

# 跟踪评级公告

联合[2016]339号

---

**荣安地产股份有限公司：**

联合信用评级有限公司通过对荣安地产股份有限公司主体长期信用状况和发行的“荣安地产股份有限公司公开发行 2015 年公司债券”进行跟踪评级，确定：

**荣安地产股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**荣安地产股份有限公司发行的“荣安地产股份有限公司公开发行 2015 年公司债券”信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：丁华伟

二零一六年四月十四日

---

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 荣安地产股份有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA

评级展望：稳定

上次评级结果：AA

评级展望：稳定

债券期限：5 年 (3+2)

债项信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 荣安债	12 亿元	AA	AA	2015 年 7 月 14 日

跟踪评级时间：2016 年 4 月 27 日

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	60.03	79.35
所有者权益(亿元)	36.79	36.23
长期债务(亿元)	9.18	19.23
全部债务(亿元)	9.30	19.74
营业收入(亿元)	34.60	11.24
净利润(亿元)	3.09	1.03
EBITDA(亿元)	4.16	2.04
经营性净现金流(亿元)	-6.40	6.60
营业利润率(%)	12.38	23.04
净资产收益率(%)	8.92	2.83
资产负债率(%)	38.71	54.34
全部债务资本化比率(%)	20.18	35.27
流动比率(倍)	3.85	3.04
EBITDA 全部债务比(倍)	0.45	0.10
EBITDA 利息倍数(倍)	2.45	1.99
EBITDA/公司债券余额(倍)	0.35	0.17

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

评级观点

跟踪期内，荣安地产股份有限公司（以下简称“荣安地产”或“公司”）由于开发节奏变化和可结转项目减少等原因，2015 年公司营业收入和净利润均较上一年出现了较大幅度的下降，但签约销售面积及签约销售金额明显增加，预收款项规模大幅增长，对公司未来收入形成支撑；公司进一步增加宁波地区土地储备规模，强化区域竞争优势；公司债务负担上升，整体负债水平相对较低。同时，公司房地产项目分布较为集中，受区域内行业政策波动影响较大；公司在建项目后续投资支出较多，以及公司土地储备较少等因素可能对公司信用状况产生影响。

未来随着公司在建项目的开发和销售，以及预售项目的完工结转，公司收入规模和盈利水平有望较 2015 年有所提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”，同时维持“15 荣安债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2015 年以来，宁波市房地产市场回暖，为公司发展提供了良好的市场环境。

2. 公司 2015 年签约销售面积及签约销售金额较上年明显增加，预收款项规模大幅增长，对公司未来收入形成支撑。

3. 公司将业务发展重点集中宁波地区，在建、拟建项目位置较好，未来销售前景较好。

4. 公司资产负债率不高，短期偿债能力较强。

关注

1. 2015 年，由于开发节奏变化和房屋交付较少等原因，公司营业收入和净利润较上年下降显著。公司盈利能力下降，在房地产行业处于较低水平。

2. 公司房地产业务主要集中在宁波、宁海和台州三地，且在开发项目规模较大，存在一定的区域集中风险。

3. 公司目前土地储备较少，可能会对公司未来开发规模产生不利影响。

#### 分析师

李 晶

电 话：010-85172818

邮 箱：lij@unitedratings.com.cn

张 雪

电 话：010-85172818

邮 箱：zhangx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：



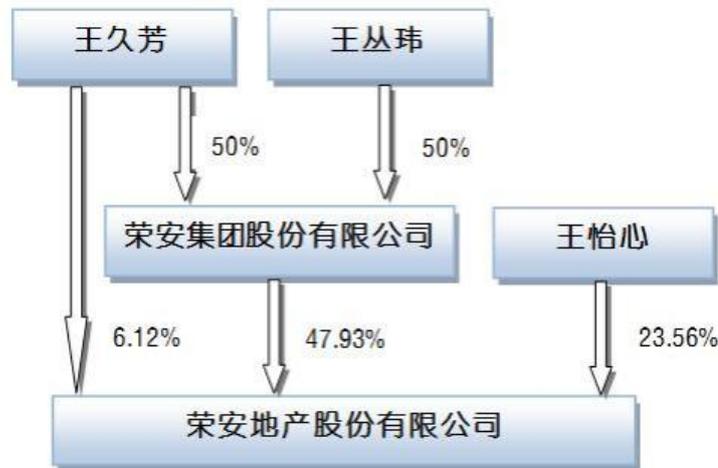
李... 李...  
联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

荣安地产股份有限公司（以下简称“公司”或“荣安地产”）前身为成功信息产业（集团）股份有限公司，系经宁波市人民政府甬政[1989]24号文批准，由宁波机床总厂股份制改组设立。公司股票于1993年8月6日在深圳证券交易所挂牌交易，股票代码000517.SZ。此后，经历次股权变更，截至2008年底，公司注册资本为23,330.75万元，股份总数23,330.75万股。

经公司2008年第一次临时股东大会决议同意，并经中国证券监督管理委员会证监许可[2008]1341号文核准，公司向荣安集团股份有限公司发行股份82,800.00万股，收购荣安集团股份有限公司所拥有的八家公司股权和三处房产，公司注册资本变更为10.61亿元。2009年6月16日，公司更名为荣安地产股份有限公司。2015年3月16日，根据荣安集团股份有限公司（以下简称“荣安集团”）与关联自然人王怡心先生签订的《股权转让协议》，荣安集团向王怡心转让2.50亿股公司股份，占公司总股本23.56%。2015年6月1日，根据荣安集团与关联自然人王久芳先生签署的《股权转让协议》，荣安集团向王久芳转让0.65亿股公司股份，占公司总股本的6.12%。2015年9月11日，公司以总股本10.61亿股为基数，向全体股东每10股送红股2股，以资本公积向全体股东每10股转增18股，公司注册资本变更为31.84亿元。截至2015年底，公司注册资本未发生变化，仍为31.84亿元。王久芳及其一致行动人王丛玮、王怡心<sup>1</sup>为公司实际控制人。

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围仍以房地产开发经营为主，同时从事投资性物业、物业管理、代建、品牌服务及建筑施工等业务。

跟踪期内，公司组织结构未发生重大变化。公司下设战略投资部、运营管理部、资金管理部、财务管理部、品牌管理部、成本管理部、工程管理部、营销策划部、招商管理部等15个职能部门（见附件1）。截至2015年底，公司拥有21家一级子公司，公司员工合计911人。

