

# 信用等级公告

联合[2016]044号

---

佳源创盛控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对佳源创盛控股集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

**佳源创盛控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**佳源创盛控股集团有限公司拟公开发行的 2016 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：

二零一六年七月十三日

---

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>

## 佳源创盛控股集团有限公司

### 公开发行 2016 年公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级: AA

发行人主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

本次发行规模: 不超过 35 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: 2016 年 7 月 13 日

主要财务数据:

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	382.87	418.11	356.47	362.44
所有者权益(亿元)	70.48	84.23	93.21	95.63
长期债务(亿元)	105.25	39.96	65.36	72.14
全部债务(亿元)	133.30	145.18	85.07	89.79
营业收入(亿元)	48.64	86.06	110.15	25.90
净利润(亿元)	4.11	7.96	10.88	2.42
EBITDA(亿元)	7.19	11.82	15.51	--
经营性净现金流(亿元)	-80.87	-2.51	71.08	-2.22
营业利润率(%)	18.50	16.11	16.12	14.85
净资产收益率(%)	6.07	10.29	12.27	2.56
资产负债率(%)	81.59	79.85	73.85	73.61
全部债务资本化比率(%)	65.41	63.28	47.72	48.43
流动比率(倍)	1.71	1.26	1.52	1.57
EBITDA 全部债务比	0.05	0.08	0.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.56	0.47	1.00	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.21	0.34	0.44	--

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、2016 年一季度数据未经审计, 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”)对佳源创盛控股集团有限公司(以下简称“公司”或“佳源创盛”)的评级反映了公司作为国内一家大中型房地产开发企业, 房地产开发经验丰富, 开发规模较大, 在房地产行业景气度波动的背景下, 公司营业收入和利润规模持续快速增长; 公司开发项目主要分布在长三角地区等经济发展良好区域, 土地储备较充足, 且地块取得时间较早, 楼面价较低, 可保证一定的盈利空间; 公司开发产品注重品质, 强调产品的高性价比, 品牌知名度较高。同时, 联合评级也关注到公司所在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、项目开发周期较长、经营性现金流波动较大及资金需求压力较大等因素对公司信用状况产生的不利影响。

未来随着公司在建项目的开发完成和实现销售, 公司经营规模和盈利水平有望平稳提升。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次公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

#### 优势

1. 公司从事房地产开发二十余年, 项目开发和运营经验丰富, 在长三角地区具有较好的品牌效应; 同时公司启动多元化经营策略, 有利于分散业务风险。

2. 公司经营策略稳健, 重点在浙江等长三角经济发展良好地区进行业务开发; 公司重视产品品质, 强调产品的高性价比, 在区域或板块内具有较强的竞争力。

3. 公司土地储备及可售面积较丰富, 可支持公司未来几年的房地产发展需求。

4. 在国内房地产市场波动的情况下, 公司实现销售收入持续快速增长, 具备一定的抗

风险能力。

5. 2015年公司偿还较大规模债务，债务负担明显下降。

#### 关注

1. 房地产业面临全局性调整，虽然近期房地产政策出现放松迹象，但整体看房地产行业高速发展的阶段已经过去。公司作为大中型房地产开发企业，可能会受到房地产市场调整的影响。

2. 公司部分项目土地储备规模较大，项目开发周期较长，且土地储备集中在长三角等区域，存在一定的去库存压力和区域集中风险。

3. 公司长期借款于2017年到期比较集中，届时存在一定的兑付压力。

4. 未来公司项目开发尚需较大规模投资，存在较大融资需求。

#### 分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

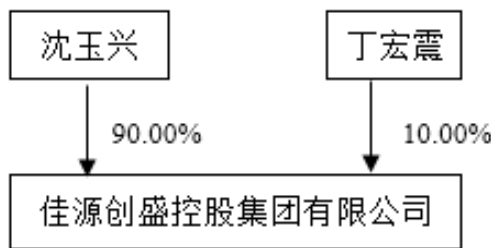


## 一、主体概况

佳源创盛控股集团有限公司（以下简称“公司”或“佳源创盛”）前身系成立于 1995 年 4 月 18 日的嘉兴足佳房地产开发有限公司，系浙江足佳贸易总公司和嘉兴市房地产开发公司共同出资设立，初始注册资本 500 万元。1996 年 4 月，浙江足佳贸易总公司将持有公司 90.00% 股权转让给桐乡市锦江实业有限责任公司。2000 年 12 月，桐乡市锦江实业有限责任公司将持有的公司 90.00% 股权转让给自然人股东王新妹。

后经多次增资以及股权转让后，2011 年 1 月，公司注册资本 5,800 万元，自然人沈玉兴持有公司 100% 股权。2015 年 9 月，股东沈玉兴对公司增资，公司实收资本变更为 15,800 万元。2015 年 9 月，公司增资至 17,555 万元，其中，自然人丁宏震出资 1,755 万元，持有公司 10% 股权；2015 年 10 月，公司名称变更为现用名。公司实际控制人为自然人沈玉兴。

图 1 截至 2016 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司营业范围为：实业投资；房地产开发、经营；投资管理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。截至 2016 年 3 月底，公司本部设事业一部、事业二部、事业三部、财务成本中心、人事行政中心、审计监察中心和资本运营中心等 7 个部门；公司拥有 44 家子公司，员工合计 3,446 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 356.47 亿元，负债总额 263.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）93.21 亿元，其中归属于母公司权益合计 79.51 亿元。2015 年，公司实现营业收入 110.15 亿元，净利润（含少数股东损益）10.88 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 9.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额 71.08 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.22 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 362.44 亿元，负债合计 266.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）95.63 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 81.55 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 25.90 亿元，净利润（含少数股东损益）2.42 亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计 2.05 亿元；经营活动现金流量净额为-2.22 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.92 亿元。

公司注册地址：浙江省嘉兴市南湖区巴黎都市总部办公楼 101 室；法定代表人：沈玉兴。

## 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“佳源创盛控股集团有限公司公开发行 2016 年公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券规模为不超过 35 亿元，期限为不超过 5 年（含 5 年），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种，分期发行。股东会授权董事会在发行前根据市场情况和公司资金

需求情况确定本次发行的公司债券的具体期限构成和各期限品种的发行规模。本次债券公开发行，发行对象为《公司债券发行与交易管理办法》认可的合格投资者。本次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。本次债券票面年利率将通过询价方式，由公司与主承销商协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率。

