

信用等级公告

联合〔2020〕577号

上海大名城企业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对上海大名城企业股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2020 年公开发行公司债券进行综合分析和评估，确定：

上海大名城企业股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

上海大名城企业股份有限公司拟发行的 2020 年公开发行公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月十三日

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>

上海大名城企业股份有限公司

2020 年公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 20.24 亿元（含 20.24 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 5 月 13 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	569.73	478.43	419.53
所有者权益（亿元）	126.64	132.53	142.74
全部债务（亿元）	240.98	188.62	112.44
营业收入（亿元）	102.44	133.83	130.43
净利润（亿元）	14.86	7.63	9.98
EBITDA（亿元）	27.13	22.19	21.15
经营性净现金流（亿元）	10.22	63.30	103.00
营业利润率（%）	26.19	26.59	21.83
净资产收益率（%）	12.39	5.88	7.25
资产负债率（%）	77.77	72.30	65.98
全部债务资本化比率（%）	65.55	58.73	44.06
流动比率（倍）	1.59	1.75	1.66
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.12	0.19
EBITDA 利息倍数（倍）	1.55	1.27	1.54
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.34	1.10	1.04

注：1. 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；2. 其他应付款和其他流动负债中的债务已计入公司短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的债务已计入公司长期债务

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对上海大名城企业股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为开发经验较丰富的房地产上市公司，主要通过一级开发和招拍挂获取土地，项目储备较充裕，业态以住宅为主，业务主要分布在上海、福州、兰州等一二线城市，收入规模持续增长，整体债务负担较轻。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受宏观政策调控影响较大、土地储备面积集中度较高、2019 年拿地和开发支出下降、资产受限规模较大、债务结构有待进一步优化等因素可能对公司信用状况带来的不利影响。

未来随着公司补充一二线城市土地储备，公司业务规模有望增长，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

优势

1. 开发经验较丰富，具备一定区域竞争力。

公司开发经验较丰富，通过多年持续开发，在兰州、福州等地具备一定的区域竞争力。

2. 土地储备较充裕，业务布局较好。

公司主要通过一级开发和招拍挂方式拿地，土地储备较充裕，兰州项目成本较低；目前公司业务主要布局上海、福州、兰州等一二线城市，区域分布较好。

3. 权益规模持续增长，债务负担下降。

公司所有者权益逐年增长，债务负担显著下降，目前整体债务负担较轻，且近年来公司通过处置子公司股权和部分金融资产实现较大规模的现金回流。

关注

1. 区域集中度较高,受调控政策影响较大。

目前房地产调控政策仍较严格,公司位于兰州和福州的项目占比较高,受当地房地产市场波动的影响较大,存在一定的区域集中度风险。此外,受项目业态及调控政策等因素影响,公司存货中已完工开发产品规模较大,部分项目去化周期相对较长。

2. 2019 年拿地和开发规模下降,2020 年资本支出预计增加。2019 年受行业状况和融资环境等因素影响,公司为强化现金流管控,放缓招拍挂拿地节奏,减少现金流支出。随着公司 2020 年获取上海、福州土地储备,公司资本支出预计将增加。

3. 计提资产减值损失和投资亏损对利润造成影响。2015 年公司开始布局金控业务,陆续进行了一定规模的对外投资,但整体投资收益不佳,资产减值损失和投资亏损对利润造成影响。2018 年以来随着公司转让中程租赁股权及处置部分金融资产,公司对外投资风险下降。

4. 资产受限比例较高,债务结构有待进一步优化。公司受限资产占比较高,债务结构中长期债务占比有待进一步提升。

分析师

罗星驰 登记编号(R0040218050005)

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：



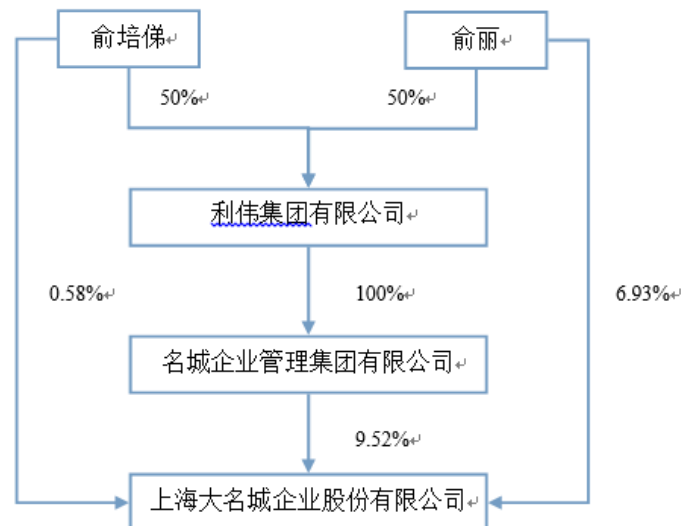
联合信用评级有限公司

一、主体概况

上海大名城企业股份有限公司（以下简称“大名城”或“公司”）前身系上海华源股份有限公司（以下简称“华源股份”，A 股股票代码“600094.SH”，B 股股票代码“900940.SH”），华源股份原控股股东为中国华源集团有限公司，由于经营不善，华源股份被上海证券交易所列入特殊处理。后经重整，2011 年 8 月，华源股份办理完毕股本和经营范围变更的工商变更登记并领取了新的营业执照，主业变更为房地产开发。2011 年 9 月，公司名称变更为现用名，股票简称及股票代码不变；2011 年 10 月，公司股票恢复上市，A 股股票简称由“*ST 华源”变更为“ST 华源”，股票代码不变；B 股股票简称由“*ST 华源 B”变更为“ST 华源 B”，股票代码不变；2012 年 3 月，公司 A 股股票简称变更为“大名城”，股票代码不变；B 股股票简称变更为“大名城 B”，股票代码不变。

公司分别于 2014 年 9 月和 2016 年 9 月完成非公开发行股票。2018 年 1 月 16 日，公司控股股东名城企业管理集团有限公司（曾用名福州东福实业发展有限公司，以下简称“名城企业集团”）与俞锦先生签署《股份转让协议》，将其持有的公司 5%股份转让给俞锦先生。同日，名城企业集团、名城企业集团一致行动人福州创元贸易有限公司（以下简称“福州创元”）与俞丽女士签署《股份转让协议》，名城企业集团将其持有的公司 1.65%股份、福州创元将其持有的公司 3.35%股份共同转让给俞丽女士。截至 2019 年底，公司注册资本 24.75 亿元，名城企业集团持有公司 9.52%股份，系公司控股股东；俞培梯先生系公司实际控制人。截至 2020 年 4 月 16 日，公司控股股东及其一致行动人持有公司 33.57%股份，其中累计质押股份占控股股东及其一致行动人持有公司股份的 13.96%，占公司总股本的 4.69%，质押比例较低。公司控股股东的一致行动人主要是实际控制人俞培梯及其家族成员。

图 1 截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：房地产综合开发，建造、销售商品房；物业管理；物业租赁；公共基础设施开发与建设；建筑装饰安装工程；从事新能源科技领域的技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让，新能源汽车的销售；生产、加工、销售生物制品、农药及中间体（限分支机构经营）、药品原料及制剂（限分支机构经营）、保健品（限分支机构经营）、新型建材、包装材料、现代通讯信息新材料及相关器件；上述产品的研究开发、技术咨询和售后服务；经营进出口业务（涉及配额、许可证或国家

专项管理的，应凭证经营或按国家有关规定另行报批)。

截至2019年底，公司本部设投资拓展部、营销策划部、设计管理部、成本管理部等9个一级职能部门(见附件1)，纳入合并财务报表范围的子公司73家；截至2019年底，公司在职员工合计1,111人。

截至2019年底，公司资产总额419.53亿元，负债合计276.79亿元，所有者权益(含少数股东权益)合计142.74亿元，其中归属于母公司所有者权益129.21亿元。2019年，公司实现营业收入130.43亿元，净利润(含少数股东损益)9.98亿元，其中归属于母公司所有者的净利润7.44亿元；经营活动产生的现金流量净额103.00亿元，现金及现金等价物净增加额16.27亿元。

公司注册地址：上海市闵行区红松东路1116号1幢5楼A区；法定代表人：俞锦。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“上海大名城企业股份有限公司2020年公开发行公司债券”(以下简称“本次债券”)。本次债券发行规模为不超过20.24亿元(含20.24亿元)，以分期形式在中国境内面向专业投资者公开发行，具体发行规模由董事会或董事会转授权人士根据公司资金需求情况和发行时市场情况，在上述范围内确定。本次债券的期限为不超过5年(含5年)，可以为单一期限品种或多种期限的混合品种。本次债券的具体期限构成和各期限品种的发行规模由董事会或董事会转授权人士在发行前根据市场情况和公司资金需求情况，在上述范围内确定。本次债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。本次债券票面利率由公司的主承销商按照发行结果共同协商确定。本次债券票面金额为100元，按面值平价发行。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还到期或行权的公司债券。

