

光明房地产集团股份有限公司
及其发行的 16 光明房产 MTN001、16 光明地产 MTN002
与 17 光明房产 MTN001

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100860】

评级对象: 光明房地产集团股份有限公司
及其发行的 16 光明房产 MTN001、16 光明地产 MTN002 与 17 光明房产 MTN001

	16 光明房产 MTN001	16 光明地产 MTN002	17 光明房产 MTN001
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA+/稳定/AAA/2018 年 7 月 17 日	AA+/稳定/AAA/2018 年 7 月 17 日	AA+/稳定/AAA/2018 年 7 月 17 日
前次跟踪:	AA/稳定/AAA/2017 年 7 月 27 日	AA/稳定/AAA/2017 年 7 月 27 日	-
首次评级:	AA/稳定/AAA/2016 年 8 月 9 日	AA/稳定/AAA/2016 年 7 月 18 日	AA/稳定/AAA/2017 年 6 月 5 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.02	13.90	5.67	5.45
刚性债务	7.90	36.77	46.18	51.73
所有者权益	73.68	71.44	78.13	77.56
经营性现金净流入量	-17.94	-16.42	-7.45	-4.73
合并口径数据及指标:				
总资产	499.25	485.16	541.54	581.56
总负债	415.14	390.87	432.78	466.90
刚性债务	258.55	216.70	220.29	248.32
所有者权益	84.11	94.29	108.77	114.66
营业收入	110.56	207.82	208.11	29.88
净利润	4.60	11.53	19.88	5.56
经营性现金净流入量	3.58	91.51	16.79	-28.53
EBITDA	10.91	21.23	33.65	-
资产负债率[%]	83.15	80.56	79.92	80.28
权益资本与刚性债务 比率[%]	32.53	43.51	49.38	46.17
流动比率[%]	155.40	165.84	170.16	176.45
现金比率[%]	13.31	24.26	24.19	21.83
利息保障倍数[倍]	0.47	1.25	2.88	-
净资产收益率[%]	6.63	12.93	19.58	-
经营性现金净流入量与流 动负债比率[%]	1.43	30.76	5.65	-
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-0.96	23.71	4.63	-
EBITDA/利息支出[倍]	0.50	1.28	2.93	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.09	0.15	-

注:根据光明地产经审计的 2015 年模拟财务数据、经审计的 2016-2017 年财务数据及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

覃斌 qb@shxsj.com
赵瑞光 zrg@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对光明房地产集团股份有限公司(简称光明地产、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 光明房产 MTN001、16 光明地产 MTN002 与 17 光明房产 MTN001 的跟踪评级反映了 2017 年以来光明地产在获得光明集团支持、资金回笼及项目获取等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在房地产市场调控、后续投资等方面继续面临压力。

优势:

- **光明集团支持力度加大。**光明地产与光明集团在主营业务方面具有较好的互补性,且能获得光明集团在资金、融资和土地资源方面的持续支持,且支持力度加大。
- **资金回笼情况良好。**近年来光明地产资金回笼情况较好,偿债压力有所缓解。
- **项目获取优势。**光明地产为国企背景,且与上海市各区政府建立了良好的关系,在旧城改造项目获取上具备一定优势。
- **担保增级效果显著。**光明集团为上述中票提供连带责任保证担保,有效保障了上述中票还本付息安全性。

风险:

- **房地产市场风险。**我国房地产市场易受政策调控影响。此外,行业经历了多年的高位运行,库存总量较大,或将在一定程度上影响光明地产资金回笼以及盈利能力。
- **后续投资压力较大。**光明地产在建、拟建项目增加较多,整体资金回笼易受房地产市场调整影响,存在一定的资本补充压力。

➤ 未来展望

本评级机构考虑到跟踪期内，光明集团对光明地产融资担保和委托贷款支持力度加大、资金回笼情况良好、土地储备充足且区位良好，决定调整公司主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；认为上述中票还本付息安全性极强，并维持上述中票 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



光明房地产集团股份有限公司

及其发行的 16 光明房产 MTN001、16 光明地产 MTN002 与 17 光明房产 MTN001

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照光明房地产集团股份有限公司（简称“光明地产”）2016 年度第一期中期票据、2016 年度第二期中期票据和 2017 年度第一期中期票据（分别简称 16 光明房产 MTN001、16 光明地产 MTN002 与 17 光明房产 MTN001）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据光明地产提供的经审计的 2015 年模拟财务数据、经审计的 2016-2017 年财务数据及未经审计的 2018 年第一季度财务数据对光明地产的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至本评级报告出具日，该公司待偿还债券本金余额合计 35.00 亿元，付息情况正常。

图表 1. 公司未到期债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/ 注册时间	本息兑付情况
16 光明房产 MTN001	10.00	5(3+2)	3.44	2016 年 7 月	10.00 亿元/ 2016 年 5 月	正常
16 光明地产 MTN002	10.00	5(3+2)	3.35	2016 年 9 月	10.00 亿元/ 2016 年 8 月	正常
17 光明房产 MTN001	15.00	5(3+2)	5.15	2017 年 8 月	15.00 亿元/ 2017 年 8 月	未到付息日

资料来源：光明地产

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，

经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推CPI改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定CPI印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的CPI均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提

供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

房地产是我国经济的支柱产业之一，且未来仍有较大的发展空间。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017年以来，我国房地产市场调控深化，各地调控政策密集出台且不断升级，我国主要热点城市的住宅销售面积同比涨幅显著收窄，重点城市成交规模有所回落。展望2018年，地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，房地产行业面临的资金链风险或将显著加大。

A. 行业概况

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下，2000年以来行业整体发展速度快。2004-2016年，我国房地产行业年完成投资额从1.32万亿元升至10.26万亿元；住宅年完成投资额从0.88万亿元升至6.87万亿元。2017年度我国房地产行业完成投资额为10.98万亿元，较上年同期增长7.00%；住宅年完成投资额为7.51万亿元，较上年同期增长9.40%，增速较上年同期放缓。根据国家统计局数据显示，2017年度我国人口城镇化率为58.52%，较上年提升了1.17个百分点，未来仍有较大的发展空间。

图表 2. 2006-2017 年度房地产投资情况（单位：亿元）

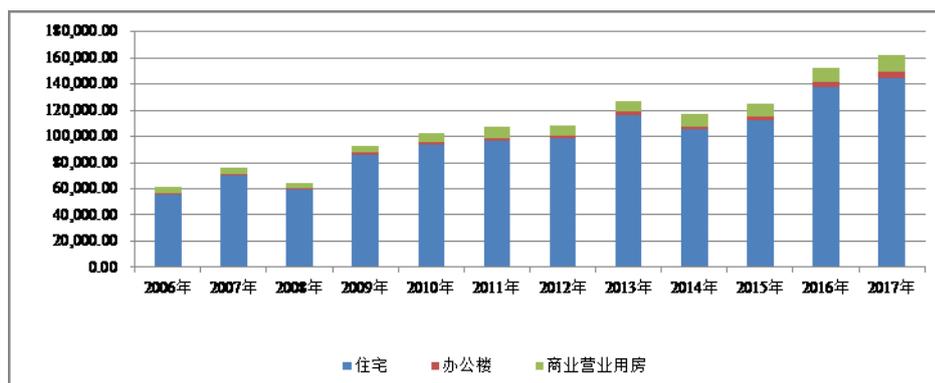


资料来源：Wind 资讯及国家统计局

近十余年内我国房地产市场发展迅速，但期间也经历了较大的起伏。出于平抑市场波动、保障市场理性发展的初衷，我国政府曾多次制定并实施相关政策以规范引导房地产市场。2005-2013 年，我国调控政策主要目标为抑制投机行为、增加保障性住房供给、控制房价快速上涨。2013 年，国务院出台“新国五条”严厉调控房价，由此造成的政策末班车效应导致市场一度强烈反弹。需求集中释放后，2014 年全国房地产成交量下滑明显。为提振楼市，自 2014 年 7 月起，各地方政府相继取消或放松限购等调控政策，转而出台救市政策，包括调整公积金贷款、减免税收、调整首付比例、放松户籍政策、提供住房补贴等。而央行数次下调贷款基准利率，亦对楼市整体形成了有效支撑。

2016 年 9 月开始，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度以抑制楼市过热。2017 年我国商品房新房销售面积为 16.94 亿平方米，累计同比增长 7.70%，较上年同期涨幅收窄 14.80 个百分点；其中住宅销售面积为 14.48 亿平方米，累计同比增长 5.30%，较上年同期收窄 17.10 个百分点。根据 CREIS 中指数据的资料显示，2017 年度楼市总体成交量较 2016 年下降 16.17%，其中一线城市下降幅度达 37%，成交规模降到 2011 年以来同期新低。