本次债券无担保。

## 2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金中 25 亿元拟用于偿还金融机构借款，剩余部分用于补充公司营运资金。为了提高资金使用效率，短期闲置的募集资金可用于购买保本型理财产品。

## 三、行业分析

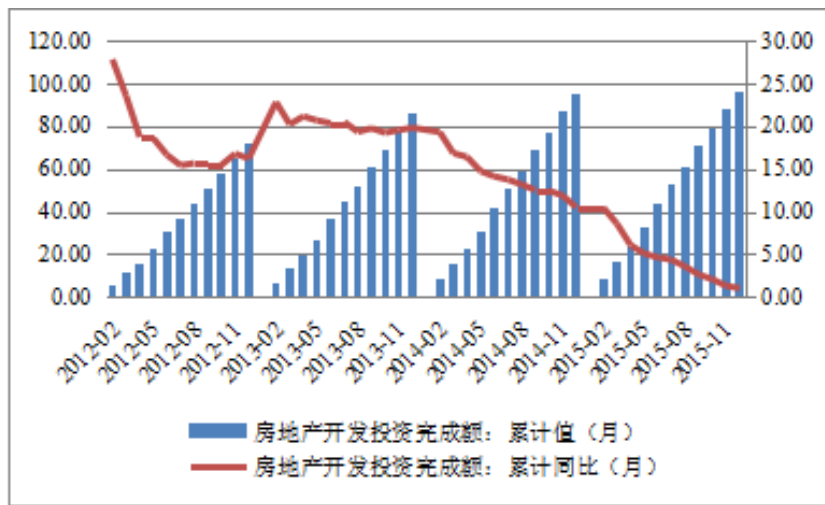
公司以房地产开发业务为主，收入来源几乎全部来源于房地产业务，属于房地产行业。

### 1. 行业概况

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，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。2011年以来，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场持续低迷。2012年，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。进入2013年，我国房地产市场景气度有所回升，2013年全年房地产开发投资86,013.38亿元，同比增长19.79%，增速同比提高3.6个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速持续减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，2014年全年房地产开发投资95,035.61亿元，名义同比增长10.49%，较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，增速较上年同期下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资64,595.24亿元，同比增长0.38%；办公楼投资6,210.00亿元，同比增长10.10%；商业营业用房投资14,607.00亿元，同比增长1.82%。

图 2 2012~2015 年全国房地产开发投资情况 (单位: 千亿元、%)



资料来源: wind 资讯

总的来看,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,自2014年起房地产业告别了高速增长态势,开发投资增速逐步放缓。

## 2. 市场供需

### (1) 土地供应状况

土地作为房地产的主要成本来源,主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响,其中,房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。中央政府通过信贷、融资审批等手段限制房地产企业融资能力,加之需求端的限购等政策,导致部分房地产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。

2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势,同时,随着三、四线城市库存日益饱和,房企逐渐回归一、二线城市。2013年受供应量增加影响,土地成交量较2012年增加,2013年全国300个城市共成交土地37,208宗,成交面积143,569万平方米,同比增加10%,其中住宅类用地涨幅较明显。2013年重点城市地价升高,2013年全国土地平均溢价率全面上涨,尽管多个城市采取竞配保障房等方式限制高价地产生,但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%,较上年同期上涨8个百分点。

2014年,受楼市渐冷传导,房企拿地日趋谨慎,直至四季度随着政策利好以及楼市升温,一线城市才出现反弹,但年末升温难改全年土地市场疲态。2014年全国100个城市土地供求量均有较大程度跌幅,土地供应面积及成交面积比2013年分别减少24%和26%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至11.75%;其中,住宅类用地平均溢价率为12%,较2013年同期下降7个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落,但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为1,234元/平方米,同比上涨6%。

2015年,土地市场整体下行,供应土地量和成交土地量分别为5.79亿平方米和4.68亿平方米,分别较上年下降11.74%和18.04%;2015年土地平均溢价率为16.81%,较上年增加5.06个百分点。

表 1 100 大中城市土地供应及成交情况 (单位: 亿平方米)

类别	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
供应土地占地面积	8.57	8.68	6.56	5.79

成交土地占地面积	7.31	7.75	5.71	4.68
成交土地占比	85.30%	89.29%	87.65%	80.83%
土地平均溢价率	7.02%	17.92%	11.75%	16.81%

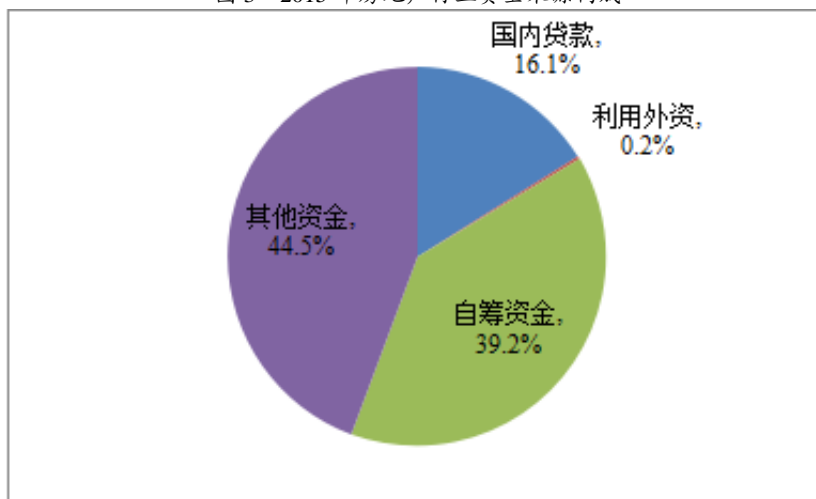
资料来源：Wind 资讯

总体看，在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑，但土地溢价率出现上涨。

### （2）开发资金来源状况

2014年，受需求面观望情绪浓厚、土地出让规模持续减少以及商品房成交量下降等因素影响，房地产行业开发资金来源中占比较大的自筹资金增速大幅减缓，开发资金规模结束了多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014年房地产开发企业本年资金来源121,991亿元，比上年减少0.1%，增速较上年下降26.6个百分点，其中，国内贷款21,243亿元，较上年增长8.0%；利用外资639亿元，增长19.7%；自筹资金50,420亿元，增长6.3%；其他资金49,690亿元，较上年减少8.8%。

