

跟踪评级公告

联合[2017]377号

鑫苑（中国）置业有限公司：

联合信用评级有限公司通过对鑫苑（中国）置业有限公司主体长期信用状况和公开发行的“15 鑫苑 01”、“16 鑫苑 01”和“16 鑫苑 02”公司债券进行跟踪评级，确定：

鑫苑（中国）置业有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

鑫苑（中国）置业有限公司发行的“15 鑫苑 01”、“16 鑫苑 01”和“16 鑫苑 02”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司
评级总监：
二零一七年五月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

鑫苑（中国）置业有限公司 公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 鑫苑 01	10 亿元	AA	AA	2016 年 5 月 20 日
16 鑫苑 01	7 亿元	AA	AA	2016 年 5 月 20 日
16 鑫苑 02	5 亿元	AA	AA	2016 年 5 月 20 日

跟踪评级时间：2017 年 5 月 10 日

主要财务数据：

项 目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	284.09	314.27
所有者权益（亿元）	64.81	71.74
长期债务（亿元）	61.57	71.95
全部债务（亿元）	75.11	99.26
营业收入（亿元）	69.16	117.42
净利润（亿元）	6.21	5.85
EBITDA（亿元）	10.56	14.12
经营性净现金流（亿元）	11.71	-12.21
营业利润率（%）	22.96	17.66
净资产收益率（%）	10.07	8.56
资产负债率（%）	77.19	77.17
全部债务资本化比率（%）	53.68	58.05
流动比率（倍）	1.69	1.85
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	1.52	1.43
EBITDA/债券本金合计（倍）	0.48	0.64

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；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。3、公司长期应付款计入长期债务。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2016 年，鑫苑（中国）置业有限公司（以下简称“公司”或“鑫苑中国”）加大拿地力度，所获取土地大多位于一二线且获取价格合理；房地产开发业务签约销售面积和签约销售金额增长较快，为以后销售收入增长与利润实现提供一定的支撑。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司土地储备规模一般、未来资金支出压力较大、部分项目去化压力较大、有息债务增长较快等因素给公司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，经营状况将保持良好。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 鑫苑 01”、“16 鑫苑 01”和“16 鑫苑 02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2016 年，公司土地支出大幅增长，土地获取有所增加，拿地成本较为合理，且所处地区以经济发达的一二线城市为主。

2. 公司销售状况良好，签约销售面积与金额均有所提升。

3. 公司在建面积规模相对较大，且主要位于二线城市区域中心地段，对公司未来销售和回款具有较强支撑作用。

4. 2016 年，公司房地产开发业务增长较快，营业收入有较大幅度的增长，利润规模维持一定水平。

关注

1. 近期，房地产行业政策变化较大，部分地区启动新一轮限购或限贷政策。公司作为跨区域发展的房地产开发企业，受房地产行业调

整的影响需持续关注。

2. 公司在建拟建项目较多，存在较大的资金支出压力；公司部分项目地处三线城市，面临一定的去化压力。

3. 公司其他应收款规模较大，对公司营运资金形成一定的占用。公司债务规模较大，负债水平较高。

4. 与房地产上市公司比较来看，公司盈利水平处于行业中下游水平，公司盈利能力一般。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

吕 哲

电话：010-85172818

邮箱：lvz@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

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：



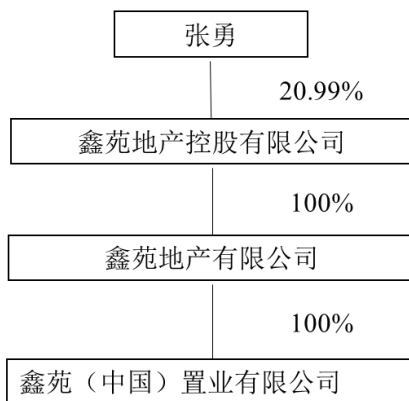
联合信用评级有限公司

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。

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。经过多次增资以及吸收合并，截至 2016 年底，公司注册资本为 30,700 万美元。公司控股股东仍为鑫苑地产有限公司（以下简称“鑫苑地产”），实际控制人仍为张勇，如下图所示。

图1 截至2016年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：房地产信息咨询；企业管理咨询；企业营销策划。（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 2016 年底，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，组织结构无变化（见附件 1）；截至 2016 年底，公司拥有 24 家 1 级子公司，34 家 2 级子公司，5 家 3 级子公司，1 家 4 级子公司，较上年新增合并子公司 9 家；本部在职员工 209 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 314.27 亿元，负债合计 242.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）71.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 70.03 亿元。2016 年，公司实现营业收入 117.42 亿元，净利润（含少数股东损益）5.85 亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计 5.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额-12.21 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.17 亿元。

公司注册地址：郑州经济技术开发区第二大街西、经南一路南兴华科技产业园 2 号楼 9 层 909 号；法定代表人：张勇。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2015]2947 号文核准批复，公司可发行金额不超过 22 亿元的债券。公司分别于 2015 年 12 月 28 日、2016 年 1 月 27 日和 2016 年 3 月 14 日，分三期公开发行人公司债券，共募集资金 22 亿元。其中，第一期 10 亿元，发行利率 7.50%，期限为 3+2 年；第二期 7 亿元，发行利率 7.47%，期限为 3+2 年；第三期 5 亿元，发行利率 7.09%，期限为 3+2 年。第一期、第二期和第三期公司债券分别于 2016 年 1 月 20 日、2016 年 2 月 25 日和 2016 年 3 月 25 日上市（第一期债券简称：15 鑫苑 01，上市代码：136126.SH；第二期债券简称：16 鑫苑 01，上市代码：136197.SH，第三期债券简称：16 鑫苑 02，上市代码：136266.SH）。

公司债券募集资金用于补充流动资金和调整债务结构，截至 2016 年 4 月底，募集资金 22 亿元已全部按计划使用完毕，其中 12 亿元用于优化债务结构，10 亿元补充流动资金。

付息情况：公司已于 2016 年 12 月 28 日支付了“15 鑫苑 01”自 2015 年 12 月 28 日至 2016 年 12 月 27 日期间的利息；公司已于 2017 年 1 月 27 日支付了“16 鑫苑 01”自 2016 年 1 月 27 日至 2017 年 1 月 26 日期间的利息；公司已于 2017 年 3 月 14 日支付了“16 鑫苑 02”自 2016 年 3 月 14 日至 2017 年 3 月 13 日期间的利息。

三、行业分析

公司主营业务是房地产开发销售与商业物业租赁，属于房地产行业。

1. 行业概况

2015 年，全国房地产开发投资 95,978.85 亿元，同比增长 1.00%，增速较上年下滑 9.50 个百分点，为近五年来的最低点。2016 年以来，房地产市场有所回暖，全国房地产开发投资 102,581 亿元，比上年名义增长 6.9%（扣除价格因素实际增长 7.5%）。其中，住宅投资 68,704 亿元，同比增长 6.4%，增速提高 0.4 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 67.0%；办公楼投资 6,533 亿元，同比增长 5.2%；商业营业用房投资 15,838 亿元，同比增长 8.4%。作为房地产市场景气度的前导指标，2016 年房地产开发投资增速的再度上扬预示房地产开发商对未来房地产市场保持乐观态度。