三、行业分析

目前公司主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

1. 行业概况

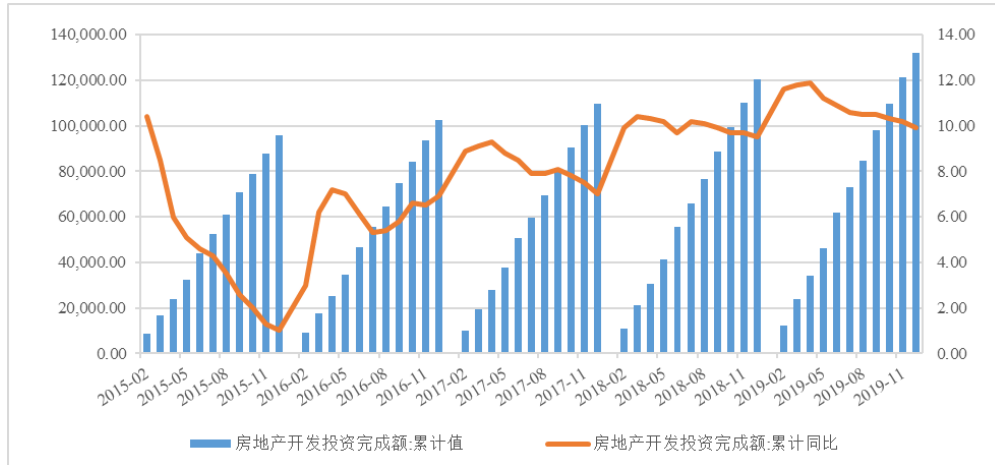
房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，房地产投资增速在2017年后均保持高位，但2019年二季度后投资虽在高位但已呈现下降趋势。

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。

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016年全国房地产开发投资102,580.61亿元，同比增长6.88%，增速较上年上升5.88个百分点；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%，增速在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。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。

图 2 2015—2019 年全国房地产市场发展情况（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

2017 年，受土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落；2018 年后，房地产开发企业拿地趋于理性，土地溢价率继续走低。

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 个城市土地成交面积 95,036 万平方米，同比增长 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增长 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增长 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。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去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，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%。其中，住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；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。

表 1 2017—2019 年全国 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
推出面积	111,907	128,440	129,816
同比	8	20	1
成交面积	95,036	105,492	106,568
同比	8	14	-1
出让金	40,623	41,773	50,294
同比	38	2	19
楼面均价	2,374	2,159	2,507
同比	26	-11	17
土地平均溢价率	29	13	13
同比	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 0.02 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；2018 年，货币政策结构性宽松，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。

2016 年宽松信贷政策后，2017 年房地产开发企业融资渠道再度收紧。全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。

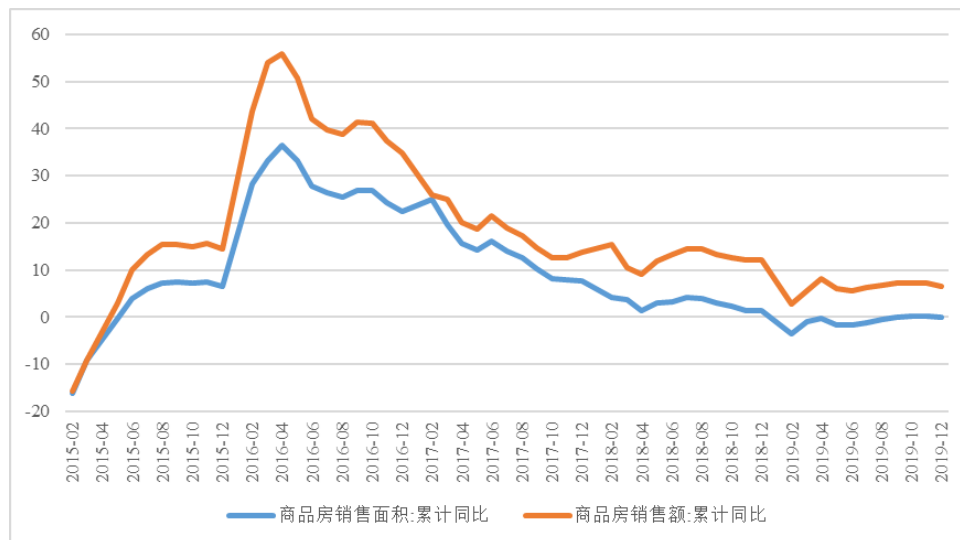
（3）市场供需情况

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。

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。其中城市间分化显现，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%。

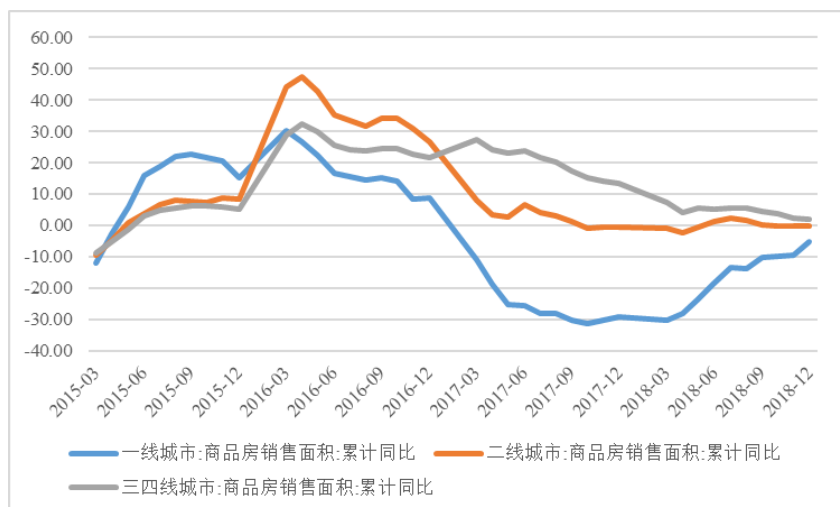
图3 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理

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4 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，三四线城市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%，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。

（4）销售价格情况

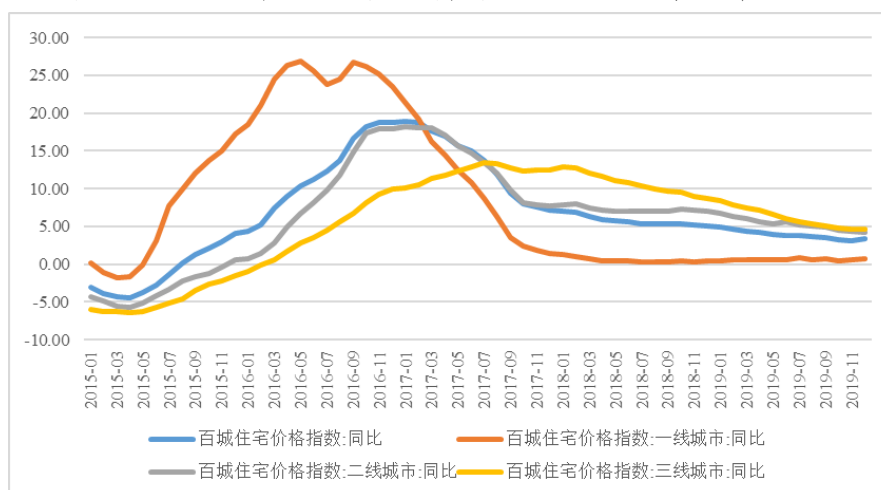
2017—2018 年，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速降缓；2019 年，一线城市价格增速触底回升，二、三线城市价格增速继续下探，总体百城价格指数 2019 年虽有上涨但增速逐步回落。

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 年末价格指数同比收窄 2.84 个百分点，三四线代表城市 2019 年末价格指数同比收窄 4.11 个百分点。

图 5 2015 - 2019 年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，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路。2019年中央多次会议继续坚持房住不炒、因城施策思路，继续推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展。2020年一季度，国家坚持“房住不炒”定位，地方因城施策较灵活。

2016年下半年，全国房地产市场继续升温，为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。一方面，预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。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。

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	住房和城乡建设部联合签发《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	《北京市共有产权住房管理暂行办法》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

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”；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”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行。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，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。

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，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。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年两会及4月、7月的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。

中小房地产开发企业面临被整合风险

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，面临被大型房地产开发企业收购整合风险。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。

2020年新冠疫情对房地产市场造成冲击

2020年1—3月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就2020年3月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资21,962.61亿元，同比下降7.70%，降幅较前两月收窄8.60个百分点；房地产销售面积21,978.32万平方米，同比下降26.30%，降幅较前两月收窄13.60个百分点；房地产销售金额20,364.86亿元，同比下降24.70%，降幅较前两月收窄11.20个百分点。

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。

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

2015年以来，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，地产金融化迎来发展良机。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，房地产开发企业通过银行贷款、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。地产金融化发展，一方面为房地产开发企业主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房地产开发企业加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

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. 外部环境

公司主营业务收入主要来自于兰州市、福州市等地区，兰州市和福州市的经济及房地产市场发展状况对公司的经营具有较大影响。

(1) 兰州市

兰州市经济运行总体平稳，2018年限购政策有所放松，土地市场较活跃，商品房价格稳中有增；2019年商品住宅开发投资和销售面积保持较快增长，房价呈上涨态势。

2017—2019年，兰州市经济运行总体呈现平稳态势，产业结构得到优化，质量效益逐步提升，为房地产市场提供了一个稳定的宏观经济环境。2017—2019年，兰州市分别实现全区生产总值2,523.54亿元、2,732.94亿元和2,837.36亿元，分别同比增长5.7%、6.5%和6.0%。其中，第一产业增加值分别为61.47亿元、42.98亿元和51.68亿元，分别同比增长5.9%、6.0%和5.5%；第二产业增加值分别为881.74亿元、937.98亿元和945.38亿元，分别同比增长3.1%、4.9%和1.9%；第三产业增加值分别为1,580.34亿元、1,751.97亿元和1,840.30亿元，分别同比增长7.2%、7.4%和8.4%。截至2019年底，兰州市常住人口379.09万人，较上年末增加3.73万人。