图3 2015年房地产行业资金来源构成



数据来源：wind 资讯

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，央行多次降准降息，A股再融资活跃延续，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12.0%。在其他资金中，定金及预收款32,520亿元，增长7.5%；个人按揭贷款16,662亿元，增长21.9%。

总的来看，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但在央行“930新政”下，随着金融机构对个人住房贷款投放力度的加大，房地产企业资金压力有望获得一定缓解。

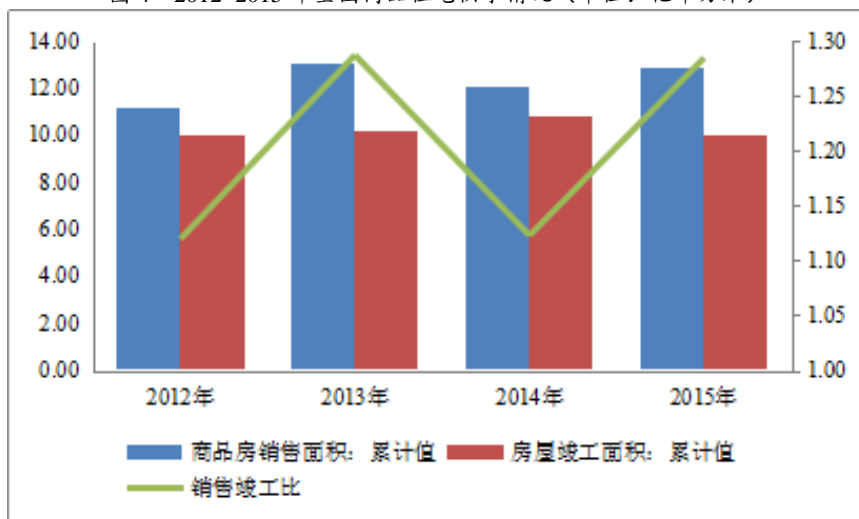
### （3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013年房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.02%；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，同比下降0.38%。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%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014年，住宅竣工面积107,459万平方米，同比增长5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

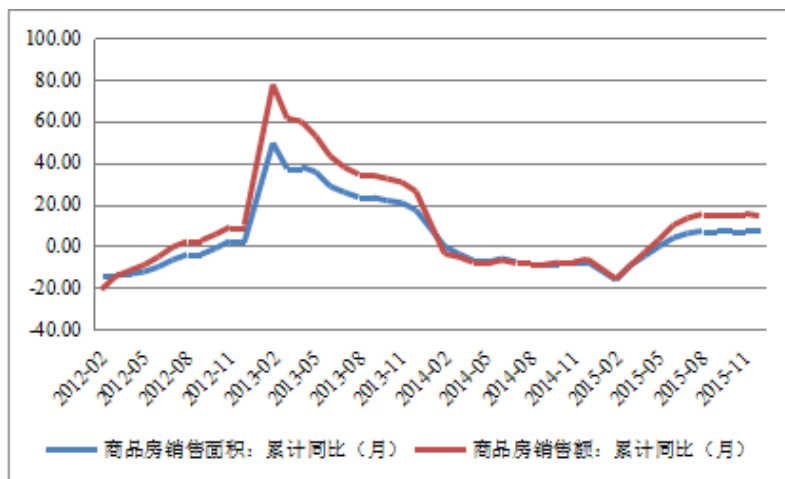
图4 2012~2015年全国商品住宅供求情况（单位：亿平方米）



数据来源：wind 资讯

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%；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%。从供给方面看，2015年，房屋竣工面积100,039万平方米，同比下降6.9%，降幅扩大3.4个百分点。其中，住宅竣工面积73,777万平方米，下降8.8%。

图5 2012~2015年全国商品房销售面积及销售额同比增速（单位：亿平方米、%）



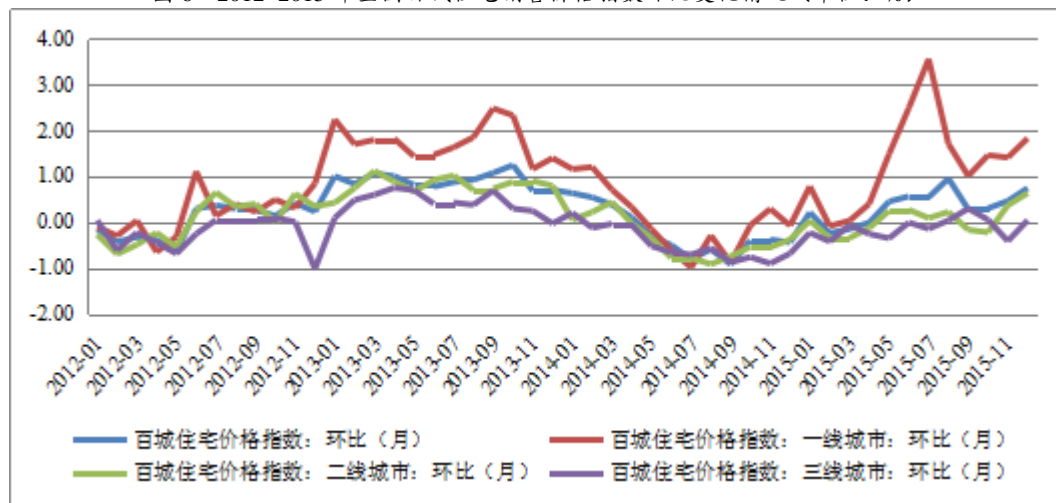
数据来源：wind 资讯

整体来看，房地产调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放，楼市逐步回暖趋势已基本确定。

#### （4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，同比下跌2.69%，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，环比跌幅扩大0.33个百分点，如下图所示。

图6 2012~2015年全国百城住宅销售价格指数环比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

2015年以来，房地产行业受到多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积明显回升，市场呈现回暖迹象。2015年12月，百城住宅平均价格为10,980.00元/平方米，同比增长4.15%，增速较上年同期增加6.84个百分点；环比增长0.74%。2015年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自2014年4月份以来连续12个月下跌，2015年5月份开始有所好转，11~12月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自2014年至2015年7月连续下跌，8月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，自2014年5月起持续下跌，而后随着多重宽松政策调增陆续出台和实施，房地产销售平均价格增速自2015年5月起由负转正，需求进一步释放；同时，不同城市房地产市场价格持续分化。

