信 用 等 级 公 告

联合〔2020〕3184 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拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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）置业有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年九月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

鑫苑（中国）置业有限公司
2020年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA
公司主体信用等级：AA
评级展望：稳定
本期发行规模：不超过 15.00 亿元（含 15.00 亿元）
债券期限：不超过 5 年（含 5 年）
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2020 年 9 月 30 日

主要财务数据

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	508.09	570.35	590.36	599.68
所有者权益（亿元）	80.87	88.54	94.34	95.37
长期债务（亿元）	127.46	146.14	135.54	114.17
全部债务（亿元）	150.00	188.44	178.41	168.30
营业收入（亿元）	93.58	108.06	96.92	21.63
净利润（亿元）	5.93	6.11	6.62	0.27
EBITDA（亿元）	14.24	13.95	12.79	--
经营性净现金流（亿元）	37.48	9.70	31.59	17.29
营业利润率（%）	18.37	25.19	25.11	24.07
净资产收益率（%）	7.77	7.22	7.24	--
资产负债率（%）	84.08	84.48	84.02	84.10
全部债务资本化比率（%）	64.97	68.03	65.41	63.83
流动比率（倍）	1.67	1.60	1.54	1.44
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.07	0.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.07	0.84	0.97	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.95	0.93	0.85	--

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. 公司长期应付款中的有息债务已调整至长期债务；4. 2020 年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化

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”，股票代码为“XIN.N”）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，项目主要分布在市场活跃度较好的二线城市、拿地成本较低、签约销售金额不断增长、债务结构较好。同时，联合评级也关注到公司项目存在一定区域集中度风险、近年来拿地力度和土地储备规模均有所下降、部分项目存在一定去化压力、在建项目规模较大、债务负担较重等因素给公司经营与信用水平带来的不利影响。

未来，若公司房产项目销售能顺利实现，随着在建项目的竣工交付，公司经营规模和盈利水平有望保持。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期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. **项目区域分布较好，拿地成本较低。**近年来，公司土地储备所处地区以经济活跃的二线城市为主，销售前景良好；同时公司拿地成本较低，未来盈利空间较有保障。

2. **公司销售情况良好。**公司在建项目较多，签约销售金额不断提升，预收款项逐年增长。

3. **债务结构较好。**公司债务以长期债务为主，债务结构较好。

关注

1．**公司项目存在一定区域集中度风险，拿地力度和土地储备规模均有所下降。**公司在售项目中位于郑州地区的占比较高，存在一定区域集中度风险，易受到区域内房地产政策的影响；同时，近年来，公司拿地力度和土地储备规模均有所下降。

2．**部分项目存在一定去化压力。**公司部分项目受前期分期开发和开盘时间较晚的影响，去化较慢；同时，公司计提一定规模的存货跌价准备，需关注其未来去化情况。

3．**未来存在一定资本支出压力。**公司在建项目规模较大，随着公司对项目的持续开发，未来有一定资本支出压力。

4．**债务负担较重，有一定集中偿债压力。**近年来，随着公司业务扩大，负债规模持续增长，债务负担仍处于较高水平。此外，公司在2021年面临一定集中偿付压力。

分析师

宋莹莹 登记编号（R0040219010002）
卢　瑞 登记编号（R0040219010003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

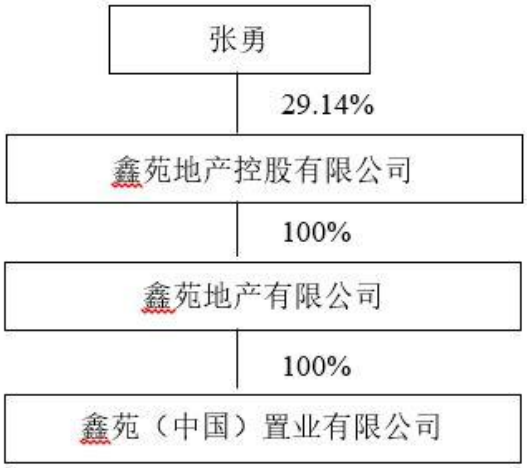
联合信用评级有限公司

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 号文），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），于 2006 年 4 月在河南省郑州市设立的外商独资企业，初始注册资本 500 万美元。2006 年 8 月，鑫苑地产（中国）咨询管理有限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，鑫苑地产（河南）发展有限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 2019 年底，公司注册资本为 30,700 万美元。公司控股股东为鑫苑地产有限公司（以下简称“鑫苑地产”），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.N”。公司实际控制人为张勇。截至 2020 年 6 月底，公司股权不存在被股东或实际控制人质押的情况。

图1　截至2020年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：房地产开发与经营；房地产信息咨询；企业管理咨询；企业营销策划。（涉及许可证经营项目，应取得相关部门许可后方可经营）。

截至 2020 年 6 月底，公司设立了财务管理中心、投资发展中心、运营管理中心、人力资源中心、信息管理中心、风险控制中心以及战略投资部和战略创新部（见附件 1）；截至 2020 年 6 月底，公司纳入合并报表范围子公司共 157 家，公司本部在职员工 1,657 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 590.36 亿元，负债合计 496.02 亿元，所有者权益 94.34 亿元，其中归属于母公司所有者权益 88.74 亿元。2019 年，公司实现营业收入 96.92 亿元，净利润 6.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.45 亿元；经营活动产生的现金流量净额 31.59 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.23 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 599.68 亿元，负债合计 504.32 亿元，所有者权益 95.37 亿元，其中归属于母公司所有者权益 90.33 亿元。2020 年 1－6 月，公司实现营业收入 21.63 亿元，

净利润 0.27 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额 17.29 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.29 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、本期公司债券概况

1．本期债券概况

本期债券名称为“鑫苑（中国）置业有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”，本期债券发行规模为不超过人民币 15.00 亿元（含 15.00 亿元）；本期债券期限不超过 5 年（含 5 年）。每张票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券为固定利率债券，将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的专业投资者进行询价，具体由公司与主承销商根据市场情况询价协商确定。本期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。

本期债券为无担保债券。

2．本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还到期债务。

三、行业分析

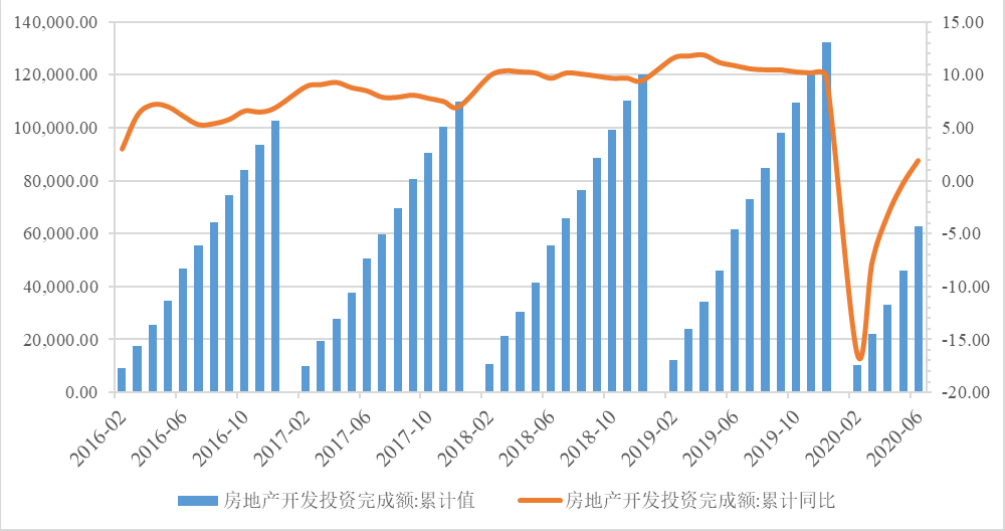
1．行业概况

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。受国家政策导向的影响，房地产投资增速在 2017 年后均保持高位，但 2019 年二季度后投资虽在高位但已呈现下降趋势。受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度，房地产开发投资首次出现负增长；随着陆续复工，于上半年恢复正增长。

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。经过二十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，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。

从近年房地产行业发展趋势来看，2017 年，我国房地产开发投资 109,798.53 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控政策影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 个月回落 0.20 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持高位。2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2020 年 1－3 月，全国房地产开发投资累计完成 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，在新冠肺炎疫情影响下首次出现负增长；随着 3 月以来陆续复工，投资情况明显好转，2020 年 1－6 月，全国房地产开发投资累计完成额同比增长 1.90%，累计增速于年内首次转正。

图 2　2016－2019 年及 2020 年 1－6 月全国房地产开发投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

2．市场供需

（1）土地供应状况

近三年，随着土地供应量增加及调控政策影响，土地出让金总额持续走高，但成交土地溢价率有所回落，房地产开发企业拿地趋于理性；2020 年 1－6 月，受疫情影响，土地市场先抑后扬，房企拿地更加聚焦一二线城市。

土地是房地产开发企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、融资审批等手段限制房地产开发企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房地产开发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。

根据中指数据统计的全国 300 城市土地市场数据，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，带动土地成交面积及土地出让金总额上扬，整体溢价率下滑明显。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率均有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与上年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较上年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化。

2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%；但整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房地产开发企业拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二线城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。分城市来看，一线城市供求同比双涨，但楼面均价有所下滑，溢价率同比变化不大；二线城市供求小幅上涨，土地出让金总额和楼面均价分别同比增长 28%和 18%，溢价率较上年同期增加 1 个百分点；三四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑，土地出让金和楼面均价继续走高。

2020 年 1－6 月，全国 300 个城市土地供应同比微增，成交面积小幅下降，各线城市楼面均

价上扬带动整体楼面均价同比增长 16%，进而土地出让金总额收涨一成，土地溢价率继续走低。受疫情影响，全国土地市场上半年先抑后扬，3 月后土地市场热度较高，房企拿地更加聚焦一二线城市。分城市看，一线城市在北京、上海和广州优质地块出让带动下，土地市场主要指标除溢价率小幅下降外均同比增长，其中土地出让金同比大幅增长 57%；二线城市土地供求同比较稳定，但溢价率同比下滑 4 个百分点；三四线城市供应同比基本不变，但成交面积下降 11%，成交均价同比走高，上涨 18%。

表 1　2017－2019 年及 2020 年 1－6 月全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－6 月
推出面积	111,907	128,440	129,816	58,180
同比	8	20	1	1
成交面积	95,036	105,492	106,568	46,535
同比	8	14	-1	-7
出让金	40,623	41,773	50,294	25,422
同比	38	2	19	10
楼面均价	2,374	2,159	2,507	2,871
同比	26	-11	17	16
土地平均溢价率	29	13	13	15
同比	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 0.02 个百分点	下降 3 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

（2）开发资金来源状况

2017 年房地产市场调控后融资环境再次趋紧，房地产开发企业资金压力较大；2019 年一季度房地产开发企业融资环境有所回暖，但二季度再遇收紧，房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向。2020 年 1－6 月，房企在销售下滑和融资环境不放松双重影响下，资金压力仍较大。

2016年为去库存，信贷政策相对宽松，但随着去库存取得进展及部分城市房价上涨严重，调控政策相继出台，2017年房地产开发企业融资渠道再度收紧。2017年，房地产开发企业到位资金156,052.62亿元，同比增长8.20%，增速较上年同期下降7.00个百分点。其中，国内贷款25,241.76亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872.21亿元，同比增长3.50%；其他资金79,770.46亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,693.57亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906.31亿元，同比下降2.00%。

