升值潜力大的核心地段增加优质项目的土地储备。同时，也会适时关注一线城市具有良好盈利前景的土地出让情况并审慎参与其中。公司会对拟进入城市的现状、发展趋势、人口、消费能力以及对房地产的承载能力等进行综合分析及判断，并决定是否进入该城市。截至2014年底，公司通过招拍挂方式在4个二线城市拥有土地储备面积51.73万

平方米，土地总价款 22.49 亿元，土地储备均价 4,347.57 元/平方米。

表7 截至2014年底公司土地储备区域分布情况

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	合计
城市数量（个）	--	4	--	4
土地储备面积（万平方米）	--	51.73	--	51.73
面积占比（%）	--	100	--	100
土储总价款（亿元）	--	22.49	--	22.49
价款占比（%）	--	100	--	100
土地储备均价（元/平方米）	--	4,347.57	--	4,347.57

资料来源：公司提供

公司仍然坚持在二线城市持续深耕发展，除传统的招拍挂方式外，公司将继续采用灵活多样的获取合作方式进行土地储备，尽可能降低土地储备的价格水平和资金成本，平抑市场波动带来的利润风险，包括采用土地一二级联动方式来降低土地获取价格水平，利用公司兼并收购机会来延长土地资金投入周期，利用公司品牌、团队、物业等优势对外合作开发来降低项目实际资金投入规模等。

总体看，公司土地储备规模相对较大，基本能够满足未来 3~5 年开发需求，主要以二线城市为主，土地获取价格合理，具备一定升值空间。

3. 原材料采购

公司将采购分为土建、装修、园林、材料等不同部分，但采购方式基本相同。公司采用集中采购与分散采购相结合、以集中采购为主的采购模式。近年来公司集中采购量占公司每年采购量的 80% 左右。

土建、装修和园林采购

土建、装修和园林采购是公司发包量最大的采购项目，年均发包量在 60 亿元到 80 亿元之间。由于该等供应商主要提供建造和装修等服务，公司并不直接管理供应商的内部流程，因此公司主要通过管理供应商和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制施工质量。

供应商筛选方面，公司通过筛选各个子行业中领先公司并主动建立商业联系的方式获取供应商资源，经过多年积累，公司已经建立起丰富的供应商数据库（含材料供应商），并建立起相对稳定健全的供应商体系和管理方式。供应商管理方面，公司管理与监察中心主要通过资质、综合实力、供应及时性、产品质量、施工安全和施工进度等方面对供应商进行考核，每个季度在区域内进行供应商排名，对于当季考核不达标的供应商公司要求其整改，若连续两个季度不能达标，则要求供应商更换相关团队，若仍不能达到公司标准，将取消该供应商在当地的供应资格。对于排名靠前的供应商，公司在该考核区域内会给予较多的发包量，并尝试逐步建立起协商直接发包的机制，降低管理成本和交易成本。截至 2014 年底，公司前五大建筑承包商占建筑发包量的 94.31%，集中度极高，其中第一大建筑承包商发包金额 26.01 亿元，占当期同类发包量的 35.64%，如下表所示。

表8 2014年公司建筑承包商集中度情况（单位：亿元、%）

序号	公司名称	发包金额	占当期同类发包量比重
1	建筑承包商一	26.01	35.64
2	建筑承包商二	19.44	27.91
3	建筑承包商三	12.00	16.44

4	建筑承包商四	6.84	9.37
5	建筑承包商五	4.55	6.23
	合计	68.84	94.31

资料来源：公司提供

截至 2014 年底，公司前五大装修承包商占装修发包量的 52.72%，集中度较高，其中第一大装修承包商发包金额 0.15 亿元，占当期同类发包量的 13.76%，如下表所示。

表9 2014年公司装修承包商集中度情况（单位：亿元、%）

序号	公司名称	发包金额	占当期同类发包量比重
1	装修承包商一	0.15	13.76
2	装修承包商二	0.14	12.84
3	装修承包商三	0.12	11.13
4	装修承包商四	0.10	9.17
5	装修承包商五	0.06	5.82
	合计	0.57	52.72

资料来源：公司提供

工程结算方面，公司与承包商采用按工程进度支付工程款的方式进行结算，在工程完工时能够支付大约 80%的工程款，工程完工验收后，支付 15%工程款，剩余 5%工程款于两年质保期后支付。