2016 年，房地产开发企业房屋施工面积 758,975 万平方米，同比增长 3.2%；其中，住宅施工面积 521,310 万平方米，同比增长 1.9%；办公楼房屋施工面积 35,029 万平方米，同比增长 6.0%；商业营业用房房屋施工面积 104,572 万平方米，同比增长 4.5%。

2016 年，房屋新开工面积 166,928 万平方米，同比增长 8.1%，增速提高 0.5 个百分点；其中，住宅新开工面积 115,911 万平方米，同比增长 8.7%；办公楼新开工面积 6,415 万平方米，同比下降 2.3%；商业营业用房新开工面积 22,317 万平方米，同比下降 1.0%。

2016 年，房屋竣工面积 106,128 万平方米，同比增长 6.1%，增速回落 0.3 个百分点；其中，住宅竣工面积 77,185 万平方米，同比增长 4.6%；办公楼竣工面积 3,629 万平方米，同比增长 6.1%；商业营业用房竣工面积 77,185 万平方米，同比增长 4.1%。

需要注意的是，受市场需求及全国去库存政策影响，2015 年开始，一线和三线城市投资同比增速出现明显背离，表明房地产开发商对市场分化存在共识，投资更倾向于一线经济发达城市，但 2016 年开始，一二三线城市投资增速开始趋同，一线城市投资增速放缓，二线城市自年初开始投资增幅增长，三线城市投资受去库存及市场预期影响增长有所滞后。受一线城市土地供

应限制及限购政策从严等因素限制，未来可能再度出现一线走低、三线走高的背离局面。

总体看，2016 年房地产行业整体有所回暖，投资和开发面积等重要指标同比均有所提升，但市场有所分化，可能出现房地产开发投资一线城市走低、二三线走高局面。

2. 行业供需

土地供应方面，受到 2015 年“去库存”政策的影响，2016 年房地产开发企业土地购置面积 22,025 万平方米，同比下降 3.4%；土地成交价款 9,129 亿元，同比增长 19.8%，增速回落 1.6 个百分点。土地成交宗数共为 64,502 宗，同比下降 10.71%；土地成交面积为 188,102.22 万平方米，同比下降 6.08%；土地成交价款共 34,637.32 亿元，同比增长 22.45%。2016 年，随着房地产市场不断升温，房价不断升高，同时部分城市土地供应收缩，导致“地王”频现，2016 年 9 月，100 大中城市成交土地溢价率为 80.10%，达到峰值，此后受房地产政策方向调整影响，成交土地溢价率有所下降，截至 2016 年底，成交土地溢价率为 27.38%。

开发资金来源情况，2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214 亿元，比上年增长 15.2%；其中，国内贷款 21,512 亿元，增长 6.4%；利用外资 140 亿元，下降 52.6%；自筹资金 49,133 亿元，增长 0.2%；其他资金 73,428 亿元，增长 31.9%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

销售方面，2016 年随着房地产市场不断升温，商品房销售面积 157,349 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积同比增长 22.4%，办公楼销售面积同比增长 31.4%，商业营业用房销售面积同比增长 16.8%。商品房销售额 117,627 亿元，同比增长 34.8%，增速回落 2.7 个百分点。其中，住宅销售额同比增长 36.1%，办公楼销售额同比增长 45.8%，商业营业用房销售额同比增长 19.5%。全国房地产市场价格持续增长，2016 年 12 月，百城住宅价格指数同比增长 18.71%。我国房价刚性较强，2010 年至今一直处于波动上升的态势，2016 年 12 月，百城住宅平均价格 13,035 元/平方米，已达到历史高点。

去化方面，截至 2016 年底，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，比上年末下降 3.2%，但较 11 月底增加 444 万平方米，连续 9 个月库存下降的态势被打破。其中，住宅待售面积减少 200 万平方米，办公楼待售面积增加 195 万平方米，商业营业用房待售面积增加 234 万平方米。而待售面积仅仅是指已经竣工的建筑面积，还有大量已经开工尚未竣工的面积。

总体看，受“去库存”政策影响，2016 年房地产开发企业购置面积和土地成交面积较上年有所下降，2016 年上半年成交土地溢价率总体快速上涨，下半年有所回落；资金来源中，定金及预收款与个人按揭贷款占比上升。商品房销售面积较 2015 年有所回升，住宅销售均价已达到历史高点；待售面积同比略有下降，去化压力有所缓解。

3. 行业竞争

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。从集中度看，2016 年房地产行业前 20 名销售额与销售面积占比持续提高，二、三季度二线重点城市销售情况良好，四季度随着各个房地产调控政策出台，市场开始趋于理性，销售减缓。2016 年，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 18.72%和 25.23%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 9.70%和 16.21%。

表1 2015~2016年前10名与前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2015 年	2016 年
前 10 大企业销售额占比	16.87%	18.72%
前 20 大企业销售额占比	22.82%	25.23%
前 10 大企业销售面积占比	11.31%	9.70%
前 20 大企业销售面积占比	14.62%	16.21%

资料来源：CRIC，中国房地产测评中心。

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。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，千亿房企阵营 12 家，2,000 亿房企增至 5 家，2016 年恒大以 3,731.5 亿元的销售总额超越万科成为行业第一。

表2 2016年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	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	融创中国控股有限公司
3	绿地控股集团集团有限公司	8	龙湖地产有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	华夏幸福基业股份有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

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。

总体看，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

2016 年 2 月，政府即出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%；同时调整契税税率，降低购房成本等；6 月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

2016 年下半年，随着房地产市场持续升温，新一轮限购政策出台，限制投资投机性购房，随后年末中央经济工作会议上，政府明确提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，进一步对未来房地产市场发展方向提出明确定位。在此背景下，2016 年 9~10 月初，各地政府密集出台多项房地产调控政策，包括北上广深等一线城市，也包括南京、合肥等热点城市以及无锡、佛山等三线城市。房地产市场呈现明显分化特征，因此本轮调控也因城施政，目前政策的出台均系抑制热点城市的房地产投资投机性增长，具体到不同城市，则显现出明显的思路分化。同时，此轮限购政策在土地供应方面也提出要求，对于出现库存短缺的一线城市及部分供应收缩的热点二线城市，加大土地供应，以缓解自 2016 年开始该类城市的土地持续收缩，解决短期供应减少带来的房价急剧增长。

2016 年 9 月，政府出台严控房地产企业发债的审批政策，收缩融资渠道，控制投资节奏和开发商借款比率；10 月 21 日，银监会召开三季度经济金融形势分析会，提出要严控房地产金融业务风险，包括严禁违规发放或挪用信贷资金进入房地产领域，严禁银行理财资金违规进入房地