截至2015年底，公司合并资产总额79.35亿元，负债合计43.11亿元，所有者权益（含少数股东权益0元）合计36.23亿元，其中归属于母公司所有者权益36.23亿元。2015年，公司实现营业收入11.24亿元，净利润（含少数股东损益0元）1.03亿元，其中归属于母公司的净利润1.03亿元；经营

<sup>1</sup> 王丛玮先生、王怡心先生系王久芳先生之子。

活动产生的现金流量净额6.60亿元，现金及现金等价物净增加额-0.47亿元。

公司注册地址：浙江省宁波市海曙区灵桥路 513 号（14-12）；法人代表：王久芳。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

公司发行不超过人民币 12 亿元（含 12 亿元）公司债券获得中国证监会证监许可[2015]517 号文核准。公司于 2015 年 8 月 6 日发行本次公司债券。经证券交易所深证上[2015]430 号文同意，本期债券于 2015 年 9 月 30 日在深圳证券交易所集中竞价系统和综合协议交易平台挂牌交易。本次公司债券简称为“15 荣安债”，证券代码 112262.SZ，发行规模为 12 亿元人民币，期限为不超过 5 年，在第三年末附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，前三年的票面利率为 6.5%。

本次债券募集资金总额 12 亿元，扣除发行费用之后的净募集资金 11.89 亿元，主要用于补充流动资金。截至 2015 年末，公司募集资金专户剩余 53.53 元，公司募集资金基本使用完毕。

债券付息日为债券存续期内的每年 8 月 7 日，截至本报告出具日，“15 荣安债”尚未到第一个付息日。

## 三、行业分析

### 1. 行业概况

2015 年，我国经济增速放缓，存在一定下行压力，但政府持续实行适度宽松的货币政策，连续降准降息，同时降低二套房首付比例，构建相对宽松的金融信贷环境，全国住宅市场整体价格涨幅明显增加，同比增长 10%，但不同城市间及区域间住宅市场价格明显分化，一线城市房价涨幅继续扩大，二线城市涨幅有所收窄，去库存效果显现，而三四线城市楼市依然低迷，存量不减反增，去库存压力加大。

2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1%，增速较上年同期下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。房屋新开工面积 154,454 万平方米，比上年下降 14%。2015 年房地产行业波动较大，自 2014 年起房地产行业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。作为房地产市场景气度的前导指标，房地产开发投资增速的下降预示房地产开发商对未来房地产市场的谨慎态度和未来可售房源的下降。

土地供应出现一定的下滑趋势。2015 年，全国 300 个城市共推出土地 31,686 宗，同比下降 14%；土地面积 113,235 万平方米，同比下降 18%；出让金总额为 21,793 亿元，同比下降 10%。土地需求减少，成交总量低位运行。2015 年，全国 300 个城市共成交土地 23,924 宗，同比下降 18%；成交面积 85,671 万平方米，同比下降 21%。土地溢价率方面，2015 年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，但土地供应量有所减少，土地市场溢价率相应有所好转，全国 300 个城市土地平均溢价率 16%，较去年同期上升 6 个百分点。但土地市场分化明显，一线城市呈现上升态势，较同期上升 2 个百分点至 27%；二线城市较上年同期上升 10 个百分点至 17%；三四线城市较上年同期上升 2 个百分点至 8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨 19% 至 9,180 元/平方米；二线城市同比上涨 18% 至 1,565 元/平方米；三四线城市同比上涨 1% 至 751 元/平方米。总体看，在去库存压力下，土地供求量均出现较大下滑；但城市分化比较明显，一、二线城市土地市场热度较高，三、四线城市土地市场相对较为疲软。

在开发资金来源状况上，2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主

体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015年，房地产开发企业到位资金125,203亿元，比上年增长2.6%。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资297亿元，下降53.6%；自筹资金49,038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12%。同时，房企通过发行公司债降低了融资成本，央企国企背景企业低成本公司债通道畅通，如中海地产发行的70亿元“15中海01”公司债，利率仅为3.4%，民营房企通过发行公司债，将融资成本控制在3%-7%之间，相较于过去信托渠道的融资方式成本也大大降低。2015年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道等特点，资金压力获得一定缓解。

在市场供需上，2013年份房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2013年全国商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.34%；其中，住宅销售面积11.57亿平方米，同比增长17.46%。2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014年，商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。2015年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015年，商品房销售面积12.85亿平方米，同比增长6.5%，增速比1-11月份回落0.9个百分点；商品房销售额87,281亿元，同比增长14.4%，增速回落1.2个百分点。其中，住宅销售额增长16.6%，办公楼销售额增长26.9%，商业营业用房销售额下降0.7%。

图2 2012~2015年全国商品住宅供求情况（单位：亿平方米）



数据来源: wind 资讯

销售价格上，2015年重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015年12月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10,980元/平方米，环比上涨0.74%。全国楼市保持平稳回升态势，12月百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨，且涨幅均继续扩大。其中，以深圳市为首的一线城市住宅平均价格仍呈快速增长态势，截至2015年底，一线城市房价为32,891.25元/平方米，同比增长17.2%。总体看，2015年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，一线城市房价呈快速增长态势。

从行业集中上看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，房地产行业集中度进一步提升。2015年，房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为

16.87%和22.82%，前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到11.31%和14.62%。总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

## 2. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力，在此背景下中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。

2015年上半年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于3月、8月和9月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。

2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月份，政府即出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转。但行业在可预见的未来仍将受政策影响，体现出比较明显的行业波动。

## 3. 行业关注

### 商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

### 行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015年三季度，按Wind资讯整体法<sup>2</sup>计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。

### 市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

### 房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上

<sup>2</sup> Wind 行业内标的公司：(成分股\*总负债) / (成分股\*总资产)。

涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

#### 4. 行业发展

##### 调控政策去行政化和长期化

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

##### 地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件，另一方面，房企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，挖掘全产业链服务价值

伴随中国房地产正从新房开发交易为主的市场逐步向以存量房交易为主转变，行业增长也由外向增长逐渐演变为内生驱动。为提前应对行业变化带来的挑战，房企2015年转型服务商力度空前，结合互联网挖掘上下游产业链服务价值、拓展服务型产业为客户提供更为全面的服务，成为其谋求突破的新风口。房企积极转型服务商，围绕现有客户资源，升级物业服务体系、拓展客户延伸服务，打造全产业链增值服务模式。