2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房地产开发企业发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房地产开发企业加快回款所致。随着政策对房地产开发企业融资的限制，房地产开发企业自身造血能力对房地产开发企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。

2019年一季度，受益于多项稳经济、宽信用政策发力，房地产行业融资环境有所改善。2019年4月开始，随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出，以及土地市场上高溢价地块的多次出现，房地产开发企业的融资环境开始有所收紧；2019年5月以来，监管层收紧房地产开发贷款、信托借款和海外美元债等房地产开发企业重要融资渠道，融资端政策超预期收紧。2019年，房地产开发企业到位资金178,608.59亿元，同比增长7.60%，增速较上年提高1.20个百分点。其中国内贷款资金同比增长5.10%，自2019年8月以来继续回落，在融资监管趋严预期下增速有收窄迹象；

自筹资金同比增长4.20%，继续低位运行；定金及预收款和个人按揭贷款分别同比增长10.70%和15.10%，增速较前11月有所回升。

2020年3月3日，央行会同财政部、银保监会召开电视电话会，再次强调：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性；4月17日的中央政治局会议也重申“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。预计2020年房企融资环境很难出现大幅松动。2020年1－6月，房地产开发企业到位资金83,344.37亿元，同比下降1.90%，主要系受疫情影响，销售下滑，定金及预收款下降所致；在融资环境不放松及因疫情影响销售下滑双重影响下，房企面临较大的资金压力，但随着销售逐步回暖，房企到位资金将有所改善。

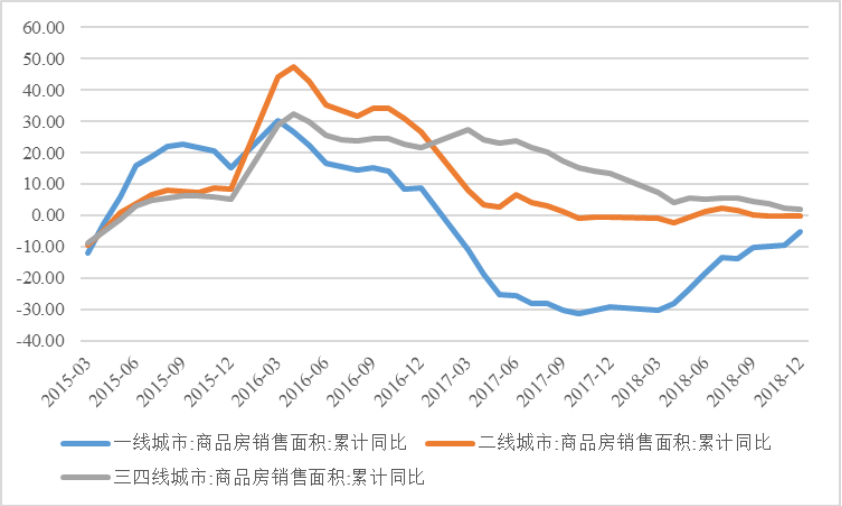
（3）市场供需情况

2017 年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布；2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑，一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。2019 年，房地产销售面积虽负增长，但仍保持一定韧性，销售价格的稳定增长带动销售额继续创新高。2020 年 1－6 月，房地产销售受新冠肺炎疫情影响降幅明显，但复工以来销售逐步回归正常。

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,407.82 万平方米，同比增长 7.70%，增速较上年大幅下降；但不同城市间分化显现，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市房地产销售市场亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,483.73 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486.41 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923.00 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，房地产销售面积及销售金额同比增速处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下滑 6.40 个百分点；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下滑 1.50 个百分点。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年末减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年末增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图 3　一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）

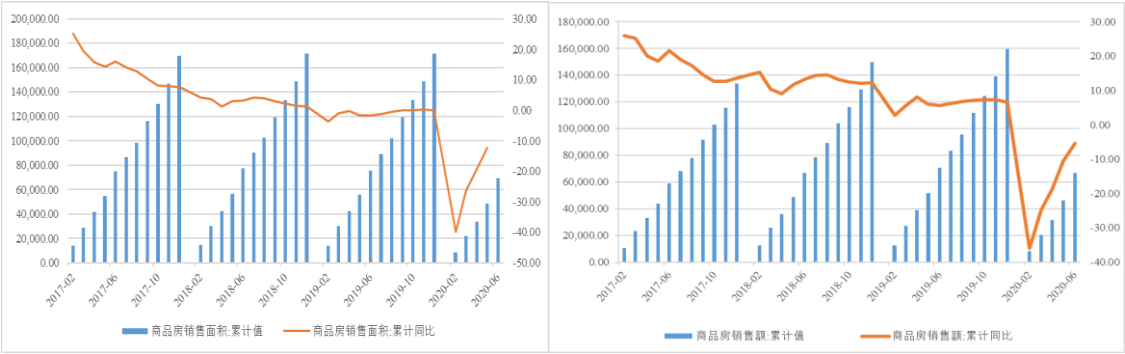


注：二线城市数据用 Wind 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一二线数据进行模拟代替
资料来源：Wind，联合评级搜集整理

2019 年，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，增速较上年下降 1.4 个百分点，2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈微幅负增长；全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点，销售额在售价逐渐走高的基础上，仍保持一定增长。2019 年，房地产开发企业房屋施工面积 893,820.89 万平方米，同比增长 8.70%，增速较上年增长 3.50 个百分点，主要系房企为加快资金回笼，加快施工速度所致；房屋竣工面积 95,941.53 万平方米，同比增长 2.60%。总体看，2019 年房地产市场销售下行压力中韧性前行。

2020 年初新冠肺炎疫情引发的售楼处关闭、建筑工地停工、限制人口流动等较严格的防控措施对房地产的开工建设及销售造成较大影响。2020 年 1－3 月，全国商品房销售面积同比下降 26.30%、销售金额同比下降 24.70%，下降幅度为近二十年来新高，但好的一面是 3 月以来的逐步复工，销售面积累计增速快速回升，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点。随着疫情得到控制，前期积压的购房需求逐步释放以及房企的大力推盘，至 5 月，楼市已现强劲复苏，5 月单月销售面积同比增长 9.66%，基本回归至常态水平。2020 年 1－6 月，全国商品房销售面积同比下降 8.40%、销售金额同比下降 5.40%，下降幅度进一步缩窄。

图 4　近年全国商品房销售面积和销售额情况（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

（4）销售价格情况

2017 年和 2018 年，一二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速降缓；2019 年，一线城市价格增速触底回升，二三线城市价格增速继续下探，总体百城价格指数 2019 年虽有上涨但增速逐步回落。2020 年 6 月，一线和三线城市价格有所抬升，二线城市价格小幅调整。

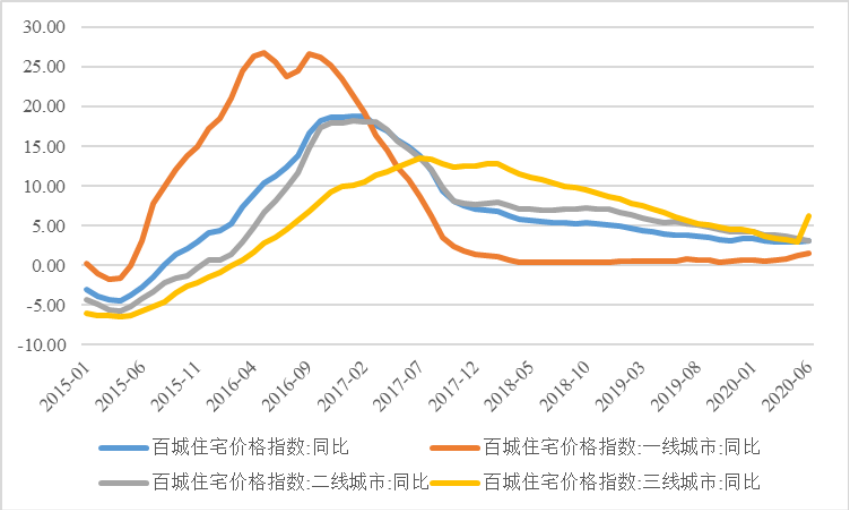
2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓。其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

2018 年末，百城住宅价格指数中一线城市同比增长 0.40%、二线城市同比增长 7.08%、三线城市同比增长 8.71%，一、二、三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓。

2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，百城住宅价格指数同比增速自 2017 年 3 月以来继续收窄。其中，一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，2019 年末价格上涨 0.71%，较上年同期扩大 0.31 个百分点；二三线城市住宅价格指数增速继续下探，二线城市 2019 年末价格指数增速同比收窄 2.84 个百分点，三四线代表城市 2019 年末价格指数增速同比收窄 4.11 个百分点。

2020 年 6 月，百城住宅价格指数上涨 3.16%，增幅较上年同期下降 0.71 个百分点，保持收窄趋势。其中一线城市住宅价格指数上涨幅度较上年底提升 0.88 个百分点，三线城市住宅价格指数同比有所反弹，二线城市继续小幅向下调整。

图 5　2015－2019 年及 2020 年 1－6 月全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理

3．行业竞争

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。

2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 24.16%和 32.46%，分别较上年提高 5.44 和 7.23 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 2.84 和 3.82 个百分点，从侧面反映出优质城市资源不断向大型房地产开发企业倾斜的态势。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.08%和

25.74%，集中度继续提升。2019 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

表 2　2017－2019 年前 10 名与前 20 名房地产开发企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
前 10 大企业销售额占比	24.16	26.89	26.28
前 20 大企业销售额占比	32.46	38.32	37.14
前 10 大企业销售面积占比	15.38	19.08	19.95
前 20 大企业销售面积占比	20.03	25.74	27.07

资料来源：Wind，联合评级整理

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开发企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。据 CRIC 统计的 2019 年房地产开发企业销售额情况，碧桂园、万科地产、中国恒大和融创中国全口径销售额均步入 5,000 亿元，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿元；保利发展、绿地控股、中海地产迈入 3,000 亿元门槛；新城控股、世茂房地产、华润置地、龙湖集团、招商蛇口、阳光城、金地集团、旭辉集团进入 2,000 亿元阵营，另有 19 家房地产开发企业销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3　2020 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	保利发展
2	碧桂园	7	龙湖集团
3	万科企业	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	中海集团	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

4．行业政策

2017年以来，政府继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展；同时，调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变。

2016 年下半年以来，此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定、“房住不炒”的效果。具体来看，中央层次中长期总基调不变，短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行逆周期微调，整体趋稳；调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，2019 年以来政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控，后续或将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等“供给端”的修复手段。

表 4　近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《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》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持

	政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有权产住房管理暂行办法》和《关于印发＜北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）＞的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制”
2018 年 12 月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018 年 12 月	2018 年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019 年 1 月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019 年 3 月	2019 年 3 月《政府工作报告》提出“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”
2019 年 4 月	中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”
2019 年 5 月	银保监会发布《“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23 号），严查房地产违规融资
2019 年 7 月	中央政治局会议提到“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”
2019 年 8 月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64 号，要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019 年 12 月	中央经济工作会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展”
2020 年 3 月	国务院发布了《关于授权和委托用地审批权的决定》，主要把两种审批权“下放”，一是将永久基本农田以外的农用地转为建设用地的审批权限“下放”到省、市、自治区；二是将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批权限“下放”到部分试点区域，首批试点省份为北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆，试点期限 1 年
2020 年 5 月	2020 年两会《政府工作报告》提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展”