### 3. 竞争格局

从2003年至今，房地产市场已经走过了黄金10年，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。

进入 2014 年，行业集中度进一步提升。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 16.92%和 22.79%，分别提高了 3.20 和 3.91 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.44%和 13.65%，分别提高了 1.82 和 2.19 个百分点（详见下表）。2015 年房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大，其中一季度房企的销售情况并不乐观，从二季度开始逐步好转，三季度后一线和重点二线城市表现火爆、热销项目频现，为房企全年业绩作出了较大贡献。

表 2 2012~2015 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
前 10 大企业销售额占比	12.76%	13.72%	16.92%	16.87%
前 20 大企业销售额占比	17.62%	18.88%	22.79%	22.82%
前 10 大企业销售面积占比	7.72%	8.62%	10.44%	11.31%
前 20 大企业销售面积占比	10.38%	11.46%	13.65%	14.62%

资料来源：CRIC，中国房地产测评中心。

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，千亿房企阵营保持 7 家，2,000 亿房企增至 3 家，万科以 2,610 亿元的销售额稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 3 2015 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

备注：因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

#### 4. 行业政策

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。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。

2014年，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。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做

调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

表 4 近期主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014年9月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014年10月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015年3月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015年3月	央行、住建部、银监会发文下调二套房房贷首付比例
2015年3月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015年9月	央行、住建部、财政部发文再度下调二套房房贷首付比例
2015年9月	央行、银监会发文下调不限购城市首套房房贷首付比例
2015年9月	《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》
2015年10月	习近平主席主持召开中央财经领导小组第十一次会议，发表重要讲话提出“要化解房地产库存，促进房地产业持续发展”
2015年10月	全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策
2015年11月	公积金贷款再度放款，将允许发行住房公积金个人住房贷款支持证券，并可将公积金购买高信用等级固定收益产品；国家住房银行有望推出。
2016年2月	不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点
2016年2月	从2016年2月22日起，对个人购买家庭首套房和改善性住房的，按不同税率减征契税（不适用于北、上、广、深四城市）
2016年2月	国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见中提出，加快落实户籍制度改革政策；并鼓励引导农民在中小城市就近购房

资料来源：联合评级搜集整理

2015年，中央定调稳定住房消费，密集出台金融信贷政策，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，央行则五次降息降准。经此调整，一年期基准贷款利率下降至4.35%，均已处于历史低位。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。

2016年，财政部、国家税务总局、住房城乡建设部三部门联合发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，通知明确规定了最新房产契税政策。新房产契税政策自2016年2月22日起执行。2016年2月2日，央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例。其中，首套房的首付比例原则上最低为25%，各地可向下浮动5个百分点，同时，对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的再次购房最低首付款比例调整为不低于30%。上述政策的实行，有效降低了购房者的购房成本，对楼市需求有刺激作用。

总体看，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，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，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

## 5. 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。受近两年销售放缓影响，房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起始终保持负增长。

### 发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来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>1</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。2015年，房企融资环境明显改善，百亿房企公司债发行量持续提升，根据Wind资讯统计数据显示，截至2015年12月14日，上市房企总计发行公司债2,974.06亿元，与去年同期的153.97亿元相比，同比暴涨18倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

### 市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观。今年以来，已有重庆、福建等地提出促进房地产企业健康发展、加快去库存等相关措施。

### 房企利润率回归正常水平

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的土地成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。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。

### 中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力：万科、恒大、碧桂园、融创、远洋等实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购方式扩充资源，融创通过合作和直接收购两种主要方式，收购天朗、中渝置地、美联地产旗下部分优质地产项目，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

## 6. 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的前景是比较确定的。

<sup>1</sup>Wind 行业内标的公司：(成分股\*总负债) / (成分股\*总资产)。

### 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，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，如碧桂园、远洋、金地等企业在险资入主后，逐渐强化与其在财务、金融、养老、营销、轻资产运营等层面合作，积极探索新的增长基因。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，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，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，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。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会持续分化，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小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

## 7. 区域房地产发展情况

公司主要立足于经济发展状况良好、房地产市场较稳健的二三线城市，其中以浙江嘉兴、安徽合肥等地为主。区域房地产市场的情况对公司业务发展具有重要影响。

### 嘉兴市房地产发展情况

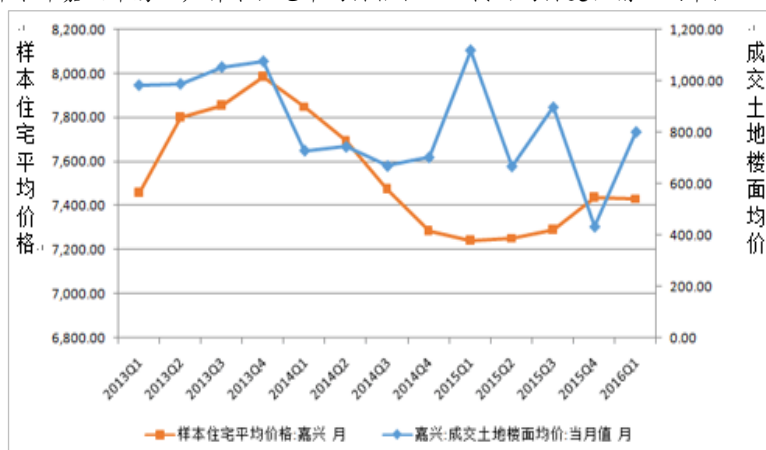
近年来，嘉兴市房地产市场呈现波动态势。2013~2015年，嘉兴市房地产开发投资完成额分别为510.83亿元、525.72亿元和458.41亿元，呈波动下降态势。

从土地供应情况来看，嘉兴市政府2015年加大土地供应控制力度，减少住宅土地供应，以期调控房地产市场。2012~2014年，嘉兴市住宅类土地供应面积分别为76.00万平方米、185.40万平方米和122.84万平方米。而2015年，嘉兴市住宅类土地供应面积仅为41.58万平方米。从成交楼面均价看，2013年嘉兴市土地成交楼面价为943.57元/平方米，2014年降至776.80元/平方米；2015年，嘉兴市楼面地价波动较大，约为1,411.22元/平方米。

从商品房销售情况来看，2015年，嘉兴市商品房销售面积640.63万平方米，同比增长28.80%；其中，住宅销售面积550.83万平方米，增长35.60%；办公楼销售面积18.36万平方米，同比增长19.40%；商业营业用房销售面积48.99万平方米，同比下降1.00%，均呈现较好的去库存态势。