##### 兼并重组，房企高效盘活存量、优化资源配置，开启行业整合新时代

2015年，房地产市场运行环境日趋宽松，但房地产行业拐点已悄然来临，有效供给的挖掘和消费需求升级为行业带来结构性发展机会，技术、产品、业态等各类创新为主的“结构性改革”成为未来发展的主旋律，为行业新的发展动力。在此背景下，房企以互联网、资本为重要切入点，开启收购、并购与整合之路进行资源整合，以较低成本盘活存量，为房企规模化扩张、进一步做大做强提供契机。一是推进内部重组，集中优势资源壮大核心业务。二是借道存量市场兼并收购以扩大业务版图。房企兼并完成后，对资源、财务和管理的高效整合也能够实现双方资源互补，最大化企业价值。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演更重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

#### 5. 宁波市房地产市场发展情况

2015年，宁波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。2015年全市实现地区生产总值(以下简称GDP)8,011.50亿元，比2014年增长8%，高于全国平均水平1.1个百分点。按常住人口计算，全市人均GDP为10,2475元。2015年实现财政收入2,072.70亿元，比2014年增长11.4%，其中一般公共预算收入1,006.40亿元，

增长8.2%，一般公共预算支出1,252.60亿元，增长17.3%。

2013~2015年房屋建筑施工面积分别为25,136.10万平方米、27,367.20万平方米和28,374.30万平方米，同比增长率分别为11.36%、9.3%和3.7%；2013~2015年全市完成房地产投资1,123.40亿元、1,328.10亿元和1,228.80亿元，2013~2014年分别同比增长27%和18.3%，2015年下降7.5%；2013~2015年商品房销售面积分别为730.10万平方米、726.40万平方米和1,007.20万平方米，2014年同比下降0.5%，2015年同比增长38.7%，2015年商品房销售面积中，住宅销售面积846.90万平方米，增长42.3%。

在经历了2014年商品房销售低迷之后，随着中央多轮降准降息、降首付比例、减免税费降低购房成本等利好政策，地方采取税费减免、财政补贴以及取消限购等刺激措施，2015年宁波市楼市得以快速回暖，市场成交量节节攀升，商品房销售面积从2014年的726.40万平方米增加到2015年的1,007.20万平方米，同比增长38.7%。一方面房地产投资从2013年以来逐年减少，另一方面商品房销售面积实现较快增加，反映出宁波市房地产市场去库存步伐加快。

总体看，宁波市经济运行平稳，居民收入水平较高，为房地产市场发展提供了稳定的行业发展环境。同时，中央和地方出台的一系列调控政策，使得宁波市房地产市场逐步回暖。

#### 四、管理分析

2015年12月31日，公司营销总监钟卫民因个人原因离任。公司目前尚未聘任新的营销总监。公司营销工作目前由营销总监助理负责。除此之外，公司无其他重大管理变更事项。公司高管团队基本稳定，相关管理制度延续以往模式。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

公司房地产开发业务主要布局在浙江省境内。受公司2015年交付楼盘较少的影响，2015年公司实现营业收入11.24亿元，同比下降67.5%；实现净利润1.03亿元，同比下降68.08%。

从业务构成来看，2015年，房地产开发仍是公司主要业务，在营业收入中占比80.8%。2015年，公司房地产销售业务收入同比下降72.4%至9.08亿元，下降明显，主要是公司2015年部分竣工项目尚未结转导致结转规模减少所致。公司2015年两座写字楼形成的投资物业收入0.45亿元，同比增长40.93%，有较大的增幅。公司2015年已交付项目形成的物业管理收入0.40亿元，同比增长23.79%，增收效果明显。2015年，公司其他业务收入较上年有显著增长，主要由于公司2015年建筑工程业务增长以及新增了代建管理和品牌服务业务所致。

从毛利率变化情况来看，2015年，房地产销售业务毛利率较上年提升8.18个百分点至27.4%，主要系结转项目利润较高所致。2015年，投资物业毛利率较上年提升27.03个百分点至49.33%，提升显著，主要系公司物业出租率提升且同期成本未有增加所致。物业管理毛利率较上年提升2.35个百分点至16.39%，主要系公司物业管理资源增加而成本相对固定所致。其他业务中，由于2015年新增的代建管理收入和品牌服务收入的成本较低，所以毛利率为37.17%，较2014年有大幅度的增长。

表 1 2014~2015 年公司营业务收入情况 (单位: 万元)

业务板块	2014 年			2015 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
房地产开发	329,226.05	96.97%	19.22%	90,853.17	80.80%	27.40%
投资物业	3,196.07	0.94%	22.30%	4,504.33	4.01%	49.33%
物业管理	3,203.87	0.94%	14.04%	3,965.64	3.53%	16.39%
其他	3,900.30	1.15%	2.06%	13,122.96	11.67%	37.17%
<b>合计</b>	<b>339,526.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>19.00%</b>	<b>112,446.10</b>	<b>100.00%</b>	<b>29.03%</b>

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

总体看, 由于公司 2015 年结转项目较少, 房地产开发销售收入下降显著, 但各项业务的毛利率均有所提升。

## 2. 房地产开发业务情况

### 土地储备情况

从公司拿地策略看, 由于公司多年来深耕宁波市场, 在当地产生了较好的品牌效益。公司经营管理层根据市场状况并充分考虑风险因素进行投资决策, 未来公司仍将围绕宁波进行房地产项目土地储备, 同时密切关注台州、杭州, 有高性价比地块随时介入。

土地成本的高低直接决定了项目的盈利与否及盈利空间大小。公司高度重视土地储备的成本管控, 坚持贯彻执行“先定位再拿地、拿性价比高的地”的原则。公司根据公司资金储备及下属项目公司的开发进度, 合理预计新增土地储备规模。在确定增加土地储备之前, 公司充分开展土地储备的调研、产品地位、利润测算等前期工作, 并通过项目投资评审会进行集体决策, 评审委员必须进行实地考察。按公司规定, 公司不拿地王, 项目测算利润低于 10%~15% 的地不拿, 不符合城市发展方向的不拿, 超过 10 亿元的地尽量不拿, 降低公司资金压力, 公司土地储备政策较为理性。公司 2015 年 9 月以 1.13 亿元的价格获得宁波鄞州新城区原向阳集团 C 地块, 土地面积 1.67 万平方米, 计容建筑面积为 2.18 万平方米; 2015 年 11 月以 0.67 亿元的价格获得宁波机场路以西姚丰片区 HS14-02-1e 地块, 土地面积 0.75 万平方米, 计容建筑面积为 2.95 万平方米; 2016 年 1 月又以 4.76 亿元的价格获得宁波火车站潘火地段 JD13-04-02 地块, 土地面积 3.73 万平方米, 计容建筑面积为 8.20 万平方米。2015 年以来, 公司取得的土地总价均在 5 亿以下, 符合公司将平均拿地成本控制在 4~5 亿元的目标区间, 避免了高价竞地, 降低了公司资金压力。