产领域等，上述政策都旨在防范房地产高杠杆蔓延为整体市场金融风险。

2016 年 12 月，中央经济工作会议进一步强调，要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，既要抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落，对未来房地产市场发展方向提出了明确的要求。

2017 年 3 月，房地产热点城市调控升级，限购限贷城市不断增加。本轮调控以限购、限贷为主要手段，热点城市在抑制投资需求的基础上突出“补库存”；强三四线城市限购政策以预防性动机为主；其余三四线城市受益于差异化信贷政策倾斜继续坚持去库存。

表 3 2016 年以来房地产行业新出台主要政策

出台政策时间	政策类别	政策内容	影响判断
2016 年 2 月	指导性政策	国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见中提出，加快落实户籍制度改革政策；并鼓励引导农民在中小城市就近购房	持续刺激需求
2016 年 2 月	信贷政策	不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点	刺激需求，加大地方调整自主权，分化调控
2016 年 2 月	税收政策	从 2016 年 2 月 22 日起，对个人购买家庭首套房和改善性住房的，按不同税率减征契税（不适用于北、上、广、深四城市）	持续刺激需求
2016 年 6 月	指导性政策	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》	持续刺激需求
2016 年 9 月	限购政策、信贷政策	2016 年 9 月 30 日至 2016 年底中旬，已有 20 余个城市出台相关房地产限购限贷政策	抑制投资购房需求，调整房地产快速增长预期
2016 年 12 月	指导性政策	中央经济工作会议强调，要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位	保障刚性需求，抑制投资性购房
2017 年 2 月	指导性政策	到 2018 年年底，在相关地区建立符合城乡统一建设用地市场要求，产权明晰、市场定价、信息集聚、交易安全的土地二级市场，市场规则基本完善，土地资源配置效率显著提高，形成一批可复制、可推广的改革成果，为构建城乡统一的建设用地市场、形成竞争有序的土地市场体系、修改完善相关法律法规提供支撑。	规范市场规则，完善相关体系
2017 年 3 月	限购政策、信贷政策	北京、广州、郑州、南京、杭州、福州、长沙、石家庄等一线及二三线热点城市新一轮限购、限贷措施出台。	抑制投资购房需求，调整房地产快速增长预期

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，目前我国房地产行业因城施策去库存，加强房地产市场分类调控坚持住房的居住属性，限贷限购政策重在减缓一二线城市房价上涨幅度，打压投资投机性行为，是对全面去库存政策的局部纠偏。

5. 行业关注

发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来政府对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企；2016 年，房地产行业总体发债规模为 9,663.05 亿元，较 2015 年增长 46.38%，房企融资环境明显改善，百亿房企公司债发行量持续提升，但 2016 年下半年融资渠道大幅收紧。

房地产调控政策再度趋严

进入 2016 年，我国房地产调控政策再度趋严，全国 20 余个城市陆续出台从限购、限价和限贷三个方面对房地产行业进行调控。不排除此轮调控会有后续政策继续出台的可能性，房地产行业再度面临进入行业紧缩期的可能。

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。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存情况并不乐观。

房企利润率普遍下滑

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，地价占比逐渐攀升。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。

6. 未来发展

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。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，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。

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2016 年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加，地产呈现金融化趋势。

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，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，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。

总体看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、管理分析

2016年3月24日，监事李鹏先生正式离任，同时公司任命巨小兵先生为公司监事。2016年7月27日，原首席执行官王信琦先生离职，同时公司授命张立洲先生为公司新任首席执行官。2016年9月27日，原首席财务官刘怀宇先生离职，同时公司授命张爱女士为公司新任首席财务官。公司监事和高级管理人员发生重大变化，可能对公司经营产生一定影响。

五、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”的项目运作模式，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。2016 年，公司营业收入合计 117.42 亿元，较上年增长 69.77%，主要系公司竣工结转规模增长所致。

从公司营业收入的构成来看，房地产开发业务仍是公司主要收入来源，2016 年，房地产开发销售收入 113.95 亿元，较上年增长 73.62%，主要系结转面积大幅增长所致；公司房地产销售收入占公司主营业务收入的比例为 97.04%，较上年略有上升。公司物业管理业务和物业租赁业务收入规模较小，合计占营业收入的 2.83%，占比较 2015 年有所下降；其中 2016 年物业管理收入 2.51 亿元，较上年增长 13.37%，主要系公司物业管理面积增加所致；2016 年，公司物业租赁收入 0.81 亿元，较上年下降 38.63%，主要系部分体量较大项目租金水平有所下降所致。2016 年，公司新增佣金收入，主要为美国项目销售的中介收入，营业收入 0.15 亿元，占比 0.13%，规模较小，对公司收入与利润影响不大。

毛利率方面，2016 年，公司房地产开发业务毛利率为 23.45%，较上年有所下降，主要系不同项目结转影响所致；2016 年，公司物业管理毛利率 22.02%，较上年稍有上升。2016 年，公司租赁收入毛利率有所下降，为 80.63%，主要系行业竞争日趋激烈所致。2016 年，公司佣金收入毛利率为 59.85%。综上，2016 年，公司整体毛利率有所下降，较 2015 年下降 9.43 个百分点。

表4 2015~2016年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2015 年			2016 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
销售收入	656,307.77	94.89	29.26	1,139,454.82	97.04	23.45
物业收入	22,141.88	3.20	19.88	25,101.41	2.14	22.02
租赁收入	13,184.80	1.91	90.43	8,090.86	0.69	80.63
佣金收入	--	--	--	1,511.21	0.13	59.85
合计	691,634.44	100.00	30.13	1,174,158.30	100.00	23.86

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，公司营业收入仍主要来源于房地产开发业务销售，收入较上年大幅增长，毛利率由于结转项目不同而有所下降。

2. 土地储备

在土地储备策略方面，随着经营规模不断扩大，2016 年公司拿地规模较上年有所上升。2016 年，公司土地购置面积为 31.40 万平方米，较上年增长 515.69%，对应规划建筑面积为 104.80 万平方米，较上年增长 516.47%。2016 年，公司购地支出 33.50 亿元，较上年大幅增长 379.94%；土地均价为 3,196.56 元/平方米，较上年下降 22.15%，主要系公司通过收购及一二级联动的方式拿地，提前锁定楼面价所致。

表5 2015~2016年公司土地获取情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

时间	土地购置面积	对应建筑面积（规划面积）	用途	购地支出	楼面均价	期末土地储备（未开发）
2015 年	5.10	17.00	商业	6.98	4,105.88	35.34

2016 年	31.40	104.80	住宅、商业	33.50	3,196.56	43.66
--------	-------	--------	-------	-------	----------	-------