材料采购

公司材料采购发包量年均在 20 亿元左右。公司材料供应分为甲供和乙供两类。甲供材料是指由公司采购并运至项目现场使用的材料，乙供材料是指由总包方采购的材料。公司甲供材料包括电梯、管线、电缆、墙砖地砖、洁具等，乙供材料主要是需要在项目当地采购的钢筋、混凝土和石材等。甲供材料在材料采购中占主要部分。

对于甲供材料供应商的筛选、管理、考核和淘汰，公司采用于上述土建供应商类似的模式。但由于公司材料供应商众多，供应产品分散，因此供应商集中度不高。乙供材料方面，公司指定材料品牌和型号，并由总包商负责采购，公司管理与监察中心派驻项目现场的人员对每批乙供材料进行检测，保证材料质量。

整体看，公司采用集中采购为主的采购模式，公司对供应商的筛选、管理和评价有具体有效的措施方法，供应商合作关系稳定，采购成本具有一定优势。

4. 项目开发

公司采用总公司、区域公司、项目公司的三层管理架构，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由区域公司完成，公司对区域公司及下属项目的建设、销售等制定计划、进行管控指导并组织考核。截至 2014 年底，公司业务范围已拓展至北京、上海、天津、郑州、西安、长沙、三亚、成都、济南、昆山、苏州、徐州、安徽等 13 座城市，2014 年底纳入合并范围的子公司包括 19 家 1 级子公司，20 家 2 级子公司，2 家 3 级子公司。

在市场准入方面，公司锁定国内一线城市，以及具有良好经济基础、发展潜力和人口基数的二线发达城市，以城市扩张升级和城镇化进程为发展契机，在所进驻城市实行战略深耕和纵深发展，通过滚动持续开发，不断扩大在当地的市场份额、品牌积淀和客户基础。同时，以进驻城市为中心和原点，逐步辐射周边市镇或区域，形成以点带面的区域化发展和扩张，通过同区域内管理资源和业务资源的共享，以及管理权限向业务前端的延伸和下探，有效提升区域公司的能动性

和竞争力。

在用地开发方面，公司始终坚持以土地为原材料的匠人准则，以客户视角的人性化选址标准对地块进行严格筛选，确保客户最终得以享受地段的优势利好及价值提升。公司选择的地块均位于城市核心地段，或者具有巨大发展潜力和政策利好的新兴区域，以客户生活的品质和便利性为衡量杠杆和出发点，全面平衡和配置项目的购物、娱乐和便民资源。同时，基于对区位规划的科学分析和判断，有效地与市政配套形成对接和互补，包括发达畅捷的交通路网，以及全面优质的教育和医疗资源等，从而将优质地段加工成为客户满意的优质产品。

从房地产开发建设情况看，2012~2014 年公司开发建设规模稳步提升，2014 年内新开工项目 10 个，新开工面积 224.00 万平米；与此同时，公司期末在建项目数量和在建面积保持快速增长之势，截至 2014 年底，公司期末在建项目 17 个，较上年增加 8 个；期末在建面积 339.13 万平方米，主要系 2013 年、2014 年新开工面积大幅增长所致；当期竣工面积 30.87 万平方米，较上年减少 57.11 万平方米，主要系 2012 年无新开工项目以及 2013、2014 年新开工项目尚在建设周期之中所致。2012~2014 年公司项目开发详细情况如下表所示。

表 10 2012~2014 年公司项目开发情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
当期新开工面积（万平方米）	0	134.00	224.00
当期新开工项目数量（个）	0	6	10
期末在建面积（万平方米）	99.98	146.00	339.13
期末在建项目数量（个）	3	9	17
当期竣工面积（万平方米）	82.39	87.98	30.87

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目较多，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要，但对开发资金的需求规模较大。

5. 房产销售

公司下辖项目的销售采用代理销售和自主销售相结合的方式，以代理销售为主，另加 400 人左右的置业顾问。公司制定年度销售计划，并分解至季度和月度，落实到区域公司和项目，由区域公司营销部门负责协调代理公司执行销售计划，公司营销中心负责计划的制定、销售监督、业绩考核和人员激励。公司定期与内部销售人员及代理公司销售团队召开销售会议，协调销售进度，解决遇到的问题。销售人员的考核主要关注销售进度和资金回笼情况。公司高效严密的计划和考核体系保证了房款回收的速度。

在销售手段方面，公司基层销售人员可以按照项目的去化情况、周边市场变化以及项目类型等对项目进行包装、促销和蓄客，但所有促销方案均由区域公司上报至集团总部进行审批后方可执行。