表 2 截至 2016 年 3 月公司土地储备情况 (单位: 平方米)

地块名称	取得时间	土地面积	计容建筑面积	所处区域	土地使用性质
宁波鄞州新城区原向阳集团 C 地块	2015 年 9 月	16,743	21,765	宁波市鄞州区潘火街道土桥村、中河街道顾家, 东、西至用地界线, 南至鄞县大道, 北至规划河流	住宅
宁波机场路以西姚丰片区 HS14-02-1e 地块	2015 年 11 月	7,476	29,530	宁波市鄞州区古林镇薛家村, 东、西至地块界线, 南至联丰路, 北至庙前河	商住混合
宁波火车站潘火地段 JD13-04-02 地块	2016 年 1 月	37,278	82,011	宁波市鄞州区潘火街道殷家坑村, 东至沧海路, 南至永达路, 西至百宁街, 北至用地界线	住宅
<b>合计</b>	--	61,497	133,306	--	--

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

截至 2016 年 3 月底, 公司土地储备总面积 13.33 万平方米, 主要为荣安香园二期、荣安心园, 项目位置较好, 且毗邻公司前期成熟项目, 区域内品牌认可度较高, 以荣安香园为例, 该项目一

期、二期毗邻而建，一期处于在建在售状态，一期开盘 1,386 套，截至 2016 年 4 月中旬已经签约销售 987 套，销售占比 71.21%，整体销售情况较好。另一方面，受快周转的开发模式影响，为了减少资金占压，公司整体土地储备规模较小，难以满足未来公司扩大开发规模的要求。总体看，公司土地成本管控较为严格，项目集中于宁波市场，位置较好，后续销售前景较好。但公司储备规模较小，难以满足公司未来扩大开发规模的需要。

### 项目建设情况

2015 年，受公司项目储备有限等原因，公司新开工面积 11.25 万平方米，仅为 2014 年的 41.64%；同时，竣工面积明显增长。2015 年公司竣工面积 24.35 万平方米，较上年增长 175.76%；2015 年末，公司在建项目面积 74.56 万平方米，较上年末下降 21%。

表 3 2014~2015 年公司项目开发建设情况

项目	2014 年	2015 年
新开工面积（万平方米）	27.02	11.25
竣工面积（万平方米）	8.83	24.35
期末在建面积（万平方米）	94.38	74.56

数据来源：公司提供

注：期末在建面积指该时点公司在建项目面积，由于规划动态调整，可能会与公司当期全部在建面积存在差异。

截至 2015 年底，公司在开发/在售二级开发项目共 7 个，包括在建但尚未达到出售条件的项目。公司在开发/在售项目总投资合计 75.40 亿元，截至 2015 年底已投资 55.90 亿元，尚需投资 19.50 亿元，大部分的投资已经完成，后续投资压力一般。公司项目储备不足，后续还有进一步补充项目的需求，但考虑到公司目前销售回款情况较好，现金较充裕，若控制一定拿地规模，未来资金支出方面压力不大。

表 4 截至 2015 年底公司在开发/在售项目基本情况（单位：平方米、亿元）

项目名称	所在城市	占地面积	计容建筑面积	预计总投资额	已投金额	项目进展
金域华府	台州	89,017	177,995	18.11	17.41	竣工在售
凤凰城（一期）	宁海	47,218	106,263	9.88	7.94	在建在售
凤凰城（二期）	宁海	47,722	102,596	8.38	5.38	在建
荣安香园（一期）	宁波	90,136	198,168	22.50	17.65	在建在售
荣安香园（二期）	宁波	48,021	93,705	13.50	6.23	在建
钱湖山庄	宁波	16,368	9,948	2.00	1.16	在建
欢乐家园高层	宁波	15,900	56,900	1.03	0.13	在建
合计	--	354,382	745,575	75.40	55.90	--

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目区域分布集中在宁波、宁海和台州三地，在建项目规模较大，公司将面临一定的资金支出压力和区域集中风险。

### 项目销售情况

从销售数据看，公司多数项目均在 2015 年达到预售条件，截至 2016 年 3 月，金域华府和荣安月园（持股 25%）已经竣工交付，其他预售项目主要为凤凰城（一期）、荣安香园（一期）和中央公园（持股 2%），公司 2015 年签约销售面积和金额分别达 18.00 万平方米和 20.79 亿元，同比分别大幅增长 203.03%和 183.63%，2015 年多项房地产利好政策出台以及房地产市场回暖是今年签约销售面积和销售金额大幅增长的主要原因。伴随未来项目竣工交房，公司未来可结转收入规模有望扩大。2015 年，公司签约项目位于台州和宁海的项目较多，销售均价有所下滑，2015 年公

司销售均价为 1.15 万元/平方米，较上年下降 6.5%。

表 5 2013~2015 年公司销售情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2014 年较 2015 年变化率
签约销售面积（万平方米）	31.60	5.94	18.00	203.03%
签约销售金额（亿元）	51.90	7.33	20.79	183.63%
签约销售均价（万元/平方米）	1.70	1.23	1.15	-6.50%
结转收入面积（万平方米）	17.34	24.75	7.46	-69.86%
结转收入（亿元）	20.27	32.92	9.09	-72.39%

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司有 3 个在售项目，分别为宁波的荣安香园（一期）、台州的金域华府和宁波的凤凰城（一期），分别售出 738 套、714 套和 422 套，已销售比例分别为 53.25%、55.39% 和 44.61%。截至本报告出具日，公司有 5 个拟售项目，分别为荣安香园（二期）、凤凰城（二期）、荣安钱湖上、荣安诚园和荣安心园，除凤凰城（二期）位于宁海县外，其他项目都位于宁波。荣安香园（二期）占地面积 4.80 万平方米，投资总额 13.50 亿元，共 14 栋楼，715 套住宅，计划 2016 年下半年开盘，该项目毗邻前期成熟、区域内品牌认可度较高的荣安香园（一期），预计销售情况比较乐观。凤凰城（二期）占地面积 4.77 万平方米，投资总额 8.38 亿元，共 9 栋楼，836 套住宅，计划 2016 年下半年开盘，考虑到宁海县房地产市场情况和公司前期项目销售状况，该项目的开盘将给凤凰城（一期）及自身带来一定的销售压力。荣安钱湖上占地面积 1.64 万平方米，投资总额 2 亿元，共 8 栋楼，43 套住宅，计划 2016 年下半年开盘。荣安诚园占地面积 0.75 万平方米，投资总额 2.75 亿元，共 2 栋楼，其中 1 栋住宅楼共 192 套，1 栋写字楼，计划 2017 年上半年开盘。荣安心园占地面积 3.73 万平方米，投资总额 11 亿元，共 12 栋楼，共 670 套住宅，计划 2017 年上半年开盘。