图表 3. 2006-2017 年度我国主要类型商品房的销售面积（单位：万平方米）

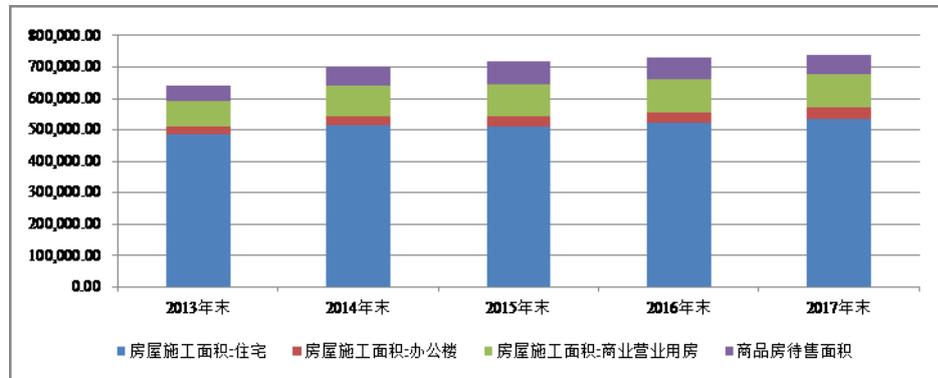


资料来源：Wind 资讯

虽然我国房地产开发投资完成额同比增速已于 2010 年进入下行通道，但由于 2010~2013 年行业投资增速尚高、需求增速总体放缓等因素，国内房地产市场库存持续上行。2015 年开始，在行业投资增速放缓、商品房销售面积增速加快的作用下，库存量扩张速度明显放缓。截至 2017 年末，我国房地产市

场库存为 73.66 亿平方米，较上年末基本持平；其中待售面积为 5.89 亿平方米，较上年末减少 15.27%，库存总体趋稳。

图表 4. 近年我国房地产库存变化情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

2017 年前三季度，我国加大了住宅用地供应量，尤以一线城市力度最大。根据 CREIS 中指数据显示，一线城市共推地 1,787 万平方米，同比增长 97.10%；住宅用地共成交 1,678 万平方米，同比增长 98.90%。同时，我国部分一、二线城市通过价格熔断、自持比例竞争、配套建设竞争、缩短土地出让金支付时间等方式限制地价或提高拍地门槛。在加大土地供应力度、拍地限价等因素的共同作用下，目前平均溢价率已从 2016 年近 80% 的峰值水平下滑至 35% 左右。

图表 5. 2016 年及 2017 年前三季度我国 300 个城市土地供应情况

项目	2016 年度		2017 年前三季度	
	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积（亿平方米）	18.20	-10.90%	13.20	6.20%
各类用地成交面积（亿平方米）	15.40	-3.20%	11.10	6.00%
住宅用地推出面积（亿平方米）	8.00	-13.10%	6.10	13.40%
住宅用地成交面积（亿平方米）	6.80	-5.00%	5.30	14.90%
各类用地成交出让金（万亿元）	2.90	32.40%	2.65	35.10%
住宅用地出让金（万亿元）	2.26	42.30%	2.17	42.80%

资料来源：CREIS 中指数据

在加大土地总供给的同时，政府进一步强调地区土地的供需平衡。建房 [2017]80 号文要求强化住宅用地供应“五类”调控目标管理。对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。但鉴于土地出让收入是三、四线城市的地方财政重要来源之一，该政策的执行情况及其对整体楼市的影响存在较大不确定性。

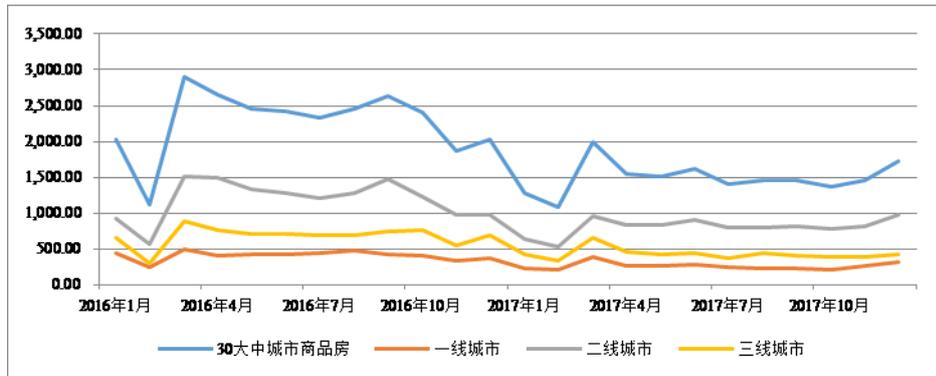
B. 政策环境

在房地产行业快速发展的过程中，我国房地产市场出现波动并暴露出诸多问题，政府的宏观调控与管理伴随行业的发展始终没有放松。为化解房地产市场库存压力，中央政府自 2014 年下半年陆续出台降准、降息、调低首付比例

及放松限购等政策，在此背景下我国房地产市场整体回暖。

2016年以来，随着房地产市场区域差异化程度加剧，楼市调控政策逐步由整体宽松转向为以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策。以北京“930新政”为标志，2016年22个城市集中出台房地产市场调控政策，从限贷、限购、土地供应、市场监管等方面进行调节。2017年度，各地政府调控政策持续收紧，多城市楼市政策密集出台且不断升级。此前调控力度较弱的二线城市相应加码，多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大。截至2017年末，全国已有超过40个城市实行“限售”措施。此外，自“930调控”以来，三四线城市承接市场外溢需求，再加上城市棚改力度大，需求集中释放，房价上涨明显，此次调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延，且主要集中于东部沿海城市群。根据CREIS中指数据显示，截至2017年9月末，74个地级以上城市和32个县市出台调控。随着相关政策的持续推进，国内主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果显现。

图表6. 2016年至2017年10月我国30大中城市商品房日均成交面积¹



资料来源：Wind 资讯

2017年4月，住房城乡建设部及国土资源部下发的《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（建房[2017]80号）明确，建立健全购租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场；在租赁住房供需矛盾突出的超大和特大城市，开展集体建设用地建设租赁住房试点。总体而言，我国房地产市场在深化调控的同时，不断发展住房租赁市场、推进长效机制，有利于未来房地产市场的平稳运行。但同时也需关注到，导致目前房价高企与风险过度积聚的根源在于市场资金供给过剩，以及财政分配体制，持续的政策干预能否带来房地产市场真正的平稳运行，尚待观察。

C. 竞争格局/态势

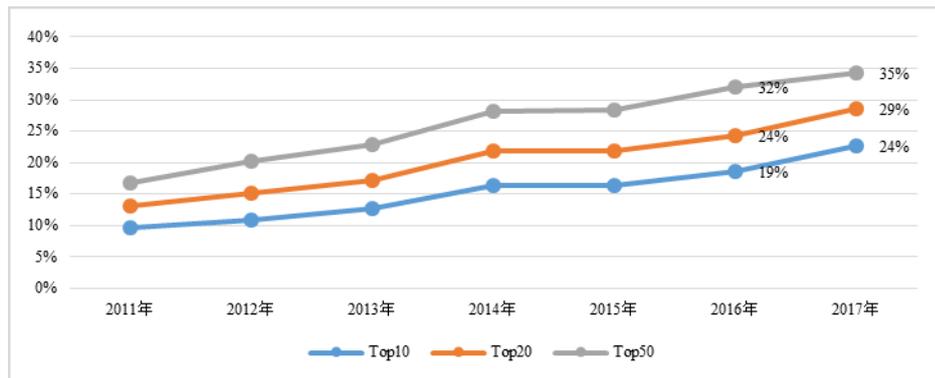
房地产开发行业具有明显的周期波动特征，房地产开发行业整体的增长及盈利趋势受行业发展所属的周期阶段影响。房地产开发企业的营业成本主要集中在前期土地购买，后续开发阶段所需的建材原料、劳动力等成本占比相对较

¹ 30大中城市为：北京、上海、广州、深圳、天津、杭州、南京、武汉、南昌、成都、青岛、苏州、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春、无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴。其中杭州、南昌、武汉、哈尔滨、昆明、扬州、安庆、南宁、兰州、江阴10城市为商品房数据，其它城市为商品住宅数据。

小。由于房地产开发周期较长，因此行业整体经营风险极易受土地价格变化的影响。房地产开发行业具有资本密集程度高、前期投入大等特征，因此普遍具有较大的债务融资需求。多样化的融资渠道有助于房地产开发企业开拓市场，承接不同类型的项目。此外，我国房地产开发行业受政策调控影响巨大，政府政策作为一个外生变量，对行业内所有企业的生存环境影响巨大。

房地产开发企业的规模不仅仅反映了其规模经济和抗风险能力的综合结果，也能在一定程度上反映企业竞争能力。房地产开发行业竞争程度日趋激烈，从长期看，行业集中度逐年提升，这种趋势有利于强化大规模房企的竞争能力。大型房地产开发企业在土地获取、融资能力、成本控制等方面具有显著优势，抗风险能力较强；而中小房地产开发企业自身实力有限，未来将面临较高的经营和财务风险。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2017年，Top10/Top20/Top50 该比值逐年提高。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，而中小房企或由于项目布局过于集中，或由于融资能力受限，未来面临更大的市场竞争压力和整合风险，预计未来行业集中度将进一步提升。