从近三年销售情况看，公司销售面积呈现稳步上升态势，2014 年实现签约销售面积 76.30 万平方米，较 2013 年小幅增长 8.86%，实现签约销售金额 82.30 亿元，较 2013 年大幅增长 32.96%。从销售价格上看，近三年，由于房地产价格整体上涨，以及公司在售产品逐步从三线及以下城市过渡至一线城市和二线城市并重，导致销售均价持续上升，2014 年签约销售均价为 10,786.37 元/平方米，如下表所示。

表11 2012~2014年公司项目销售情况

项目	2012年	2013年	2014年
签约销售面积(万平方米)	58.44	70.09	76.30
签约销售金额(亿元)	52.50	61.90	82.30
签约销售均价(元/平方米)	8983.57	8831.50	10786.37
结转收入面积(万平方米)	52.63	101.08	37.56
结转收入(亿元)	42.29	60.53	52.60
回款率(%)	90.35%	92.33%	91.55%

资料来源:公司提供

从可售项目情况来看,公司可售项目规模相对较大,截至2014年底,公司可售项目数17个,尚余可售面积合计188.89万平方米。从区域分布看,公司可售项目大部分位于一线城市和二线城市,分别占2014年尚余可售面积的7.54%和92.46%。从近两年的销售情况看,公司销售面积保持在750,000平方米左右,可售面积能够满足未来2~3年的销售需求。

表12 截至2014年底公司可售项目情况(单位:个、万平方米)

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	合计
项目数	2	15	0	17
2013年销售面积	0	70.09	0	70.09
2014年销售面积	7.67	68.63	0	76.30
尚余可售面积	14.25	174.64	0	188.89
可售面积占比	7.54%	92.46%	0.00%	100.00%

资料来源:公司提供

从项目销售计划来看,公司预计未来三年将继续加大销售力度,提升公司产品去化能力,预计签约销售面积和销售金额好于过去同期水平,预计销售回款能够保持上升趋势,如下表所示。

表13 公司预计未来三年销售及回款情况(单位:万平方米、亿元)

项目	2015年	2016年	2017年
预计签约销售面积	105.88	115.44	148.75
预计签约销售金额	102.37	120.47	150.55
预计销售回款金额	92.66	108.67	135.83

数据来源:公司提供

注:表中数据不代表公司对于未来经营情况的承诺

总体看,近年来公司销售情况良好,预计未来销售量及回款将继续保持增长态势,但公司可售面积规模相对较大,存在较大的去化压力。

6. 自持物业情况

公司持有部分商业物业,主要分布在二线城市。截至2014年底,公司共持有商业物业6.12万平方米,入账成本31,957.14万元。

表14 截至2014年底公司自持物业情况(单位:万平方米、万元)

城市类别	一线城市	二线城市	三线城市	合计
建筑面积	--	6.12	--	6.12
入账成本	--	31,957.14	--	31,957.14
公允价值	--	--	--	--
增值率	--	--	--	--

资料来源:公司提供

从自持物业业态构成上看，公司自持物业主要由公司已开发楼盘中的配套商业设施构成，分布于郑州、济南、苏州等地。此外，还包括部分幼儿园、会所等住宅配套设施。截至 2014 年底，按入账成本计算，公司前五大自持物业建筑面积合计 5.43 万平方米，入账成本合计 27,520.90 万元。

表15 截至2014年底公司入账成本前五位自持物业情况（单位：万平方米、万元）

序号	物业名称	位置	建筑面积	业态	入账成本
1	郑州现代城商业	郑州	4.43	商业	24,161.54
2	济南鑫苑名家幼儿园	济南	0.33	幼儿园	1,435.41
3	济南国际城市花园幼儿园	济南	0.19	幼儿园	756.07
4	苏州国际城市花园	苏州	0.30	会所	602.00
5	济南城市之家幼儿园	济南	0.18	幼儿园	565.88
	合计	--	5.43	--	27,520.90

资料来源：公司提供

总体看，公司自持物业主要为公司房地产开发的配套商业，主要集中于二线城市，整体经营管理比较成熟，具有一定的增值潜力。

7. 经营效率

2014 年公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率分别为分别为 129.99 次、0.28 次和 0.27 次，均较上年有所下降，主要是公司应收账款和存货快速增长，增速超过公司收入增长速度所致。

总体看，公司各项资产运营情况良好、经营效率一般，尚存在一定的提升空间。

8. 经营关注

公司二线城市的土地储备较多

公司土地储备主要位于二线城市，规模相对较大。该等土地储备虽然成本较低，公司在进入二线城市时，会对该地区人口数量、GDP 规模和购买能力等进行综合评估，尽管二线城市土地储备出现大面积价值折损的可能性不大，但未来持续开发后的销售前景仍值得关注。