房地产政策方面，2017年4月17日，兰州市房管局发布了兰州市房地产调控政策，延续此前因区施策的原则，对城关区、七里河区、安宁区范围内的新建商品住房、二手住房实施明确的限购措施（含高新区、经济区、九州开发区，不包括高新区榆中园区）。实行区域差别化住房信贷政策住房金融政策方面，在限购区域内执行差别化的贷款首付比例和贷款利率。2018年，兰州市部分区域取消限购，价格备案制度进一步强化，部分区域实行住房限售措施，住房公积金贷款政策有所调整。调

控政策抑制了投资、投机型购房需求，有助于促进楼市平稳健康发展。

房地产市场方面，2018年，兰州市房地产开发投资586.62亿元，同比增长35.74%；商品房销售面积668.79万平方米，下降8.84%；商品房销售额520.11亿元，下降4.96%。兰州市土地市场出现量升价跌的现象，房企拿地积极，市场较活跃；住宅市场整体供需均衡，价格稳中有增，区域外溢明显，郊县区域市场成交量逐年增长。2019年，兰州市房地产开发投资同比下降5.83%，其中住宅投资增长12.71%；商品房销售面积731.25万平方米，同比增长9.34%，其中住宅销售面积684.96万平方米，同比增长16.01%。2019年12月，兰州商品住宅价格9,824元/平方米，环比上涨3.74%，同比上涨35.32%，全年平均房价呈上涨态势。

（2）福州市

福州市区域经济保持平稳较快增长，房地产调控政策较严格，商品房销售面积增速下降。

2017—2019年，福州市经济运行总体呈现平稳增长态势，为房地产市场提供了较为稳定的宏观经济环境。2017—2019年，福州市分别实现全区生产总值7,104.02亿元、7,856.81亿元和9,393.30亿元，分别同比增长8.7%、8.6%和7.9%；同期，全市人均地区生产总值分别为9.33万元、10.20万元和12.09万元，分别同比增长7.6%、7.4%和6.9%。2017—2019年，福州市年末常住人口分别为766万人、774万人和780万人，分别较年初增长1.19%、1.04%和0.78%。

房地产政策方面，2017年，福州市限购政策进一步升级。2018年，福州市房地产调控政策依然趋严，“四限”政策贯穿全年，政策加大楼市监管，信贷政策收紧，意在保障楼市平稳发展；另一方面，政策增加公租房、共有产权房供应，促进长效机制措施加快落地。2019年，福州市房地产市场调控仍以“稳地价”“稳房价”“稳预期”为工作重点，调控政策较稳定。

房地产市场方面，2017年，福州房地产市场继续保持稳定增长态势；2018年，福州市商品房销售面积同比变动不大。2019年，福州市房地产开发投资1,812.77亿元，同比增长25.9%；其中，住宅投资1,288.84亿元，同比增长33.4%。年末商品房待售面积375.04万平方米，较上年末增加0.66万平方米；其中，年末商品住宅待售面积94.39万平方米，较上年末增加3.17万平方米。商品房屋销售面积1,708.19万平方米，同比下降0.2%；其中住宅销售面积1,330.07万平方米，同比增长5.9%。福州市房地产开发投资维持较快增长，库存规模有所加大，销售面积增速放缓。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司开发经验较丰富，有一定的品牌知名度，在兰州市有一定的区域竞争力。

公司具备房地产开发一级资质，开发运营经验较丰富，产品业态涉及住宅地产、商业地产、工业地产及旅游地产等。公司深耕长三角和大福建区域，并在兰州地区有较大规模土地储备，未来将进一步拓展大湾区市场。公司拥有名城系、紫金系、广场系等系列产品线，上海紫金九号项目获第十一届上海市优秀住宅·规划建筑奖、上海市优秀住宅·房型设计奖、上海市优秀住宅·绿化环境奖，公司在产品方面具有一定的品牌竞争力。

在克而瑞2019年中国房地产企业销售排行榜中，公司操盘金额位列百强，公司具备一定的品牌知名度。根据CREIS中指数据，公司在2019年兰州销售额排行榜中位列第5名，公司在兰州市有一定的区域竞争力。截至2019年底，公司土地储备规划建筑面积237.87万平方米。2019年，公司签约销售面积103.44万平方米，签约销售金额188.96亿元。

2. 人员素质

公司高级管理人员具有较丰富的管理经验，员工构成能够满足公司运营及发展需求。

截至2019年底，公司拥有董事9人、监事3人、高级管理人员8人（其中3人兼任董事），均有较丰富的管理经验和行业经验。

公司董事局主席俞培蓓先生，1959年生，中国香港籍，大名城创始人，现任世界华人华侨（亚洲）青年总商会会长、香港福建社团联合会荣誉会长、福建省政协委员、福州市企业家联合会常务副会长、福州市慈善总会荣誉会长等社会职务。

公司董事局副主席兼总经理俞锦先生，1983年生，中国香港籍，毕业于英国皇家霍洛威大学，上海交通大学管理学院EMBA。曾任公司控股子公司名城地产（福建）有限公司副总经理，现任公司副董事长、总经理。

公司执行总经理蒋东森先生，1977年出生，本科学历。2001年9月至2012年5月，曾任万科企业股份有限公司、成都万科房地产有限公司设计部建筑师，上海万科房地产有限公司区域营运中心主管，无锡万科房地产有限公司设计部经理，苏南万科设计部经理、苏南万科成本部经理、技术组（总师办）负责人，无锡万科助理总、产品中心（设计、成本、采购）负责人；2012年5月至2016年5月，曾任泰禾集团股份有限公司福州区域常务副总，集团总裁助理、福州区域总经理，北京区域总经理；2016年5月至2018年7月，曾任华夏幸福基业股份有限公司总裁助理、孔雀城三分公司（廊坊）总经理，总裁助理、孔雀城六分公司（合肥）总经理；2018年7月至2019年3月，曾任北京和裕房地产有限公司总裁；2019年7月至今担任公司执行总经理。

截至2019年底，公司在职员工合计1,111人。按学历划分，本科及以上学历员工占42.48%，大专学历员工占32.58%，大专以下学历员工占24.94%；按岗位划分，生产人员占29.88%，销售人员占22.77%，财务人员占11.88%，技术人员占13.86%，行政人员占18.81%，物业服务人员占2.80%。

五、公司管理

1. 治理结构

公司法人治理结构较为完善，实际运行情况良好，能够为公司正常经营提供保障。

公司严格按照《公司法》及相关法律、法规的要求制定了《公司章程》，并结合公司的实际情况，建立了较为完善的法人治理结构。

公司设股东大会，系公司最高权力机构。公司设董事会，系公司经营决策机构，对股东负责，由9名董事组成。公司董事会设董事长1人，副董事长1人。公司设监事会，系公司监督机构，由3名监事组成，其中职工监事1人，由职工代表大会选举产生，公司监事会设监事会主席1人。公司监事会对公司的财务以及公司董事、总经理和其他高级管理人员履行职责的合法、合规性进行有效监督。公司设总经理1名，由董事长提名，董事会聘任或解聘。公司设董事会秘书1人，由董事长提名，董事会聘任或解聘。

2. 管理体制

公司内部管理体系较为完善，运作较为规范。

公司依据《公司法》《公司章程》及相关法律法规要求，结合公司实际状况和特点，建立了一套较为完整的涵盖公司及子公司生产经营、财务管理、关联交易、投资管理、质量管理等内部控制制度，构成了公司的内部控制制度体系。

财务制度方面，公司制定了《财务管理制度》，从整体管理体系、财务会计制度、预算管理、对外投资、资产等管理方面做出制度性规定，规范了公司财务管理工作。公司对各子公司财务实施三条线统一管理，包括核算、税务、资金，各子公司无对外借款和对外担保权利。公司建立了严格的内部审计制度，由监事会领导，每半年进行一次全面内部审计，连续滚动进行。

对外投资方面，公司制定了《对外投资管理制度》，对公司投资项目遴选、对外投资组织机构及相关职责、投资审批权限及流程、投资实施等方面做出了规定。公司设有投资委员会，通过项目前期设计、成本测算、财务评估、市场状况等多方面对项目可行性、风险及回报进行研究，形成项目研究报告，上报董事会，并最终由股东大会投票决议。

为规范控股子公司的管理，公司制定了《控股子公司管理制度》，从对控股子公司管理的基本原则、治理结构、监督管理以及奖惩等方面进行规范。公司通过参与控股子公司股东会、董事会及监事会对其行使管理、协调、监督、考核等职权。公司通过推荐董事、监事和高级管理人员等方法实现对控股子公司的管控。公司各职能部门根据公司内部控制制度，对控股子公司的经营、财务、重大投资、信息披露、法律事务及人力资源等方面进行监督、管理和指导。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理办法》，规范了公司对外担保审批权限，细化需经董事会及股东大会审批的具体条件，对担保合同的审查与订立制定了一系列制度，明确合同要件及合同签订权限。