图表 7. 规模房企市场占有率



资料来源：CREIS 中指数据、新世纪评级整理

目前，房地产开发企业项目销售速度趋缓，营业收入及净利润增速大幅下滑；销售毛利率基本保持稳定，但从整体趋势来看，近年来土地价格快速上涨，人力成本亦有所上升，行业毛利率水平面临下滑压力。短期看，行业仍有较大规模已销售未结算收入，短期业绩可获一定保障，但行业长期盈利能力提升承压。行业整体处于较高的财务杠杆水平；房地产行业各项融资政策收紧后，外部融资难度明显加大，随着偿债高峰来临，房企偿债压力风险升高。此外，行业销售资金回笼情况不理想，现金流缺口扩大。

图表 8. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
万科企业股份有限公司	2,428.97	34.10	11,653.47	83.98	0.95	372.08	823.23
绿地控股集团有限公司	2,901.74	14.34	8,494.44	88.51	0.35	138.90	549.88
华夏幸福基业股份有限公司	596.35	47.93	3,758.65	81.10	0.63	88.07	-162.28
重庆龙湖企业拓展有限公司	669.77	35.23	3,412.72	66.79	1.94	158.20	5.18
北京首都开发股份有限公司	366.78	32.72	2,404.63	80.59	0.45	36.14	-204.53
阳光城集团股份有限公司	331.63	25.08	2,132.50	85.66	0.27	22.28	88.19
金地(集团)股份有限公司	373.32	34.25	2,079.42	72.13	1.09	94.77	-69.89
泰禾集团股份有限公司	243.31	27.63	2,064.21	87.83	0.18	23.33	-125.53
新城控股集团股份有限公司	405.26	35.56	1,835.27	85.84	0.63	62.60	-104.85
金科地产集团股份有限公司	347.58	21.32	1,573.64	85.79	0.33	22.85	-84.86
光明房地产集团股份有限公司	208.11	20.49	541.54	79.92	0.49	19.88	16.79
新华联文化旅游发展股份有限公司	74.41	31.80	512.95	84.03	0.31	8.63	9.35
重庆市迪马实业股份有限公司	95.38	25.25	375.59	79.32	0.57	6.42	17.41
华远地产股份有限公司	99.04	28.03	343.53	77.46	0.47	11.52	6.84
中交地产股份有限公司	57.94	29.67	327.23	88.56	0.33	7.83	-36.14
格力地产股份有限公司	31.30	42.92	273.34	71.36	0.54	6.23	-21.02
广州珠江实业开发股份有限公司	42.40	37.28	136.44	71.64	0.57	5.26	7.76
重庆渝开发股份有限公司	10.41	24.33	63.07	45.19	2.23	0.98	6.03
卧龙地产集团股份有限公司	15.58	37.74	57.62	64.56	3.32	3.56	14.52

资料来源：新世纪评级整理

预计 2018 年在调控深化，金融去杠杆及监管趋紧的态势下，房地产行业融资渠道依然偏紧。房地产企业需要面对限售限贷、调控加码以及债务集中到期、资金成本上升等多重压力。大型房企可依据品牌优势和综合实力获得境内外资金支持，并不断创新融资工具；而依赖大量融资激进拿地、自身回款能力较弱的中小型房企将遭遇一定冲击，很容易面临股权并购或项目被收购的局面。房企之间整合并购将继续加速，市场集中度进一步提高。

D. 风险关注

政策调控深化，楼市成交热度回落。2017 年起，调控政策由一二线热点城市向城市群扩围。根据中指数据显示，2017 年上半年，长三角、珠三角和京津冀三大城市群内部三四线城市联动中心城市出台收紧政策；下半年，三四线城市调控进一步扩围，集中在山东半岛城市群、海西城市群、安徽中部及中西部地区。加之近期多地限售政策加码，供需双限，各线城市整体成交面积回落。在地方政府对房地产销售节奏及价格持续干预的背景下，房企资金回笼速度及规模进一步承压。

市场需求受限，房企资金回笼承压。2017 年我国房地产行业的金融监管及信贷政策进一步收紧：地方政府加强商品房价格管控；银监会严厉打击“首付贷”、“消费贷”；多家商业银行上调首套房贷款利率，房地产金融端持续收紧。

此外，短期政策调控与长期住房制度建设相结合，一方面限售限购限贷政策持续加码抑制市场需求，一方面共有产权住房及长租公寓快速发展，促进购房需求向租房转化。在此背景下，有效购房需求显著受限，房企资金回笼承压。

融资渠道收窄，房企资金链压力显著加大。自 2016 年下半年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。2016 年 10 月，上交所及深交所下发《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，对房地产企业公司债券发行审核试行分类监管；2017 年 2 月，中国基金业协会发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号-私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》，禁止私募资管产品通过明股实债、委托贷款等方式投资热点城市普通住/宅项目；2017 年 12 月，中国银监会发布《关于规范银信类业务的通知》，要求不得将信托资金违规投向房地产等限制或禁止领域，信托作为房地产融资的重要渠道面临收缩。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据显示，2018 年及 2019 年为房企债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模分别为 5,001 亿元和 6,350 亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。

2. 业务运营

该公司业务涉及房地产项目开发及销售、物业租赁、建筑装饰等多个经营领域，拥有相对完整的产品线，公司的营业收入主要来自房地产项目开发经营。跟踪期内，公司房地产销售规模大幅提升，去库存压力有所缓解。公司新开工面积增加，项目储备丰富；但在建及拟建项目规模较大，存在资本补充压力。公司其他业务经营规模较为有限。

该公司为光明食品（集团）有限公司（简称“光明集团”）房地产业务的核心子公司，2015 年完成了与海博股份的重组后，形成了房地产开发和物流两个业务板块。

该公司房地产开发业务包括住宅销售、商业地产销售、保障房销售、物业租赁、物业管理、沿街商铺销售、建筑装饰及其他房地产业务。公司具备 20 年房地产开发经验，是中国房地产开发企业 50 强和上海知名的房地产开发企业。房地产业务的经营主体为全资子公司农工商房地产（集团）有限公司（简称“农房集团”），农房集团成立于 2001 年，拥有房地产开发一级资质。2003 年，公司在立足上海的基础上，开启全国化布局。截至 2018 年一季度，公司的开发足迹遍布江苏、浙江、安徽、广西、河南、山东、湖南、湖北、上海、四川等九省一市。

该公司物流板块主要由上海海博物流（集团）有限公司（简称“海博物流”）等子公司负责经营。

图表 9. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
房地产开发与销售	上海、浙江等九省一市	规模及资本
物流	上海	资产及技术

资料来源：光明地产

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 10. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
营业收入合计	110.56	207.82	208.11	29.88
其中：核心业务营业收入（亿元）	109.87	206.70	207.60	29.83
在营业收入中所占比重（%）	99.38	99.46	99.75	99.82
其中：（1）房地产板块	97.83	200.97	202.61	28.76
在核心业务收入中所占比重（%）	89.04	97.23	97.60	96.41
（2）物流板块	12.04	5.73	4.99	1.07
在核心业务收入中所占比重（%）	10.96	2.77	2.40	3.59
毛利率（%）	25.31	21.10	20.49	45.99
其中：房地产板块（%）	27.27	21.38	20.71	47.36
物流板块（%）	6.77	7.18	10.83	10.19

资料来源：光明地产

收入构成上，该公司房地产业务地位突出，自 2016 年以来，该业务收入占比在 96%以上。房地产业务收入主要来自于住宅销售。公司物流板块为原海博股份旗下业务，其营业收入目前占比较小。

A. 房地产开发板块

房地产销售方面，由于 2015 年市场行情旺盛，该公司当年房地产签约销售金额达 149.17 亿元，同比增长 182%；2016 年，随着市场持续回暖，当年实现签约销售金额 189.33 亿元，同比增长 26.92%；2017 年，在因城施策、市场区域差异化加剧的背景下，公司不断加快项目去化速度和销售回笼，实现签约销售金额 236.62 亿元，签约销售面积 218.53 万平方米，分别同比增长 24.98% 和 14.63%；2017 年销售回款 231.7 亿元，回款率达 98%，继续保持较高水平。2018 年，公司的销售目标为 250 亿元，第一季度签约销售金额 43.27 亿元，完成了 17%。

图表 11. 公司近年房地产开发情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
新开工面积 (万平方米)	135.60	178.29	256.14	58.60
期末在建面积 (万平方米)	476.15	319.99	425.00	354.00
竣工面积 (万平方米)	196.10	292.63	246.62	7.68
签约销售金额 (亿元)	149.17	189.33	236.62	43.27
签约销售面积 (万平方米)	129.43	190.64	218.53	33.42
结转销售收入 (亿元)	95.77	196.11	193.20	27.24
结转收入面积 (万平方米)	82.94	205.73	192.57	24.83