公司存货去化时间较长

公司尚余可售面积主要位于一、二线城市，其中二线城市占年末尚余可售面积的 92.46%，规模相对较大、占比相对较高。考虑到我国房地产行业整体形势，未来房地产市场在一二三线城市之间出现分化的可能性较大，二线城市整体上看抵抗行业景气波动的能力较低，需要密切关注公司存货的去化情况，以及公司销售回款的影响。

未来开发资金需求规模较大

公司土地储备规模较大，在建项目未来三年需要投入较大规模的资金，对公司资金流形成一定压力，需要关注由此带来的经营和财务风险。

9. 未来发展

公司以精品住宅开发和商业综合体建设运营为主营业务，在国内坚持“做大做强”的发展理念，立足于一线城市和主要二线城市，以深耕区域中心城市为市场拓展策略，通过区域聚焦稳步提升市场份额和土地储备。通过对商业综合体和社区商业等多条商业产品线的组合落地，公司为客户提供全方位的生活服务产品，通过对自持集中商业和散售商业的科学配比，形成优良的资产结构和收益模式。在主营业务不断壮大的基础上，公司积极探索地产相关多元化业务，以期与主

营业务互为补充，通过创新产品模式的孵化和研发，形成新的业务增长点。以地产业务为平台和切入点，公司现已逐步涉足养老养生、文化旅游、电子商业、文化影视等领域，并取得良好的开端和发展势头，为公司未来新型产品线的形成和落地打下了良好的基础。

公司以“创建美好家园是我们的共同心愿”为使命，秉承以人为本的服务理念，打造行业领先的金牌物业管理服务。公司运用互联网思维对社区服务体系进行全面的升级和改造，通过线下体验中心和线上 APP 的互动结合，为客户带来全新的智慧社区生活体验。未来，公司的物业管理服务将在全国范围内逐步扩大市场份额和品牌影响力，为公司轻资产运营和管理输出业务的发展成熟打下基础。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年度合并财务报表已经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留的审计意见。2015 年 1~9 月财务数据未经审计。公司以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部发布的《企业会计准则—基本准则》、41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）的披露规定编制财务报表。公司主营业务未发生变化，近三年财务数据可比性较强。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 236.25 亿元，负债合计 177.78 亿元，所有者权益 58.47 亿元（归属于母公司所有者权益合计 57.92 亿元）；2014 年公司实现营业收入 54.46 亿元，净利润 4.82 亿元（归属于母公司所有者的净利润合计 4.92 亿元）；经营活动产生的现金流量净额-34.38 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.05 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 265.82 亿元，负债总额 205.15 亿元，所有者权益 60.67 亿元（归属于母公司所有者权益合计 60.44 亿元）。2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 54.42 亿元，净利润 2.36 亿元（归属于母公司所有者的净利润合计 2.52 亿元）；经营活动产生的现金流量净额-3.30 亿元，现金及现金等价物增加额 5.75 亿元。

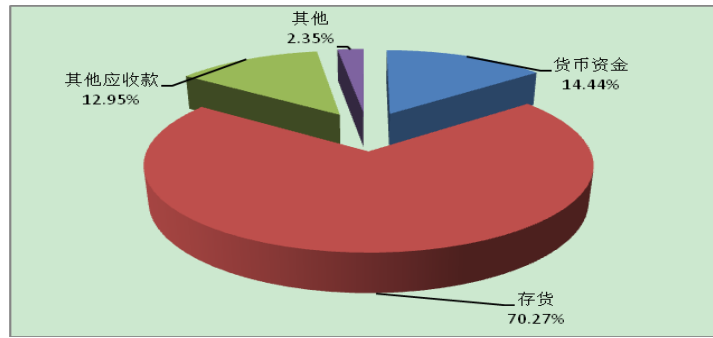
2. 资产质量

2012~2014 年，随着公司经营规模的不断扩大，公司资产总额平稳增长，近三年年均复合增长 31.89%。截至 2014 年底，公司合并资产总额 236.25 亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为 92.66% 和 7.34%，资产构成以流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产呈增长态势，三年年均复合增加 27.77%。截至 2014 年底，公司流动资产合计 218.91 亿元，主要由货币资金（占 14.44%）、其他应收款（占 12.95%）、和存货（占 70.27%）构成。

图8 截至2014年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2012~2014年，公司货币资金规模逐年下降，年均复合下降11.63%，主要系业务领域扩张所致。截至2014年底，公司货币资金为31.60亿元，公司货币资金中受限使用资金0.05亿元，为银行存款保证金。