资料来源：公司提供

注：楼面均价=购地支出/对应建筑面积

在土地储备区域方面，近年来，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、天津、济南等城市，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，2016 年 5 月，公司在北京取得通州梨园项目。截至 2016 年底，公司通过招拍挂方式在 4 个城市拥有土地储备面积 43.66 万平方米，储备面积对应地价 18.60 亿元，楼面均价 4,260.19 元/平方米，拿地成本较低。公司土地储备位于北京（一线城市，土地面积占比 9.71%）、天津（二线城市，土地面积占比 60.58%）、郑州（二线城市，土地面积占比 16.49%）、荥阳（三线城市，土地面积占比 13.22%），以一二线城市为主，区域分布较好。

表6 截至2016年底公司土地储备区域分布情况（单位：万平方米、亿元）

城市	项目名称	拿地时间	面积				地价			土地性质
			拿地面积	已开发土地面积	储备面积	对应规划建筑面积	拿地地价	已开发土地对应地价	储备面积对应地价	
天津	鑫苑名家花园	2015 年 2 月	26.45	--	26.45	28.96	3.68	--	3.68	住宅、商业
郑州	鑫苑名城二期	2016 年 3 月	5.77	2.75	3.02	20.30	4.20	1.95	2.25	住宅、商业
郑州	十里铺开发区二期	2016 年 7 月	4.18	--	4.18	17.51	3.57	3.57	--	住宅
荥阳	荥阳郑西鑫苑名家三期	2013 年 11 月	4.77	--	4.77	15.54	1.17	--	1.17	住宅
荥阳	荥阳郑西鑫苑名家四期	2014 年 12 月	1.00	--	1.00	--	0.26	--	0.26	住宅
北京	梨园项目	2016 年 5 月	4.24	--	4.24	9.14	11.24	--	11.24	住宅
合计			46.41	2.75	43.66	--	24.12	5.52	18.60	--

资料来源：公司提供

注：荥阳郑西鑫苑名家四期规划指标还未出，无对应规划建筑面积。

总体看，公司 2016 年土地获取有所增加，拿地成本较为合理，且以一二线城市为主。从每年新开工规模来看，公司土地储备规模一般。

3. 项目开发

从房地产开发建设情况看，2016 年，公司新开工郑州的鑫家东苑与鑫家西苑、昆山鑫都汇等项目，新开工建筑面积 143.26 万平方米，较上年有所上升；2016 年，公司竣工面积 163.37 万平方米，较上年大幅增长 61.13%，主要竣工项目为长沙的鑫苑名家、苏州的湖居世家以及荥阳的郑西鑫苑名家-首开区等项目。与此同时，公司期末在建面积稍有下降，截至 2016 年底，公司期末在建项目 24 个，期末在建面积 266.42 万平方米，期末在建面积规模较大，对公司未来收入实现形成了一定支撑。

表7 2015~2016年公司项目开发情况

项目	2015 年	2016 年
当期新开工面积（万平方米）	115.33	143.26
当期竣工面积（万平方米）	101.39	163.37
期末在建项目数量（个）	17	24
期末在建面积（万平方米）	286.53	266.42

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司在建/拟建项目主要分布在郑州、济南、苏州等城市，以二线城市为主。公司在建/拟建项目预计总投入 386.43 亿元，已完成投入 173.14 亿元，尚需投资 213.29 亿元，存在较大的资金支出压力。

表8 截至2016年底公司在建/拟建项目投资情况（单位：平方米、亿元、%）

城市公司	项目名称	总建筑面积		预计总投入	已完成投入	销售面积占比	开工时间	预计竣工时间
		地上	地下					
郑州	鑫家东苑	260,281.09	94,781.68	16.62	10.52	81.00	2016 年 3 月	2017 年 10 月
郑州	商业项目	160,777.17	58,120.00	9.55	6.53	51.00	2014 年 8 月	2017 年 3 月
郑州	鑫苑名苑	166,956.00	59,455.00	10.85	6.29	76.00	2015 年 9 月	2017 年 7 月
郑州	鑫家西苑	111,071.18	42,334.30	7.05	3.41	9.00	2016 年 9 月	2018 年 9 月
郑州	鑫苑名苑二期	202,972.00	85,088.00	15.29	5.91	25.00	2016 年 6 月	2018 年 10 月
郑州	国际新城	362,144.00	117,154.00	29.72	9.09	14.00	2016 年 4 月	2018 年 11 月
郑州	暂无	175,100.00	57,400.00	13.93	3.85	0.00	2017 年 2 月	2019 年 6 月
荥阳	郑西鑫苑名家-二期	119,456.74	5,920.89	74.16	3.92	54.00	2014 年 9 月	2017 年 1 月
济南	世家公馆	420,463.00	136,837.00	32.63	22.55	58.00	2013 年 11 月	2018 年 12 月
济南	鑫苑鑫中心	193,835.00	67,451.16	18.37	12.45	47.00	2014 年 8 月	2017 年 12 月
徐州	鑫苑景城	119,444.83	47,220.46	8.72	7.05	64.00	2013 年 8 月	2017 年 5 月
北京	梨园项目	91,428.00	17,072.00	24.42	--	0.00	2017 年 11 月	2019 年 8 月
天津	名家花园	289,595.00	51,999.00	23.44	6.62	40.00	2015 年 4 月	2019 年 8 月
成都	鑫苑·鑫都汇	226,042.34	74,789.68	20.9	18.7	67.00	2014 年 4 月	2016 年 8 月
三亚	崖州湾壹号	135,243.04	14,020.99	12.81	9.03	17.00	2014 年 4 月	2017 年 4 月
昆山	水岸世家	287,097.94	81,856.06	20.83	15.51	94.00	2013 年 10 月	2017 年 4 月
昆山	鑫都汇	96,439.29	26,379.73	10.89	6.12	34.00	2016 年 7 月	2018 年 5 月
西安	大都汇一期	361,650.00	148,487.00	29.03	25.59	63.00	2014 年 8 月	2017 年 6 月
长沙	木莲世家	92,756.68	27,154.95	7.22	--	0.00	2016 年 12 月	--
合计		3,872,753.30	1,213,521.90	386.43	173.14	--	--	--

资料来源：公司提供

注：1、销售面积占比=累计销售面积/可售面积；

总体看，公司在建项目较多，在建面积较大，大部分项目地处二线城市，能够保证公司未来销售的需要，但存在较大的资金支出压力。

4. 房产销售

从 2016 年销售情况看，公司签约销售面积有所增长，2016 年实现签约销售面积 126.87 万平方米，较 2015 年增长 20.01%；实现签约销售金额 121.38 亿元，较 2015 年增长 19.01%，主要系

2016 年房地产行业景气度有所回升所致。从销售价格上看，2016 年签约销售均价为 9,582.38 元/平方米，较 2015 年稍有下降。

表9 2015~2016年公司项目销售情况

项目	2015 年	2016 年
签约销售面积（万平方米）	105.72	126.87
签约销售金额（亿元）	101.99	121.38
销售均价（元/平方米）	9,647.18	9,582.38
结转收入面积（万平方米）	61.34	123.89
销售回款（亿元）	105.72	118.11