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”。2017年12月，中央经济工作会议指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”。2017年，国家坚持“房住不炒”，并提出分类调控，因城因地施策。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健

康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；2018年12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。2018年12月，中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。临近2018年末，部分城市调控政策微调，但政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”；二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。针对2019年一季度部分城市房地产市场出现过热苗头，中央政治局在4月和7月的政治局会议上重申“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。银保监会接连在2019年5月和8月下发相应文件，对房地产融资进行控制；2019年12月，中央经济工作会议继续重申“房住不炒”基调。房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月16日，财政部部长在《积极的财政政策要大力提质增效》一文中称，坚持“房住不炒”的定位，落实房地产长效管理机制，深入开展中央财政支持住房租赁市场发展试点、城镇老旧小区改造等工作，推动完善基本住房保障体系。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020年5月，两会《政府工作报告》中再提“房住不炒”及“因城施策”。同时，为了解决用地问题，国务院于2020年3月12日印发《关于授权和委托用地审批权的决定》，将土地审批权下放，赋予省级地方政府更多的自主权，使其能够因地制宜，自主调整土地利用空间布局。但国家并未对建设用地规模进行松绑，仍将从严从紧控制建设用地总规模。地方层面，为减少疫情对地产影响，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。2020年7月上旬，杭州、东莞及宁波相继出台政策加强楼市调控；2020年7月15日，深圳市住建局出台《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》，涉及调整商品住房限购年限、完善差别化住房信贷等调控措施，深圳楼市政策收紧。

5．行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，且2020年突发的新冠肺炎疫情形成了较大的负面冲击，行业违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资

政策进一步松绑，房地产开发企业融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产开发企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产开发企业存续债务可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。此外，2020 年突发的新冠肺炎疫情对房地产行业销售甚至整个宏观经济都形成了较大的冲击，房企现金流吃紧，进一步加剧了行业违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

行业兼并重组有向上趋势，后地产开发时代已来临

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，甚至部分高杠杆的大型房企也在加大资产抛售力度，行业整合趋势明显，“大鱼吃小鱼”已演化升级为“大鱼吃大鱼”。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6．未来发展

调控政策趋于常态化、精细化和长期化

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。2017 年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，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。

房地产行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

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。

7．郑州区域经济及房地产发展概况

2019 年，郑州市经济继续保持稳中有进、稳中向好的发展态势；房地产市场开发投资热情有所上升，商品房待售面积增加。政策方面，郑州房地产调控政策依旧严厉，但在落户政策方面有所放宽。

2019 年，郑州市全年完成生产总值 11,589.70 亿元，比上年增长 6.50%；人均生产总值 113,139.00 元，比上年增长 4.10%。其中第一产业增加值 140.90 亿元，下降 4.90%；第二产业增

加值 4,617.00 亿元，增长 6.20%；第三产业增加值 6,831.80 亿元，增长 7.10%。三次产业结构 1.20：39.80：59.00。非公有制经济增加值 6,784.10 亿元，增长 6.20%，占生产总值比重 58.50%。2019 年，全市年末常住人口 1,035.20 万人，比上年增加 21.60 万人，增长 2.10%；其中，城镇人口 772.10 万人，城镇化率 74.60%，比上年提高 1.20 个百分点。

2019 年，郑州市全年房地产开发投资比上年增长 2.80%；其中，住宅投资增长 8.90%。商品房屋施工面积 19,583.60 万平方米，增长 5.00%；其中，住宅施工面积 13,298.50 万平方米，增长 4.60%。商品房新开工面积 4,669.30 万平方米，增长 7.00%；其中，住宅 3,234.50 万平方米，增长 7.60%。商品房屋竣工面积 2,107.40 万平方米，增长 8.30%；其中，住宅 1,478.10 万平方米，增长 8.90%。房屋实际销售面积 3,593.30 万平方米，下降 3.20%；销售金额 3,403.60 亿元，增长 8.60%；待售房屋面积 616.70 万平方米，增长 8.10%。

房地产政策方面，2016 年以来，郑州市房地产价格暴涨，为了抑制房价过热，郑州市重启限购并且加大限贷力度；2017 年，郑州市房地产市场调控政策成效显著；2018 年，郑州市房地产市场继续坚持限购、限贷、限价等调控政策，并从房地产市场监管层面发力，开展一系列专项行动。2019 年，郑州市房地产调控政策依旧严厉，限购、限贷、限价等调控政策继续执行。具体来看，2019 年 4 月，郑州市发布老旧小区整治政策，计划于 2021 年 6 月底前完成市内五区老旧小区的综合改造。2019 年 6 月，郑州市住房公积金管理中心通知，将调整 2019 年度住房公积金缴存基数和缴存比例（郑州住房公积金缴存比例为单位和职工个人各 5%~12%，缴存单位可在 5%~12%的缴存比例区间内自主确定住房公积金缴存比例；并确定缴存基数上下限等相关规定）。2019 年 7 月，郑州市入围 2019 年中央财政支持住房租赁市场发展试点城市名单。2019 年 12 月，郑州再次放宽落户政策，增加租赁住房落户条件（在郑州市中心城区租赁住房满 1 年的外地人员，可申请本人及其共同居住的配偶、子女和父母和户口迁入）。

四、基础素质分析

1．规模与竞争力

公司在行业内规模中等，在郑州区域市场具备一定的竞争力。

公司具备房地产开发一级资质。近几年，公司坚持采用“不囤地、不捂盘”的经营方式，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，多次获得由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院三家研究机构联合颁布的中国房地产百强企业“盈利性 TOP10”“成长性 TOP10”等诸多荣誉。目前，公司已经形成住宅地产、商业地产和物业管理三大核心产业，连续十五年入选“中国房地产百强企业”。公司在克而瑞 2019 年中国房地产企业销售榜 TOP200 中，权益销售金额排名第 91 位；在克而瑞 2019 年大郑州房地产企业销售榜中，权益销售金额排名第 13 位。

公司业务聚焦于国内一线城市和领先的二线城市，其核心区域可概括为四大区域，即郑州区域、山东区域、京津区域和上海区域。公司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。截至 2020 年 6 月底，公司期末在建面积为 685.10 万平方米。

2．人员素质

公司高管人员具有丰富的工作背景及管理经验，员工整体素质尚可，岗位及学历构成较合理，能够满足目前经营的需要。

截至 2020 年 6 月底，公司董事、监事以及高级管理人员合计 3 人，其中董事 1 名、监事 1 名、高级管理人员 2 名，有 1 名董事兼任高级管理人员。

公司执行董事兼首席执行官张勇先生，1963 年 10 月出生，金融学博士、高级工程师。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。

公司首席财务官陈钰先生，于 1998 年获得北京大学经济学学士学位，2004 年获得约克大学舒里奇商学院工商管理硕士学位；并分别于 2007 和 2010 年获得加拿大和美国注册会计师资格。陈钰先生先后在太平洋证券（Pacific Securities）、Riocan REIT、Husky 注塑系统（Husky Injection Molding Systems）、MDS 和中兴通讯（ZTE）等多家上市公司担任高级管理岗位。2019 年 2 月担任公司总裁助理兼资本市场部总经理，现任公司首席财务官。

截至 2020 年 6 月底，公司本部在职员工合计 1,657 人。按年龄构成划分，30 岁以下人员占 21.97%，30~50 岁之间人员占 76.10%，50 岁以上人员占 1.93%；按文化程度划分，大专学历以下人员占 12.55%，大专学历人员占 20.82%，本科及以上学历人员占 66.63%；按岗位构成划分，人力资源部人员占 10.02%，战略投资部人员占 0.18%，财务管理部人员占 19.79%，成本管理部人员占 5.19%，客户关系部人员占 0.78%，设计管理部人员占 6.22%，运营工程部人员占 6.04%，其他人员占 51.78%。总体看，公司人员构成能够满足公司管理需要。

五、公司管理

1．治理结构

公司法人治理结构较简单，能够正常运行。

公司系纽交所上市公司鑫苑控股旗下核心企业，在公司治理、内部控制方面按照上市企业要求执行。

公司股东（鑫苑控股）为公司的最高权力机构，公司执行董事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，设执行董事 1 名，监事 1 名。公司执行董事由投资方委派，是公司的法定代表人，每届任期 3 年，经委派方继续委派可以连任。公司监事由投资方任命，任期 3 年，任期届满，可以连任。

公司经营管理机构设首席执行官 1 名、首席财务官 1 名（均为公司高级管理人员），所有经营管理机构成员均对执行董事负责。公司高级管理人员由投资方提名、执行董事决定聘任，任期由执行董事决定，期满后经执行董事决定继续聘任可以连任。

2．管理体制

公司已建立起适合自身发展要求的管理制度，内部管理比较规范。

截至 2020 年 6 月底，公司设立了财务管理中心、投资发展中心、运营管理中心、人力资源中心、信息管理中心、风险控制中心以及战略投资部和战略创新部。公司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、法务管理、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，能够从制度上保证公司规范、安全、顺畅的运行。

财务管理方面，公司划分了制度建设、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，公司在可研阶段、设计阶段安排了成本测算制度，提出成本控制建议并编制项目决策文件；过程成本管理方面，安排了目标成本的动态管控制度，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 5 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。

融资制度方面，公司制定了融资管理制度，在融资方案确定、融资合同签订及执行、融资档案管理等方面制定了较为详细的管理流程，以确保公司融资工作的正常运行。

关联方交易和对外担保方面，公司在《关联方交易及对外担保管理办法》等规章制度中，规定了有关关联交易的决策和审批程序。公司根据相关法律法规，确定股东、执行董事以及总经理对关联交易的审批权限、审议程序和回避表决做出明确要求。公司与关联方之间的交易应签订书面协议，明确交易双方的权利义务及法律责任。

六、经营分析

1．经营概况

近三年公司房地产开发业务收入波动增长，使得公司营业收入波动增长；随着房地产开发业务毛利率波动上升，公司综合毛利率波动上升。

公司主要从事房地产开发与经营业务，以精品住宅开发和商业综合体建设运营为主营业务。2017－2019 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 1.77%。其中 2018 年，公司营业收入同比增长 15.47%至 108.06 亿元，主要系房地产结转收入和物业收入增长所致；2019 年，公司实现营业收入 96.92 亿元，同比下降 10.31%，主要系房地产结转收入和物业收入下降所致。2017－2019 年，公司净利润连续增长，年均复合增长 5.66%。其中 2018 年，公司净利润同比增长 3.08%至 6.11 亿元，主要系房地产结转收入增加所致；2019 年，公司净利润同比增长 8.29%至 6.62 亿元，主要系所得税费用减少所致。

从营业收入构成来看，房地产销售业务是公司主要收入来源，2017－2019 年公司房地产销售收入占公司主营业务收入的比例均在 94%以上。2017－2019 年，公司房地产销售收入波动上升；其中，2018 年，房地产销售收入为 102.58 亿元，较上年增长 15.02%，主要系完工确认项目售价较高所致；2019 年，房地产销售收入为 92.45 亿元，较上年下降 9.88%，主要系结转收入减少所致。2017－2019 年，公司物业服务收入年均复合下降 10.99%。其中 2018 年物业服务收入较上年增长 19.13%，主要系物业管理面积增加所致；2019 年物业服务收入较上年下降 33.49%，主要系