2012~2014年，公司其他应收款规模逐年上升，近三年年均复合上升172.84%，2013年以来，公司其他应收款大幅增加，主要是项目押金、保证金类款项增加所致。截至2014年底，公司其他应收款净额28.35亿元，已计提坏账准备0.16亿元，账期基本在1年以内，主要为与郑州市二七区市政管理局、郑州市国土资源局、西安大兴新区综合改造管理委员会、济南市房地产业协会等公司的往来款。其他应收款金额前五名单位合计占比67.00%，集中度较高，存在一定的回款风险。

2012~2014年，公司存货规模逐年上升，近三年年均复合上升40.31%，公司存货规模增长主要由于新增房产未销售所致。截至2014年底，公司存货净额153.82亿元，房地产开发成本占比96.71%，未计提存货跌价准备。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产逐年增长，近三年年均复合增长为218.90%。截至2014年底，公司非流动资产合计17.34亿元，主要由持有至到期投资（占32.87%）、投资性房地产（37.12%）和固定资产（占20.94%）构成。

2012~2014年，公司投资性房地产规模增长快速，主要由于自用房地产或存货转入所致。截至2014年底，公司投资性房地产6.44亿元，未来整体宏观经济和房地产行业的景气程度会直接明显的影响到投资性房地产的公允价值。

2012~2014年，公司固定资产规模逐年增长，近三年年均复合增长为148.91%，固定资产增长快速主要是由于2013年新增运输工具较多。截至2014年底，公司固定资产3.63亿元，固定资产主要由房屋建筑物（占21.08%）、运输工具（占71.63%）构成，固定资产累计折旧0.74亿元，固定资产成新率79.61%，成新率很高。

截至2015年9月底，公司合并资产总额265.82亿元，较年初增加12.52%，从资产结构来看，流动资产占比92.33%、非流动资产占比7.67%，流动资产较年初增加12.12%，主要是货币资金和存货的增长。

总体看，公司近三年资产呈上升态势，资产构成中流动资产占比较高，公司资产流动性一般。

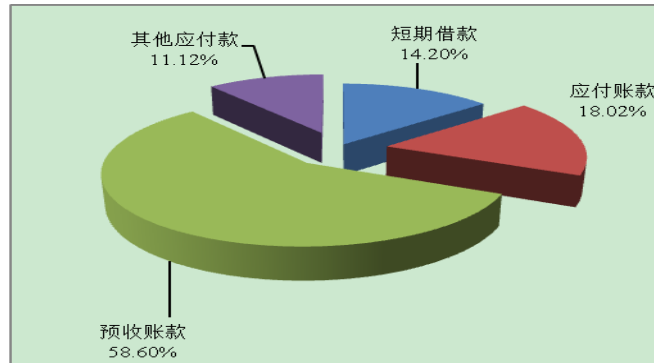
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014年，公司负债规模年均复合增长率为35.73%。截至2014年底，公司负债总额177.78亿元，其中流动负债和非流动负债分别占76.36%和23.64%，负债以流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债近三年年均复合上升 23.35%。截至 2014 年底，流动负债合计 135.75 亿元，流动负债主要以短期借款（占 14.20%）、应付账款（占 18.02%）、预收款项（占 58.60%）、其他应付款（占 11.12%）构成。

图9 截至2014年底公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司短期借款规模增长较快，近三年年均复合增长为 128.25%，主要由于经营所需资金上升。截至 2014 年底，短期借款余额 19.28 亿元，短期借款中抵押借款占比 100.00%。

2012~2014 年，公司预收款项三年年均复合增长 4.18%。截至 2014 年底，公司预收款项 79.55 亿元，账龄 1 年以内的占比 80.88%，主要是预收房款。

2012~2014 年，公司其他应付款三年年均复合上升 190.75%，主要是往来款增加所致，公司其他应付款主要由客户代收费及暂收款、成本事项及押金保证金、往来款项等构成。截至 2014 年底，公司其他应付款 15.09 亿元，其中一年以内的占比 92.91%。

2012~2014 年，公司非流动负债规模呈上升趋势，近三年年均复合增长 140.42%，主要由于长期借款的增长。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 42.02 亿元，主要为长期借款（占比 82.71%）和长期应付款（占 14.92%）。