资料来源：光明地产

随着业务的不断开展，该公司加大了新开工力度。2017 年新开工面积 256.14 万平方米，同比增长 43.66%。公司可售项目储备充足，2017 年末可售面积 397.75 万平方米，主要集中在长三角地区，上海、江苏、浙江合计占比 70%，其他可售项目位于河南、安徽、山东、广西、湖南、湖北。2018 年第一季度，公司新开工面积 58.60 万平方米，期末在建面积达 354.00 万平方米。

图表 12. 2018 年 3 月末公司在建项目情况 (万平方米、亿元)

项目名称	项目性质	项目所在地	规划建筑面积	土地面积	总投资	已投资	回笼资金
杨浦动迁房项目	动迁安置房	上海市杨浦区	14.51	3.73	25.74	25.74	25.22
松江南部新城项目	住宅	上海市松江区	35.74	13.01	24.52	11.39	10.20
上海地区小计	-	-	50.25	16.74	50.26	37.13	35.42
舟山临城 Lka-3-23 地块项目	商品房	浙江省舟山市	30.15	13.72	24.91	20.96	11.45
千岛湖一、二期项目	住宅	浙江省杭州市	24.32	23.99	18.45	8.33	0.00
湖州苍山地块 (一号地块)	住宅	浙江省湖州市	4.07	20.60	17.38	13.57	6.24
镜湖 8-2、8-4 项目	住宅	浙江省绍兴市	39.43	15.99	25.60	22.03	14.84
扬州朗悦华府 (不含 A 块)	商业、住宅	江苏省扬州市扬子江北路	19.47	10.00	12.82	11.64	6.88
扬州维扬项目	住宅	江苏省扬州市	21.18	5.56	13.80	11.48	5.90
明丰湖滨花园	住宅	江苏省苏州市吴江市	9.01	26.87	14.77	13.44	0.00
镇江明旺 C 块第二、三期 (共三期)	住宅	江苏省镇江市	26.25	6.41	9.18	4.93	15.63
无锡吴樾东方项目	住宅	江苏省无锡市	15.68	0.65	16.61	8.80	0.00
长三角地区 (不含上海) 小计	-	-	189.56	123.79	153.52	115.18	60.94
菏泽御河丹城二期	住宅	山东菏泽	17.97	5.19	10.59	5.45	0.33
长沙观沙岭观沙国际	商业、住宅	湖南省长沙市岳麓	18.79	4.20	10.90	9.71	5.41
武汉四新项目	商住办	湖北省武汉市	52.14	10.29	31.47	28.72	20.67
荥阳索河新天地商业中心项目	商业	河南省郑州市	6.93	2.59	4.72	2.37	0.00
农房索河湾三期项目	住宅	河南省郑州市	41.00	16.82	22.89	3.75	0.00
南宁望州岭项目	住宅	广西南宁	6.00	0.82	2.98	1.90	0.00
那黄村 1 号/8 号地块	住宅	广西南宁	56.08	10.70	19.47	19.97	3.71
其他地区小计	-	-	198.91	50.61	103.02	71.87	30.12
合计	-	-	438.72	191.14	306.80	224.18	126.48

资料来源：光明地产

截至 2018 年 3 月末，该公司主要在建项目 18 个，主要分布在长三角地区。

其中，上海项目总投资合计为 50.26 亿元，已完成投资合计 37.13 亿元；江苏项目总投资合计为 67.18 亿元，已完成投资 50.29 亿元；浙江项目总投资合计为 86.34 亿元，已完成投资 64.89 亿元。公司其他在建项目分布在广西、湖北、湖南、河南以及山东。上述项目总投资合计为 306.80 亿元，已完成投资 224.18 亿元。

截至 2018 年 3 月末，该公司拟建项目 11 个，均为商品房项目。规划建筑面积合计 179.61 万平方米，计划总投资合计 214.52 亿元，已投资 110.95 亿元。

图表 13. 2018 年 3 月末公司主要拟建项目情况

项目名称	项目性质	地理区位	计划项目建设期	规划建筑面积 (万平方米)	计划总投资规模 (亿元)	已投资规模 (亿元)
金山 G6 项目	住宅	上海市金山区	2018.04-2020.12	38.81	92.42	63.15
上海小计				38.81	92.42	63.15
湖州太湖度假区项目	住宅	浙江省湖州市	2018.04-2019.12	11.19	10.74	4.91
湖州苍山地块 (二号地块)	住宅	浙江省湖州市	2018.06-2020.12	10.75	14.24	5.56
吴江 44 地块	住宅	江苏省吴江市	2018.04-2019.12	17.76	16.30	8.80
吴江 45 地块	住宅	江苏省吴江市	2018.04-2019.12		16.50	9.00
徐州贾汪项目	住宅	江苏省徐州市	2018.05-2020.12	19.21	9.97	1.66
长三角地区 (不含上海) 小计				58.91	67.75	29.93
菏泽御河丹城三期	住宅	山东省菏泽市	2019.06-2021.12	9.12	9.31	1.97
光明碧桂园培文府锦园项目	住宅	湖南省长沙市	2018.05-2019.12	23.65	19.40	8.98
南宁蓝湾九里三期 (A5) 项目	住宅	广西南宁	2018.06-2019.12	10.80	7.50	2.22
南宁那黄村 4 号地块	住宅	广西南宁	2018.06-2020.12	14.02	8.02	2.32
南宁那黄村 3 号地块	住宅	广西南宁	2018.09-2020.12	24.30	10.12	2.38
其他地区小计				81.89	54.35	17.87
合计				179.61	214.52	110.95

资料来源：光明地产

上述在建及拟建项目中，一二线城市项目规划建筑面积占比约为 76%，该公司在一二线城市的布局有所扩大，项目区位分布有所优化。但公司在建及拟建项目尚需投资合计 186.17 亿元，存在后续投资压力。

图表 14. 截至 2018 年 3 月末公司土地储备情况

地块	所在地	项目类型	权益比例 (%)	土地出让金 (亿元)	已交土地出让金 (亿元)	土地面积 (万平方米)	获取年份	平均楼面价 (元/平方米)
嘉定 D9 项目二期	上海市嘉定区	未定	60	0.40	0.40	1.33	2013	1,637
扬州华利项目 A 地块	江苏省扬州市	商业	75	0.79	0.79	1.85	2013	2,847
竹海岭上 ABEF 四块	江苏省宜兴市	住宅	100	4.11	4.11	19.85	2017	3,011
陶里三期项目	江苏省宜兴市	住宅	100	1.17	1.17	4.37	2018	2,426
烟台 CD 二块	山东省烟台市	住宅	72	5.60	5.60	13.58	2018	1,216
合计	-	-	-	12.07	12.07	40.98	-	-

资料来源：光明地产

在土地储备方面，截至 2018 年 3 月末，该公司土地储备共计 5 幅，面积合计 40.98 万平方米，应交土地出让金 12.07 亿元，已全部缴纳完毕。公司土地储备大部分位于长三角地区，区位较好，符合公司“精耕上海，深耕长三角，

辐射全国”的战略。

该公司投资性房地产以商铺和写字楼租赁为主，可供出租建筑面积不大，对公司整体营业收入贡献度较低。

B. 物流板块

该公司物流板块的核心平台为全资子公司海博物流。

2012年，上海西郊国际农产品交易有限公司与海博股份（现更名为“光明地产”）签署了《战略合作协议》，确定海博物流作为西郊国际农产品交易中心的第三方物流专业服务商。该公司在建的西虹桥冷链物流园项目被列为2014年上海市重大建设工程项目，该项目位于上海市青浦区，计划总投资6.76亿元，截至2018年3月末，已投资6.12亿元。项目占地面积约为5.98万平方米，建筑面积约为8.37万平方米，建成后冷库总容量约为34万立方米。西虹桥冷链物流园项目建设完工后，可为西郊国际农产品交易中心提供配套冷链物流，对农贸及冷链产品进行加工、包装、配送、信息处理等一体化服务。

该公司的电子商务品牌“菜管家”作为生鲜电子商务代表，名列上海电子商务行业企业竞争力20强，并作为上海市唯一生鲜电商入选单位。截至2018年3月末，海博物流拥有运输车辆407辆，多功能运力达11.8万吨，具有强大的运输和配送能力。此外，公司在洋山保税区建有综合基地，已与多家国内外企业建立了物流合作关系。

该公司凭借光明集团的资源优势，逐步整合了上下游产业链，打造集冷库储存、加工配送、展示交易、生产性服务于一体的农副产品和食品一体化供应链物流体系。近三年，公司物流板块未发生食品安全事故。

2015-2017年及2018年第一季度，该公司物流板块分别实现营业收入12.04亿元、5.73亿元、4.99亿元和1.07亿元。总体上，目前物流板块对整体盈利影响有限。