鑫苑科技服务集团有限公司及下属子公司从 2019 年 5 月起不再纳入公司合并范围，导致本期物业收入减少所致。2017－2019 年，公司租赁业务和其他业务规模较小，对公司收入与利润影响不大。

毛利率方面，2017－2019 年，公司房地产销售业务毛利率波动上升，主要系结转项目毛利率不同所致。2018 年，公司房地产销售业务毛利率为 31.71%，较上年上升 8.53 个百分点，主要系 2018 年确认收入的房地产开发项目所在区域房价较高，毛利率增加所致；2019 年，公司房地产销售业务毛利率为 27.74%，较上年下降 3.97 个百分点，主要系 2019 年结转项目毛利率下降所致。2017－2019 年，公司物业服务业务毛利率波动上升。其中 2018 年，公司物业服务业务毛利率较上年下降 1.61 个百分点，变化不大；2019 年，公司物业服务业务毛利率较上年上升 12.82 个百分点，主要系 2019 年物业服务中商业服务费收入毛利率较高，且商业管理服务费占物业收入比例较高共同影响所致。2017－2019 年，公司租赁业务毛利率波动上升，主要系租赁成本波动所致。受上述因素影响，公司整体毛利率波动上升。

表5　2017－2019年及2020年1－6月公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1－6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	89.18	95.29	23.18	102.58	94.93	31.71	92.45	95.39	27.74	20.68	95.61	27.52
物业服务	3.66	3.91	26.25	4.36	4.03	24.64	2.90	2.99	37.46	0.38	1.76	34.51
租赁业务	0.61	0.65	47.49	0.53	0.49	56.56	0.71	0.73	49.11	0.24	1.11	58.56
其他业务	0.13	0.14	47.44	0.59	0.55	51.72	0.86	0.89	45.66	0.32	1.48	39.83
合计	**93.58**	**100.00**	**23.50**	**108.06**	**100.00**	**31.66**	**96.92**	**100.00**	**28.35**	**21.63**	**100.00**	**28.17**

资料来源：公司提供

2020 年 1－6 月，公司实现营业收入 21.63 亿元，同比下降 43.15%，主要系受新冠肺炎疫情影响，本期交付收入减少所致；综合毛利率较同期下降 3.24 个百分点；公司实现净利润 0.27 亿元，同比下降 89.99%，主要系房地产结转收入减少所致。

2．土地储备

公司近年来土地获取规模逐年减小，以二线城市为主，存在补库存需求；拿地成本较低，可为未来收入和利润提供一定的支撑。

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门对于项目进行评定，并将项目资料建档移交至相关部门。

在市场准入方面，公司锁定国内一二线城市，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，随着城市扩张升级，公司在所进驻城市实行战略深耕，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。

在土地储备区域方面，2017 年以来，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、济南、西安、苏州、成都等城市，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。

从拿地情况看，受房地产行业宏观调控和金融去杠杆的影响，2017－2019 年，公司土地购置面积逐年下降。从拿地成本看，公司近年来拿地成本较低，未来利润空间有一定保障。2019 年，公司仅招拍挂获取一块位于广东佛山的土地，土地购置面积为 13.71 万平方米，对应建筑面积为 50.34 万平方米；权益购地支出 11.85 亿元。2020 年 1－6 月，公司在大连获取一块住宅土地，对应规划建筑面积为 13.74 万平方米，权益购地支出为 1.47 亿元。

表6　近年来公司土地获取情况（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	期末货值储备
2017 年	155.67	497.88	住宅、商业	182.27	3,660.92	692.90
2018 年	56.84	168.11	住宅、商业	53.20	3,164.59	770.43
2019 年	13.71	50.34	住宅、产业	11.85	2,925.33	638.90
2020 年 1－6 月	6.18	13.74	住宅	1.47	1,069.87	539.22

注：1. 楼面均价=购地支出/对应建筑面积；2. 表格数据统计口径为权益口径
资料来源：公司提供

截至 2020 年 6 月底，公司土地储备占地面积合计 59.19 万平方米，对应规划建筑面积 153.14 万平方米，部分项目容积率较大主要系对应规划建筑面积中包括地下面积所致。公司“鑫苑城三期”“鑫苑城四期”项目拿地较早，尚未开工，主要系上述项目采用分期开发，“鑫苑城三期”“鑫苑城四期”属于整体项目的后期开发部分。其中“鑫苑城三期”已在获取四证中，预计 2020 年下半年开发建设；“鑫苑城四期”所处地块目前为项目售楼处所在，未来将作为项目最后一期开发建设。“长安世家一期”拿地较早，尚未开工，主要系项目在推进土地性质变更，由商业土地变为住宅用地所致。公司土地储备主要位于西安、青岛、成都和郑州等二线城市，区域分布较好。从近两年平均新开工规模（203.25 万平方米）来看，公司土地储备规模仅可满足半年多开发需求，存在补库存需求。

表7　截至2020年6月底公司土地储备区域分布情况（单位：万平方米、%、元/平方米）

城市区域	项目名称	拿地时间	土地面积	对应规划建筑面积	权益占比	楼面地价	土地性质
北京市	鑫苑盛世天玺	2016/08/04	4.24	14.89	100.00	8,577.18	住宅
西安市	鑫苑长安世家一期	2017/04/11	8.07	32.94	100.00	2,064.56	商住
青岛市	灵山湾·龙玺一期（R3 地块）	2017/08/01	11.30	21.72	100.00	2,474.04	住宅
青岛市	灵山湾·龙玺一期（E1 地块）	2017/08/01	4.16	9.17	100.00	1,425.04	住宅
青岛市	灵山湾·龙玺一期（R4 地块）	2017/08/01	8.98	14.22	100.00	2,660.74	住宅
成都市	鑫苑城三期（9#地）	2017/12/29	1.01	7.22	100.00	2,453.47	商住
成都市	鑫苑城四期（1#地）	2017/12/29	2.79	15.29	100.00	2,547.90	住宅

郑州市	航美国际智慧城一期	2018/05/11	5.41	4.67	51.00	411.93	工业
郑州市	航美国际智慧城二期	2018/05/11	5.79	8.87	51.00	232.09	工业
郑州市	郑州市宏光蓝岸	2018/06/20	1.26	10.41	80.00	2,198.29	商业
大连市	鑫创科技大连 A2 地块	2020/01/23	6.18	13.74	100.00	1,069.87	住宅
合计			**59.19**	**153.14**	**--**	**--**	**--**

注：上表统计的数据为尚未开工的项目
资料来源：公司提供

3．项目开发

公司在建项目主要位于郑州、成都等二线城市以及天津、山东和上海周边等区域，其中郑州项目占比较高，有一定区域集中度。公司在建项目尚需投资规模较大，未来存在一定资本支出压力。

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 2020 年 6 月底，公司业务范围已拓展至北京、上海、天津、郑州、西安、成都、济南、青岛、昆山、苏州、台州、太仓、徐州、珠海和佛山等城市。

从房地产开发建设情况看，2017－2019 年，公司新开面积波动增长。其中 2018 年新开工面积较 2017 年增长 24.26%，主要系公司在手项目规模较大，公司加快开发节奏所致；受公司放缓投资战略及项目开发进度等因素共同影响，2019 年新开工面积较 2018 年下降 19.33%。2017－2019 年，公司竣工面积波动下降，主要系受环保政策影响所致。其中 2019 年，竣工项目主要为“郑州国际新城安置区（一期）”“天津汤泉世家一期”“徐州景城一期”“长沙木莲世家”。2017－2019 年，公司期末在建面积逐年增长。2020 年 1－6 月，受年初新冠肺炎疫情影响，公司施工现场延期复工，当期新开工面积和竣工面积均较去年同期有所下滑。公司期末在建规模仍较大。

表8　2017－2019年及2020年1－6月公司项目开发情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－6 月
当期新开工面积（万平方米）	181.07	225.00	181.50	17.53
当期竣工面积（万平方米）	128.14	105.00	119.00	8.95
期末在建项目数量（个）	25	33	33	33
期末在建面积（万平方米）	358.02	607.00	663.70	685.10

注：1．表中数据统计口径为并表口径，不符合期末在建面积=上年期末在建面积+当年新开工面积-当年竣工面积的勾稽关系；2．2018年期末在建面积未包括安置区面积
资料来源：公司提供

截至2020年6月底，公司在建项目主要分布在郑州、成都等市场活跃二线城市以及天津、山东和上海周边等区域；按可售面积计算，郑州项目占38.94%，地域较为集中。公司在建项目中，“灵山湾·龙玺一期”项目总建筑面积中地下面积较大，主要系项目所在的青岛为海防城市，地下主要为人防和非人防车库，面积较大所致。截至2020年6月底，公司在建项目预计总投入549.66亿元，已完成投入334.96亿元，尚需投资214.70亿元，其中权益尚需投资金额为202.50亿元；2020年下半年公司计划投资40~50亿元，资金来源为项目销售回款。

表9　截至2020年6月底公司在建项目投资情况（单位：万平方米、亿元、%）

城市	项目名称	总建筑面积		预计总投入	累计投入	销售面积占比	开工时间	预计竣工时间
		地上	地下					
郑州区域	郑州名城二期（北地块）	12.05	5.41	10.12	6.83	86.02	2017-05-25	2020-09-30
郑州区域	郑州名城三期	8.15	4.56	8.42	7.46	100.00	2018-03-20	2020-12-31
郑州区域	郑州国际新城开发区（A-04-04）	11.52	2.82	10.11	4.45	38.84	2018-05-30	2022-09-30
郑州区域	郑州国际新城开发区（A-13-02）	12.21	3.84	8.39	5.69	88.51	2018-07-06	2021-03-30
郑州区域	郑州国际新城开发区（A-12-01）	21.40	8.14	23.09	10.93	96.87	2018-06-30	2021-06-30
郑州区域	郑州国际新城安置区（B-10-01）	11.10	2.55	7.64	2.58	--	2018-07-06	2021-11-30
郑州区域	郑州国际新城安置区（二期）	73.97	24.94	38.43	32.53	--	2017-09-01	2021-01-30
郑州区域	郑州国际新城开发区（三期）	22.21	7.14	21.24	11.48	98.23	2017-12-29	2020-09-30
郑州区域	郑州国际新城开发区（B-10-01）	9.29	2.46	7.89	4.58	76.22	2018-07-16	2021-11-30
郑州区域	郑州国际新城开发区（A-11-03）	4.69	2.73	4.62	3.15	99.97	2018-05-15	2020-09-30
郑州区域	金水观城一期	44.78	10.54	49.02	33.23	35.95	2017-10-12	2021-09-30
郑州区域	荥阳名家一期	11.85	3.49	5.44	4.87	92.48	2013-11-03	2021-03-01
郑州区域	荥阳名家二期	15.35	4.57	7.85	6.76	73.22	2014-09-11	2021-03-31
郑州区域	荥阳名家四期	16.66	5.39	9.50	1.54	95.18	2019-06-11	2021-08-31
郑州区域	荥阳名家五期	8.66	3.80	5.42	1.00	80.70	2019-04-05	2021-06-30
北京区域	天津汤泉世家二期	14.96	3.65	11.04	7.93	53.46	2017-03-31	2021-04-30
山东区域	济南世家公馆三期	13.01	4.07	18.80	12.95	100.00	2017-03-10	2020-10-10
山东区域	灵山湾龙玺一期（C2地块）	38.35	21.31	22.60	11.04	0.00	2019-05-15	2022-04-29
山东区域	御龙湾一期	15.47	6.48	32.77	14.94	70.66	2018-08-21	2021-05-30
山东区域	鑫苑·御泉湾一期	11.79	4.27	15.03	10.38	57.78	2018-08-20	2020-10-31
上海区域	苏州吴江苏河湾项目	6.38	1.51	11.99	8.76	100.00	2018-04-03	2020-08-30
上海区域	苏州姑苏樾 66 地块	1.33	0.72	3.99	3.60	99.07	2018-10-23	2020-10-30
上海区域	苏州姑苏樾 68 地块	1.14	0.65	3.35	3.29	99.04	2018-09-04	2020-06-29[1]
上海区域	台州怡和雅苑项目	13.73	3.53	10.70	7.30	100.00	2019-04-17	2021-05-24
上海区域	临湖和岸花园项目	16.02	4.74	19.63	11.69	4.97	2020-01-10	2022-12-30
上海区域	太仓项目翡翠观澜	7.81	1.90	7.00	6.36	89.70	2018-08-01	2020-11-15
上海区域	昆山鑫宇嘉苑项目	11.96	2.69	19.00	13.95	62.56	2017-12-29	2021-07-31
广东区域	环球电商城项目一期	5.70	1.62	16.00	14.20	--	2017-02-12	2020-12-10
广东区域	鑫天地珠海王子酒店一期	7.53	3.36	14.34	6.58	--	2020-08-10	2023-07-05
成都公司	鑫苑城三期（8#地）	31.03	11.70	29.12	15.18	20.87	2019-10-14	2022-05-31
成都公司	鑫苑城二期（5#地住宅、公寓	15.81	7.93	5.18	4.27	65.23	2018-11-09	2020-11-30
成都公司	鑫苑城二期（2、3#地）	9.76	4.03	8.59	4.66	40.66	2019-04-30	2021-05-31
成都公司	鑫苑城三期（4#地）	5.26	2.44	4.68	2.38	35.97	2019-08-20	2021-05-31
成都公司	鑫苑城一期（6#地）	7.65	4.97	7.78	6.10	78.55	2018-06-04	2020-11-30