工程管理方面，为规范开发项目的结算工作、明确结算工作的职责及流程、提高结算工作质量及效率、有效控制工程造价、提高投资收益，公司制定了《工程结算管理作业指引》；公司制定《项目工程质量管理指引》，通过对项目的施工过程和采购过程的控制，确保项目的工程质量满足质量标准 and 产品要求；为杜绝安全事故，做到安全生产、文明施工，确保项目全过程保持良好形象、环境和精神面貌，公司制定了《项目工程安全文明管理作业指引》。公司通过规范流程、完善管理提升工程项目管理能力。

六、经营分析

1. 经营概况

公司以房地产为主业，2018 年剥离融资租赁业务；公司房地产板块收入逐年增长，毛利率有所波动但仍处于合理水平。

公司核心业务为房地产开发与销售。2015 年，公司设立全资子公司深圳名城金控（集团）有限公司（以下简称“名城金控”），注册资本 30 亿元，实施“产业+资本”双轮驱动的发展战略。2016 年，名城金控收购中程租赁有限公司（以下简称“中程租赁”），金控业务收入显著增长。2017 年，名城金控为公司创造投资收益和公允价值变动收益合计 6.16 亿元，占公司当期营业利润的 31.14%，对公司利润贡献明显。受外部经济形势和行业下行风险的影响，2018 年，中程租赁资产质量、经营状况以及经营性现金流均呈现下降趋势，资产减值拨备计提大幅增加，且预计短期内无法改善，名城金控转让其持有的中程租赁 100% 股权，公司回归以房地产为主业的发展战略。

2017—2019 年，公司主营业务收入分别为 99.96 亿元、131.71 亿元和 129.33 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 13.75%。2018 年，公司主营业务收入同比增长 31.77%，主要系当年兰州东部科技城及兰州城市广场交付面积增加，以及名城港湾、中联名城房屋交付确认收入所致。2019 年公司主营业务收入小幅下降，主要系金控板块收入减少所致，房地产板块收入同比稳中有增。近三年，公司主营业务收入在营业收入中的占比超过 97%，公司主营业务突出。

表5 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产板块	87.85	87.88	28.54	129.01	97.95	35.81	129.32	100.00	27.02
金控板块	12.11	12.12	45.58	2.70	2.05	-109.48	0.01	0.00	100.00
合计	99.96	100.00	30.60	131.71	100.00	32.83	129.33	100.00	27.02

注：2019 年公司金控板块收入为 55.66 万元

资料来源：公司年报

从毛利率来看，2017—2019 年，公司房地产板块毛利率分别为 28.54%、35.81%和 27.02%，2018 年毛利率上升主要系当期结转的兰州项目和东南区域项目毛利率较高所致，2019 年毛利率下降主要系当年结转的紫金九号、中联名城、名城港湾八区、泰禾名城等项目土地价格升高以及限价等调控政策影响所致，但整体仍处于合理水平。

2. 房地产开发

（1）土地储备情况

公司拿地方式以一级开发和招拍挂为主，土地储备较充裕，主要位于兰州和福建区域，土储分布的区域集中度较高。

在拿地方式上，公司主要通过一级开发和招拍挂的方式获取土地储备，兰州项目系公司通过一级开发获取，土地成本较低。在区域布局上，公司深耕已进入城市，同时结合城市群内城市的不同能级，聚焦发展一二线城市，大力发展中心城市，选择性进入特别优质的三四线城市，重点发展区域为以上海为核心的长三角城市群、以福州为核心的东南城市群、以广深为核心的粤港澳大湾区城市群，战略布局以北京为核心的京津冀城市群和以成都、重庆为核心的西南城市群。

从近年来拿地情况来看，2017 年公司拿地节奏保持平稳，新增土地储备主要位于南昌、福州、杭州和福清，新增土地建筑面积合计 33.10 万平方米，土地价款合计 41.52 亿元，楼面均价为 1.25 万元/平方米。2018 年，公司拿地规模大幅下降，新增土地储备均位于漳州，建筑面积 15.52 万平方米，土地价款合计 13.50 亿元，楼面均价 0.87 万元/平方米，公司持股比例为 51%。2019 年，公司合并范围内无新增土地储备，新增位于杭州的合作开发项目。

2020 年，公司计划在一二线城市增加拿地规模，并已获取了位于上海和福州的住宅项目。2020 年 2 月，公司通过公开竞投获得位于上海临港奉贤园区一地块，土地用途为普通商品房，出让面积 5.18 万平方米，容积率为 1.6，土地价款为 7.10 亿元，要求配建保障性住房建筑面积占该地块规划总建筑面积 5%以上，按出让年限自持建筑面积不低于 15%的住宅物业。此外，公司通过公开竞投获得位于福州仓山一地块，出让面积 4.42 万平方米，容积率 1.0 以上、2.5 以下（含 2.5），其中商业规模及布局要求商业建筑面积不少于 1.10 万平方米、不超过 1.20 万平方米，土地价款为 24.60 亿元。

表6 公司新增土地储备情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

时间	新增项目	土地面积	建筑面积	土地价款	楼面价
2017年	南昌市B06-01地块	4.86	10.70	14.78	13,820.45
	福州市马宗地2017-05号地块	1.86	4.64	6.69	14,404.72
	杭州市萧政储出（2017）18号地块	2.86	6.29	13.72	21,797.78
	福清市宗地2017拍-13号地块	2.72	8.16	4.54	5,562.09
	福清市宗地2017拍-14号地块	1.10	3.30	1.79	5,422.27
	合计	13.40	33.10	41.52	12,543.81

2018年	漳州2018P02地块	2.80	6.15	5.25	8,535.84
	漳州2018P04地块	4.26	9.37	8.25	8,800.96
	合计	7.06	15.52	13.50	8,698.45
2019年	杭州北隆	2.57	6.95	5.10	11,033.80

注：上表土地储备数据按全口径统计

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司持有待开发土地面积102.62万平方米，规划计容建筑面积237.87万平方米，权益规划计容建筑面积219.67万平方米，考虑到近年来公司的开发规模，公司土地储备较充裕。从区域分布来看，位于兰州的土地储备规划计容建筑面积占90.97%，位于福建区域（福州、永泰）的占9.03%。从土地成本来看，公司位于兰州的项目储备成本较低，兰州东部科技新城是兰州市政府重点规划发展的区域，土地储备质量较高。但考虑到兰州区域市场容量有限以及公司兰州项目体量较大，公司对兰州项目采取逐年分期开发的模式。除兰州项目外，公司位于其他区域的土地储备规模较小，存在补库存需求。

表7 截至2019年底公司土地储备情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目	持有待开发土地的面积	规划计容建筑面积	总土地款	持股比例	是否并表
名城港湾三区二期	4.14	14.55	2.60	100.00	是
永泰东部旅游新城（1#地块）	3.84	6.92	0.27	100.00	是
兰州东部科技新城二期（1#地块）	2.79	5.58	0.21	51.00	是
兰州东部科技新城二期（2#地块）	10.52	31.57	0.79	51.00	是
兰州东部科技新城二期（13#地块）	2.82	7.90	0.21	100.00	是
兰州东部科技新城二期（14#地块）	9.48	26.55	0.69	100.00	是
兰州东部科技新城二期（15#地块）	8.56	23.95	0.64	100.00	是
兰州东部科技新城二期（22#地块）	13.36	20.03	0.77	100.00	是
兰州东部科技新城二期（23#地块）	13.22	19.83	0.76	100.00	是
兰州东部科技新城二期（24#地块）	10.71	16.06	0.62	100.00	是
兰州东部科技新城二期（27#地块）	10.23	28.66	0.72	100.00	是
兰州东部科技新城二期（28#地块）	12.95	36.27	0.91	100.00	是
合计	102.62	237.87	9.19	--	--

资料来源：公司提供

（2）项目开发情况

随着房地产整体融资环境收紧，公司减少资本支出，近两年在建面积有所下降，但在建规模仍较大，存在一定的资本支出压力。

2017—2019年，公司新开工面积分别为61.04万平方米、116.76万平方米和134.58万平方米，逐年增长；竣工面积波动增长，2018年集中竣工交付规模较大。随着房地产整体融资环境收紧，2018—2019年，为减少资本支出、增加货币资金储备，公司拿地及开发规模缩减，期末在建面积较2017

年底有所下降。

表8 公司房地产开发情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
当期新开工面积	61.04	116.76	134.58
当期竣工面积	60.82	151.75	129.32
期末在建面积	322.12	262.64	267.90

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司在建项目业态以住宅为主、商住为辅，主要分布在兰州区域、福建区域和长三角区域。从在建项目来看，公司尚需投资额合计68.34亿元，未来存在一定的资本支出压力。