2012~2014 年，公司长期借款规模逐年上升，近三年年均复合增长 118.66%，均为项目建设所形成的长期抵押借款、质押借款。截至 2014 年底，公司长期借款为 34.76 亿元。公司及其子公司用于抵押的抵押物包括京兴国用 2013 第 00189 号土地、项目土地（2013-G158 和 2013-G159）等。截至 2015 年 9 月底，公司长期借款 55.68 亿元，期限分布为 1~2 年的占比 53.29%、2~3 年的占比 46.71%、3~4 年的占比 0%。

2012~2014 年，公司 2013 年起长期应付款规模逐年上升。截至 2014 年底，公司长期应付款 6.27 亿元，主要为应付中国信达资产管理股份有限公司河南分公司 4.65 亿元，应付民生宏泰（天津）航空租赁有限公司 1.62 亿元。

2012~2014 年，公司债务规模逐年增长，近三年年均复合增长 116.52%。截至 2014 年底，公司债务规模为 54.18 亿元，其中短期债务占比 35.86%，长期债务占比 64.14%，长期债务占比较高。

2012~2014 年，公司资产负债率呈先降后升趋势，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率呈上升趋势，截至 2014 年底分别为 75.25%、48.10%、37.28%。

截至 2015 年 9 月底，公司合并负债总额 205.15 亿元，较年初增长了 15.40%，从负债结构来看，流动负债占比 69.93%、非流动负债占比 30.07%，主要体现在应付账款、其他应付款、长期借款的增长。

总体看，公司以流动负债为主，近三年债务规模增长很快，但债务负担尚属合理。

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益逐年增长，近三年年均复合增长21.95%，主要为未分配利润的增长。截至2014年底，公司所有者权益合计58.47亿元，归属于母公司所有者权益占比99.07%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占38.96%、资本公积占7.24%、未分配利润占51.13%。未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

截至2015年9月底，公司所有者权益60.67亿元，较年初增长了3.63%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性有待提高。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司分别实现营业收入43.33亿元、61.89亿元、54.46亿元，三年年均复合增长率为12.11%；公司实现利润总额7.74亿元、15.08亿元、6.79亿元，三年年均复合下降6.35%；实现净利润（含少数股东损益）5.37亿元、11.39亿元、4.82亿元，三年年均复合下降5.32%，主要由于销售毛利率大幅下降，实现归属于母公司的净利润5.38亿元、11.40亿元、4.92亿元

期间费用方面，2012~2014年，公司费用总额三年年均复合上升61.98%，截至2014年底为8.00亿元。管理费用逐年上升，三年年均复合增长50.06%，主要由于职工薪酬及折旧摊销费的增长，截至2014年底为5.56亿元；财务费用保持平稳，截至2014年底为0.06亿元；销售费用逐年上升，三年年均复合增长44.26%，主要由于广告费及职工薪酬的增长，截至2014年底为2.39亿元。近三年公司费用收入比分别为7.04%、6.89%、14.69%，期间费用控制能力有所减弱。

2012~2014年，从盈利指标看，受到行业增速放缓的影响，以及公司调整交付和开发的项目以适应新的宏观环境，公司盈利指标同比均出现大幅下降。2014年，公司总资产收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为5.71%、3.55%、8.62%，分别较2012年下降4.78、2.07和5.32个百分点。与房地产上市公司比较来看，公司盈利水平一般，见下表：

表16 房地产类上市公司2014年盈利能力情况（单位：%）

证券简称	主营业务毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
招商地产	37.33	6.38	14.75
卧龙地产	32.72	9.72	16.64
滨江集团	22.50	3.48	10.88
广宇集团	27.89	2.80	5.43
银亿股份	32.92	3.84	13.61
鑫苑中国	35.00	3.55	8.62

资料来源：Wind 资讯

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

2015年1~9月，公司实现营业收入54.42亿元，净利润2.36亿元。

总体看，公司营业收入波动增长，虽然净利润小幅下降，但整体盈利能力较强。

5. 现金流量

经营活动方面，2012~2014年，公司经营活动产生的现金流入分别为84.72亿元、94.60亿元和268.86亿元，流出分别为68.32亿元、99.95亿元、303.24亿元，流出的速度大于流入的速度。公司经营活动产生的现金流量净额呈下降趋势，分别为16.41亿元、-5.36亿元、-34.38亿元，公

司经营活动获取现金的能力有所下降，主要由于 2013 年、2014 年新增项目的前期投入较多。从收入质量上看，近三年公司的现金收入比为 140.60%、89.38%、116.78%，收入实现质量有所下降。