(2) 盈利能力

该公司利润主要来源于售房产生的毛利，盈利水平一般。公司目前项目储备充足且区位良好，可为未来盈利提供一定保障。

图表 15. 公司盈利来源结构



资料来源: 根据光明地产所提供数据绘制。

注: 经营收益=营业利润-其他经营收益

2015-2017年, 该公司分别实现营业收入 110.56 亿元、207.82 亿元和 208.11 亿元, 逐年增长; 综合毛利率分别为 25.31%、21.10%和 20.49%, 处于偏低水平; 营业毛利分别为 27.98 亿元、43.85 亿元和 42.65 亿元, 营业毛利主要来自住宅销售。2018 年第一季度, 公司实现营业收入 29.88 亿元, 同比增长 28.79%; 毛利率 45.99%, 较上年同期增加 32.24 个百分点。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	110.56	207.82	208.11	29.88	23.20
毛利 (亿元)	27.98	43.85	42.65	13.74	3.19
期间费用率 (%)	8.70	6.02	6.42	7.86	8.99
其中: 财务费用率 (%)	2.14	1.60	1.59	2.06	1.86
全年利息支出总额 (亿元)	21.98	16.59	11.49	-	-
其中: 资本化利息数额 (亿元)	19.44	12.91	7.05	-	-

资料来源: 根据光明地产所提供数据整理。

2015-2017 年及 2018 年第一季度, 该公司的期间费用分别为 9.62 亿元、12.51 亿元、13.36 亿元和 2.35 亿元; 同期公司期间费用率分别为 8.70%、6.02%、6.42%和 7.86%。2017 年公司资产减值损失 4.82 亿元, 较上年增长 210%, 主要系当年计提存货跌价损失 3.85 亿元所致。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益 (亿元)	0.00	0.04	12.93	0.07	0.00
营业外收入 (亿元)	0.25	0.76	0.61	0.09	0.11

资料来源: 根据光明地产所提供数据整理。

2017 年 10 月, 该公司 4 次转让资产, 分别处置了江苏东恒海鑫置业有限

公司 100% 股权及债权（主要资产为昆山淀山湖项目）、上海市丽水路 58-88 号商业房地产项目、新府中路 1399 弄西郊乐缤纷广场 22 号楼房地产项目，以及广西南宁市良庆区五象大道北侧的 A2 及 A3 地块在建项目，处置上述项目共获得投资收益 12.93 亿元。其他年份投资收益和营业外收入对利润的贡献较小。

2015-2017 年，该公司净利润分别为 4.60 亿元、11.53 亿元和 19.88 亿元，总资产报酬率分别为 2.32%、4.22% 和 6.45%，净资产收益率分别为 6.63%、12.93% 和 19.58%；2018 年第一季度公司实现净利润 5.56 亿元，同比增长 1,430.91%。公司全资子公司上海农工商华都实业（集团）有限公司出售上海市丽水路一处商业房地产，由于该房产以历史成本计量，2018 年第一季度此项交易结转的毛利率达 86.54%，推高了当期毛利率及净利润水平。

总体上，该公司盈利能力较稳定。公司项目储备较为充足且区位优势良好，预计可为未来盈利提供一定保障。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司第一大股东始终为光明集团，最终控制人为上海市国有资产监督管理委员会。公司已建立了较完善的治理结构，管理经营均独立于光明集团，但可得到较大支持。公司组织结构合理，对下属子公司控制力较强。公司建立了较完善的组织结构，设置了相应的内控制度，能够满足经营管理需求。

(1) 产权关系

该公司第一大股东自 2006 年起始终为光明集团，最终实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会（简称“上海市国资委”）。2015 年公司实现借壳上市，光明集团直接持股 35.22%，并通过全资子公司大都市资管间接持股 16.07%。公司产权状况详见附录一。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司向关联企业采购商品、接受劳务，交易对手主要为光明集团及其子公司，交易以当期市场价为定价依据。2015-2017 年，此种关联交易金额分别为 0.43 亿元、0.36 亿元和 0.16 亿元。公司向关联企业出售商品、提供劳务，交易对手主要为光明集团及其子公司，交易价格以交易当期市价或评估价为依据。2015-2017 年，此种关联交易金额分别为 0.30 亿元、10.64 亿元和 4.27 亿元，其中 2017 年，公司向上海蔬菜（集团）有限公司出售房产获得 3.96 亿元。公司向关联方出租房屋和车辆，2015-2017 年租赁收入分别为 338.09 万元、368.79 万元和 449.30 万元。

截至 2017 年末，该公司从关联方拆入资金的余额为 106.30 亿元，其中从光明集团和光明食品集团财务有限公司分别拆入资金的余额为 102.00 亿元和 2.80 亿元；当年公司向关联方支付的委托贷款利息为 4.40 亿元。当年公司无关联资金拆出。

截至 2017 年末，该公司接受的关联担保全部由光明集团提供，金额合计 42.00 亿元；公司未向关联方提供担保。

截至 2017 年末，该公司在光明食品集团财务有限公司存款为 33.84 亿元，2017 年公司取得利息收入 0.50 亿元。

截至 2017 年末，该公司应收关联方款项 274.01 万元，金额较小；应付关联方款项 13.36 亿元。

(3) 公司治理

该公司已建立了较完善的治理结构，日常经营独立于光明集团。作为光明集团的重要板块、重要平台和重要支柱，公司能够获得资金、土地资源等方面的支持。

该公司建立了较完善的治理机制，设立了股东大会、董事会和监事会。公司董事会由 8 名董事组成，少于《公司章程》规定的 9 名董事会成员，独立董事 4 名；监事会由 3 名监事组成。公司在董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会四个专业委员，并设置董事会秘书。公司高级管理人员包括总裁 1 名，副总裁若干名，由董事会聘任或解聘。跟踪期内，公司法人治理结构未发生重大变化，运营管理保持稳定。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司在经理层下设立了 22 个部门，直接指导具体经营业务的开展，各部门同时接受党委领导。公司组织结构图详见附录二。

该公司对各成员子公司实行“集中统一领导，归口分级管理”的财务管理体制，通过预算、决算和财务管理管控下属公司资金，并通过内部管控制度管理下属公司业务。公司对下属子公司控制力较强，主要子公司概况见附录三。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司制定了信息披露制度体系，从制度规范和操作流程上确保信息披露的真实、准确、完整、及时和公平。同时，为规范在银行间债券市场发行债务融资工具的信息披露行为，公司制定了《非金融企业债务融资工具信息披露管理制度》，对发行债务融资工具的信息披露标准、未公开信息的传递、

审核、披露和保密、财务管理和会计核算的内部控制及监督机制、对外发布信息的申请、审核、发布流程、责任追究机制等方面进行了具体规范。

该公司制定了担保管理制度，严格控制为公司外企业提供担保，原则上不允许为公司外单位提供担保（包括参股企业）。如确需提供的，被担保方必须具备足额有效的抵押、质押等反担保条件。严格禁止为个人提供担保。

该公司制定了关联交易管理制度。公司关联交易活动应符合诚实信用的原则，遵循公正、公平、公开的原则。与关联人发生的关联交易由公司董事会审议决定。公司董事会应当根据客观标准判断该关联交易是否对公司有利，必要时应当聘请专业评估师、独立财务顾问。

该公司制定了工程管理制度，根据总体经营计划编写项目施工总进度计划、项目年度施工进度计划、阶段性施工进度计划，根据项目实施施工进度编制工程进度月报，并报运营管理部备案。运营部定期对存量项目进行巡检，并编制工程进度检查表，对可能出现的工期拖延提出预警。工程招标流程包括编制招标文件、部门流转内审、发标、澄清答疑、开标、评标、定标。

(3) 投资及财务管理制度

该公司制定了投资管理制度，对投资活动实行审批制，使其符合公司战略发展方向和目标，符合追求投资价值最大化原则，起到了规范投资行为、明确各部门和全资及控股子公司在投资活动中的职权和责任、建立严格的工作程序、提高投资质量、防范投资风险的作用。

该公司根据有关规定并结合实际制定了财务审计管理制度。公司对各成员子公司实行“集中统一领导，归口分级管理”的财务管理体制。各所屬子公司均应遵循该管理制度，并结合各自的生产经营特点，制定各自财务管理细则。财务审计管理制度起到了理顺产权关系、加强财务管理和经济核算、规范财务行为、提高财务工作质量的作用。

该公司制定了预算和财务决算管理制度，适用于公司及所属全资、控股子公司和分公司。预算编制要根据公司发展战略、经营目标、投资计划、筹资计划等综合因素编制公司年度预算方案，编制预算按“上下结合，分级编制，逐级汇总”的程序进行。预算一经批准下达，公司必须认真实施，将预算指标层层下达，从横向和纵向落实到内部各部门、各单位、各环节、各岗位及所属企业，形成较为全面的预算责任体系。公司在每个会计年度终了，应当严格按照国家财务会计制度及相关会计准则规定，在全面财产清查、债权债务确认、资产质量核实的基础上，认真组织编制年度财务决算报告，以全面、完整、真实、准确地反映企业年度财务状况和经营成果。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的 2018 年 7 月 16 日的人行《企业信用报告》，公司近三年内不存在不良信贷记录。

财务

该公司财务杠杆处于较高水平，但近年来略有降低；债务期限结构持续优化，短期刚性债务有所缩减；公司资金回笼情况良好，货币资金较充裕，EBITDA 持续增长，债务偿付能力有所提高；得益于光明集团支持力度的加大，公司融资成本持续降低；公司在建项目规模大，后续面临一定投资压力。