表9 截至2019年底公司在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

地区	项目	经营 业态	在建建 筑面积	总投 资额	截至2019年底 累计已投资	尚需投资 额
东南	福清紫金轩	住宅	23.32	23.00	18.65	4.35
东南	长乐大名城二期	住宅	17.19	19.30	14.05	5.25
东南	永泰东部旅游新城（2#、4#地块）	商住	27.54	10.12	6.10	4.02
东南	福清中联名城三区	住宅	41.99	20.67	8.97	11.70
东南	南昌大名城	住宅	13.77	27.00	18.26	8.74
东南	福清永鸿名城花园	住宅	14.93	9.46	8.70	0.76
东南	福建名城港湾九区	住宅	7.75	11.15	8.78	2.37
华东	杭州大名城	住宅	9.18	18.00	16.81	1.19
华东	杭州弘招城	住宅	9.83	15.83	10.58	5.25
华东	杭州北隆	住宅	6.95	11.85	7.33	4.52
西北	兰州东部科技新城一期（F地块）	住宅	4.93	2.86	1.60	1.26
西北	兰州东部科技新城二期（7-2地块）	商业	10.40	6.80	3.05	3.75
西北	兰州东部科技新城二期（10-2地块）	商住	15.87	4.97	0.44	4.54
西北	兰州东部科技新城二期（20地块）	商住	21.95	8.94	0.96	7.98
西北	兰州东部科技新城二期（21地块）	住宅	21.92	5.26	2.60	2.66
合计	--	--	247.52	195.21	126.88	68.34

资料来源：公司提供

（3）项目销售情况

公司签约销售金额波动增长，剩余可售面积较充裕。

2017—2019年，公司签约销售面积逐年下降，但签约销售金额波动增长。2019年，公司实现签约销售面积103.44万平方米，同比减少24.25%；实现签约销售金额188.96亿元，同比增长31.61%，主要系上海紫金九号项目均价较高所致。近年来，华东和东南地区对公司销售额贡献较大，西北地区销售额在公司签约销售金额中的占比在15%左右。2017—2019年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为170.40亿元、136.75亿元和160.41亿元，分别占当年签约销售金额的113.18%、95.24%和84.89%，公司回款情况良好。2020年1—3月，公司签约销售面积同比减少26.95%，签约销售金额同比增长4.20%，在国内新冠疫情对房地产市场造成冲击的情况下，一季度公司销售金额实现小幅增长。

表10 公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
签约销售面积	140.22	136.55	103.44	13.69
签约销售金额	150.55	143.58	188.96	28.84
签约销售均价	1.07	1.05	1.83	2.12

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司在售项目18个，分布在华东、西北和东南地区，已取得预售证的可供出售面积合计751.15万平方米，已预售面积合计625.87万平方米，综合去化率为83.32%；已取得预售证的剩余可售面积125.28万平方米，主要位于兰州、福州、福清、永泰等地，能够满足公司未来一段时期的销售需求，但区域集中度较高。未来随着公司土地储备和在建项目逐步开发并获取预售证，公司剩余可售面积较充裕。公司有部分商业、办公业态的项目，去化速度相对较慢，公司采用租售并行的策略，通过招商运营积聚人气，发展商管业务的同时也为后续出售奠定基础。

表11 截至2019年底公司在售项目情况（单位：万平方米）

序号	区域	项目	业态	可供出售面积	已预售面积	剩余可售面积
1	华东	上海大名悦华庭	住宅	9.82	8.71	1.11
2	华东	上海大名城紫金轩	住宅	6.89	6.23	0.66
3	华东	杭州大名城	住宅	4.48	3.39	1.09
4	华东	南京大名城	住宅	8.77	5.40	3.37
5	华东	杭州随塘	住宅	6.00	3.73	2.27
6	华东	杭州雍澜府	住宅	4.55	2.44	2.11
7	西北	兰州东部科技新城一期	住宅	150.49	146.64	3.85
8	西北	兰州东部科技新城二期	商住	83.73	61.73	22.00
9	西北	兰州名城城市广场	商办	46.77	22.55	24.22
10	东南	名城港湾	住宅	241.80	226.33	15.47
11	东南	福州名城城市广场	综合体	30.34	11.15	19.19
12	东南	永泰东部旅游新城	住宅	54.68	44.99	9.69
13	东南	长乐大名城	住宅	16.69	16.69	0.01
14	东南	长乐名城紫金轩	住宅	13.67	10.77	2.90
15	东南	福清中联名城	住宅	44.88	38.14	6.74
16	东南	福清大名城	商住	17.98	13.81	4.17
17	东南	名城永鸿紫金轩	住宅	6.39	1.94	4.45
18	东南	南昌大名城	住宅	3.22	1.23	1.99
合计			--	751.15	625.87	125.28

注：长乐大名城剩余可售面积53.68万平方米

资料来源：公司年报

3. 重大事项

转让中程租赁股权获得现金，公司流动性得到显著补充

受到外部经济形势和行业下行风险的影响，2018年，中程租赁资产质量、经营状况以及经营性现金流均呈现下降趋势，资产减值拨备计提大幅增加，且预计短期内无法改善，相关业务风险上行。受此影响，根据2018年11月10日公司发布的《上海大名城企业股份有限公司关于对外转让子公司100%股权暨关联交易的公告》，公司全资子公司名城金控拟向嘉诚中泰文化艺术投资管理有限公司（以下简称“嘉诚中泰”）和西藏诺信资本管理有限公司（以下简称“西藏诺信”）转让其持有的中

程租赁 100% 股权。中植企业集团有限公司为本次交易提供部分连带责任保证担保。参考评估结果经协商确定本次交易目标股权转让价款为 25 亿元，以现金方式分期支付。截至 2019 年 12 月 31 日，公司已收到交易对方支付的全部股权转让款，总计人民币 25 亿元，本次股权转让交易履行完毕。

截至 2018 年底，公司已完成相关股权交割及工商登记变更手续，中程租赁不再纳入公司合并报表范围。2018 年，公司因公允价值变动和证券投资项目处置产生损失 2.87 亿元。通过转让中程租赁股权，公司已收回现金 25 亿元，有利于公司盘活资产流动性、投资发展地产主业。

除剥离融资租赁业务外，公司金控板块其他业务受影响不大，后续金控板块业务开展将以证券、产业适度投资为主。截至 2019 年底，公司存量投资项目包括：作为发起人股东投资黄河财险保险有限公司 14% 的股权；作为战略投资人通过专项基金参与国融证券 Pre-IPO；作为第二大股东持有长安财通资产管理有限公司 30% 股权；作为第二大股东战略持有博信股份（600083.SH）10.39% 的股份；持有新三板公司中广影视（834641.OC）420 万股股份；间接投资参股浙江钱江新能源科技有限公司 33% 股权等。

转让漳州项目公司

2019 年 9 月，公司全资子公司名城福建与西藏凤年创业投资管理有限公司（以下简称“西藏凤年”）签署《股权转让协议》，名城福建向西藏凤年转让所持项目公司漳州益源房地产开发有限公司（以下简称“漳州益源”或“标的公司”）51% 的股权及其对标的公司享有的债权，交易价格为 3.70 亿元，以现金方式支付。本次转让后名城福建不再持有标的公司股权。公司与西藏凤年无关联关系。

漳州益源为公司 2018 年获取的 2 块漳州地块的项目公司，相关房地产项目尚未进入开发建设阶段。根据相关公告，本次转让项目公司股权系公司经营战略调整安排的需要，通过调整将进一步优化项目区域布局，聚焦发展一二线城市及相关城市群。截至 2019 年底，公司已收到转让价款共计 3.70 亿元。

4. 关联交易

公司与关联方的资金拆借发生额较大，年末大部分偿还完毕。

关联担保方面，截至 2019 年底，公司作为担保方为关联方提供担保金额 2.19 亿元，系对合作开发项目公司的担保；关联方为公司提供担保金额合计 5.34 亿元。资金拆借方面，2019 年，公司累计向关联方拆入资金 31.21 亿元，年末大部分已偿还完毕；公司累计向关联方拆出资金 29.27 亿元，年末余额 5.66 亿元。关联方应收应付款项方面，截至 2019 年底，公司应收关联方款项余额 3.93 亿元，应付关联方款项余额 0.77 亿元。

5. 经营效率

公司经营效率指标逐年改善，处于合理水平。

2017—2019 年，公司存货周转次数分别为 0.20 次、0.25 次和 0.29 次；流动资产周转次数分别为 0.22 次、0.30 次和 0.33 次；总资产周转次数分别为 0.18 次、0.26 次和 0.29 次。2018 年，公司经营效率指标上升较显著，主要系中程租赁不再纳入合并范围后，公司资产中的应收融资租赁款、应收委托贷款大幅减少所致。2019 年，公司经营效率指标进一步改善。与同行业上市公司对比，2019 年，公司经营效率指标处于合理水平。

表 12 部分房地产开发上市公司 2019 年经营指标对比（单位：次）

公司简称	存货周转次数	流动资产周转次数	总资产周转次数
蓝光发展	0.26	0.25	0.22

阳光城	0.28	0.24	0.21
冠城大通	0.35	0.41	0.31
荣盛发展	0.33	0.32	0.29
大名城	0.29	0.33	0.29

注：为便于同业比较，本表数据均引自 Wind，Wind 计算口径与联合评级计算口径存在部分差异
资料来源：Wind

6. 经营关注

区域集中度风险及去化风险

公司位于兰州、福州的项目面积占比较高，受当地调控政策和房地产市场波动的影响较大，存在一定的区域集中度风险。截至2019年底，公司已取得预售证的可供出售面积综合去化率为83.32%，部分商业、办公业态的项目去化相对较慢，存在一定的去化风险。