从公司去库存情况来看，截至 2015 年末，金域华府已销售 714 套，已出售占总套数比例为 55.39%。受 2016 年房地产市场火爆影响，2016 年一季度台州项目销售较快，销售 109 套，截至 2016 年 3 月底的去化率达到 63.85%。目前台州金域华府项目的存量不高，且台州当地人口、经济及人均消费能力情况均较好。截至 2015 年末，台州市常住人口 604.90 万人，全市实现生产总值 3,558.13 亿元，比上年增长 6.5%；全市人均生产总值 59,570 元，按平均汇率折算达 9564 美元，比上年增长 6.2%；全市居民人均可支配收入 33,788 元，比上年增长 9.2%。考虑到台州市经济情况较好，居民购买力较强及金域华府项目容积率低、小区环境好、配套设施齐全，随着房地产市场回暖，金域华府的销售状况也会逐步改善，去库存压力较小。

截至 2016 年 3 月末，凤凰城（一期）已销售 544 套，去化率达到 57.29%。凤凰城（二期）拟于 2016 年下半年开盘，共 836 套。短期看，由于宁海县房地产市场复苏乏力，公司前期库存较大，加上拟售项目开盘在即，公司短期内面临一定的去库存压力。

从结转情况来看，2014 年公司结转收入面积为 32.92 万平方米，较上年增长 62.41%，2015 年结转收入面积 7.46 万平方米，较上年下降 69.86%，结转收入面积波动较大，主要受到公司 2015 年仅金域华府竣工，且竣工时间在年底及项目销售情况不理想的影响。

总体上看，由于公司 2015 年结转交付项目和面积较少等原因，造成公司 2015 年结转收入面积和规模也相应大幅下降，同时，公司 2015 年签约销售面积和销售金额较 2014 年大幅增长，对未来公司收入规模的扩大形成了有效支撑。2015 年在市场整体回暖的情况下，销售情况明显好于 2014 年，但比较 2013 年的情况，数据差距较大，所以短期内业绩恢复到 2013 年的水平存有难度。

### 3. 其他业务

#### 投资性物业

截至 2015 年底，公司持有的投资性物业是杭州荣安大厦和位于宁波鄞州的荣安大厦，合计建筑面积达 8.00 万平方米，未来公司计划择机持有自行开发的高品质、升值潜力巨大的物业，同时也可以对其他公司开发的具有升值潜力的物业进行投资，扩大投资性物业经营规模。

表 6 截至 2015 年底公司持有物业情况

项目	用途	建筑面积 (万平方米)	出租率
宁波荣安大厦	写字楼	4.30	96.60%
杭州荣安大厦	写字楼	3.70	89.76%

资料来源：公司提供

公司投资性物业的经营状况良好，位于鄞州的荣安大厦于 2012 年 9 月正式对外招商，现除食堂、物业办公及预留自用部分已基本出租完毕，截至 2015 年底出租率达 96.6%。2015 年公司投资物业收入 0.45 亿元，较 2014 年的 0.32 亿元增长 40.62%，主要系公司投资物业出租率大幅提升所致。投资性物业毛利率较高，达到 49.33%。

#### 物业管理

公司开发的所有项目及所持有的投资性物业均由子公司宁波荣安物业服务有限公司提供物业管理服务。随着公司开发交付项目的逐渐增加，公司物业管理经营规模稳步增长，物业管理收入持续增加。2015 年公司实现物业管理收入 0.40 亿元，较 2014 年 0.32 亿元增长 25%。物业管理收入毛利率为 16.39%。公司的物业管理注重卓越、人性化的管理，从长期运作成果来看，物业管理业务的提升对“荣安”品牌起到了积极作用。

#### 代建、建筑施工及品牌服务业务

2014 年以来，公司开始涉足代建、建筑施工业务及品牌服务业务，进一步延伸了房地产开发链，对公司收入形成有益补充。2015 年，由于施工规模扩大、新增代建管理和品牌服务业务，公司三项业务收入达 1.31 亿元，同比增长 167.35%。

总体看，公司其他业务收入规模占营业收入比例不大但增长显著，可为公司营业收入提供一定补充。

### 4. 经营关注

(1) 公司由于竣工项目较少而未能结转销售收入，导致公司营业收入波动较大，公司未来收入仍存在一定不确定性。

(2) 公司土地储备仅有 2015~2016 年新购入的 3 个地块，难以满足公司未来开发需要，影响公司整体开发节奏。

(3) 公司房地产业务主要集中在宁波、宁海和台州三地，存在一定的区域集中风险。

(4) 公司在建项目规模大，截至 2015 年底在开发项目尚需投资总额为 19.50 亿元，公司仍将面临一定投资支出压力。

### 5. 未来发展

公司将继续坚持“以战略为导向，向管理要效益，控制风险，稳健发展”的经营发展思路，

以房地产开发销售为主营业务，做专做精。

公司将加强对持有物业的投资和管理。公司将对已开发的高品质、升值潜力巨大的物业进行持有和管理，同时也对其他公司开发的具有升值潜力的物业进行投资。一方面可以获得持有物业升值的收益，另一方面可以通过持有物业的出租获得稳定的现金流，降低公司单一业务的经营风险。

公司拟积极渗透到房地产开发的上下游业务，上游拓展建筑施工、园林绿化、市政工程等业务，并积极探索节能环保建材的使用，适时推出绿色住宅，同时伺机进行绿色环保新材料、新技术项目的投资。下游继续拓展物业管理的增值业务。

公司拟拓展幼教、K12<sup>3</sup>、国际教育、职业教育以及互联网教育领域，通过并购及自建教育机构的方式实现公司在教育领域的产业拓展。

总体看，公司发展战略明确，有利于公司未来保持健康发展。

## 六、财务分析

公司 2015 年度合并财务报表已经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2015 年，公司财务报表合并范围有所变化，新设一级子公司 1 家，注销一级子公司 2 家，上述 3 家子公司规模均较小，对财务数据影响不大，公司 2015 年财务数据可比性强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 79.35 亿元，负债合计 43.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0 元）合计 36.23 亿元。2015 年，公司实现营业收入 11.24 亿元，净利润（含少数股东损益 0 元）1.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.60 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.47 亿元。