1. 数据与调整

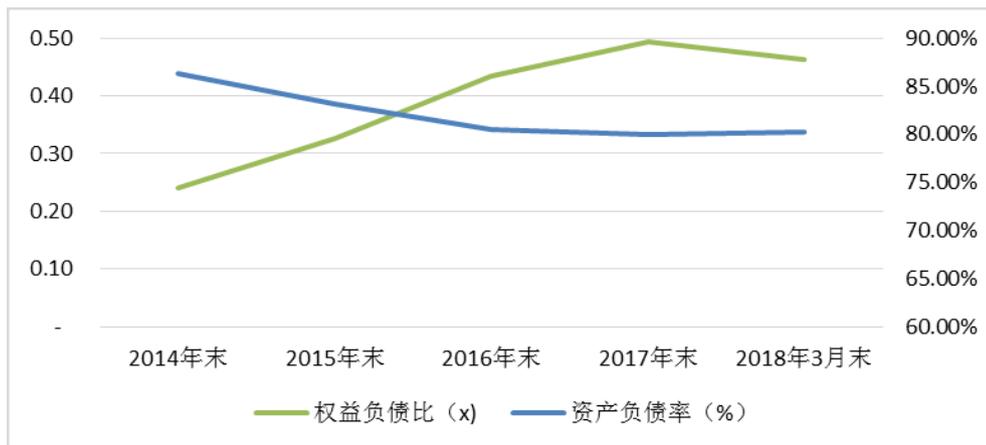
立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015 年模拟财务报表及 2016-2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2017 年，公司执行《企业会计准则 42 号——持有待售的非流动资产、处置组合终止经营》、《企业会计准则 16 号——政府补助》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》，变更了会计政策。

2017 年该公司收购了杭州千岛湖立元置业有限公司、烟台平土房地产有限公司、宜兴鸿鹄地产开发有限公司、宜兴中鸿兴业投资有限公司 4 家公司，并新设了光明房地产集团上海金山卫置业有限公司等 5 家子公司；转让了江苏东恒海鑫置业有限公司，注销了上海农口万盟房地产有限责任公司和上海市建安房产经营公司。截至 2017 年末，公司纳入合并范围的二级子公司共 120 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据光明地产所提供数据绘制。

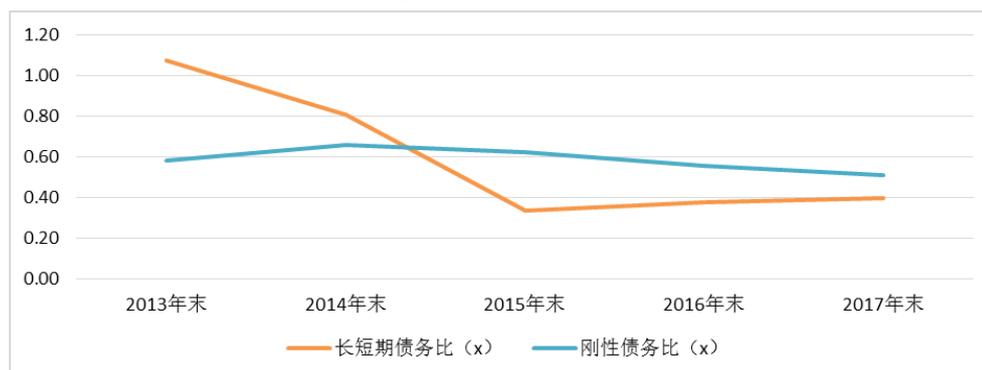
该公司所有者权益逐年增长，2015-2017 年末分别为 84.11 亿元、94.29 亿元和 108.77 亿元，权益资本的增长主要来自经营积累。2017 年，公司以资本公积金向全体股东每股转增 0.3 股，使得股本增至 17.14 亿股。2017 年，公司派发现金红利 1.98 亿元。2017 年末未分配利润为 63.86 亿元。

近年来，该公司债务规模波动增长，公司资产负债率处于较高水平，但得益于所有者权益的持续增长，资产负债率略有降低。2018年3月末，资产负债率为80.28%，剔除预收账款的资产负债率为77.22%。

2015-2017年，权益资本与刚性债务之比分别为0.44、0.49和0.46，权益资本对刚性债务的覆盖程度尚可。

(2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 第一季度末
刚性债务 (亿元)	156.34	226.22	258.55	216.70	220.29	248.32
应付账款 (亿元)	24.71	36.36	54.74	57.32	71.98	58.31
预收账款 (亿元)	21.78	24.70	62.49	79.78	83.42	78.06
其他应付款 (亿元)	19.41	28.63	21.40	20.06	36.03	55.93
刚性债务占比 (%)	57.86	65.73	62.28	55.44	50.90	53.19
应付账款占比 (%)	9.14	10.56	13.19	14.66	16.63	12.49
预收账款占比 (%)	8.06	7.18	15.05	20.41	19.28	16.72
其他应付款占比 (%)	7.18	8.32	5.16	5.13	8.33	11.98

资料来源：根据光明地产所提供数据绘制。

该公司债务主要由刚性债务、预收账款、应付账款和其他应付款构成。截至2017年末，公司预收账款83.42亿元，主要为预收售房款；应付账款71.98亿元，主要为应付工程款67.08亿元；其他应付款36.03亿元，主要包括往来款8.55亿元、暂收款21.83亿元，2017年末其他应付款较上年末增长79.57%，主要系暂收款增加11.02亿元所致。

从债务期限结构来看，2015-2017年末长短期负债比分别为0.34、0.38和0.40，债务期限结构偏短期但持续优化。由于流动性负债中主要为经营性负债，公司债务偿付压力相对较小。

2018年3月末，该公司债务余额较上年末增长7.89%，增加部分主要为其他应付款和长期借款，分别增加19.90亿元和22.53亿元。

(3) 刚性债务

2015-2017年末,该公司刚性债务分别为258.55亿元、216.70亿元和220.29亿元。2017年末公司刚性债务占负债总额的50.90%,其中短期刚性债务97.90亿元,为短期借款、一年内到期的长期借款和应付利息;中长期刚性债务122.39亿元,为长期借款和应付债券。其中应付债券为公司2016年发行的“16光明房产MTN001”、“16光明地产MTN002”和2017年发行的“17光明房产MTN001”三期中期票据。2018年3月末,公司刚性债务增至248.32亿元,主要系长期借款增加22.54亿元所致。

图表 20. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2013年末	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年第一 季度末
短期刚性债务合计	38.89	95.29	155.07	111.34	97.90	103.40
其中:短期借款	38.20	36.46	103.10	85.69	86.76	102.47
一年内到期的长期借款	-	54.48	46.87	19.18	10.28	-
中长期刚性债务合计	117.44	130.93	103.48	105.36	122.39	144.93
其中:长期借款	104.50	121.86	98.30	85.36	87.39	109.93
应付债券	12.94	9.07	5.19	20.00	35.00	35.00
综合融资成本(年化,%)	7.69	7.36	7.36	6.55	5.35	-

资料来源:根据光明地产所提供数据整理。

在房地产行业融资成本不断上升的背景下,该公司融资成本优势凸显。公司的借款主要为光明集团向公司提供的委托贷款,公司每年按项目汇总编制资金需求表,并据此向光明集团报送资金需求,经审批后获得光明集团提供的委托贷款。2015-2018年,光明集团对公司发放的委托贷款额度分别为135.95亿元、162.00亿元、133.50亿元和180亿元,2018年公司获得光明集团的委托贷款额度大幅提升。委托贷款的平均借款利率不高于中国人民银行规定的同期贷款基准利率上浮10%,2015-2017年,光明集团对公司委托贷款的平均利率分别为4.92%、4.35%和4.77%,持续降低。光明集团委托贷款对公司的支持力度加大。2017年公司发行的15亿元的“17光明房产MTN001”,利率为5.15%;2018年2月公司发行了上海国企首单商业不动产抵押贷款资产支持证券(CMBS),规模为8.8亿元,利率区间为5.99-6.99%。依托光明集团的融资担保和委托贷款支持,公司探索多元化的融资渠道,使得公司的综合融资成本逐年降低,2017年降至5.35%。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期 (天)	1,814.31	835.19	897.21
营业收入现金率 (%)	95.83	114.91	103.97
业务现金收支净额 (亿元)	-50.40	103.43	26.85
其他因素现金收支净额 (亿元)	-5.06	-11.92	-10.07
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	-55.47	91.51	16.79
EBITDA (亿元)	10.91	21.23	33.60
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.04	0.10	0.15
EBITDA/全部利息支出 (倍)	0.50	1.28	2.92