[1] 苏州姑苏樾 68 地块于 2020 年 6 月 29 日已毛坯竣工，目前处于精装修阶段，预计 2020 年 12 月精装交付。

武汉公司	藏龙世家一期	18.75	5.93	14.30	5.12	--	2018-11-06	2023-10-30[2]
鑫创大连	大连国际健康科技小镇	10.39	3.17	6.72	3.07	39.90	2018-10-01	2021-09-30
鑫创航美	郑州航美国际智慧苑二期	7.32	3.36	5.19	2.43	61.32	2018-09-01	2021-03-30
鑫创湖州	湖州丝绸小镇	13.60	5.78	12.95	5.90	18.91	2019-03-25	2021-10-23
鑫创佛山	AI 国际科创智谷项目一期	37.08	13.25	31.73	15.80	12.49	2019-05-01	2022-09-30
合计		**605.72**	**215.44**	**549.66**	**334.96**	--	--	--

注：1．销售面积占比=累计销售面积/可售面积；2．上表投资额数据以亿元为单位，可能存在四舍五入的差异
资料来源：公司提供

4．房产销售

近三年，公司销售情况良好；按公司近两年平均销售面积计算，公司待售面积可满足未来一年半左右的销售需求；此外，公司少部分项目受分期开发或开盘时间较晚等因素的影响，存在一定的去化压力。

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，以自主销售为主。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。

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能执行。

从销售情况看，2017－2019 年，公司签约销售面积和销售金额均逐年增长，主要系公司销售规模扩大所致。从销售价格上看，2017－2019 年，公司销售均价波动增长，主要系销售项目区位不同所致。2017－2019 年，公司结转收入面积波动下降，主要系项目未达竣工交付所致。2017－2019 年，公司当期销售回款率呈逐年下降态势，主要系公司四季度推盘项目较多，受银行年底按揭头寸影响所致。2020 年 1－6 月，受年初新冠肺炎疫情影响，公司施工与销售进度均有所延后，签约销售金额与面积均同比有所下降，收入结算较少。

表10　2017－2019年及2020年1－6月公司项目销售情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－6 月
签约销售面积（万平方米）	130.30	131.10	237.10	71.00
签约销售金额（亿元）	152.88	204.93	289.30	83.00
销售均价（万元/平方米）	1.17	1.56	1.22	1.17
结转收入面积（万平方米）	121.49	85.00	85.33	--
销售回款（亿元）	138.59	170.70	231.40	58.00
当期销售回款率（%）	90.65	83.30	79.99	70.00

注：上表数据统计口径为全口径
资料来源：公司提供

截至 2020 年 6 月底，公司在售项目共 34 个，主要位于郑州、成都等二线城市及上海、山东等周边区域；总可售面积为 469.20 万平方米，待售面积为 219.71 万平方米，按公司近两年平均销售面积（184.10 万平方米）计算，公司待售面积可满足未来一年半左右的销售需求。截至 2020 年 6 月底公司房地产在售项目情况如下表所示。从去化情况来看，截至 2020 年 6 月底，公司大部

[2] 公司武汉地区的藏龙世家一期项目，原预计竣工时间为 2022 年 10 月 30 日，受新冠肺炎疫情影响，竣工时间延后一年。

分在售项目去化率良好，少量项目去化速度较慢。其中“郑州国际新城开发区（A-04-04）”受产品结构为公寓的限制，去化周期较长；“金水观城一期”“鑫苑·御泉湾一期”等项目去化较慢，系分期开发所致；“天津汤泉世家二期”受天津限购政策、当地市场集中供应项目较多及年初疫情影响，去化较慢；“昆山鑫宇嘉苑项目”去化率不高，主要系剩余房源主要为大面积超高层，目前处于续销期所致；“大连国际健康科技小镇”“郑州航美国际智慧苑二期”“湖州丝绸小镇”“AI 国际科创智谷项目一期”均为产业取地项目，去化率不高主要系开发规模较大、分期开发所致。此外，公司针对部分项目的尾盘车位计提跌价准备，并针对性的提出快速去化车位的方案。

表 11　截至 2020 年 6 月底公司房地产在售项目情况（单位：万平方米、%、万元/平方米）

序号	项目名称	开盘时间	总可售面积	已售面积	去化率	销售单价
1	郑州名城二期（北地块）	2017-09-28	11.85	10.19	86.02	0.98
2	郑州国际新城开发区（A-04-04）	2019-09-24	11.50	4.47	38.84	1.40
3	郑州国际新城开发区（A-13-02）	2018-10-26	8.46	7.49	88.51	1.20
4	郑州国际新城开发区（A-12-01）	2018-12-30	19.96	19.34	96.87	1.41
5	郑州国际新城安置区（二期）	--	--	--	--	--
6	郑州国际新城开发区（三期）	2017-12-24	22.61	22.21	98.23	1.40
7	郑州国际新城开发区（B-10-01）	2018-12-30	9.21	7.02	76.22	1.03
8	郑州国际新城开发区（A-11-03）	2018-06-01	4.52	4.52	99.97[3]	1.44
9	金水观城一期	2018-11-28	33.75	12.13	35.95	1.94
10	荥阳名家一期	2014-05-08	12.50	11.56	92.48	0.59
11	荥阳名家二期	2014-12-10	13.71	10.04	73.22	0.65
12	荥阳名家四期	2019-09-30	15.26	14.53	95.18	0.76
13	荥阳名家五期	2019-06-21	8.06	6.50	80.70	0.76
14	天津汤泉世家二期	2018-01-18	16.59	8.87	53.46	1.34
15	灵山湾龙玺一期（C2 地块）	--	37.71	--	0.00	3.21
16	御龙湾一期	2018-11-22	15.47	10.93	70.66	2.06
17	鑫苑·御泉湾一期	2018-12-24	11.21	6.48	57.78	0.88
18	苏州姑苏樾 66 地块	2018-12-25	1.45	1.43	99.07	3.45
19	苏州姑苏樾 68 地块	2018-11-09	1.21	1.20	99.04	3.39
20	临湖和岸花园项目	2020-04-30	15.77	0.78	4.97	1.69
21	太仓项目翡翠观澜	2018-12-23	8.71	7.81	89.70	1.24
22	昆山鑫宇嘉苑项目	2018-09-30	11.11	6.95	62.56	2.39
23	环球电商城项目一期	2020-09-01[4]	2.46	--	0.00	4.08
24	鑫天地珠海王子酒店一期	2022-02-10	5.81	--	0.00	2.51
25	鑫苑城三期（8#地）	2020-03-14	40.36	8.42	20.87	1.09
26	鑫苑城二期（5#地住宅、公寓）	2019-01-10	6.97	4.55	65.23	0.89
27	鑫苑城二期（2、3#地）	2019-10-31	12.11	4.92	40.66	1.06
28	鑫苑城三期（4#地）	2019-12-01	7.17	2.58	35.97	1.08
29	鑫苑城一期（6#地）	2018-09-28	9.66	7.59	78.55	1.00
30	藏龙世家一期	2021-07-18	18.25	--	--	1.19
31	大连国际健康科技小镇	2019-06-22	12.85	5.13	39.90	0.89
32	郑州航美国际智慧苑二期	2018-09-29	6.88	4.22	61.32	0.72

[3] 郑州国际新城开发区（A-11-03）项目在计算去化率时，使用以“平方米”为单位的已售面积和总可售面积，而上表中已售面积和总可售面积以“万平方米”为单位进行列示，故存在一定四舍五入的差异。
[4] 环球电商城项目一期为写字楼业态，截至 2020 年 9 月 1 日尚未开盘。

33	湖州丝绸小镇	2019-06-29	13.16	2.49	18.91	1.12
34	AI 国际科创智谷项目一期	2019-10-22	42.90	5.36	12.49	1.03
合计			**469.20**	**219.71**	--	--

注：1．上表已剔除去化率为 100%的项目，去化率=已售面积/总可售面积；2．部分项目无开盘时间，主要系未取得预售证所致
资料来源：公司提供

5．经营效率

近三年，公司经营效率一般，尚存在一定的提升空间；公司经营效率指标处于行业中等水平。

2017－2019 年，公司流动资产周转次数分别为 0.24 次、0.21 次和 0.18 次，逐年下降；存货周转次数分别为 0.30 次、0.23 次和 0.19 次，主要系公司在建项目增加所致；总资产周转次数分别为 0.23 次、0.20 次和 0.17 次。从同行业上市公司比较情况看，公司存货周转次数、流动资产周转次数和总资产周转次数均处于行业中等水平。

表12　2019年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	存货周转次数	流动资产周转次数	总资产周转次数
迪马股份	0.36	0.34	0.30
京投发展	0.11	0.14	0.11
荣安地产	0.18	0.22	0.21
景瑞地产	0.52	0.33	0.27
鑫苑中国	**0.20**	**0.18**	**0.17**

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异
资料来源：Wind

6．经营关注

土地储备规模减少，存在补库存需求

近年来，公司土地获取力度和期末土地储备面积均有所减少；截至 2020 年 6 月底，公司土地储备对应规划建筑面积 153.14 万平方米，相较于公司近两年平均新开工规模，未来存在补库存需求。