从房地产样本住宅平均价格来看，2013年，嘉兴市住宅平均价格呈回升态势，最高达到8,000元/平方米；进入2014年，房价有所下降趋势，并保持在7,200元/平方米左右。伴随2015年国家出台多项利好政策，嘉兴市样本住宅价格回升至7,400元/平方米。

图7 近年来年嘉兴市房地产样本住宅平均价格和土地楼面均价变化情况（单位：元/平方米）



资料来源：Wind 资讯

截至 2016 年 2 月底，嘉兴市区商品房可售面积为 661 万平方米，去化周期 28.7 个月，其中商品住宅可售面积 323 万平方米，去化周期超过 18 个月，较年初已有一定的下降。但嘉兴市房地产市场库存规模仍处于较高水平，存在一定的去化压力。

在政策方面，嘉兴市政府加大住房公积金放贷力度，上调公积金贷款最高额度，取消外籍户口人员在嘉兴购房贷款必须有交满一年社保证明相关规定等措施以加速嘉兴市房地产业库存去化。

总体上看，嘉兴市住宅地产市场主旋律为“以价换量”，伴随政策利好，住宅成交价格略有回升；嘉兴市房地产新开工面积等均呈下降趋势，预计未来仍将去库存为主旋律。

#### 合肥市房地产发展情况

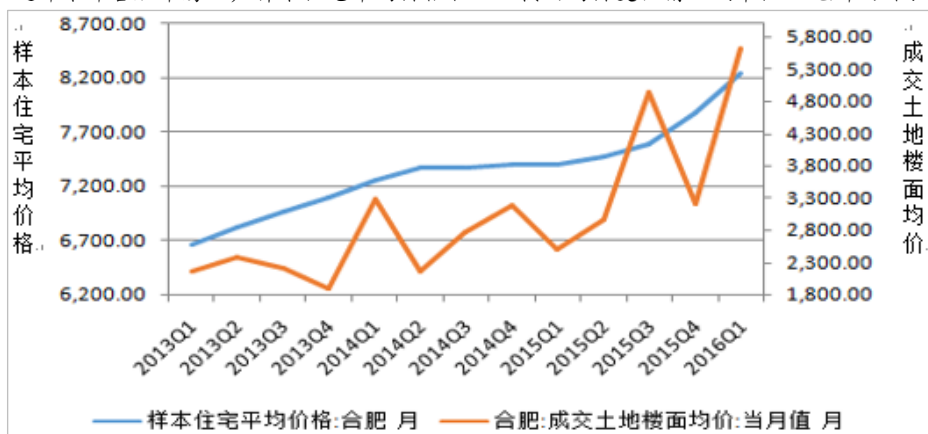
近年来，合肥市房地产市场呈现比较好的增长态势。2013~2015 年，合肥市房地产开发投资完成额分别为 1,105.81 亿元、1,127.35 亿元和 1,259.14 亿元，同比增长率分别为 16.60%、6.00% 和 11.70%。

从土地供应情况来看，2013~2015 年，合肥市住宅类土地成交量保持平稳，分别为 457.24 万平方米、427.35 万平方米和 331.57 万平方米，对应建筑面积分别为 1,364.26 万平方米、1,261.35 万平方米和 929.39 万平方米。楼面价格方面，2013~2015 年，合肥市住宅用地年均楼面价分别为 2,434.61 元/平方米、2,842.21 元/平方米和 3,269.63 元/平方米，整体呈现持续上升趋势。

从销售面积来看，2013~2015 年，合肥市商品房销售面积分别为 1,451.69 万平方米、1,326.22 万平方米和 1,589.21 万平方米，呈波动增长态势。从样本住宅价格来看，合肥市房地产市场价格并未受到全国房地产市场变动影响，2013~2015 年，基本呈现平稳增长态势，从 2013 年的 7,094 元/平方米小幅增长至 2015 年底的 8,000 元/平方米。同时，截至 2015 年底，合肥市商品房待售面积合计 259.93 万平方米，以当年月均销售量来看，仅能支持两个月需求，可见合肥市房地产市场处于比较健康状态。

受益于房地产市场的利好政策，合肥市房地产市场持续升温，进入 2016 年，合肥市住宅销售价格持续上升，截至 2016 年 5 月底，样本住宅平均价格达到 9,075 元/平方米。

图 8 近年来年合肥市房地产样本住宅平均价格和土地楼面均价变化情况（单位：元/平方米）



资料来源：Wind 资讯

在房地产持续升温的背景下，合肥市土地管理委员会 2016 年度第四次主任(扩大)会议上透露，对房地产市场出现的新情况、新特点，各相关部门要密切关注房地产市场变化，积极储备调控政策，保持市场调控定力，确保房地产市场平稳健康发展，杜绝大起大落、大冷大热。

总体上看，合肥市房地产库存规模较小，房地产市场持续升温；但可能面临一定的调整风险。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

公司是一家以房地产开发为核心业务，以规划设计、建筑施工、物业服务、酒店管理、商业管理等为配套产业，同时拥有国家房地产开发与物业管理一级资质的集团型企业。截至 2016 年 3 月底，公司已累计开发各类项目 51 个，累计开发面积逾 1,388.37 万平方米，开发区域涵盖了浙江、上海、江苏、安徽、河南、山东、辽宁、湖南、广东、广西、云南、四川、天津等 14 个省（自治区、直辖市）的 44 座城市，开发物业既包括了从公寓到别墅的各类型住宅物业，也包括酒店、社区商业以及新市镇商业综合体等商业物业。

历经 20 余年的发展，公司始终注重产品品质，目前已经形成了“三代产品、四大系列、五大特色户型”的住宅产品体系，运作了“越秀花园”、“巴黎都市”、“英伦都市”、“罗马都市”、“佳源广场”、“佳源中心广场”等高品质住宅及商业综合体项目。公司强调开发的住宅产品在三线城市该市范围内、二线城市该区域内、一线城市该板块内的高品质与高性价比；开发的住宅产品品质比较突出，主要表现包括：使用“人在花中游，车在地下走”的人车分流理念；住宅酒店入户门厅采用大堂式精装修；阳光、美观、多功能的地下车库；景观设计强调“树大、绿多、花丛、起伏”等特点。在商业地产方面，规划设计上，公司采用双首层“立体商业”模式，使二层商业“一层化”。