### 1. 资产质量

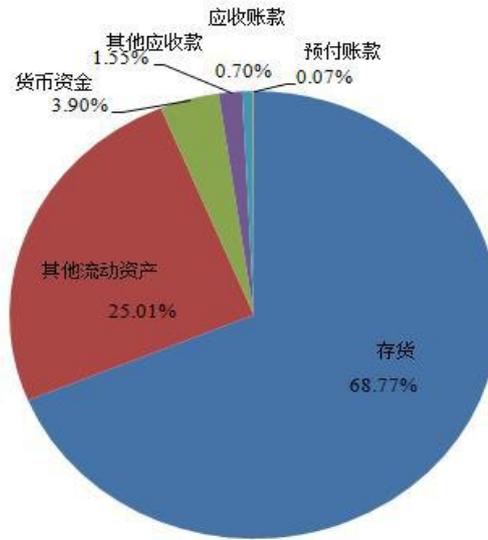
截至2015年底，公司资产总额79.35亿元，较年初增长32.18%，主要系流动资产增加较快所致。从资产构成看，公司资产中流动资产占比为91.12%，资产结构仍以流动资产为主。

#### 流动资产

伴随公司业务规模扩大及发行债券取得资金，截至2015年底，公司流动资产合计72.30亿元，较年初增长35.55%，主要系其他流动资产增长较快所致；公司流动资产主要以存货（占68.77%）和其他流动资产（占25.01%）为主。

<sup>3</sup> K12 是 kindergarten through twelfth grade 的简写，是指从幼儿园（kindergarten 通常 5-6 岁）到二年级（grade12 通常 17-18 岁），这两个年纪时美国及澳大利亚等国的免费教育的头尾，也可用作对基础教育阶段的通称。

图3 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

由于公司开发力度加大及销售结转的共同作用，公司存货规模基本与年初基本持平；截至2015年末，公司存货账面价值49.72亿元，较期初增长3.99%。具体来看，存货内部分类有所变化，其中公司开发成本合计38.64亿元，较年初下降11.26%；由于公司部分已完工项目未结转，导致已完工开发产品较年初大幅增长173.35%，达到11.00亿元。公司存货规模较大，且集中台州、宁海和宁波等地，考虑到该区域房地产市场景气度一般，存在一定的存货跌价风险。2015年公司对于存货计提了0.29亿元的跌价准备，主要是公司系开发金域华府项目过程中，繁荣村未按照约定回购相应商铺和车位，公司依据相关规定并测算后对繁荣村应回购商铺和车位计提的存货跌价准备，计提较合理。公司存货中有9.06亿元因抵押贷款受限，受限存货占比较低。

截至2015年底，公司其他流动资产余额18.08亿元，其中2.22亿元是预缴税款，15.86亿元为理财产品，年末余额较年初增加超过12倍，主要系公司2015年运用闲置资金购买理财产品所致。

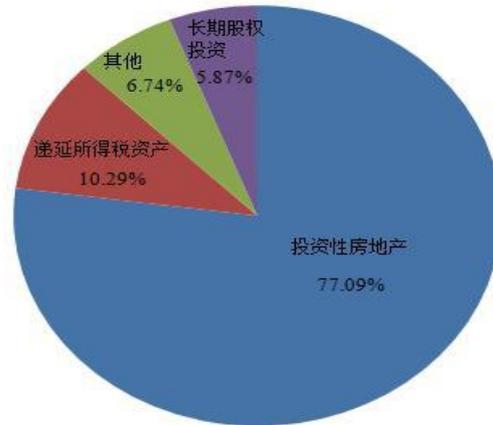
截至2015年底，公司货币资金总额为2.82亿元，较期初下降14.35%，占总资产比例下降1.93%。公司的货币资金中银行存款为2.80亿元，占比99.29%。

公司其他应收款账面价值达1.30亿元，较年初大幅增长102.52%，其中包括主要是各类保证金及押金1.09亿元，较年初增长157.14%，备用金、代收代付维修基金及其他合计0.21亿元。其他应收款大幅增长主要系土地保证金及押金增长所致；从账龄组合看，一年以内的其他应收款占比为62.86%，1~2年的占7.75%，2~3年的占26.65%，3年以上的占2.74%。2015年计提坏账准备0.11亿元。

#### 非流动资产

截至2015年底，公司非流动资产合计7.05亿元，较年初增长5.31%，其中投资性房地产占77.09%，递延所得税资产占10.29%，长期股权投资占5.87%，其他占6.74%。

图4 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

公司投资性房地产主要为写字楼，目前公司拥有的投资性物业为分别位于鄞州和杭州的荣安大厦，分别于2012年和2013年建成转入投资性物业，公司对投资性房地产按成本法计量。截至2015年底，公司投资性房地产总额为5.43亿元，较年初增长13.39%，主要系新增杭州望江南项目的酒店。

公司递延所得税资产规模较大，主要是由于预售收入计提的预计利润和未弥补亏损所引起的暂时性差异所致。2014~2015年，递延所得税资产年均增长了16.62%，截至2015年底，递延所得税资产账面余额为0.73亿元。

截至2015年底，公司长期股权投资为0.41亿元，较年初下降47.28%，主要系公司减少了对宁波陈婆渡置业有限公司0.75亿元的投资。截至2015年底，公司长期股权投资未计提减值准备。

总体看，2015年公司资产规模增长较快，其中流动资产占比高，符合行业特征；公司存货规模较大，且以台州、宁波和宁海三地的房地产开发项目为主；2015年末公司账面上理财资金规模较大，变现性较好；非流动资产以投资性房地产为主。公司资产流动性较好，资产质量尚可。

## 2. 负债及所有者权益

### 负债

截至2015年底，公司负债合计43.11亿元，较年初增长85.53%，主要系公司预收款项和应付债券增长所致。其中流动负债23.80亿元，占55.19%；非流动负债19.32亿元，占44.81%。

截至2015年底，公司流动负债规模较年初增长71.65%，主要系预收款项增加所致。截至2015年底，公司预收款项合计16.39亿元，占公司流动负债的68.86%，较年初增长208.58%，主要系公司2015年签约销售面积和销售金额大幅提升所致，可为公司未来收入提供支撑。公司2015年应付利息0.33亿元，较年初0.02亿元有较大幅度增加，其中计提公司企业债券利息0.31亿元，到期还本的长期借款利息0.02亿元。截至2015年底，公司应付账款余额3.79亿元，较年初大幅下降38.32%，主要系公司开发节奏减慢所致。