2019年缩减资本支出，不利于公司的规模竞争力

2019年在房地产宏观调控持续、融资渠道进一步受限的情况下，公司为强化现金流管控，放缓招拍挂拿地节奏，减少现金流支出，增加货币资金储备。该举措有助于公司提升抗风险能力，但在房地产行业集中度持续提升的背景下，不利于公司的规模竞争力。

兰州以外的土储较少，公司补库存需求较大，未来资本支出将增加

公司位于兰州的土地储备规模较大，但受限于兰州区域市场容量，无法进行快速开发，而是采取逐年分期开发的模式。公司在兰州以外的土地储备较少，存在补库存需求，预计2020年公司拿地资本支出将显著增加。

7. 未来发展

未来公司区域布局以长三角、东南区域和大湾区一二线城市为主，战略方向符合公司发展需要。

公司未来发展战略为“利润与规模并重、以利润为导向”，通过资本化运营、专业化管理、标准化开发和品牌化发展的方式，以实现高质量增长为目标。

区域布局上，公司将加快以聚焦城市群为导向的全国性布局，继续聚焦发展一、二线城市，并深耕已进入城市。公司将加快发展以上海为核心的长三角一体化城市群项目的获取，以上海为中心延拓至杭州、南京、苏州、嘉兴及嘉善等区域城市；继续保持以福州（含厦门）为核心的东南区域的市场占比优势和品牌优势；着力开拓以广州、深圳为核心的粤港澳大湾区城市群项目的落地，积极切入深圳“三旧”改造项目。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2017—2019年度财务报告经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司执行财政部最新修订的企业会计准则。从合并范围来看，2017年，公司通过非同一控制下企业合并新增1家子公司，处置2家子公司，新设20家子公司，新纳入合并范围的结构化主体1个；2018年，公司通过非同一控制下企业合并新增1家子公司，处置包括中程租赁在内的4家子公司，新设3家子公司，合并范围减少的结构化主体2个；2019年，公司处置2家子公司，新设2家子公司。合并范围的变动对公司财务数据可比性造成一定影响。

截至2019年底，公司资产总额419.53亿元，负债合计276.79亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计142.74亿元，其中归属于母公司所有者权益129.21亿元。2019年，公司实现营业收入

130.43 亿元，净利润（含少数股东损益）9.98 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额 103.00 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.27 亿元。

2. 资产质量

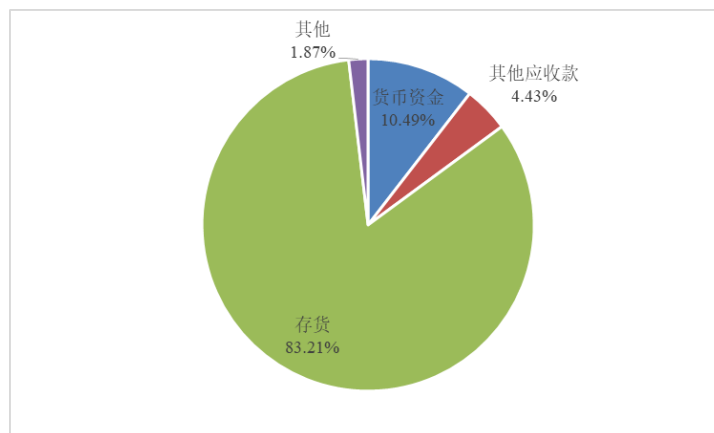
受转让中程租赁股权以及存货持续结转等因素影响，公司资产规模有所下降，资产构成以存货为主，但存货中已完工开发产品规模较大，去化周期相对较长；公司资产受限程度较高，整体资产质量尚可。

2017—2019年，公司资产总额逐年减少，年均复合减少14.19%。截至2018年底，公司资产总额478.43亿元，较年初减少16.03%，主要系中程租赁不再纳入合并范围所致。截至2019年底，公司资产总额419.53亿元，较年初减少12.31%，主要系存货结转所致；其中，流动资产占86.61%，以流动资产为主。

（1）流动资产

2017—2019年，公司流动资产逐年减少，年均复合减少11.62%。截至2018年底，公司流动资产425.40亿元，较年初减少8.56%，主要系转让中程租赁股权后相关金融资产减少所致。截至2019年底，公司流动资产363.36亿元，较年初减少14.58%，主要系存货减少所致。流动资产主要构成如下图所示。

图 6 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2017—2019年，公司货币资金波动增长，年均复合增长34.24%。截至2018年底，公司货币资金17.24亿元，较年初减少18.52%，主要系偿债支出较大所致。截至2019年底，公司货币资金38.13亿元，较年初增长121.18%，主要系销售回款增加所致。期末受限资金4.90亿元，占货币资金的12.86%，受限程度一般。

2017—2019年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长18.04%。截至2018年底，公司其他应收款30.98亿元，较年初增长1.68倍，主要系新增股权转让款及项目合作款所致。截至2019年底，公司其他应收款16.09亿元，较年初减少48.05%，主要系收回股权转让款所致。其他应收款以合作项目款（9.02亿元）、股权转让款（3.55亿元）和往来款（2.08亿元）为主，公司对其他应收款累计计提坏账准备0.40亿元。

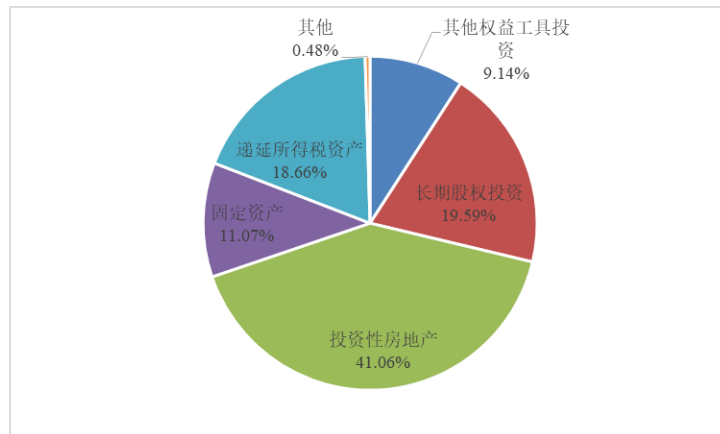
2017—2019年，公司存货逐年减少，年均复合减少9.92%，主要系项目持续结转而近两年公司新增土地储备规模较小所致。截至2019年底，公司存货302.35亿元，较年初减少16.99%。其中，开发产

品占45.85%，开发成本占54.14%。开发产品规模较大，主要系部分已竣工项目尚未推盘销售所致，规模较大的开发产品主要包括福州名城港湾（35.63亿元）、上海紫金九号（29.96亿元）、兰州城市综合体（29.27亿元）等，未售部分中商业、办公业态占比较大。公司未对存货计提跌价准备。公司存货主要分布在上海、兰州、福州等城市，区域位置较好，但开发产品规模较大，项目去化速度存在一定风险。

（2）非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产波动减少，年均复合减少26.70%。截至2018年底，公司非流动资产53.03亿元，较年初减少49.27%，主要系中程租赁不再纳入公司合并范围以及公司出售部分金融资产所致。截至2019年底，公司非流动资产56.17亿元，较年初增长5.92%，主要系投资性房地产增加所致。非流动资产主要构成如下图所示。

图 7 截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2017—2018年，公司可供出售金融资产分别为20.37亿元和7.52亿元，减少主要系公司处置股票所致。2019年，公司根据新金融工具准则，调减年初可供出售金融资产7.52亿元，调增年初其他权益工具投资4.92亿元。截至2019年底，公司无可供出售金融资产，其他权益工具投资5.13亿元。

2017—2019年，公司长期股权投资逐年减少，年均复合减少2.98%。截至2019年底，公司长期股权投资11.00亿元，较年初减少4.43%。2019年，公司权益法核算的长期股权投资损失0.68亿元。

2017—2019年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长20.08%，主要系存货转入所致。截至2019年底，公司投资性房地产23.06亿元，较年初增长29.30%，采用成本方式计量，有一定的升值空间，累积折旧和摊销1.67亿元。

2017—2019年，公司固定资产波动增长，年均复合增长22.39%。截至2018年底，公司固定资产6.68亿元，较年初增长60.87%，主要系在建工程转入所致。截至2019年底，公司固定资产6.22亿元，较年初减少6.89%，主要系折旧所致。公司固定资产成新率为77.98%，成新率较高。

2017—2019年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长11.20%，主要系预售房款的相关税金产生的可抵扣暂时性差异增加所致。截至2019年底，公司递延所得税资产10.48亿元，较年初增长12.92%。

截至2019年底，公司受限资产合计156.37亿元，占资产总额的37.27%，受限比例较高，包括货币资金4.90亿元（作为各类保证金），以及存货140.74亿元、固定资产5.32亿元和投资性房地产5.40亿元（用于借款抵押）。