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司在售项目共有 15 个，主要位于郑州、天津、济南等二线城市以及荣阳、昆山、三亚等三线城市。截至 2016 年底，公司总可售面积（包括已取得预售证和未取得预售证）合计 393.24 万平方米，总待售面积合计 153.61 万平方米，规模较大，主要位于二线城市，去化情况良好，但公司三亚与西安项目存在一定的去化压力。截至 2016 年底公司房地产在售项目情况如下表所示。

表 10 截至 2016 年底公司房地产在售项目情况（单位：万平方米、元/平方米）

序号	项目名称	开盘时间	总可售面积	已取得预售证面积	已售面积	去化率	销售单价
1	郑州名城	2015.10.24	22.60	19.48	19.04	97.76	8,976.79
2	郑州鑫中心	2014.6.23	74.98	49.81	41.40	83.12	7,842.53
3	郑州国际新城	2016.8.30	18.43	5.14	5.14	100.00	10,951.71
4	荣阳名家	2014.5.28	31.79	17.42	13.82	79.33	5,518.08
5	天津世家	2015.10.31	27.43	11.01	11.01	100.00	7,705.75
6	济南世家	2014.6.26	31.21	31.01	25.57	82.46	6,623.60
7	济南鑫中心	2015.5.23	19.47	19.47	11.56	59.36	9,836.82
8	徐州景城	2013.11.23	13.01	9.07	8.27	91.13	9,050.43
9	昆山世家	2013.11.6	28.00	27.27	26.37	96.68	10,588.34
10	昆山鑫都汇	2016.7.29	8.90	6.20	3.19	51.48	18,602.95
11	苏州世家	2014.6.21	16.96	16.82	15.28	90.78	12,572.20
12	成都鑫都汇	2014.9.27	26.08	20.95	15.12	72.15	6,059.14
13	三亚崖州湾	2014.11.21	11.72	11.72	2.11	18.04	12,799.23
14	长沙名家	2014.11.21	26.58	26.58	19.08	71.80	6,244.42
15	西安大都汇	2014.12.21	36.08	47.96	22.67	47.28	6,608.75
合计		--	393.24	319.91	239.63	74.90	--

资料来源：公司提供

注：部分项目总可售面积小于已取得预售证面积，主要系公司项目规划更改所致。

总体看，2016 年，公司销售情况良好，考虑到公司期末在建面积规模较大，预计未来销售量及回款将继续保持增长态势，但公司部分项目存在一定的去化压力。

5. 物业管理与物业出租业务

公司物业管理与物业出租业务由全资子公司鑫苑物业服务有限公司（以下简称“鑫苑物业”）负责，鑫苑物业成立于 1998 年，注册资金 5,000 万元，具有国家一级物业管理企业资质

质，中国物业管理协会常务理事单位。目前，鑫苑物业在郑州、济南、苏州、合肥、成都、昆山、徐州、北京、天津、西安、三亚、上海、长沙、河南等地成立了 18 家分公司，通过全委、顾问、合作联盟等方式管理 4,000 多万平方米物业，涵盖住宅、办公、商业、综合体、工业园、文旅、酒店等多种业态。

（1）物业管理业务

公司通过提供物业服务的方式开展物业管理业务，主要针对公司自有楼盘提供服务，根据不同区域的不同物业性质制定不同的收费标准。2016 年，公司物业管理业务营业收入 2.51 亿元，较上年增长 13.37%，主要系公司项目逐渐竣工，物业管理规模扩大所致。

（2）物业出租业务

公司自持物业主要由公司已开发楼盘中的配套设施构成，分布于郑州、济南、苏州等地，出租率较高。截至 2016 年底，公司自持物业账面价值合计 14.58 亿元，较年初增长 120.02%，主要系西安鑫苑大都汇项目转入的投资性房地产所致。

2016 年，公司实现物业租赁收入 0.81 亿元，较上年下降 38.63%，主要系部分体量较大项目租金有所下降所致。

表11 截至2016年底公司主要自持物业情况（单位：平方米、元/平方米/月、%）

序号	出租资产	分布	面积	租金水平	同比变化	出租率
1	城市之家-幼儿园	济南	1,796.52	16.70	16.46	100.00%
2	碧水尚景-会所	济南	2,478.11	8.41	0.48	100.00%
3	国际城市花园-会所	济南	894.28	--	--	0.00%
4	国际城市花园-幼儿园	济南	1,854.22	9.00	1.35	100.00%
5	国际城市花园-住宅商铺	济南	585.00	45.58	--	100.00%
6	鑫苑名家-幼儿园	济南	3,337.94	10.40	-16.80	100.00%
7	鑫中心-幼儿园	济南	1,914.74	10.88	--	100.00%
8	都市公寓-幼儿园	郑州	675	7.41	-0.03	100.00%
9	国际城市花园-幼儿园	郑州	2,400.00	8.60	2.97	100.00%
10	逸品香山-幼儿园	郑州	1,832.09	18.19	33.29	100.00%
11	景园-幼儿园	郑州	1,728.00	13.98	3.00	100.00%
12	现代城-幼儿园	郑州	1,889.36	21.17	0.01	100.00%
13	世纪东城-幼儿园	郑州	2,524.28	23.77	12.49	100.00%
14	中央花园-幼儿园	郑州	2,400.00	13.07	11.97	100.00%
15	现代城-华润万家超市	郑州	16,495.70	43.4	1.93	100.00%
16	鑫苑名家-会所	郑州	4,636.94	3.59	0.00	100.00%
17	鑫苑名家-幼儿园	郑州	3,216.00	6.48	0.00	100.00%
18	鑫苑名家-小学	郑州	7,660.00	14.48	0.00	100.00%
19	现代城-商业项目	郑州	29,154.95	45.34	-47.28	100.00%
20	湖岸名家-幼儿园	苏州	1,995.00	15.60	0.00	100.00%
21	西安鑫苑大都汇商业	西安	118,631.72	25.25	--	34.37%
合计			208,099.85	--	--	--

资料来源：公司提供

注：国际城市花园-会所未出租；鑫中心-幼儿园租期从2017年开始。

总体看，公司物业服务不断开拓新的业务，在资产管理、房屋中介、合作联盟等方面取得较大增长；随着物业管理面积的增加，物业管理收入增长。公司自持物业主要为公司开发的房地产项目的配套设施，主要集中于二线城市，类型主要为幼儿园项目，出租率较高，但部分项目租金

水平有所下降。

6. 经营效率

2016 年，公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率分别为 0.42 次、0.49 次和 0.39 次，同比均有所提升，主要系公司 2016 年项目结转较多所致。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率处于行业中游水平。

表12 2016年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
万科 A	0.41	0.38	0.33
北辰实业	0.18	0.21	0.18
世茂股份	0.31	0.32	0.19
深振业 A	0.30	0.31	0.26
深深房 A	0.86	0.69	0.59
金地集团	0.52	0.46	0.38
鑫苑中国	0.49	0.42	0.39