房地产项目存在一定区域集中度风险，易受到区域内政策影响

公司销售的房地产项目中位于郑州的占比较高，存在一定区域集中度风险，易受到区域内房地产政策的影响。

在建项目较多，公司仍面临一定的资金支出压力

公司在建项目较多，伴随公司持续开发项目，公司仍面临一定的资金支出压力，有一定的融资需求。

7．未来发展

公司未来仍以房地产开发为主业，深耕区域中心城市，并进行多元化发展。现阶段公司房地产在建项目较多，需关注公司经营人力和财力的分配，以及各业务之间的协同。

公司未来继续在国内坚持“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。

公司积极推动创新，探索地产相关多元化业务，开工建设大型商业地产及融资代建模式，为打造持续竞争优势和推动长远发展创造了新的内生动力。公司始终秉持“品质地产”“科技地产”的开发理念，持续提升产品的建筑品质、服务品质、科技品质以及生活品质等四大维度，打造领先的智慧地产城市精品项目。

七、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2017－2019 年度合并财务报表均由中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）均出具了标准无保留的审计意见。2020 年半年度财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部发布的《企业会计准则—基本准则》42 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编制。合并范围方面，2017 年，公司新增合并子公司 30 家；2018 年，公司新增合并子公司 32 家；2019 年，公司新增加 21 家子公司，减少 13 家。2020 年 1－6 月，公司新增加 10 家子公司，减少 1 家。公司新增合并子公司主要涉及房地产开发经营、投资管理与咨询，收入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 2019 年底，公司合并资产总额 590.36 亿元，负债合计 496.02 亿元，所有者权益 94.34 亿元，其中归属于母公司所有者权益 88.74 亿元。2019 年，公司实现营业收入 96.92 亿元，净利润 6.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.45 亿元；经营活动产生的现金流量净额 31.59 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.23 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 599.68 亿元，负债合计 504.32 亿元，所有者权益 95.37 亿元，其中归属于母公司所有者权益 90.33 亿元。2020 年 1－6 月，公司实现营业收入 21.63 亿元，净利润 0.27 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额 17.29 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.29 亿元。

2．资产质量

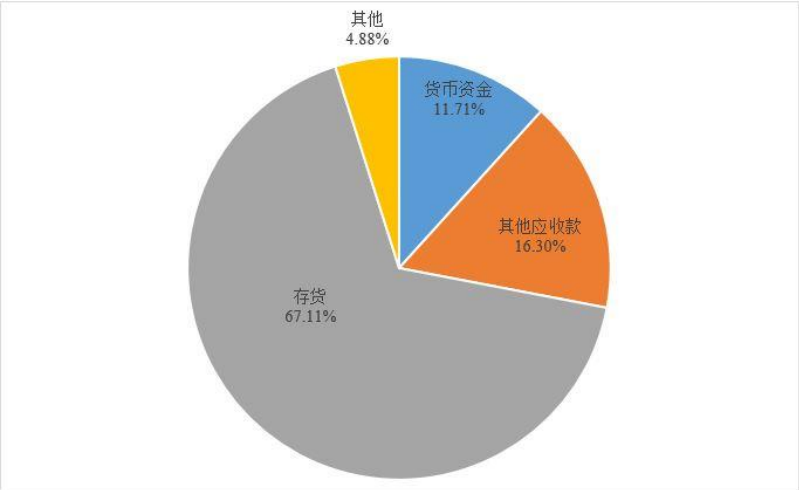
近三年，随着业务不断扩张，公司资产规模逐年增长，以流动资产为主；公司流动资产中，受偿还债务的影响，货币资金逐年减少；公司存货占比较高，部分项目可能存在一定的去化压力；公司其他应收款规模较大，对公司营运资金形成一定的占用。公司受限资产比例较高，公司整体资产质量一般。

2017－2019 年，公司合并资产总额连续增长，年均复合增长 7.79%。截至 2019 年底，公司合并资产总额 590.36 亿元，较年初增长 3.51%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 92.72%，非流动资产占 7.28%。公司资产以流动资产为主。

流动资产

2017－2019 年，公司流动资产连续增长，年均复合增长 7.07%。截至 2019 年底，公司流动资产 547.41 亿元，较年初增长 3.08%，主要系存货增加所致。公司流动资产构成如下图所示。

图 6　截至 2019 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2017－2019 年，公司货币资金逐年减少，年均复合下降 23.70%。截至 2019 年底，公司货币资金 64.12 亿元，较年初下降 12.02%，主要系公司偿还债务所致；公司货币资金主要由银行存款（占 80.72%）构成；公司货币资金中使用受限的货币资金为 12.36 亿元，主要为贷款保证金（占 87.38%）。截至 2019 年底，公司在预售监管账户中的资金为 9.77 亿元。

2017－2019 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 32.69%，主要系往来款波动所致。截至 2019 年底，公司其他应收款 89.20 亿元，较年初下降 6.78%，主要系关联方往来款和政府补助减少所致。公司其他应收款全部按信用风险特征组合计提坏账准备，其中关联方组合占比为 52.34%，政府组合占比为 20.99%，账龄组合占比为 2.39%，备用金、押金及保证金组合占比为 24.28%。截至 2019 年底，公司其他应收款已计提坏账准备 0.69 亿元，计提比例为 0.77%，计提比例低，存在计提不充分的可能。截至 2019 年底，公司其他应收账款主要为关联方往来款，欠款金额前五名合计占比为 44.91%，集中度较高。从账龄来看，1 年以内占比 50.68%，1~2 年占比 16.80%，2~3 年占比 4.46%，3~4 年占比 3.25%，4~5 年占比 0.26%, 5 年以上占比 24.55%。

表 13　截至 2019 年底公司其他应收款前五名单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	款项性质
河南德润置业有限公司	8.97	9.98	往来款
深圳鑫创投资咨询有限公司	8.23	9.16	关联方往来款
河南凯景园林景观工程有限公司	8.11	9.02	关联方往来款
河南凯卓建设工程有限公司	7.96	8.85	关联方往来款
深圳科业投资控股有限公司	7.10	7.90	关联方往来款
合计	**40.37**	**44.91**	--

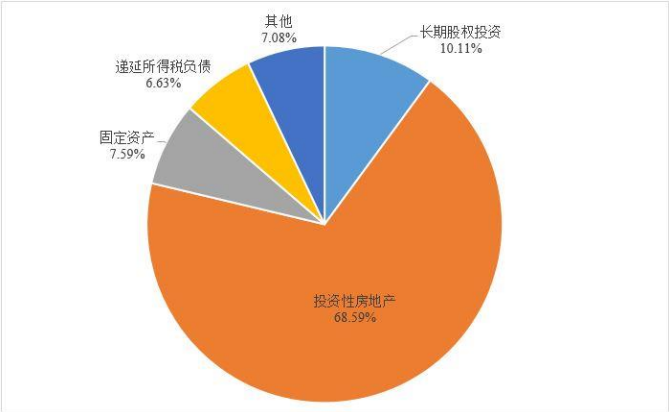
资料来源：公司审计报告

2017－2019年，公司存货账面价值逐年增长，年均复合增长10.68%，主要系公司对在建项目投入持续增加所致。截至2019年底，存货账面价值367.37亿元，较年初增长7.11%。公司存货中，房地产开发成本占92.17%，开发产品占7.82%。公司计提存货跌价准备3.52亿元，较年初增加1.62亿元，主要针对部分项目的尾盘车位计提跌价准备，公司已针对性的提出快速去化车位的方案。公司存货规模增长较快，部分项目存在一定的去化压力。

非流动资产

2017－2019 年，公司非流动资产连续增长，年均复合增长 18.56%。截至 2019 年底，公司非流动资产 42.95 亿元，较年初增长 9.36%，主要系长期股权投资和递延所得税资产增加所致。公司非流动资产构成如下图所示。

图 7　截至 2019 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

公司长期股权投资主要为对联营企业的投资。2017－2019 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 46.11%。截至 2019 年底，长期股权投资 4.34 亿元，较年初增长 59.90%，被投资单位主要为芜湖鹏宏投资中心（有限合伙）、苏州融璟宸置业有限公司和台州市宜居置业有限公司等，投资金额分别为 1.92 亿元、1.32 亿元和 0.51 亿元。截至 2019 年底，公司权益法下确认的长期股权投资收益为-1.16 亿元。

公司投资性房地产采用公允价值计量。2017－2019 年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长 15.37%，主要系公允价值变动所致。截至 2019 年底，公司投资性房地产账面价值 29.46 亿元，较年初增长 2.77%，较年初变化不大。公司投资性房地产主要为商业项目，分布在西安、郑州、荥阳、成都等二三线城市，截至 2019 年底，评估增值导致投资性房地产增值 13 亿元，增值率 88.49%，增值率尚可。

2017－2019 年，公司固定资产账面价值波动增长，年均复合增长 0.09%。截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 3.26 亿元，较年初下降 11.18%，主要系折旧增加所致。公司固定资产主要由房屋建筑物、运输工具和机器设备构成，固定资产累计折旧 2.80 亿元，固定资产成新率 53.80%，成新率一般。

2017－2019 年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长 174.45%。截至 2019 年底，公司递延所得税资产为 2.85 亿元，较年初增长 88.42%，主要系可抵扣亏损和递延收益增加所致。

截至 2019 年底，公司受限资产账面价值总额为 178.82 亿元，占资产总额的 30.29%，比例较高；其中受限资产为银行存款 11.11 亿元（占 1.88%），土地、在建工程和物业 166.38 亿元（占 28.18%），设备 1.33 亿元（占 0.23%）；具体情况如下表所示。

表 14　截至 2019 年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	受限账面价值	占资产总额比例	受限原因
银行存款	11.11	1.88	银行承兑汇票保证金、贷款保证金
土地、在建工程和物业	166.38	28.18	融资
设备	1.33	0.23	融资

合计	**178.82**	**30.29**	**--**

资料来源：公司债券年报

截至 2020 年 6 月底，公司合并资产总额 599.68 亿元，较年初小幅增长 1.58%。其中，流动资产占 92.66%，非流动资产占 7.34%，资产规模与结构均较年初变化不大。截至 2020 年 6 月底，公司货币资金 57.81 亿元，较年初下降 9.84%，主要系偿还债务所致，其中受限银行存款 11.28 亿元，主要为贷款保证金。截至 2020 年 6 月底，公司受限资产合计为 166.45 亿元，占资产总额的 27.76%，主要为土地（占 72.85%）和物业（占 18.74%）。

截至 2020 年 6 月底，公司子公司股权存在被公司质押的情况，受限原因均为融资质押；具体情况如下表所示。

表 15　截至 2020 年 6 月底公司子公司股权质押情况（单位：%）

股权受限子公司名称	公司持股比例	公司持有的股权中权利受限的比例	受限原因
青岛科达置业有限公司	100.00	100.00	融资质押
济南鑫苑全晟置业有限公司	100.00	100.00	融资质押
武汉盈合鑫置业有限公司	100.00	100.00	融资质押
天津鑫苑置业有限公司	100.00	100.00	融资质押
苏州渝熙房地产开发有限公司	19.78	100.00	融资质押
陕西中茂经济发展有限公司	65.98	100.00	融资质押
成都鑫苑仁居企业管理有限公司	100.00	100.00	融资质押
成都国宏腾实业有限公司	99.79	100.00	融资质押
北京睿豪融通房地产开发有限公司	100.00	100.00	融资质押
广东鑫创科创智谷发展有限公司	100.00	100.00	融资质押
河南鑫苑顺晟置业有限公司	100.00	100.00	融资质押
郑州鑫合置业有限公司	80.00	100.00	融资质押