3. 负债及所有者权益

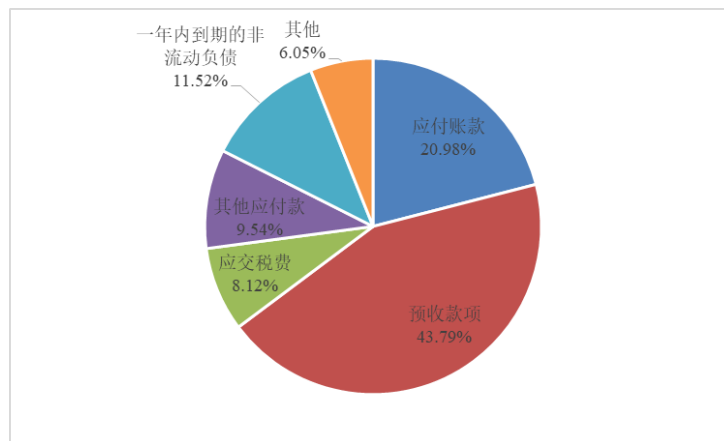
(1) 负债

受合并范围变动和债务到期偿付影响，公司负债规模有所缩减；公司债务规模持续下降，整体债务负担较轻，但期限结构有待优化。

2017—2019年，公司负债总额逐年减少，年均复合减少20.96%，主要系债务规模下降及其他应付款减少所致。截至2019年底，公司负债合计276.79亿元，较年初减少19.98%。其中，流动负债占79.22%，负债结构以流动负债为主。

2017—2019年，公司流动负债逐年减少，年均复合减少13.38%。截至2018年底，公司流动负债243.37亿元，较年初减少16.74%，主要系短期借款和其他应付款减少所致。截至2019年底，公司流动负债219.28亿元，较年初减少9.90%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债减少所致。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



资料来源：公司年报

2017—2019年，公司应付账款波动增长，年均复合增长18.24%。截至2018年底，公司应付账款57.88亿元，较年初增长75.90%，主要系当年竣工验收的兰州综合体项目体量较大、暂估应付工程款规模较大所致。截至2019年底，公司应付账款46.00亿元，较年初减少20.52%，主要系工程款结转所致。

2017—2019年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长15.07%，主要系预收房款增加所致。截至2019年底，公司预收款项96.02亿元，较年初增长31.47%。

2017—2019年，公司应交税费逐年增长，年均复合增长31.25%，主要系土地增值税增加所致。截至2019年底，公司应交税费17.80亿元，较年初增长4.89%。

2017—2019年，公司其他应付款（合计）逐年减少，年均复合减少51.31%。截至2018年底，公司其他应付款27.80亿元（含应付利息），较年初减少70.36%，主要系剥离中程租赁后往来借款减少所致。截至2019年底，公司其他应付款20.92亿元，较年初减少20.05%，主要系项目合作款减少所致。公司其他应付款主要为往来借款（16.87亿元）。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债波动减少，年均复合减少28.97%。截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债25.27亿元，较年初减少56.75%，一年内到期的长期借款和应付债券均有较大减少。

2017—2019年，公司非流动负债逐年减少，年均复合减少38.25%，主要系长期借款和应付债券

减少所致。截至2019年底，公司非流动负债57.50亿元，较年初减少43.92%，主要由长期借款（占94.60%）构成。

2017—2019年，公司长期借款逐年减少，年均复合减少17.81%。截至2019年底，公司长期借款54.40亿元，较年初减少21.70%，全部为抵押借款。

2017—2019年，公司应付债券分别为67.54亿元、32.26亿元和2.99亿元，逐渐减少。截至2019年底，公司存续债券为“15名城01”（账面余额12.30亿元，2020年11月到期）和“18名城01”（账面余额2.99亿元，2020年8月进入回售期）。

2017—2019年，公司全部债务逐年减少，年均复合减少31.69%。截至2019年底，公司全部债务112.44亿元，较年初减少40.39%。其中，短期债务占48.96%，长期债务占51.04%，债务结构有待优化。2017—2019年，公司资产负债率分别为77.77%、72.30%和65.98%，全部债务资本化比率分别为65.55%、58.73%和44.06%，长期债务资本化比率分别为54.30%、43.57%和28.68%，债务负担显著下降。从债务期限分布来看，公司债务主要在2020—2021年到期，分布较为集中，但考虑到公司整体债务负担较轻，债务集中偿付压力一般。

表 14 截至 2019 年底公司债务到期分布情况（单位：亿元）

到期时间	银行借款	到期债券	信托资管借款	其他融资渠道	合计
2020 年	12.46	15.29	5.55	11.46	44.76
2021 年	38.57	--	4.85	6.00	49.42
2022 年	8.92	--	--	--	8.92
2023 年及以后	2.06	--	--	--	2.06
合计	62.01	15.29	10.40	17.46	105.16

注：公司统计债务时未计算应付票据及借款利息，与联合评级计算口径存在一定差异
资料来源：公司提供

（2）所有者权益

公司所有者权益规模持续增长，权益稳定性较好。

2017—2019年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长6.16%，主要系未分配利润增加所致。截至2019年底，公司所有者权益合计142.74亿元，较年初增长7.70%。其中，归属于母公司所有者权益占90.52%，占比很高。归属于母公司所有者权益合计129.21亿元，其中股本占19.16%，资本公积占45.17%，未分配利润占33.39%，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

公司营业收入波动增长，地产板块盈利情况良好，2018年净利润下降主要受出售中程租赁股权影响，2019年利润水平显著回升。

2017—2019年，公司营业收入分别为102.44亿元、133.83亿元和130.43亿元，呈波动增长态势，年均复合增长12.84%。2018年，公司营业收入同比增长30.64%，主要系当年兰州东部科技城及兰州城市广场交付面积增加，以及名城港湾、中联名城房屋交付确认收入所致；2019年公司营业收入同比减少2.54%，主要系金控板块收入减少所致，房地产板块收入同比稳中有增。2017—2019年，公司净利润分别为14.86亿元、7.63亿元和9.98亿元。2018年，公司净利润同比下降，主要系出售中程租赁股权产生亏损以及金融投资业务产生投资损失所致；2019年，公司净利润同比增长30.88%。

期间费用方面，2017—2019年，公司费用总额波动增长，年均复合增长8.57%，主要系财务费用

波动增加所致。2019年，公司费用总额15.03亿元，同比减少12.09%，其中销售费用占30.53%、管理费用占21.80%、财务费用占47.66%。2017—2019年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长18.14%，主要系广告宣传及销售代理费增加所致；管理费用波动减少，年均复合下降2.60%；财务费用波动增长，年均复合增长9.20%，主要系部分项目竣工后借款利息费用化所致。

利润构成方面，2017年，公司实现投资收益7.71亿元，主要来自处置长期股权投资和处置可供出售金融资产，占当年营业利润的39.00%。2018年，公司发生资产减值损失4.83亿元，主要系中程租赁计提坏账损失所致；发生投资亏损2.76亿元，主要系中程租赁减值所致。2019年，非经常性损益对公司利润影响较小。

盈利指标方面，2017—2019年，公司营业利润率分别为26.19%、26.59%和21.83%，2019年随主营业务毛利率下降而下降；总资本收益率分别为5.83%、5.07%和6.01%；总资产报酬率分别为4.75%、4.06%和4.57%；净资产收益率分别为12.39%、5.88%和7.25%。2018年，公司部分盈利指标下降较显著，主要系资产减值损失和投资亏损侵蚀利润所致；2019年，上述指标均有所回升。与同行业上市公司相比，2019年，公司销售毛利率和总资产报酬率处于合理水平，净资产收益率处于较低水平。

表 15 部分房地产开发上市公司 2019 年盈利指标对比（单位：%）

公司简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
蓝光发展	28.33	3.43	19.78
阳光城	26.58	2.58	16.17
冠城大通	34.03	4.65	5.37
荣盛发展	30.08	5.75	24.49
大名城	27.12	4.53	5.93

注：为便于同业比较，本表数据均引自 Wind，Wind 计算口径与联合评级计算口径存在部分差异
资料来源：Wind

5. 现金流

2018—2019年公司偿债压力较大，筹资活动现金流持续净流出；为保障流动性，公司降低经营性资本支出、处置子公司股权及金融资产，实现经营活动和投资活动现金净流入。2020年公司计划加大拿地及开发规模，公司融资需求将有所加大。

从经营活动来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入波动减少，分别为187.24亿元、148.45亿元和166.58亿元，年均复合减少5.68%，主要系销售回款波动减少所致；公司经营活动现金流出逐年减少，分别为177.02亿元、85.15亿元和63.57亿元，年均复合减少40.07%，2018年以来公司显著减少拿地支出和开发支出；综上，公司经营活动现金流量净额分别为10.22亿元、63.30亿元和103.00亿元，保持净流入。

从投资活动来看，2017—2019年，公司投资活动现金流入和流出均逐年减少，分别年均复合减少42.19%和89.16%，主要系理财产品的循环投资规模下降所致；公司投资活动现金流量净额分别为-1.88亿元、20.60亿元和16.36亿元，2018年净流入主要系处置中程租赁股权及金融资产所致，2019年净流入主要系收到股权转让款所致。2017—2019年，公司筹资活动前现金流量净额分别为8.34亿元、83.89亿元和119.36亿元。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入逐年减少，分别为180.18亿元、130.91亿元和91.61亿元，年均复合减少28.70%。从融资渠道来看，2017—2019年，公司收到其他与筹资活动有关的现金分别为93.72亿元、35.83亿元和33.52亿元，主要来自股东资金支持和非银行金融机构融资。2017—2019年，公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长0.53%。综上，公司筹资活动现

金流量净额分别为-12.47亿元、-82.20亿元和-103.10亿元，由净流入转为净流出，2018—2019年公司经历了较大的偿债压力。随着公司债务压力的减轻及账面资金的增加，2020年公司计划加大拿地及开发规模，公司融资需求将有所加大。