资料来源：Wind 资讯；

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，公司经营效率一般，尚存在一定的提升空间。

7. 经营关注

土地储备一般

截至 2016 年底，公司通过招拍挂方式在 4 个城市拥有土地储备面积 43.66 万平方米，规划建筑面积约 100 万平方米，按每年新开工面积来看，公司土地储备规模一般。

公司存货去化时间较长

公司尚余可售面积主要位于二线城市，部分项目位于三线城市，规模相对较大。考虑到我国一二线城市大多出台较为严格的房地产调控政策，三四线城市房地产去化较慢，公司存在一定的存货去化压力。

未来开发资金需求规模较大

公司在建项目规模较大，公司在建/拟建项目预计总投入 386.43 亿元，已完成投入 173.14 亿元，尚需投资 213.29 亿元，未来 2~3 年需要投入较大规模的资金，对公司资金流形成一定压力。

8. 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。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。

物业管理服务方面，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。

总体看，公司未来仍以房地产开发为主业，加强物业管理服务，同时逐渐涉足其他领域，进行多元化发展，未来发展前景良好。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016 年度合并财务报表已经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。2016 年，公司新增合并子公司 9 家，主要涉及房地产开发经营、投资管理与咨询、影院等行业，但投资管理与咨询、影院等公司投资金额较少，收入来源绝大部分仍来自房地产开发与销售，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 314.27 亿元，负债合计 242.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）71.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 70.03 亿元。2016 年，公司实现营业收入 117.42 亿元，净利润（含少数股东损益）5.85 亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计 5.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额-12.21 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.17 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司合并资产总额 314.27 亿元，较年初增长 10.62%，主要系流动资产增长所致，其中流动资产和非流动资产占比分别为 93.62%和 6.38%，资产构成以流动资产为主，变化不大。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 294.22 亿元，较年初增长 10.90%，主要系其他应收款增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 17.72%）、其他应收款（占 18.56%）和存货（占 59.67%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金为 52.14 亿元，较年初增长 13.43%，主要系公司发行公司债券所致。其中，库存现金占比 9.87%，银行存款占比 89.67%，其他货币资金占比 0.46%。公司货币资金中，使用受限的货币资金为 0.46 亿元，占比较小，均为银行承兑汇票保证金。

截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值为 54.60 亿元，较年初增长 122.09%，主要系公司 2016 年拿地较多，支付政府单位保证金大幅增加所致。公司其他应收款主要按照组合计提坏账准备（占比 99.92%），其中关联方及政府组合占比 54.24%，账龄组合占比 15.00%，备用金、押金及保证金组合占比 30.68%。截至 2016 年底，公司其他应收款已计提坏账准备 0.61 亿元，计提比例为 1.11%。其他应收账款中欠款金额前五名分别为郑州市国土资源局、河南沃森置业有限公司、四川永力建设发展有限公司、郑州市国土资源开发投资管理中心、上海市青浦区住房保障和房屋管理局，款项性质为保证金，合计占比 26.69%，集中度一般，考虑到欠款单位以事业单位为主，回款风险较低。但其他应收款额度较大，对公司营运资金形成一定的占用。

截至 2016 年底，公司存货账面价值为 175.56 亿元，较年初降低 6.52%，主要系 2016 年项目结转增加以及存货转投资性房地产所致。公司存货中，房地产开发成本占比 85.30%，开发产品占比 14.70%，公司计提存货跌价准备 31.41 万元。存货规模较大，部分项目可能存在一定的去化压力。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 20.05 亿元，较年初增长 6.73%，主要系投资性房地产增长所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占 72.73%）和固定资产（占 16.81%）构成。

公司投资性房地产采用公允价值计量，截至 2016 年底，公司投资性房地产账面价值合计 14.58 亿元，较年初增长 120.02%，主要系西安鑫苑大都汇项目转入投资性房地产所致。

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值合计 3.37 亿元，较年初降低 6.07%，主要系公司处置部分固定资产所致。公司固定资产主要由房屋建筑物（占 16.05%）、运输工具（占 16.83%）和机器设备（占 67.12%）构成，固定资产累计折旧 1.54 亿元，固定资产成新率 68.62%，成新率一般。

总体看，2016 年公司资产规模上升，以流动资产为主；流动资产中存货占比较高，部分项目可能存在一定的去化压力；其他应收款金额较大，对公司营运资金形成一定的占用。公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债合计为 242.53 亿元，较年初增长 10.61%，主要系非流动负债的增长所致，流动负债和非流动负债分别占 65.57%和 34.43%，流动负债占比有所下降，主要系公司于 2016 年发行公司债券所致，但仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 159.02 亿元，较年初增长 1.50%，变动不大，流动负债主要由短期借款（占 9.12%）、应付账款（占 23.44%）、预收款项（占 58.05%）、其他应付款（占 8.21%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款账面价值为 14.50 亿元，较年初增长 48.76%，主要系公司开发规模增大，质押借款增加所致。公司短期借款为抵押借款（占比 31.03%）与质押借款（占比 68.97%）。

截至 2016 年底，公司应付账款账面价值 37.27 亿元，较上年增长 8.46%，主要系公司开发规模增大，应付工程款规模增大所致。

截至 2016 年底，公司预收款项账面价值 92.32 亿元，较上年降低 3.12%，变动不大。公司预收款主要为预收房屋销售款，未来无实际偿付压力。

截至 2016 年底，公司其他应付款合计 13.05 亿元，较年初降低 19.97%，主要系公司支付部分质保金及退回投标保证金所致；其中一年以内其他应付款的占 18.99%，1~2 年的占 76.42%。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 83.51 亿元，较年初增加 33.38%，主要系应付债券增加所致。截至 2016 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比 51.15%）和应付债券（占 45.55%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款账面价值为 42.72 亿元，较年初降低 15.01%，主要系 2016 年公司调整长期资金来源结构，发行债券募集资金替代部分长期借款所致。其中，到期日在 1 年以内的占 23.70%，1~2 年的占 27.55%，2~3 年的占 9.95%，3 年以上的占 38.79%，分布较为均匀。公司长期借款均为由于项目建设需要形成的抵押、质押和保证借款。公司及其子公司用于抵押的抵押物包括世家公馆 B-5 地块土地使用权、现代城 1-2#楼 1-3 层商业等。

截至 2016 年底，公司应付债券余额为 38.04 亿元，较年初增长 282.93%，主要系公司于 2016 年发行公司债券所致。截至 2016 年底公司存续债券情况如下表所示。

表13 截至2016年底公司存续债券情况（单位：亿元、%、年）

债券代码	发行日期	发行规模	票面利率	期限	到期时间
15 鑫苑 01	2015/12/28	10.00	7.50	3+2	2020/12/28
16 鑫苑 01	2016/1/27	7.00	7.47	3+2	2021/1/27
16 鑫苑 02	2016/3/14	5.00	7.09	3+2	2021/3/14
16 鑫业 01	2016/8/15	15.00	7.50	1+1+1	2019/8/15
合计	--	37.00	--	--	--