投资活动方面，2012~2014 年，公司投资活动现金流量净额分别为-0.88 亿元、-2.02 亿元、-6.73 亿元，变动较大，投资活动产生的现金流出主要为购建固定资产所支付现金和投资支付的现金（委托贷款）。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司筹资活动现金流量净额分别为-5.31 亿元、1.51 亿元、38.05 亿元，2014 年流入规模大主要由于 2013 年、2014 年新增项目配比融资，取得借款收到的现金较多。

2015 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额-3.30 亿元，投资活动产生的现金流量净额-4.08 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 13.13 亿元，现金及现金等价物增加额 5.75 亿元。

总体看，公司经营现金流净额呈下降趋势，收入实现质量较好，经营活动产生的现金流不能满足目前公司需求，主要依靠筹资活动来弥补。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司流动比率和速动比率呈波动上升态势，截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.61 倍和 0.48 倍。2012~2014 年，公司经营现金流动负债比率为 18.39%、-5.87%、-25.32%，主要由于经营现金流净额下降较多，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护程度有所下降。2014 年公司现金短期债务比为 1.65 倍，较年初下降了 6.36 个百分点，但现金类资产对短期债务保护程度较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2012~2014 年，公司 EBITDA 波动增长，分别为 7.83 亿元、15.26 亿元和 8.02 亿元，EBITDA 主要由利润总额构成，折旧、摊销虽增长较快但影响极小；同期，公司利息支出保持平稳，2014 年 EBITDA 利息倍数为 28.03 倍，EBITDA 对利息的保障能力较好；2014 年公司 EBITDA 全部债务比为 0.15，处于一般水平。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2015 年 9 月 30 日，公司不存在应披露的未决诉讼、对外担保等或有事项。

截至 2015 年 9 月底，公司获得银行综合授信 105.77 亿元，已使用 90.65 亿元，未使用额度 15.12 亿元，公司间接融资空间一般。

根据中国人民银行企业信用报告（银行版）（信用机构代码为【0020081032】），截至 2015 年 8 月 27 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 9 月底，公司负债合计 205.15 亿元，本次拟发行债券规模为 22 亿元，相对于目前公司负债规模，本次债券发债额度一般，对公司负债水平的影响一般。

以 2015 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 22 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 56.15%、61.25%和 78.92%，债务负担较发债前有所加重。考虑本次发债将偿还部分银行借款，及剔除预收因素，公司实际负债水平尚属合理。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2014 年底的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 8.02 亿元，为本次公司债券发

行额度 22 亿元的 0.36 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度一般较高；2014 年经营活动产生的现金流入 268.86 亿元，为本次公司债券发行额度 22 亿元的 12.22 倍，对本次债券覆盖程度较高；2014 年经营活动现金净流量为-34.38 亿元，为本次公司债券发行额度 22 亿元的-1.56 倍，对本次债券覆盖程度一般。

综合以上分析，考虑到公司经营过程中的毛利率和投资收益率处于行业较高水平、土地储备和可售面积相对充足，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