6. 母公司财务报表

母公司资产主要为其他应收款和长期股权投资，债务负担轻，收入和利润规模较小。

2017—2019年，母公司资产总额逐年减少，年均复合减少8.53%，主要系其他应收款减少所致。截至2019年底，母公司资产总额184.58亿元，其中流动资产占43.09%，主要由其他应收款构成；非流动资产占56.91%，主要由长期股权投资构成。

2017—2019年，母公司负债总额逐年减少，年均复合减少16.80%，主要系债务规模减少所致。截至2019年底，母公司负债合计71.95亿元，其中流动负债占95.84%，主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2017—2019年，母公司全部债务逐年减少，年均复合减少55.19%。截至2019年底，母公司全部债务15.54亿元，其中短期债务占80.75%。2017—2019年，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均逐年下降，2019年底分别为38.98%、12.13%和2.59%，债务负担轻。

2017年，母公司无营业收入；2018—2019年，母公司分别实现营业收入2.79亿元和1.67亿元。2017—2019年，母公司净利润分别为0.28亿元、-1.12亿元和-0.92亿元。

2017—2019年，母公司经营活动现金流量净额分别为-5.90亿元、0.88亿元和1.06亿元；投资活动现金流量净额分别为14.16亿元、0.17亿元和31.11亿元，2019年净流入规模较大主要系与子公司的资金往来所致；筹资活动现金流量净额分别为-9.57亿元、-1.20亿元和-29.63亿元。

7. 偿债能力

公司偿债能力指标一般，但考虑到公司土地储备规模较充裕且成本较低，在售项目主要位于上海、兰州、福州等城市，2020年公司增加一二线城市土地储备等因素，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力来看，2017—2019年，公司流动比率分别为1.59倍、1.75倍和1.66倍，速动比率分别为0.32倍、0.25倍和0.28倍，整体波动不大；现金短期债务比分别为0.28倍、0.22倍和0.70倍，2019年底公司现金类资产对短期债务的覆盖程度有所提升。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力来看，2017—2019年，公司EBITDA逐年减少，年均复合减少11.72%，2018年减少主要系利润总额下降所致，2019年减少主要系计入财务费用的利息支出下降所致。2019年，公司EBITDA为21.15亿元，其中利润总额占62.32%、计入财务费用的利息支出占34.73%。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数分别为1.55倍、1.27倍和1.54倍，EBITDA全部债务比分别为0.11倍、0.12倍和0.19倍，EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2019年底，公司取得的银行授信总额628.91亿元，尚未使用额度为219.76亿元，间接融资渠道畅通。作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

截至2019年底，公司对外担保合计2.19亿元，占所有者权益的1.53%，均系合作开发产生，或有负债风险可控。

截至2019年底，公司无重大未决诉讼、仲裁事项，或有负债风险不大。

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G10310112003178407），截至2020年3月27日，公司未结清信贷信息中共有4笔余额总计为1.04亿元的不良类贷款、1笔余额总计2,924.50万元的欠息，已结清信贷信息中共有36笔不良和关注类贷款；根据公司提供的说明，其征信报告所涉

不良信贷余额、欠息均为公司破产重整前的债务延续，且公司不承担任何清偿责任。

八、本次公司债券偿还能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至2019年底，公司全部债务112.44亿元。本次拟发行债券额度为20.24亿元，对公司债务规模有较大影响。

以2019年底财务数据为基础，假设募集资金净额为20.24亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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将分别为67.54%、48.17%和35.23%，分别上升了1.56个百分点、4.11个百分点和6.55个百分点，债务负担有所加重，但仍处于可控水平。考虑到本次债券募集资金拟全部用于偿还到期或行权的公司债券，发行后公司实际债务负担可能低于上述预测值。

2. 本次公司债券偿还能力分析

以2019年财务数据为基础，公司EBITDA为21.15亿元，为本次债券发行额度（20.24亿元）的1.04倍，覆盖程度较高；公司经营活动现金流入为166.58亿元，为本次债券发行额度的8.23倍，覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在开发经验、土地储备规模及成本、项目区域分布等方面的优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

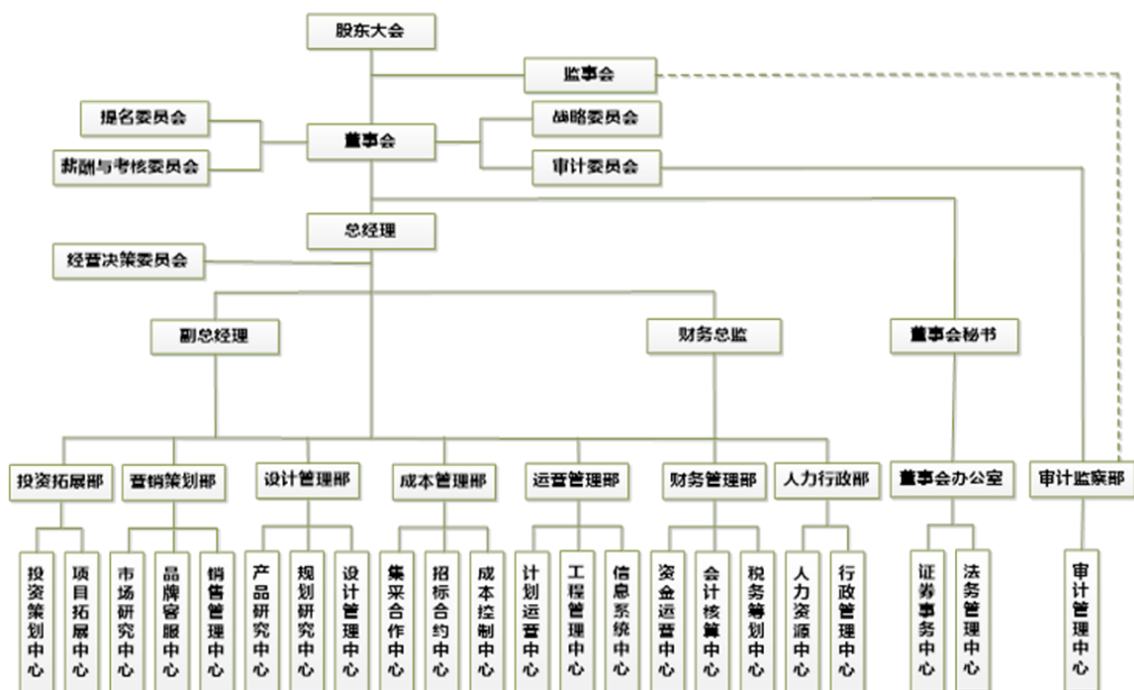
九、综合评价

公司作为开发经验较丰富的房地产上市公司，主要通过一级开发和招拍挂获取土地，项目储备较充裕，业态以住宅为主，业务主要分布在上海、福州、兰州等一二线城市，收入规模持续增长，整体债务负担较轻。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受宏观政策调控影响较大、土地储备面积集中度较高、转让中程租赁股权对资产规模和利润造成影响、2019年拿地和开发支出下降、资产受限规模较大、债务结构有待进一步优化等因素可能对公司信用状况带来的不利影响。

未来随着公司补充一二线城市土地储备，公司业务规模有望增长，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

附件 1 截至 2019 年底上海大名城企业股份有限公司 组织架构图



附件 2 上海大名城企业股份有限公司

主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	569.73	478.43	419.53
所有者权益（亿元）	126.64	132.53	142.74
短期债务（亿元）	90.53	86.28	55.05
长期债务（亿元）	150.45	102.34	57.39
全部债务（亿元）	240.98	188.62	112.44
营业收入（亿元）	102.44	133.83	130.43
净利润（亿元）	14.86	7.63	9.98
EBITDA（亿元）	27.13	22.19	21.15
经营性净现金流（亿元）	10.22	63.30	103.00
流动资产周转次数（次）	0.22	0.30	0.33
存货周转次数（次）	0.20	0.25	0.29
总资产周转次数（次）	0.18	0.26	0.29
现金收入比率（%）	166.34	102.18	122.98
总资本收益率（%）	5.83	5.07	6.01
总资产报酬率（%）	4.75	4.06	4.57
净资产收益率（%）	12.39	5.88	7.25
营业利润率（%）	26.19	26.59	21.83
费用收入比（%）	12.45	12.77	11.52
资产负债率（%）	77.77	72.30	65.98
全部债务资本化比率（%）	65.55	58.73	44.06
长期债务资本化比率（%）	54.30	43.57	28.68
EBITDA 利息倍数（倍）	1.55	1.27	1.54
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.12	0.19
流动比率（倍）	1.59	1.75	1.66
速动比率（倍）	0.32	0.25	0.28
现金短期债务比（倍）	0.28	0.22	0.70
经营现金流流动负债比率（%）	3.50	26.01	46.97
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.34	1.10	1.04

注：1. 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；2. 其他应付款和其他流动负债中的债务已计入公司短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的债务已计入公司长期债务

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	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次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 / 本次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 / 本次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

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 上海大名城企业股份有限公司 2020年公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年上海大名城企业股份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。

上海大名城企业股份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。上海大名城企业股份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上海大名城企业股份有限公司的相关状况，如发现上海大名城企业股份有限公司或本次（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。

如上海大名城企业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至上海大名城企业股份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上海大名城企业股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年五月十三日