资料来源：Wind 资讯

截至 2016 年底，公司债务规模为 99.26 亿元，较年初增长 32.14%，主要系公司发行公司债券所致，其中短期债务占 27.51%，长期债务占 72.49%，公司债务结构仍以长期债务为主，债务结构较为合理。

截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.17%、58.05%、50.07%，公司资产负债率变化不大；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较年初分别增加 4.37 个百分点和增加 1.36 个百分点，主要系公司发行公司债券所致。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，但流动负债占比有所下降；债务规模增长较快，主要系公司发行债券所致，期限较长，债务结构较为合理，债务负担尚属合理。

所有者权益

随着利润的累积，截至 2016 年底，公司所有者权益合计 71.74 亿元，较年初增长 10.68%，其中归属于母公司所有者权益占比 97.62%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 31.45%、资本公积占 5.85%、盈余公积占 2.16%、未分配利润占 58.16%。未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

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

2016 年，公司实现营业收入 117.42 亿元，较上年增长 69.77%，主要系 2016 年达到收入结转条件的项目较多所致；公司实现利润总额 10.62 亿元，较上年增长 24.72%；利润总额和营业收入增速不一致，主要系 2016 年公司结转项目毛利率较低所致；实现净利润（含少数股东损益）5.85 亿元，较上年降低 5.84%，净利润与利润总额变动趋势不一致，主要系子公司江苏嘉景置业有限公司结转收入较多，税负高达 2.44 亿元所致；其中归属于母公司的净利润为 5.64 亿元。

期间费用方面，2016 年公司期间费用合计为 9.53 亿元，较上年增长 11.26%，主要系公司行政类费用增加所致。其中，销售费用 3.09 亿元（占比 32.37%）较上年降低 12.16%，主要系 2016 年有关的销售、宣传、广告等费用降低所致；管理费用 6.53 亿元（占比 68.48%）较上年增长 45.94%，主要系人工成本的增加，同时咨询费用，差旅费，办公费等较 2015 年均有所增加所致。财务费用为-814.30 万元，金额由正转负，主要系公司购买定期理财所获得利息收入增长所致。2016 年公司费用收入比为 8.12%，较上年有所下降，期间费用控制能力较上年有所增强。

从利润构成来看，2016 年，公司实现投资收益 0.14 亿元，较上年降低 85.93%，主要系委托贷款收益减少所致；2016 年，公司实现公允价值变动损益 1.56 亿元，较上年增长 720.53%，主要为投资性房地产的公允价值变动；公司投资收益与公允价值变动损益占当年营业利润的比例分别为 1.38%和 14.97%，公允价值变动损益对营业利润有一定的影响。

2016 年，公司实现营业外收入 0.34 亿元，较上年增长 188.47%，主要系公司收购湖南而立房地产开发有限公司收购日的评估价值与投资股权之间差额计入营业外收入所致；公司营业外收

入占当年利润总额的比例为 3.22%，营业外收入对利润总额的影响较小。

2016 年，由于净利润的下降以及债务规模扩大带来的利息支出增加，公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 5.54%、4.47%和 8.56%，较上年分别减少 0.17 个百分点、增加 0.81 个百分点和减少 1.51 个百分点。与房地产上市公司比较来看，公司处于行业中下游水平，盈利能力一般，见下表：

表14 房地产类上市公司2016年盈利能力情况（单位：%）

指标名称	净资产收益率	总资产报酬率	总资本收益率
万科 A	19.68	5.56	12.85
北辰实业	5.24	1.97	6.27
世茂股份	10.79	5.32	7.26
深振业 A	16.57	8.32	11.33
深深房 A	15.74	8.49	11.67
金地集团	17.74	7.58	12.05
鑫苑中国	8.56	4.47	5.54

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。

总体看，2016 年公司营业收入增长较快，净利润维持一定水平，公允价值变动损益对营业利润有一定的影响；公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

经营活动方面，2016 年，公司经营活动现金流入 194.52 亿元，较上年增长 90.60%，主要系预售项目增加，获得签约销售金额增加以及公司 2016 年参与拍地项目较多，如未竞拍成功，收回拍地保证金从而收到其他与经营活动有关的现金增加所致。2016 年，公司经营活动现金流出 206.72 亿元，较上年增长 128.82%，主要系公司购买土地、在建项目较多，经营支出增加以及拍地保证金支出增加，使支付其他与经营活动有关的现金增加所致。受上述因素影响，2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-12.21 亿元。从收入质量上看，2016 年公司的现金收入比为 93.13%，较上年 123.73%降低 30.60 个百分点，主要受房地产开发收入结转的影响所致。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动现金流入与流出规模均大幅下降。2016 年，公司投资活动现金流入 2.24 亿元，较上年下降 37.24%，主要系收回委托贷款规模下降所致。2016 年，公司投资活动现金流出 2.48 亿元，较上年下降 59.50%，主要系公司投资支付现金减少以及取得子公司及其他营业单位支付的现金净额减少所致。受上述因素影响，2016 年，公司投资活动现金流量净额为-0.24 亿元。

筹资活动方面，2016 年，公司筹资活动现金流入与流出规模均大幅增加。2016 年，公司筹资活动现金流入 94.63 亿元，较上年增长 71.75%，主要系公司发行债券所致。2016 年，公司筹资活动现金流出 76.02 亿元，较上年增长 52.49%，主要系公司偿还债务规模增加所致。受上述因素影响，2016 年，公司筹资活动现金流量净额为 18.61 亿元。

总体看，2016 年，公司经营现金流呈净流出状态，经营活动与投资活动所需现金主要依靠筹资活动来弥补。考虑到公司房地产在建项目数量较多、待投资规模较大，公司未来仍有较大的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.85 倍和 0.75 倍，较年初有所提高，主要系公司购地活动增加，支付政府单位保证金导致其他应收款增加所致。2016 年，公司经营现金流动负债比率为-7.68%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护程度较差。2016 年公司现金短期债务比为 1.99 倍，现金类资产对短期债务保护程度较高。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2016 年，公司 EBITDA 为 14.12 亿元，较上年增长 33.78%，主要系利润总额的增加所致。公司 EBITDA 主要由利润总额（占 75.18%）构成，折旧（占 3.35%）和摊销（占 1.91%）占比较低，计入财务费用的利息支出增长较快，主要系债务规模增长所致，2016 年计入财务费用的利息支出占 19.56%。2016 年，公司 EBITDA 利息倍数为 1.43 倍，EBITDA 对利息的保障能力一般；2016 年公司 EBITDA 全部债务比为 0.14 倍，较上年变化不大，处于一般水平。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2016 年底，公司不存在应披露的未决诉讼、对外担保等或有事项。