经过 20 年的发展，公司逐步形成核心竞争力：即准确的产品定位能力、成熟的多项目管理能力、快速复制的标准化作业和完善的售后服务体系。自 2009 年以来，公司已连续入围中国房地产百强企业，百强排名逐年稳步上升，2013 年首次荣膺中国房地产开发企业 50 强排名第 48 位，2014~2016 年继续入围中国房地产开发企业 50 强，分别排名第 47 位、44 位和 40 位。同时，自 2013 年起，公司已连续三年位列地产开发企业品牌价值 50 强（由中国房地产业协会、中国房地产研究会、中国房地产测评中心三家单位联合主办的中国房地产企业品牌价值测评成果发布会暨房地产品牌发展高峰论坛发布），2015 年品牌价值达到 50.35 亿元。



总体上看，公司具有丰富的房地产开发经验和开发实力，产品品质突出，具有较强的竞争力。

## 2. 人员素质

截至 2015 年底，公司共有董事长、董事、监事和高管团队总经理及各职能中心和事业部总经理共计 12 人。公司管理人员均具有较为丰富的房地产行业工作经验，且多数在公司工作多年，高管团队较稳定，在一定程度上保障了公司经营与决策活动的持续性与稳健性。

公司董事长沈玉兴先生，1959 年 1 月出生，大专学历，高级经济师。1979~1983 年，担任浙江足佳制鞋工业公司厂长；1983~1985 年，担任桐乡市青石乡党委书记；1985~1988 年，担任嘉兴市乡镇企业局副局长；1988~1991 年，担任嘉兴市驻深圳办事处主任；1995 年 4 月至今任公司董事长。

公司总经理周军先生，1957 年 11 月出生，大专学历，工程师。1975~1993 年，任浙江省长广集团房产科科长；1993~2001 年，任浙江嘉兴同创房地产开发公司副总经理兼工程部经理；2001~2002 年，任嘉兴足佳房地产开发有限公司工程部经理；2002~2007 年，任连云港市五恒房地产开发有限公司、江都广源房地产公司总经理；2007~2011 年，任嘉兴市金地房地产置业有限公司副总经理；2011 年 12 月至今嘉兴市金地房地产置业有限公司总经理，现任公司总经理。

截至 2016 年 3 月底，公司员工总数 3,446 人。从教育程度看，大学本科及以上学历 426 人，占员工总数的 12%；大学专科学历 778 人，占员工总数的 23%；大专及以下学历 2,242 人，占员工总数的 65%。从岗位情况上看，生产人员 2,033 人，占员工总数的 59%；销售人员 417 人，占员工总数的 12%；技术人员 486 人，占员工总数的 14%；财务人员 125 人，占员工总数的 4%；行政人员 385 人，占员工总数的 11%。公司员工结构比较合理，能够满足公司经营需要。

总体来看，公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验，整体素质较高；公司员工结构合理，符合行业特点。

## 五、公司管理

### 1. 治理结构

公司依据《公司法》和《公司章程》的相关规定，设立了股东会、董事会、监事会，行使公司的决策权、经营管理权和监督权。

股东会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划等。

董事会是公司的常设决策机构，对股东会负责，执行股东会的决议，对公司经营活动中的重大事项进行审议并做出决定，或提交股东会审议。董事会由五名董事组成，设董事长一人。董事每届任期3年，任期届满经委派可连任。

监事会是公司的监督机构，负责对董事、高级管理人员的行为及公司的财务进行监督。监事会由三名监事组成，设主席一名，由监事过半数以上选举产生，并设职工代表一名。监事的任期每届为三年，连选可以连任。

公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动。

总体看，公司法人治理结构较完善。

### 2. 管理体制

公司根据所处行业、经营方式等特点，结合公司业务具体情况，在建设施工、安全质量、经营管理、财务会计等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的各个环节。在职能部

门设置上，公司本部设事业一部、事业二部、事业三部 3 个事业部；并设财务成本中心、人事行政中心、审计监察中心和资本运营中心 4 个职能中心。

公司制定了总体管理制度，在授权管理、人事、项目前期管理、设计管理、工程管理、营销管理、商业管理、物业管理、财务管理等多方面制定了详细管理制度。

在项目管控方面，公司分业务区域设置三个事业部，主要对下辖公司开发运营全过程进行管控、督促和指导。各事业部负责对下辖公司项目进度、质量、成本、安全进行检查并监督落实，核定下辖公司的年度设计、工程、销售、回笼指标，并监督落实。

在重大投资方面，公司制订了相关投资论证流程制度，明确了公司投资的基本策略、可行性分析的研究方法、决策权限与程序。公司在选择投资项目时，重点关注项目的预期收益及经营风险，通过严谨的市场调研、销售预测、成本测算，把控项目中的可能风险点。各项目经项目投资决策会后，由集团总部进行决策，在 3 日内确定拿地意向，由董事长确定土地价格上限。

在工程管理和成本控制方面，公司规定，对统一采购的材料设备，子公司须对材料设备的质量、数量等承担验收责任；对子公司自行采购材料设备，子公司应在每季度发布的信息价以内采购，并严格进行验收。工程管理及材料采购必须坚持优质优价原则，不得突破目标成本。

在财务管理方面，公司对财务管理、资金管理和成本管理均制定相关要求。预算管理方面，公司通过编制月度、季度和年度的生产经营、资本及财务预算等实施预算管理控制；公司在年末对上一年度的经营计划执行结果进行考核，并制定下一年度的经营计划，将主要经营指标分解至各项目公司。资金管理方面，公司要求制定年度、季度、月度的资金计划，编制实际资金使用情况报表，监控售房款的收取工作，核对应收及已收房款明细表等。

在资金管理方面，公司财务成本中心以“集中管理、统一调度、有偿使用、自求平衡”为管理原则对资金业务实行统一管理；对现金流进行管理，盘活公司沉淀资金，提高资金使用效率，降低资金成本，规范和提升公司的资金运营管理水平。

在内部审计方面，公司设置审计监察中心作为公司审计工作的领导机构与执行机构。公司内部审计实行自我约束、自我监督机制的内部管理流程和规则，通过对各职能中心及各事业部的经济活动的真实性、合理性及效益性进行的审查和评价，以维护资产保值、增值，维护股东利益，改善经营管理水平，提高经济效益。