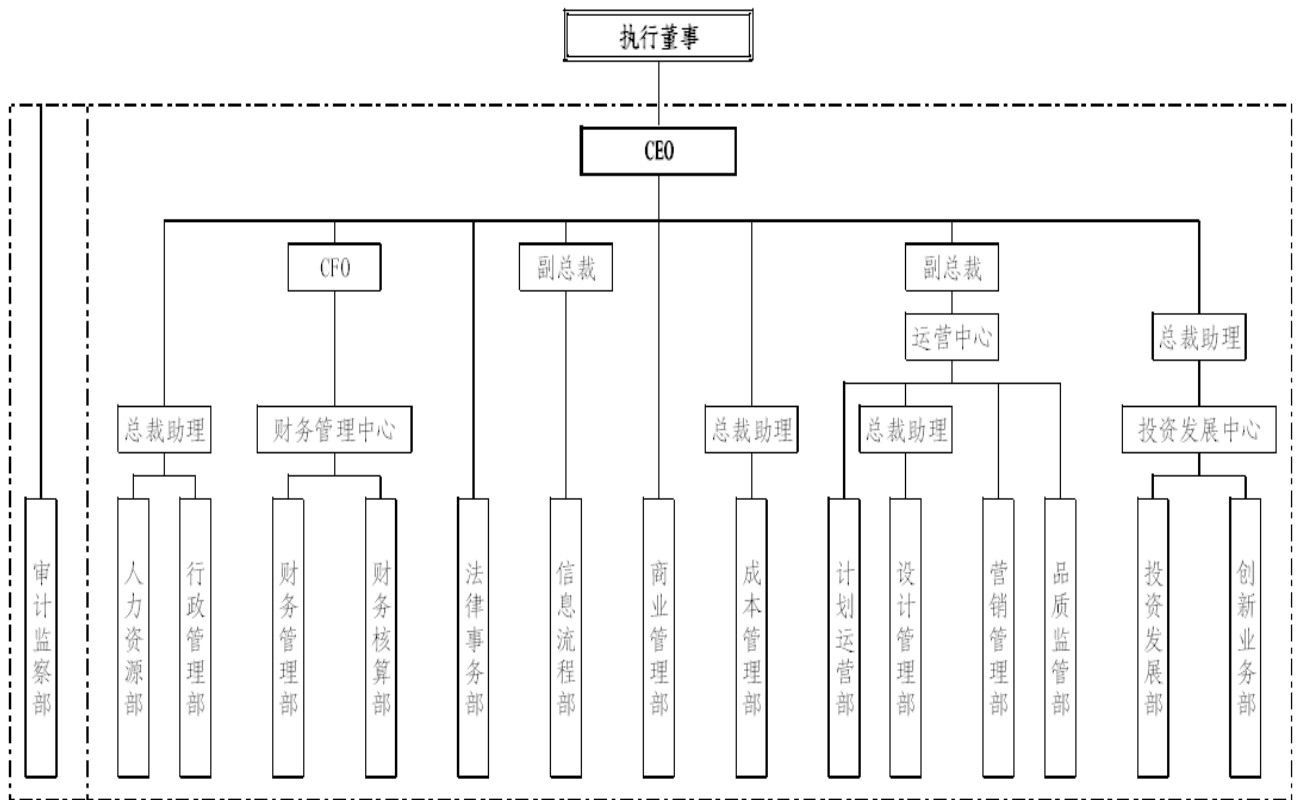
九、综合评价

公司作为鑫苑地产控股有限公司旗下核心企业，以鑫苑控股中国境内房地产开发业务板块为依托，在房地产行业景气度下滑的背景下，营业收入呈波动增长的态势，以及在品牌声誉、土地储备等方面所具备的优势。同时，联合评级也关注到公司负债水平较高，有息债务增长较快、以及公司去化压力较大等因素给公司经营与信用水平带来的不利影响。

未来随着公司房产销售的推进，公司经营规模和盈利水平有望得到提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 鑫苑（中国）置业有限公司组织结构图



附件 2 鑫苑（中国）置业有限公司
主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额（亿元）	135.81	161.82	236.25	265.82
所有者权益（亿元）	39.31	53.23	58.47	60.67
短期债务（亿元）	4.29	4.32	19.43	18.23
长期债务（亿元）	7.27	8.60	34.76	55.68
全部债务（亿元）	11.56	12.92	54.18	73.91
营业收入（亿元）	43.33	61.89	54.46	54.42
净利润（亿元）	5.37	11.39	4.82	2.36
EBITDA（亿元）	7.83	15.26	8.02	--
经营性净现金流（亿元）	16.41	-5.36	-34.38	-3.30
应收账款周转次数（次）	625.08	1,952.21	129.99	--
存货周转次数（次）	0.37	0.42	0.28	--
总资产周转次数（次）	0.32	0.42	0.27	--
现金收入比率（%）	140.60	89.38	116.78	--
总资本收益率（%）	10.48	19.46	5.71	--
总资产报酬率（%）	5.63	10.13	3.55	1.44
净资产收益率（%）	--	24.61	8.62	3.96
营业利润率（%）	25.80	31.40	24.15	17.81
费用收入比（%）	7.04	6.89	14.69	11.57
资产负债率（%）	71.05	67.11	75.25	77.18
全部债务资本化比率（%）	22.72	19.53	48.10	54.92
长期债务资本化比率（%）	15.61	13.91	37.28	47.86
EBITDA 利息倍数（倍）	--	24,344.37	28.03	--
EBITDA 全部债务比（倍）	--	1.18	0.15	--
流动比率（倍）	1.50	1.66	1.61	1.71
速动比率（倍）	0.63	0.61	0.48	0.50
现金短期债务比（倍）	9.44	8.01	1.65	2.05
经营现金流动负债比率（%）	18.39	-5.87	-25.32	-2.30
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.36	0.69	0.36	--

注：2015 年 1-9 月财务数据未经审计

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 鑫苑（中国）置业有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年鑫苑（中国）置业有限公司审计报告出具后2个月内对鑫苑（中国）置业有限公司2015年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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

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

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

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送鑫苑（中国）置业有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年十月三十日