截至2015年底，公司非流动负债较年初增长106.04%至19.32亿元，主要是公司发行本次12亿元公司债券所致。其中，公司长期借款余额7.33亿元，较年初下降20.15%，主要系公司使用发行公司债券募集资金对长期借款进行了偿还。从公司长期借款期限结构上看，公司长期借款分别集中

在2017年、2023年和2029年，金额均较小，届时集中兑付压力较轻。

表 7 截至 2015 年底公司长期借款期限结构（单位：亿元）

到期日	金额
2017-2-27	3.40
2023-10-28	1.06
2029-12-15	2.87
合计	7.33

资料来源：公司提供

截至2015年底，公司长期债务、短期债务和全部债务分别为19.23亿元、0.51亿元和19.74亿元，长、短期债务均有较大幅度的增长，导致全部债务较上年末增长112.25%。公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为54.34%、34.67%和35.27%，均较年初有所提升，主要是公司发行公司债券使得长期债务增加所致，考虑到公司未来无需偿还的预收账款规模较大，公司债务负担整体仍处于较低水平。

总体看，受发行公司债券和预收售房款增长影响，公司负债规模有所扩大；但伴随公司债的发行，公司债务结构有所调整，长期债务占比提高；整体上看，公司债务水平仍属适中。

### 所有者权益

2015年9月11日，公司以总股本10.61亿股为基数，向全体股东每10股送红股2股，以资本公积向全体股东每10股转增18股，公司注册资本变更为31.84亿元，同期资本公积由年初的2.19亿元变为-16.91亿元。截至2015年底，公司所有者权益合计36.23亿元，较年初下降1.52%。其中股本31.84亿元，资本公积-16.91亿元，盈余公积0.83亿元，未分配利润20.48亿元，所有者权益中未分配利润规模较大，稳定性较弱。

总体看，公司所有者权益总额较上年变化不大，但结构变化显著；所有者权益中实收资本占比较低，权益稳定性较弱。

### 3. 盈利能力

2015年，公司实现营业收入11.24亿元，同比下降67.50%；实现营业利润1.17亿元，同比下降68.74%；实现净利润1.03亿元，同比下降66.61%。2015年公司营业收入和净利润较上年下降显著，主要系公司2015年交付的楼盘较少，2015年公司只有台州金域华府项目实现交付所致。

从期间费用来看，2015年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为0.25亿元、0.69亿元和0.57亿元。销售费用和管理费用较上年同期分别下降26.82%和6.04%。由于2015年公司利息支出大幅增长，财务费用由上年同期的-0.04亿元增长至0.57亿元。公司费用收入比为13.45%，较上年上升10.46个百分点，主要系公司2015营业收入下降幅度较大所致。

公司2015年因应收款坏账和存货跌价产生了0.44亿元的资产减值。公司2015年投资收益0.52亿元，占公司营业利润的44.95%，占比很高。投资收益中包括长期股权投资收益0.37亿元，占71.15%，主要是公司从宁波陈婆渡置业有限公司取得的投资收益，但由于公司已于2015年减少了0.75亿元对宁波陈婆渡置业有限公司的长期股权投资，该部分投资收益未来将大幅减少；理财产品收益0.15亿元，占28.85%，理财期限一般较短，随着未来公司项目建设资金投入的增加，理财产品收益也存在不确定性。

盈利指标方面，公司2015年的净资产收益率、总资产报酬率和销售毛利率分别为2.83%、2.51%和24.51%，净资产收益率和总资产报酬率同比分别下降了6.09个百分点和2.94个百分点，销售毛利

率上升了11.19个百分点，与国内同行业其他主要上市公司相比，公司净资产收益率、总资产报酬率均处于较低水平，销售毛利率处于中等偏低的水平，公司盈利能力有待改善。

表 8 2015 年主要房地产上市公司盈利指标情况

公司简称	净资产收益率(%)	总资产报酬率(%)	销售毛利率(%)
华夏幸福	41.17	4.90	29.54
泛海控股	20.65	-	42.25
城投控股	19.56	11.35	19.56
万科 A	19.24	6.11	24.79
陆家嘴	15.49	6.84	49.83
招商蛇口	15.29	5.96	30.31
<b>荣安地产</b>	<b>2.83</b>	<b>2.51</b>	<b>13.32</b>

资料来源：Wind 资讯

总体看，2015年公司收入规模和盈利规模下降幅度均较大；费用控制能力有所下降；公司部分盈利指标有所提升，盈利能力较强。

#### 4. 现金流

受公司签约销售规模增加的影响，2015年公司经营性现金流入33.51亿元，同比增长43.29%；受新开工面积减少的影响，公司经营性现金流出额为26.90亿元，同比下降9.67%。受此影响，公司经营性现金净流量为6.60亿元，由上年的净流出转为净流入状态。同期，由于收入结转较少及签约预收房款增加，公司现金收入比由上年的25.27%提高到191.47%，公司收入实现质量明显提高。

投资活动方面，投资活动流入27.36亿元，其中收回投资收到现金27.35亿元，投资活动现金流出42.70亿元，主要是投资支付的现金42.37亿元，均较上年有大幅增长。2015年公司投资活动产生的现金流量净流出为15.34亿元，主要系公司大量购买理财产品产生的净流出。

筹资活动方面，2015年公司筹资活动现金流入为14.89亿元，较上年下降1.32%，主要系公司2015年取得借款收到的现金降低10.56亿元及收到其他与筹资活动有关的现金降低1.53亿元；筹资活动现金流出为6.63亿元，较上年下降33.93%，主要系偿还债务支出有所减少所致。2015年公司筹资活动现金净额为8.27亿元。

总体看，2015年公司经营活动现金由净流出转为净流入，由于收入结转较少及签约预收房款增加，收入实现质量明显提高；公司投资性现金流主要源自大量购买理财产品，同时，发行债券以后，公司偿还大规模借款，筹资结构有所变化。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至2015年底，公司流动比率和速动比率分别为3.04倍和0.95倍，分别较上年减少0.81和提高0.55。流动比率下降主要系预收账款带动流动负债大幅增加所致。截至2015年底，公司现金短期债务比为5.52倍，较年初的27.40倍明显下降，主要是2015年公司短期债务大幅增加所致，公司现金对短期债务的覆盖程度高。整体上公司短期偿债指标均处在较高水平，短期偿债能力强。