总体看，公司内部管理制度较为健全，财务制度规范，公司整体管理运作情况良好。

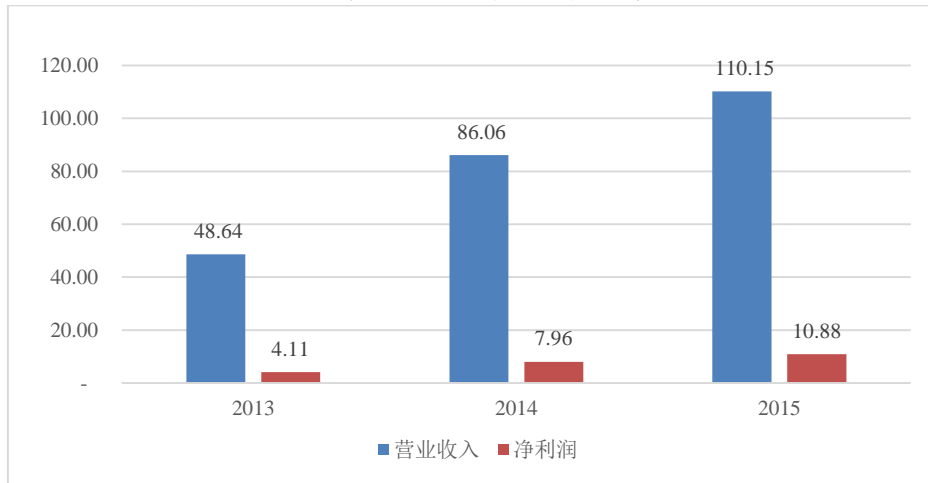
## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司的主营业务为房地产开发销售。近三年来，公司房地产开发销售板块一直保持较大的收入规模，且保持了持续增长；公司主营业务毛利率较高，主营业务突出且稳定。

伴随公司项目开发竣工结转收入，2013~2015年，公司营业规模迅速扩大，营业收入年均复合增长率为50.48%；同期，净利润的复合增长率为62.74%。2015年，公司实现营业收入110.15亿元，较上年增长27.99%，主要系公司前期预售的开发产品由预售结转至收入，且2014年以来公司采取小地块快周转策略所致。具体情况如下图所示。

图9 公司近三年营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从营业收入的区域构成来看，公司的营业范围主要集中于浙江、安徽和江苏等地区，其中由于2015年6月公司将江苏区域子公司转让给南京港源投资咨询有限公司（以下简称“南京港源”，为公司同一实际控制人控制的企业），故2015年的相关数据不含江苏地区。同时，伴随公司在合肥开发项目结转收入，2015年，该区域收入明显增长至45.19亿元。

表5 2013~2015年公司营业收入分地区情况（单位：亿元）

地区	2013年	2014年	2015年
浙江	15.01	53.80	41.82
上海	0.10	0.01	2.92
安徽	2.07	2.06	45.19
其他	3.48	5.16	20.21
江苏	27.99	25.03	--
合计	48.64	86.06	110.15

资料来源：公司提供

从主营业务收入来看，近三年房地产收入板块收入分别为46.31亿元、83.20亿元和107.36亿元，占比分别为95.41%和97.01%和97.72%，收入占比较高且较为稳定；此外，公司的主营业务板块还包括建筑施工收入、建筑设计收入、物业费及停车费和租金收入，虽然占比较低，但是有效地拓宽了公司收入来源，增强了公司收入的多样性，有利于分散风险。其中，公司租金收入2014年以来规模增加较快，主要系公司自持物业逐步增多所致。

从毛利率来看，近三年房地产收入毛利率分别为25.96%、23.16%和23.04%，略有下降，但整体保持稳定。其他业务板块收入规模不大，对公司盈利影响有限。受公司房地产业务毛利率小幅下降影响，公司主营业务收入毛利率小幅下降至23.88%。公司的房地产项目主要位于长三角地区，经济较为发达且城镇化进程较快，有效的保持了经营的稳定性。

表6 近三年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013年			2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产收入	46.31	95.41	25.96	83.20	97.01	23.16	107.36	97.72	23.04
建筑施工收入	0.27	0.56	-21.18	0.46	0.53	-6.59	--	--	--
建筑设计收入	0.67	1.37	17.04	0.50	0.58	16.32	0.12	0.11	26.20

物业费及停车费	0.42	0.86	3.29	0.46	0.54	15.13	1.05	0.95	15.92
租金收入	0.87	1.80	100.00	1.14	1.33	100.00	1.33	1.21	97.69
<b>合计</b>	<b>48.54</b>	<b>100.00</b>	<b>26.71</b>	<b>85.77</b>	<b>100.00</b>	<b>23.94</b>	<b>109.86</b>	<b>100.00</b>	<b>23.88</b>

资料来源：公司提供

2016年1~3月，公司实现营业收入25.90亿元，是2015年全年的23.51%；实现净利润2.42亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.05亿元。

总体看，公司的营业收入受房地产行业经济周期的影响较小，实现快速增长；公司主营业务突出，毛利率小幅下降，但整体保持稳定。

## 2. 土地储备情况

从拿地策略来看，公司在以前年度取得的部分项目土地规模较大；进入2014年，公司拿地策略适当调整，以小盘快速开发的土地储备为主。公司土地区位定位于城市未来发展空间区域，与政府及相关发展规划相符合，并与人口流动方向保持一致。从土地储备的拿地经济指标来看，公司要求相应的利润率测算指标，对于省会城市至少要保证15%的利润率；能够保证10个月即可开盘；对于人口和经济不足以支撑商品房建设的城市，公司不予拓展。目前来看，公司现有的土地储备由于购置时间较早，土地成本较低；部分项目规模较大，开发周期较长。

从土地成本的控制来看，由于土地价格在开发成本中所占比例较大，因此土地的价格和获取方式对于能否达到预期的成本和效益至关重要。一方面，公司实行标准化设计和标准化成本。第三代住宅产品和商业综合体均实行标准化产品设计，在标准化产品的基础上，制定公司不同产品的目标成本，每年根据产品的优化和市场行情的变化调整公司的目标成本；另一方面，项目公司在前期调研阶段，在做好市场预测的基础上做好经济效益测算，在满足效益目标的前提下做好土地获得的限价，控制土地取得的成本。总体看，公司实行总部层面的产品标准化策略和目标成本管控，有利于控制土地成本。