资料来源：根据光明地产所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2015-2017 年，该公司加快项目去化，并保持了较高的资金回笼水平，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 140.73 亿元、238.80 亿元和 216.37 亿元；同期公司在建项目及拿地支出规模较大，购买商品、接受劳务支付的现金分别为 108.41 亿元、111.08 亿元和 157.50 亿元。2015-2017 年公司经营性现金流净额分别为 -55.47 亿元、91.51 亿元和 16.79 亿元。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成，结构上变化较小。近三年 EBITDA 分别为 10.91 亿元、21.23 亿元和 33.60 亿元，呈逐年增加趋势。同期，EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖程度均有所改善，偿债能力有所提升。

(2) 投资环节

图表 22. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	-1.83	5.41	2.73
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.92	-1.38	-0.45
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.12	0.00	0.00
投资环节产生的现金流量净额	-2.87	4.03	2.28

资料来源：根据光明地产所提供数据整理。

投资活动现金流量方面，2015-2017 年，该公司投资活动现金流量净额分别为 -2.87 亿元、4.03 亿元和 2.28 亿元。2016 年公司投资活动现金流大幅净流入主要系公司收回投资理财产品及收益所致。2017 年公司投资收到的现金

11.39 亿元，为下属子公司收回参股公司投资款及收回与处置子公司相关的债务所致；处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 14.38 亿元，主要系收到处置子公司江苏东恒海鑫置业有限公司价款所致；公司投资项目增加使得当期投资支付的现金大幅增加至 18.85 亿元。2018 年第一季度，公司投资活动现金流净额为-0.31 亿元。公司非筹资环节资金缺口有所收窄，使得公司资本补充压力有所缓解。

(3) 筹资环节

该公司主要通过银行借款筹集资金，2015-2017 年取得借款收到的现金分别为 188.90 亿元、154.24 亿元和 177.06 亿元。此外，2016 和 2017 年，公司还发行了三期中期票据，分别募集资金 19.96 亿元和 15.00 亿元。由于公司于 2016 和 2017 年偿还了大量银行借款，使得当期筹资活动现金流净额为负。2015-2017 年，公司筹资活动现金流净额分别为 23.14 亿元、-68.79 亿元和 -15.62 亿元。2018 年第一季度，公司筹资活动现金流净额为 32.44 亿元，主要系取得借款 42.69 亿元。

4. 资产质量

图表 23. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	483.19	471.14	526.89	566.76
	96.78%	97.11%	97.29%	97.45%
其中：现金类资产（亿元）	41.38	68.91	74.90	70.13
应收款项（亿元）	29.84	18.07	22.85	23.29
其他应收款（亿元）	5.11	12.68	25.02	46.56
存货（亿元）	398.81	368.39	395.61	418.69
其他流动资产（亿元）	7.89	3.04	8.51	8.10
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	16.06	14.02	14.65	14.80
	3.22%	2.89%	2.71%	2.55%
其中：投资性房地产（亿元）	4.24	1.06	1.01	1.00
固定资产（亿元）	3.51	3.11	5.85	5.79
在建工程（亿元）	3.99	2.64	0.86	1.08
无形资产（亿元）	0.35	2.45	2.40	2.39
其他非流动资产（亿元）	1.26	1.68	1.88	1.88
期末全部受限资产账面金额（亿元）	156.40	119.85	94.32	-
期末抵质押融资余额（亿元）	79.30	54.18	33.69	-
受限资产账面余额/总资产（%）	31.33%	24.70%	17.42%	-

资料来源：根据光明地产所提供数据整理。

注：应收款项=应收账款+预付账款

随着开工规模的不断增加，该公司流动资产规模增加较快，2015-2017 年及 2018 年 3 月末分别为 483.19 亿元、471.14 亿元、526.89 亿元和 566.76 亿元，占总资产的比重在 95%以上。

该公司流动资产主要由存货、货币资金、应收账款、预付账款和其他应收款组成，2017 年末上述科目余额合计占总资产的 98%。2017 年末公司货币资金 74.90 亿元，其中可动用货币资金 66.31 亿元，货币资金较为充裕；应收账款较上年末增加 5.37 亿元，主要为下属子公司保障房项目与政府结算所致；预付账款主要为预付工程款、土地款、动迁款等，期末金额为 8.86 亿元，较上年基本无变化；其他应收款主要为经营及房产合建项目往来款，期末金额为 25.02 亿元，较上年末增加 12.34 亿元。存货 395.61 亿元，主要为房地产项目投资，其中开发成本 249.70 亿元、开发产品 125.12 亿元，当期计提存货减值准备 3.85 亿元。

该公司非流动资产主要是投资性房地产、固定资产、在建工程 and 无形资产。2017 年末，公司非流动资产为 14.65 亿元，较上年末增长 4.50%，占总资产的比重较小。

截至 2017 年末，该公司受限资产 94.32 亿元，其中货币资金 8.59 亿元，存货 85.74 亿元。2017 年末公司用于抵押借款的存货 74.49 亿元，获取的抵押借款余额 40.96 亿元。

2018 年 3 月末，该公司资产总额较年初略增加至 581.56 亿元，主要为其其他应收款和存货分别增加 21.54 亿元和 23.07 亿元，其他资产科目变化较小。

5. 流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
现金比率 (%)	22.55	32.84	39.54	41.52
流动比率 (%)	155.40	165.84	170.16	176.45
存货周转率 (次)	0.23	0.43	0.43	-
总资产周转率 (次)	0.25	0.42	0.41	-

资料来源：根据光明地产所提供数据整理。

2015-2017 年，该公司现金比率和流动比率逐年提高，货币类资产和流动资产对流动负债的覆盖程度逐年改善。从资产的周转速度来看，2016 和 2017 年，存货周转率和总资产周转率均较 2015 年有所提高，得益于项目的去化情况良好，公司的资产周转速度有所加快。整体而言，公司的流动性尚可。

6. 表外事项

2017 年末，该公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保 39.95 亿元，偿付风险小。

2018 年 1 月，上海建岛置业有限公司（简称“建岛公司”）向上海市普陀区人民法院提起诉讼，要求该公司下属子公司上海泰尔发房地产开发有限公司、上海东旺房地产有限公司就合资、合作开发房地产合同（《投资协议书》）

的约定，向建岛公司支付人民币 0.50 亿元，并承担诉讼费。本案于 2018 年 3 月 20 日经普陀法院主持调解结案，双方达成如下调解协议：上海东旺房地产有限公司、上海泰尔发房地产开发有限公司应补偿建岛公司人民币 3890 万元，双方就补偿金额达成一致意见，本案再无其他争议。公司已计提相应的负债。此外，公司无其他重大诉讼情况。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司集团本部主要承担管理及投融资职能。2017 年末，集团本部资产总计 126.65 亿元，主要由货币资金、应收股利、其他应收款和长期股权投资构成，年末账面价值分别为 5.67 亿元、10.04 亿元、51.98 亿元和 58.93 亿元。其他应收款主要系关联方及子公司往来款。同期末，集团本部债务合计 48.52 亿元，资产负债率 38.31%。2017 年末集团本部刚性债务 46.18 亿元，短期刚性债务 11.04 亿元。集团本部货币资金对短期刚性债务的覆盖程度较差。2017 年营业收入 442.31 万元；利润总额 8.67 亿元，主要为出售子公司获取的投资收益。经营性现金流持续净流出，2017 年净流出 7.45 亿元。总体看，集团本部不涉及具体经营，仅具有投融资职能，集团本部能进行有效的资金调配及周转，财务风险适中。

外部支持因素

集团/控股股东支持

该公司可得到股东光明集团在委托贷款、融资担保、资金拆借及土地获取等方面的支持。2017 年，光明集团对公司发放的委托贷款为 133.50 亿元，平均利率为 4.77%，委托贷款规模较大，利率水平低。2017 年末，公司从光明集团拆入资金余额 102.00 亿元，并得到光明集团提供的担保余额 42.00 亿元。公司预计可获得光明集团持续的资金及融资担保支持。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 16 光明房产 MTN001：回售，调整票面利率

本期债券为 5 年期，附第 3 年末该公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。公司发出关于是否调整本期债券后 2 年的票面利率及调整幅度的公告后，本期债券的债券持有人有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按票面金额全部或部分回售给公司。新世纪评级将关注本期债券后续的票面利率调整和回售情况。

2. 16 光明地产 MTN002：回售，调整票面利率

本期债券为 5 年期，附第 3 年末该公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。公司发出关于是否调整本期债券后 2 年的票面利率及调整幅度的公告后，本期债券的债券持有人有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按票面金额全部或部分回售给公司。新世纪评级将关注本期债券后续的票面利率调整和回售情况。

3. 17 光明房产 MTN001：回售，调整票面利率

本期债券为 5 年期，附第 3 年末该公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。公司发出关于是否调整本期债券后 2 年的票面利率及调整幅度的公告后，本期债券的债券持有人有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按票面金额全部或部分回售给公司。新世纪评级将关注本期债券后续的票面利率调整和回售情况。