从长期偿债指标来看，2015年EBITDA为2.04亿元，主要由利润总额和计入财务费用的利息支出构成，占比分别为57.82%和28.69%；EBITDA对全部债务的保障程度为0.10倍，与上年

的 0.45 倍有显著下降；EBITDA 利息倍数由上年的 2.45 倍降至 1.99 倍，主要系公司债务水平提高所致。公司长期偿债能力一般。

截至 2015 年底，公司共取得银行授信额度 16.34 亿元，其中未使用的额度为 8.50 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2015 年底，公司无未决重大诉讼和对外担保。

根据公司提供的中国人民银行 2016 年 3 月 17 日出具的企业信用报告，跟踪期内，公司无未结清不良贷款或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司流动比率和速动比率处于正常水平，短期偿债能力强；考虑到公司未来可结转面积较大，公司整体偿债能力增强。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 2.82 亿元，约为“15 荣安债”本金合计（12 亿元）的 0.235 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较低；净资产达 36.23 亿元，约为债券本金合计（12 亿元）的 3.02 倍。公司现金类资产对“15 荣安债”的保障程度较低，公司净资产能够对“15 荣安债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 2.04 亿元，约为债券本金合计（12 亿元）的 0.17 倍，公司 EBITDA 对“15 荣安债”的覆盖程度较低。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 33.51 亿元，约为债券本金合计（12 亿元）的 2.79 倍，公司经营活动现金流入量对“15 荣安债”的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为一家区域中型房地产企业，行业区域深耕等方面具有优势，公司对“15 荣安债”的偿还能力较强。

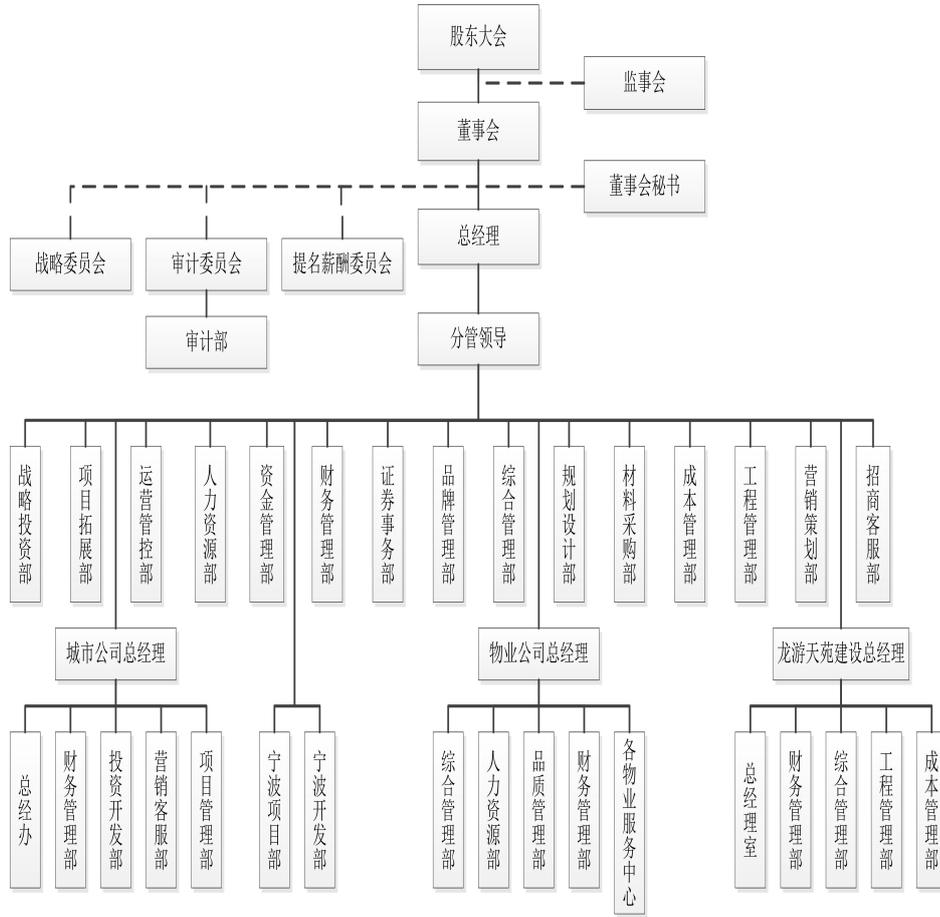
## 八、综合评价

跟踪期内，荣安地产股份有限公司由于开发节奏变化等原因，经营状况出现一定程度衰退。2015 年公司营业收入和净利润均较上一年出现了较大幅度的下降，但签约销售面积及签约销售金额明显增加，预收款项规模大幅增长，可对公司未来盈利形成支撑；公司目前的在建项目和土地储备集中在宁波、宁海和台州三地，有较强的区域竞争优势；公司债务负担略有上升，整体债务水平适中。同时，房地产业务仍将面临较大的政策影响波动、公司未来投资支出规模较大，以及公司土地储备较少等不利因素。

未来随着公司在建项目的开发和销售，以及预售项目的完工结转，公司经营规模和盈利水平有望较 2015 年有所提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”，同时维持“15 荣安债”的债项信用等级为“AA”。

### 附件 1 荣安地产股份有限公司组织结构图



## 附件 2 荣安地产股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	60.03	79.35
所有者权益 (亿元)	36.79	36.23
短期债务 (亿元)	0.12	0.51
长期债务 (亿元)	9.18	19.23
全部债务 (亿元)	9.30	19.74
营业收入 (亿元)	34.60	11.24
净利润 (亿元)	3.09	1.03
EBITDA (亿元)	4.16	2.04
经营性净现金流 (亿元)	-6.40	6.60
应收账款周转次数(次)	136.07	23.69
存货周转次数 (次)	0.55	0.16
总资产周转次数 (次)	0.49	0.16
现金收入比率 (%)	25.27	191.47
总资本收益率 (%)	8.30	3.17
总资产报酬率 (%)	5.66	2.54
净资产收益率 (%)	8.92	2.83
营业利润率 (%)	12.38	23.04
费用收入比 (%)	2.99	13.45
资产负债率 (%)	38.71	54.34
全部债务资本化比率 (%)	20.18	35.27
长期债务资本化比率 (%)	19.97	34.67
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.45	1.99
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.45	0.10
流动比率 (倍)	3.85	3.04
速动比率 (倍)	0.40	0.95
现金短期债务比 (倍)	27.40	5.52
经营现金流动负债比率 (%)	-46.16	27.25
EBITDA/公司债券额度 (倍)	0.35	0.17

注：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。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
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。