截至 2016 年底，公司获得银行综合授信 182.56 亿元，其中未使用 46.09 亿元；同时公司与平安银行股份有限公司签订了 50 亿元的战略合作协议（意向性授信）；与平安信托有限责任公司签订了 50 亿元的拿地基金合作协议；与中信信托有限责任公司签订了 30 亿元的战略合作协议（由中信信托发起投资平台以委托贷款、股东贷款、股权转让/回购等形式完成）；与平安信托签署 2 个联合投资基金协议，合作金额达 250 亿元；与广发银行、渤海银行签订总对总战略合作，总额达 80 亿元；与各类型金融机构保持了良好的合作关系，公司间接融资渠道较为通畅。

根据代码为 G1041010500845630Q 的人民银行征信报告，截至 2017 年 3 月 28 日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司现金类资产规模较大，短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般，随着公司在售项目达到结转条件，公司收入与利润将有一定的提升，进而提高公司的偿债能力。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达54.34亿元，约为“15鑫苑01”、“16鑫苑01”和“16鑫苑02”本金合计（22亿元）的2.47倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较强；净资产达64.81亿元，约为债券本金合计（22亿元）的3.26倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15鑫苑01”、“16鑫苑01”和“16鑫苑02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为14.12亿元，约为债券本金合计（22亿元）的0.64倍，公司EBITDA对债券本金的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入194.52亿元，约为债券本金合计（22亿元）的8.84倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较强。

综合以上分析，并考虑到公司作为美股上市公司的大陆主要运营主体，在融资渠道、品牌声誉、土地储备等方面具有优势，联合评级认为，公司对“15鑫苑01”、“16鑫苑01”和“16鑫苑02”的偿还能力很强。

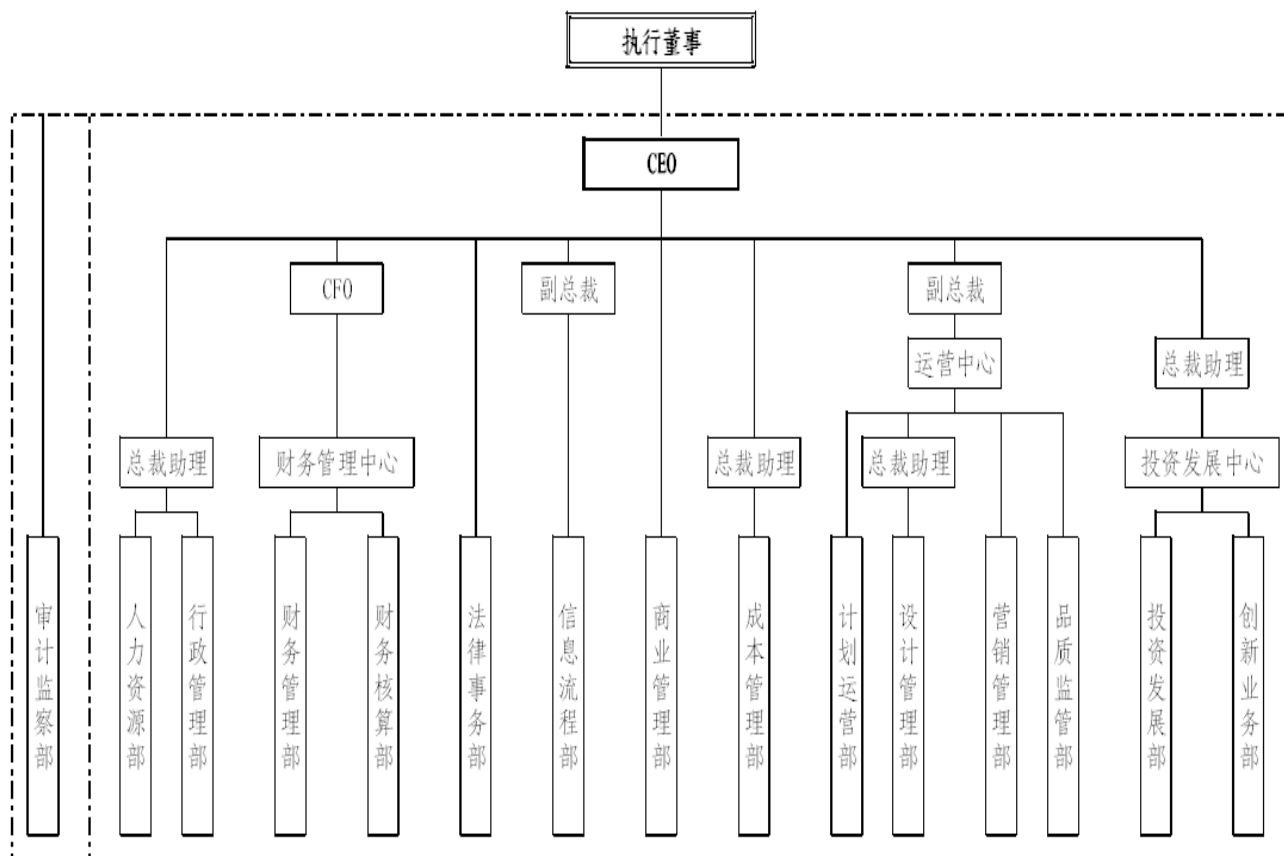
八、综合评价

作为鑫苑控股旗下核心企业，2016 年，公司加大拿地力度，在建项目较多，房地产开发业务签约销售面积和签约销售金额增长较快，为以后的销售收入增长与利润实现提供一定的支撑。同时，联合评级也关注到公司土地储备规模一般、未来资金支出压力较大、部分项目去化压力较大、有息债务增长较快等因素给公司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，经营状况将保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15鑫苑01”、“16鑫苑01”和“16鑫苑02”的债项信用等级为“AA”。

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	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	284.09	314.27
所有者权益（亿元）	64.81	71.74
短期债务（亿元）	13.55	27.31
长期债务（亿元）	61.57	71.95
全部债务（亿元）	75.11	99.26
营业收入（亿元）	69.16	117.42
净利润（亿元）	6.21	5.85
EBITDA（亿元）	10.56	14.12
经营性净现金流（亿元）	11.71	-12.21
应收账款周转次数（次）	115.07	115.31
存货周转次数（次）	0.28	0.49
总资产周转次数（次）	0.27	0.39
现金收入比率（%）	123.73	93.13
总资本收益率（%）	5.71	5.54
总资产报酬率（%）	3.66	4.47
净资产收益率（%）	10.07	8.56
营业利润率（%）	22.96	17.66
费用收入比（%）	12.39	8.12
资产负债率（%）	77.19	77.17
全部债务资本化比率（%）	53.68	58.05
长期债务资本化比率（%）	48.72	50.07
EBITDA 利息倍数（倍）	1.52	1.43
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.14
流动比率（倍）	1.69	1.85
速动比率（倍）	0.49	0.75
现金短期债务比（倍）	3.39	1.99
经营现金流动负债比率（%）	7.48	-7.68
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.48	0.64

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

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。