4. 16 光明房产 MTN001、16 光明地产 MTN002 与 17 光明房产 MTN001：外部担保

上述债券均由光明集团提供连带责任保证担保，担保责任期间为上述债券存续期及其到期之日起二年。

光明集团是上海市属国有大型企业，上海市国资委为光明集团的实际控制人。光明集团食品主业涵盖原料、加工和流通等各主要环节，产业链完整，具有规模化和集约化经营优势。光明集团的食糖、黄酒、乳制品、连锁超市、品牌代理等业务区域竞争优势明显。近年来，光明集团着力强化内部产业整合和资本运作，并相继完成多起海外并购，国际化步伐取得一定进展。近年来光明集团经营规模不断扩张，总体收入持续增长且规模突出，盈利能力较强。光明集团资本实力雄厚，主业获现能力较强，由于房地产业务及固定资产投资规模较大，资金需求大，刚性债务规模较大；但得益于权益资本实力的增强，负债经营程度略有下降。光明集团现金类资产存量充裕，并有大量可供出售金融资产，此外，光明集团融资渠道畅通，偿债能力极强。

2018 年 7 月 4 日，新世纪评级给予光明集团主体信用等级 AAA（详见《光明食品（集团）有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告》，编号：新世纪债评（2018）010537）。总体上，光明集团综合实力强，其对上述债券提供的连带责任保证担保可为上述债券本息偿付的安全性提供保障。

跟踪评级结论

该公司第一大股东为光明集团，最终实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会。公司业务涉及房地产项目开发及销售、物业租赁、建筑装饰等

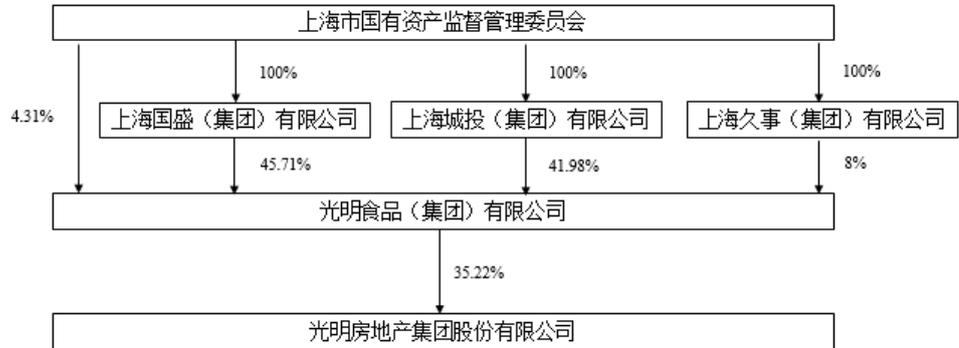
多个经营领域，拥有相对完整的产品线，公司的营业收入主要来自房地产项目开发经营。近年来，公司房地产销售规模持续增长，去库存压力有所缓解。公司新开工面积大幅增加，项目储备丰富；公司的土地储备充足且区位良好，可为未来盈利提供一定保障。但公司的在建及拟建项目规模较大，存在资本补充压力。公司其他业务经营规模较为有限。

跟踪期内，该公司财务杠杆处于较高水平，但近年来略有降低；债务期限结构持续优化，短期刚性债务有所缩减；公司资金回笼情况良好，货币资金较充裕，EBITDA 持续增长，债务偿付能力有所提高。公司可获得光明集团持续的融资担保和委托贷款支持，且支持力度加大，融资成本持续降低。总体看，公司偿债能力较有保障，整体信用质量有所提升。

同时，我们仍将持续关注：（1）房地产市场政策风险；（2）该公司后续资本支出压力。

附录一：

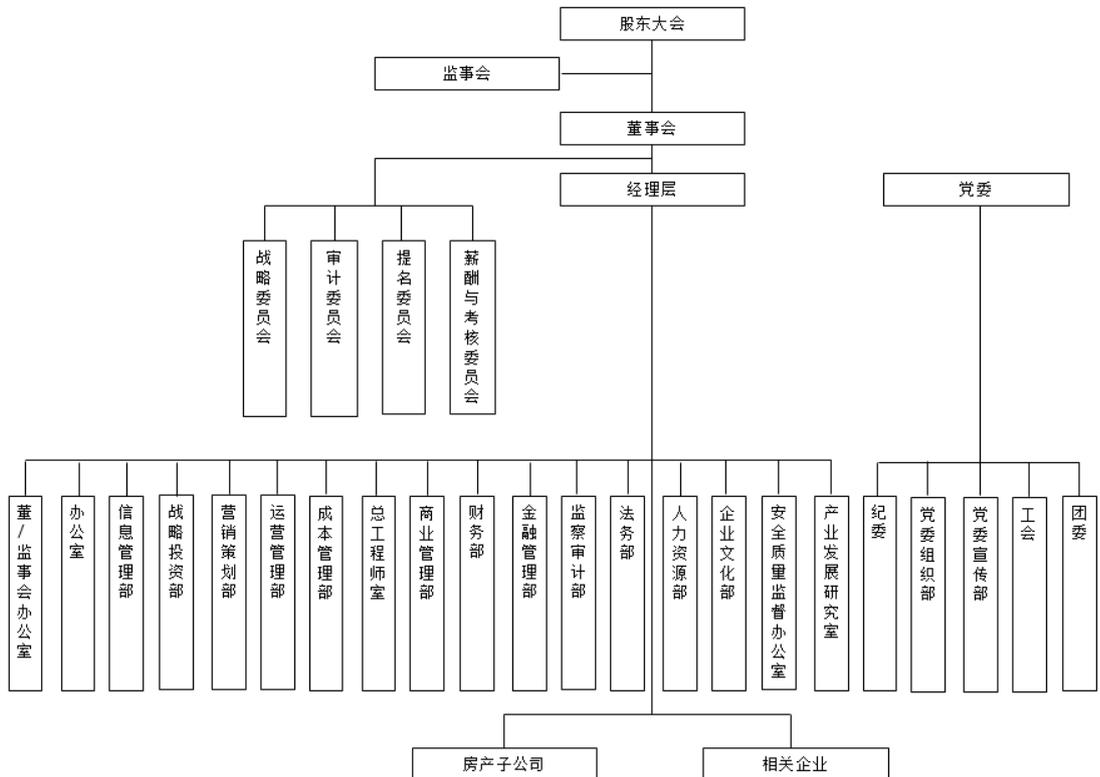
公司与实际控制人关系图



注：根据光明地产提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据光明地产提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)	EBITDA(亿元)	
光明食品(集团)有限公司	光明集团	公司之控股股东	—	食品销售、投资	794.69	884.66	1,611.6	33.17	87.79	23.76	
光明房地产集团股份有限公司	光明地产	本级	—	房地产开发	46.18	78.13	0.04	8.67	-7.45	8.67	
农工商房地产(集团)有限公司	农房集团	核心子公司	100.00	房地产开发	162.41	80.82	203.22	22.51	17.75	34.95	
上海海博物流(集团)有限公司	海博物流	核心子公司	100.00	投资公司	0.51	1.06	4.84	-0.48	-0.16	-0.32	
上海申宏冷藏储运有限公司	申宏冷运	子公司	100.00	商业	0.00	-0.02	0.01	0.00	-0.05	0.00	
上海海博西郊物流有限公司	西郊物流	子公司	100.00	服务业	0.57	1.01	0.00	-0.15	-0.06	-0.06	
上海海博斯班赛国际物流有限公司	斯班赛国际	子公司	100.00	服务业	0.30	0.74	0.45	0.05	0.31	0.17	

注：根据光明地产 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	499.25	485.16	541.54	581.56
货币资金 [亿元]	41.38	68.85	74.90	70.13
刚性债务[亿元]	258.55	216.70	220.29	248.32
所有者权益 [亿元]	84.11	94.29	108.77	114.66
营业收入[亿元]	110.56	207.82	208.11	29.88
净利润 [亿元]	4.60	11.53	19.88	5.56
EBITDA[亿元]	10.91	21.23	33.65	—
经营性现金净流入量[亿元]	3.58	91.51	16.79	-28.53
投资性现金净流入量[亿元]	-7.22	4.03	2.28	-0.31
资产负债率[%]	83.15	80.56	79.92	80.28
权益资本与刚性债务比率[%]	32.53	43.51	49.38	46.17
流动比率[%]	155.40	165.84	170.16	176.45
现金比率[%]	13.31	24.26	24.19	21.83
利息保障倍数[倍]	0.47	1.25	2.88	—
担保比率[%]	36.77	46.07	36.73	—
营业周期[天]	1,814.31	835.19	897.21	—
毛利率[%]	25.31	21.10	20.49	45.99
营业利润率[%]	7.06	8.15	14.02	25.34
总资产报酬率[%]	2.32	4.22	6.45	—
净资产收益率[%]	6.63	12.93	19.58	—
净资产收益率*[%]	7.40	12.06	20.27	—
营业收入现金率[%]	127.29	114.91	103.97	149.63
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.43	30.76	5.65	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.96	23.71	4.63	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.50	1.28	2.93	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.09	0.15	—

注：根据光明地产经审计的2015年模拟财务数据、经审计的2016-2017年财务数据及未经审计的2018年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对跟踪评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《房地产开发行业信用评级方法（2015 版）》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。