资料来源：公司债券半年报

3．负债及所有者权益

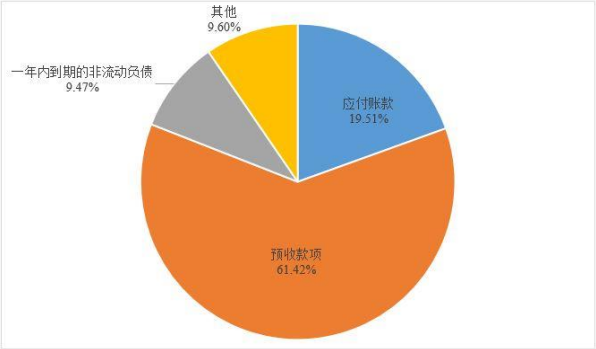
（1）负债

近三年，随着公司项目建设增加、融资需求扩大，公司负债规模持续增长；公司全部债务规模波动增长，债务结构以长期债务为主，结构较好；2019 年债务负担有所减轻，但仍处于较高水平；2021 年公司将面临一定的债务集中偿付压力。

2017－2019 年，公司负债总额连续增长，年均复合增长 7.75%。截至 2019 年底，公司负债总额 496.02 亿元，较年初增长 2.95%，较年初变化不大；其中，流动负债占 71.89%，非流动负债占 28.11%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

2017－2019 年，公司流动负债连续增长，年均复合增长 11.63%。截至 2019 年底，公司流动负债 356.58 亿元，较年初增长 7.22%，主要系预收款项增加所致。公司流动负债构成如下图所示。

图 8　截至 2019 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2017－2019 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 7.07%。截至 2019 年底，公司应付账款 69.57 亿元，较年初增长 14.32%，主要系应付工程款增加所致。

2017－2019 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 29.11%。截至 2019 年底，预收款项 219.00 亿元，较年初增长 25.12%，主要系房屋预收款增加所致。

2017－2019 年，公司其他应付款逐年减少，年均复合下降 54.84%。截至 2019 年底，公司其他应付款 13.37 亿元，较年初下降 68.64%，主要系公司 2019 年拿地款和保证金等有所减少所致；其中 1 年以内其他应付款占 48.79%，1~2 年的占 36.02%，2~3 年的占 6.93%，3 年以上的占 8.26%。截至 2019 年底，公司其他应付款金额前五大均为往来款，具体情况如下表所示。

表 16　截至 2019 年底公司大额其他应付款情况（单位：亿元）

单位名称	金额	款项内容
苏州恒万置地有限公司	0.48	往来款
南京星空影城管理有限公司	0.48	往来款
鑫苑（地产）控股有限公司	0.18	往来款
山东高速公路运营管理有限公司	0.18	往来款
苏州华宇业瑞房地产开发有限公司	0.16	往来款
合计	**1.48**	--

资料来源：公司审计报告

2017－2019年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长139.13%。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债35.89亿元，较年初大幅增长507.51%，主要系一年内到期的应付债券和长期借款增加所致。截至2019年底，一年内到期的非流动负债33.78亿元，较年初下降5.87%，主要系公司偿还一年内到期的长期借款所致。

2017－2019 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 0.57%。截至 2019 年底，公司非流动负债 139.44 亿元，较年初下降 6.56%，主要系公司偿还“16 鑫业 01”“17 鑫业 01”所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 77.19%）和应付债券（占 19.82%）构成。

2017－2019 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 18.78%。截至 2019 年底，公司长期借款 107.63 亿元，较年初增长 2.85%，较年初变化不大，主要系项目开发融资需求增加所致。其中，2021 年到期的占 60.54%，2022 年到期的占 5.89%，2023 年及以后到期的占 33.57%，公司在 2021 年将面临一定集中偿付压力。

2017－2019 年，公司应付债券逐年减少，年均复合下降 25.72%。截至 2019 年底，应付债券 27.63 亿元，较年初下降 32.34%，主要系公司偿还“16 鑫业 01”“17 鑫业 01”所致。

表17　截至2019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	债券余额	票面利率	期限	到期时间	回售时间
15 鑫苑 01	2015/12/28	10.00	10.00	7.50	3+2	2020/12/28	2018/12/28
16 鑫苑 01	2016/1/27	7.00	6.90	7.47	3+2	2021/01/27	2019/01/28
16 鑫苑 02	2016/3/14	5.00	4.99	7.09	3+2	2021/03/14	2019/03/14
18 鑫业 01	2018/9/21	6.00	6.00	8.50	2	2020/09/20[5]	--
18 鑫业 02	2019/1/4	6.00	6.00	8.50	3	2022/01/04	--
19 鑫苑 01	2019/4/1	9.80	9.80	8.40	5	2024/04/01	--
合计	--	**43.80**	**43.69**	--	--	--	--

注：上表债券余额以亿元为单位，与实际余额存在四舍五入的差异
资料来源：Wind

2017－2019 年，受经营规模的扩大以及在建项目的持续投入增加的影响，公司全部债务波动增长，年均复合增长 9.06%。截至 2019 年底，公司全部债务 178.41 亿元，较年初下降 5.32%，主要系长期债务减少所致，其中短期债务占 24.03%，长期债务占 75.97%，公司债务结构仍以长期债务为主，债务结构较为合理。2017－2019 年，公司资产负债率分别为 84.08%、84.48%和 84.02%，呈波动下降态势；全部债务资本化比率分别为 64.97%、68.03%和 65.41%，呈波动增长态势；长期债务资本化比率分别为 61.18%、62.27%和 58.96%，波动下降；整体看，公司债务负担有所减轻，但仍处于较高水平。

截至 2020 年 6 月底，公司负债总额 504.32 亿元，较年初增长 1.67%。其中，流动负债占 76.41%，非流动负债占 23.59%。公司负债规模和结构均较年初变化不大。截至 2020 年 6 月底，公司一年内到期的非流动负债 44.98 亿元，较年初增长 33.14%，主要系将一年内到期的应付债券重新分类至此科目所致。公司应付债券 15.76 亿元，较年初下降 42.98%，主要系将一年内到期的应付债券分类至一年内到期的非流动负债所致。截至 2020 年 6 月底，公司全部债务合计 168.30 亿元，较年初下降 5.67%，主要系长期债务减少所致。其中，短期债务 54.13 亿元（占 32.16%），长期债务 114.17 亿元（占 67.84%）。截至 2020 年 6 月底，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 84.10%、63.83%和 54.49%，较年初分别提高 0.08 个百分点、下降 1.58 个百分点和下降 4.47 个百分点。

截至 2020 年 6 月底公司债务期限分布情况如下表所示，公司 2020 年下半年偿债压力尚可，主要为到期债券；公司在 2021 年面临一定集中偿付压力[6]，主要为金融机构借款。

表 18　截至 2020 年 6 月底公司债务期限分布情况（单位：亿元）

时间	假设债券全部回售						
	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	其他有息债务	合计
2020 年 7－12 月	0.95	7.26	18.83	--	--	--	**27.04**
2021 年	0.90	0.04	26.15	27.97	--	0.03	**55.09**
2022 年	--	--	--	31.08	5.98	--	**37.06**
2023 年及以后	--	--	--	39.33	9.77	--	**49.10**
合计	**1.85**	**7.30**	**44.98**	**98.38**	**15.75**	**0.03**	**168.30**

注：其他有息债务为长期应付款中的应付融资租赁款
资料来源：公司提供

[5] “18 鑫业 01”已于 2020 年 9 月 20 日到期兑付。
[6] 截至 2020 年 7 月底，鑫苑控股海外存续债券折合人民币约 42.69 亿元；其中 2021 年到期海外债合计 6.00 亿美元。鑫苑控股已于 8 月完成人民币 3.545 亿元点心债增发，于 9 月 17 日完成新一期 3.00 亿美元债发行交割，上述两笔募集资金将用于偿还海外到期债务。此外，鑫苑控股尚有 2.80 亿美元发债额度，未来将通过自有资金、海外项目销售回款及再融资方式偿还部分或全部到期海外债务。

（2）所有者权益

近三年，公司所有者权益持续增长；所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

2017－2019 年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 8.00%。截至 2019 年底，公司所有者权益为 94.34 亿元，较年初增长 6.55%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 94.07%，少数股东权益占比为 5.93%。归属于母公司所有者权益 88.74 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 25.43%、1.32%、3.73%和 64.87%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大, 权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 6 月底，公司所有者权益为 95.37 亿元，较年初增长 1.09%，主要系未分配利润小幅增长所致。公司所有者权益规模和结构均较年初变化不大。

4．盈利能力

受房地产项目结转收入和物业收入波动影响，近三年公司营业收入波动增长；净利润逐年增长，资产减值损失和公允价值变动收益对营业利润有一定的影响；公司整体盈利能力一般。

2017－2019 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 1.77%。其中 2019 年，公司实现营业收入 96.92 亿元，同比下降 10.31%，主要系房地产结转收入和物业收入下降所致。2017－2019 年，公司净利润连续增长，年均复合增长 5.66%。其中 2018 年，净利润同比增长 3.08%，主要系结转项目利润较高所致；2019 年，净利润同比增长 8.29%至 6.62 亿元，主要系所得税费用减少所致。

期间费用方面，2017－2019 年，公司期间费用波动增长，年均复合增长 7.28%。2017－2019 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 19.57%，主要系公司营销服务费用增加所致。2017－2019 年，公司管理费用波动增长，年均复合增长 6.31%，主要系职工薪酬波动所致。2017－2019 年，公司财务费用分别为 0.61 亿元、0.95 亿元和-0.37 亿元。其中，2018 年财务费用同比增加 55.00%，主要系银行手续费增加所致；2019 年财务费用同比减少 1.32 亿元，主要系债务规模减小所致。

2017－2019 年，公司资产减值损失主要为存货跌价损失，三年分别为 0.18 亿元、3.57 亿元和 1.25 亿元，分别占当年营业利润的比例的 2.19%、37.55%和 13.68%，对营业利润有一定影响但不具持续性。2017－2019 年，公司公允价值变动收益主要为按公允价值计量的投资性房地产评估变动，三年分别为 2.63 亿元、0.96 亿元和 0.73 亿元，分别占当年营业利润的比例为 31.58%、10.07%和 7.95%，对公司营业利润的影响逐渐减小。

从各项盈利指标看，2017－2019 年，公司营业利润率波动增长，分别为 18.37%、25.19%和 25.11%。2017－2019 年，公司总资本收益率分别为 5.28%、3.89%和 3.47%，逐年下降，主要系债务规模扩大所致；公司总资产报酬率分别为 3.18%、2.44%和 2.07%，呈逐年下降态势；公司净资产收益率分别为 7.77%、7.22%和 7.24%，呈波动下降态势。与同行业上市公司相比，公司销售毛利率、净资产收益率和总资产报酬率均处于行业中下水平。

表19　2019年公司与房地产开发类上市公司盈利指标对比情况（单位：%）

公司简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
迪马股份	28.65	16.46	4.50
京投发展	31.66	2.93	1.18
荣安地产	41.61	32.98	5.46
景瑞地产	21.29	13.86	3.39
鑫苑中国	**28.35**	**8.74**	**1.50**

注：为便于同业比较，本表对比公司的数据引自Wind，与本报告附表口径有一定差异
资料来源：Wind

2020 年 1－6 月，公司实现营业收入 21.63 亿元，同比下降 43.15%，主要系受新冠肺炎疫情影响，本期交付收入减少所致；公司实现净利润 0.27 亿元，同比下降 89.99%，主要系房地产结转收入减少所致。

5．现金流

近三年，受往来款、支付土地款和工程款减少的共同影响，公司经营现金流波动下降；受投资理财产品影响，投资活动现金流持续净流出；伴随公司经营扩张，在建项目持续开发，以及大量债务到期，公司仍面临一定融资需求。

从经营活动情况来看，2017－2019 年，公司经营活动现金流入分别为 274.13 亿元、238.53 亿元和 192.10 亿元，连续下降，年均复合下降 16.29%，主要系往来款减少所致。其中，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 133.90 亿元、152.27 亿元和 147.82 亿元；收到其他与经营活动有关的现金分别为 140.21 亿元、85.85 亿元和 43.79 亿元。近三年，经营活动现金流出分别为 236.64 亿元、228.83 亿元和 160.51 亿元，连续下降，年均复合下降 17.64%，主要系支付土地款和工程款减少所致。受上述因素的影响，2017－2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 37.48 亿元、9.70 亿元和 31.59 亿元，波动下降，年均复合下降 8.20%。

从投资活动情况来看，2017－2019 年，公司投资活动现金流入分别为 10.62 亿元、8.40 亿元和 0.75 亿元，连续下降，年均复合下降 73.51%，主要系公司收回股票投资和理财的现金减少所致。2017－2019 年，公司投资活动现金流出分别为 29.62 亿元、27.95 亿元和 7.78 亿元，连续下降，年均复合下降 48.75%，主要系公司支付理财产品减少所致。受上述因素的影响，2017－2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-19.00 亿元、-19.55 亿元和-7.03 亿元，呈现持续净流出状态。

从筹资活动情况看，2017－2019 年，公司筹资活动现金流入分别为 100.99 亿元、99.90 亿元和 71.53 亿元，连续下降，年均复合下降 15.84%。2017－2019 年，公司筹资活动现金流出分别为 70.48 亿元、127.19 亿元和 108.32 亿元，波动增长，年均复合增长 23.97%。其中 2018 年较上年增长 80.48%，主要系偿还债务增加所致；2019 年较上年下降 14.84%，主要系支付其他与筹资活动有关的现金减少所致。2017－2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 30.51 亿元、-27.29 亿元和-36.78 亿元，2018 年由净流入转为净流出状态，且流出规模有所增加。

2020 年 1－6 月，公司经营活动产生的现金流量净额 17.29 亿元，经营活动现金流同比回正，主要系本期支付的土地款和工程款等有所减少所致；投资活动产生的现金流量净额-1.00 亿元，同比继续保持净流出；筹资活动产生的现金流量净额-21.58 亿元，同比净流出规模有所扩大，主要系本期发行债券、取得借款及吸收投资收到的现金同比减少所致。

6．偿债能力

近三年，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较弱。考虑到公司项目布局较好，随着逐步实现销售，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。公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017－2019 年，公司流动比率分别为 1.67 倍、1.60 倍和 1.54 倍，速动比率分别为 0.62 倍、0.57 倍和 0.50 倍，主要系预收款项增加所致。2017－2019 年，公司现金短期债务比分别为 4.97 倍、1.72 倍和 1.50 倍，连续下降，公司现金对短期债务的覆盖程度尚可。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017－2019 年，公司 EBITDA 分别为 14.24 亿元、13.95 亿元和 12.79 亿元，连续下降，主要系计入财务费用的利息支出逐年下降所致。2019 年，公司 EBITDA 构成中，

折旧占 3.16%、摊销占 2.87%、计入财务费用的利息支出占 22.92%、利润总额占 71.06%，公司 EBITDA 以利润总额和计入财务费用的利息支出为主。2017－2019 年，EBITDA 利息倍数分别为 1.07 倍、0.84 倍和 0.97 倍，波动下降，EBITDA 对利息支出的保障程度较弱。2017－2019 年，EBITDA 全部债务比分别为 0.09 倍、0.07 倍和 0.07 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2020 年 6 月底，公司无未决诉讼。

截至 2020 年 6 月底，公司获得银行综合授信 234.42 亿元，其中未使用额度为 151.41 亿元，间接融资渠道通畅。

截至 2020 年 6 月底，公司对外担保合计 14.27 亿元，占净资产的 14.96%，为公司对广州黄龙科技有限公司（以下简称“黄龙科技”）的环球市场集团大厦的项目融资担保，公司为黄龙科技的实际经营决策人。2020 年 1－6 月，黄龙科技暂无营业收入，净利润为-183.76 万元，若未来经营恶化，公司存在一定或有负债风险。

表20　截至2020年6月底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日	与公司关系
广州黄龙信息科技有限公司	7.37	2018-01-01	2021-12-31	公司的联营企业投资的企业
广州黄龙信息科技有限公司	6.90	2017-09-05	2021-09-04[7]	公司的联营企业投资的企业
合计	**14.27**	--	--	--

资料来源：公司提供

根据公司提供的人民银行征信报告（统一社会信用代码：91410100786228620F），截至 2020 年 8 月 3 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。

7．母公司财务分析

母公司层面无实际业务，母公司资产主要为其他应收款和长期股权投资，母公司层面债务负担尚可。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 254.77 亿元，较年初增长 2.79%，变化不大。从资产结构来看，母公司资产主要由其他应收款（210.40 亿元）和长期股权投资（31.11 亿元）构成。

截至 2019 年底，母公司负债合计 194.50 亿元，较年初增长 4.35%，变化不大。从负债结构来看，母公司负债主要由其他应付款（150.39 亿元）和应付债券（27.63 亿元）构成。截至 2019 年底，母公司全部债务合计 43.62 亿元，以长期债务为主（占 63.35%）；母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 76.34%和 41.98%，债务负担尚可。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 60.28 亿元，较年初下降 1.95%；母公司所有者权益主要由实收资本（22.56 亿元）和未分配利润（31.68 亿元）构成。

2019 年，母公司实现营业收入 0.27 亿元，无营业成本。2019 年，母公司净利润为-1.18 亿元。

2019 年，母公司经营活动现金流净额 18.60 亿元，投资活动现金流净额-2.44 亿元，筹资活动现金流净额-21.19 亿元。

[7] 公司对黄龙科技的担保原到期日为 2020 年 9 月 4 日，由于该笔担保的贷款用于项目下属地块的开发建设，开发建设尚未完成，担保已展期一年，将于 2021 年 9 月 4 日到期。

八、本期债券偿还能力分析

1．本期债券的发行对目前负债的影响

截至 2020 年 6 月底，公司全部债务总额为 168.30 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 15.00 亿元，占目前公司全部债务的 8.91%，公司债务负担有所加重。

以 2020 年 6 月底财务数据为基础，若募集资金总额为 15.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 84.49%、65.78%和 57.53%，较发债前分别提高 0.39 个百分点、1.95 个百分点和 3.04 个百分点，债务负担有所加重。考虑到本期债券的筹集资金将用于偿还到期债务，因此公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率可能低于上述值。

2．本期债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 12.79 亿元，为本期债券发行额度的 0.85 倍，EBITDA 对本期债券额度的覆盖程度较低。2019 年公司经营活动产生的现金流入量为 192.10 亿元，为本期债券发行额度的 12.81 倍，对本期债券覆盖程度尚可。

综合以上分析，考虑到公司作为鑫苑控股中国境内房地产开发业务的主要运营实体，在签约销售规模以及经营活动现金流等方面具有一定的优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

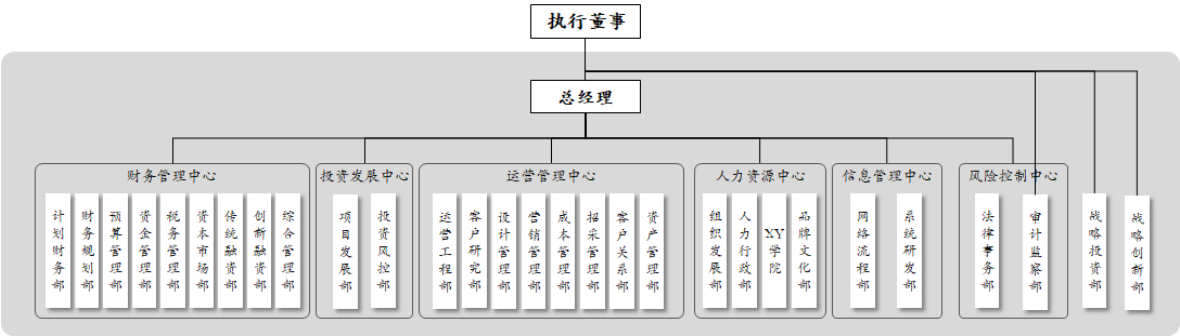
九、综合评价

公司作为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，项目主要分布在市场活跃度较好的二线城市、拿地成本较低、签约销售金额不断增长、债务结构较好。同时，联合评级也关注到公司项目存在一定区域集中度风险、近年来拿地力度和土地储备规模均有所下降、部分项目存在一定去化压力、在建项目规模较大、债务负担较重等因素给公司经营与信用水平带来的不利影响。

未来，若公司房产项目销售能顺利实现，随着在建项目的竣工交付，公司经营规模和盈利水平有望保持。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期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	508.09	570.35	590.36	599.68
所有者权益（亿元）	80.87	88.54	94.34	95.37
短期债务（亿元）	22.54	42.30	42.87	54.13
长期债务（亿元）	127.46	146.14	135.54	114.17
全部债务（亿元）	150.00	188.44	178.41	168.30
营业收入（亿元）	93.58	108.06	96.92	21.63
净利润（亿元）	5.93	6.11	6.62	0.27
EBITDA（亿元）	14.24	13.95	12.79	--
经营性净现金流（亿元）	37.48	9.70	31.59	17.29
流动资产周转次数（次）	0.24	0.21	0.18	--
存货周转次数（次）	0.30	0.23	0.19	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.20	0.17	--
现金收入比率（%）	143.09	140.91	152.52	256.33
总资本收益率（%）	5.28	3.89	3.47	--
总资产报酬率（%）	3.18	2.44	2.07	--
净资产收益率（%）	7.77	7.22	7.24	--
营业利润率（%）	18.37	25.19	25.11	24.07
费用收入比（%）	12.94	14.14	14.38	23.85
资产负债率（%）	84.08	84.48	84.02	84.10
全部债务资本化比率（%）	64.97	68.03	65.41	63.83
长期债务资本化比率（%）	61.18	62.27	58.96	54.49
EBITDA 利息倍数（倍）	1.07	0.84	0.97	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.07	0.07	--
流动比率（倍）	1.67	1.60	1.54	1.44
速动比率（倍）	0.62	0.57	0.50	0.46
现金短期债务比（倍）	4.97	1.72	1.50	1.08
经营现金流动负债比率（%）	13.10	2.92	8.86	4.49
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.95	0.93	0.85	--

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. 公司长期应付款中的有息债务已调整至长期债务；4. 2020 年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化

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	
总资本收益率	（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-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+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
2020年公开发行公司债券（第一期）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（期）债券存续期内，在每年鑫苑（中国）置业有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）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）置业有限公司的相关状况，如发现鑫苑（中国）置业有限公司或本次（期）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（期）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，可宣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。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送鑫苑（中国）置业有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年九月三十日