从土地储备获取的内部流程来看，首先，对于确定竞拍（或其他方式获取）的项目，项目公司需事先对招拍挂文件中的经济指标和挂牌条件等进行审核，准备竞买资料并完成《项目可行性研究报告》，事业部和人事行政中心协助。其次，上报投资决策委员会，经项目投资决策委员会半数以上通过后，根据项目投资决策会内容，确定《项目责任书》内容。对于招拍挂项目，新项目竞买报名截止日前2日内，由房产公司总经理与事业部签订《项目责任书》，在签订《项目责任书》后方可参与竞买；对于非招拍挂项目，在签订《股权转让协议》前2日内，由项目公司总经理与事业部签订《项目责任书》，在签订《项目责任书》后方可签约。最后，竞买地块成功后，项目公司负责签订《国有土地使用权出让合同》，并报事业部综合管理部备案。

从土地储备获取方式来看，公司土地储备基本通过“招、拍、挂”方式获得，以单独开发为主。在购置价值高且需要即时付款的土地时，公司会与其他开发商合作开发以减轻资金压力。

近三年，公司土地储备规模波动较大，同时，拿地区域则逐步从浙江省扩展至安徽合肥、上海周边及杭州余杭等二线甚至一线城市。具体来看，2013~2015年，公司分别取得土地储备137.17万方平方米、20.88万平方米和3.45万平方米，呈明显下降趋势；楼面单价呈波动趋势，分别为1,454.62元/平方米、631.08元/平方米和1,421.00元/平方米，主要系当年取得项目具体情况不同所致。2013年，公司取得部分经济重镇商业地块，系当地政府招商引资项目，可提供土地价格优惠，使得当年取得土地规模大且单价较低；2014年，考虑到前期拿地规模足以支持近年开发，且经济环境有所变化，公司减少拿地力度，共取得嘉兴、平湖九龙山等三块地块，且取得部分优惠政策，从而使得楼面单价有所下降。2015年，公司进一步降低拿地规模，仅取得嘉兴地区的一块土地，楼面价为1,421.00元/平方米，规划建筑面积为8.84万平方米。2016年1~3月，公司取得桐乡市一块土地，

主要用于住宅建筑项目，楼面地价1,841.44元/平方米，规划建筑面积为14.48万平方米。

由于公司前期取得地块单体规模一般较大，公司采用滚动开发模式。截至2016年3月底，公司土地储备规划建筑面积合计708.27万平方米，其中尚未开发的土地规划建筑面积合计476.87万平方米；取得时间分布于2008年至2015年。从公司存量土地储备项目购入的类型看，公司在2013年前取得的土地以住宅和商业为主；公司在2013年后取得的土地则加入了办公类储备；2014年开始，公司注重开发改善型住房。目前，公司存量土地基本情况如下表所示：

表 7 近三年公司土地储备获取情况（单位：万平方米，万元，元/平方米）

项目	2013年	2014年	2015年
土地储备	137.17	20.88	3.45
购地支出	505,756.26	31,012.11	12,190.86
土地单价	3,687.13	1,485.38	3,536.98
楼面单价	1,454.62	631.08	1,421.00

资料来源：公司提供

表 8 截至 2016 年 3 月底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

序号	项目名称	地理位置	土地取得时间	物业类型	占地面积	规划建面	楼面地价	尚未开发的土地面积	尚未开发的建筑面积	享有权益
1	佳源悦城（佳源中心广场）	越城区	2013年2月	住宅、商业、办公	16.29	52.55	3,630.57	9.78	32.86	100.00
2	桐琴佳源中心广场二期	武义县桐琴镇	2013年3月	住宅、商业	4.14	9.85	780.00	2.28	6.49	100.00
3	上海江南清漪园二期	南汇惠南镇	2009年10月	住宅	3.24	7.78	3,806.57	3.24	7.78	100.00
4	柘林佳源广场	奉贤区柘林镇	2013年6月	住宅、商业、办公	15.77	43.75	2,348.00	10.66	29.55	100.00
5	东方都市	海宁市区硖石街道	2013年5月	住宅、商业	7.14	10.76	2,592.12	5.79	8.68	80.00
6	公园一号·佳源中心广场	湖州南浔	2010年12月	商业	2.93	10.92	309.70	2.93	10.92	100.00
7	公园一号·凯旋宫	湖州南浔	2011年5月	住宅、商业	7.26	22.71	1,802.12	2.46	7.13	100.00
8	英伦都市	雒城镇五峰村	2010年12月	住宅	8.31	24.21	2,222.92	4.00	15.53	100.00
9	城市花园	新都	2008年5月	住宅、商业	19.71	50.00	134.10	5.09	8.61	100.00
10	罗马都市	衡阳市珠晖区	2011年8月	住宅、商业	34.25	133.74	407.14	29.40	122.95	50.00
11	佳源都市	即墨市	2011年4月	住宅、商业	26.09	71.61	1,401.29	8.39	25.25	40.00
12	巴黎都市	抚顺市东洲区	2011年7月	住宅、商业	24.45	85.35	380.29	17.73	64.99	100.00
13	合肥佳源巴黎都市佳源广场	滨湖新区	2013年12月	住宅、商业、办公	9.78	61.24	870	9.48	59.90	100.00
14	合肥佳源巴黎都市美泉宫	滨湖新区	2013年12月	住宅、商业、办公	11.20	37.41	3,496.14	10.44	28.91	100.00
15	蚌埠明源东方都市	蚌山区	2012年9月	住宅、商业	21.02	66.26	523.54	6.93	37.91	100.00
16	百色城市花园	百色市	2008年1月	住宅、商业	19.07	20.13	205.25	1.80	9.41	100.00
	<b>合计</b>				<b>230.63</b>	<b>708.27</b>	--	<b>130.39</b>	<b>476.87</b>	--

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备成本管控较为严格，保证预算利润空间。公司近两年以来已经开始逐

步转变发展策略，以快周转为主要经营模式，土地储备开始转向小地块；虽公司拿地节奏明显减缓，但目前土地储备规模仍属较大，可支撑公司未来一段时间的开发需求。

### 3. 项目开发

公司采用总公司、事业部、项目公司的三层管理架构。

公司主要专注于高品质物业的开发，具有较为完整的物业开发体系和均衡的产品组合，产品涵盖中高端物业住宅、酒店和购物中心等多种类别的产品。其中，公司通过高层与别墅、排屋相搭配的形式，形成了多样化的产品组合并且有效降低了成本。

#### 土建招标及采购

公司在项目开始之前进行市场分析与成本分析的前期基础性工作，拿地后约5~10个月进行开盘预售；在项目竣工前期进行物业与客服的配套业务板块的跟进建设。公司通过上述的开发模式有效提升存货周转能力，加快资金周转。同时，面对较短的项目开发周期，公司对行情的判断更加准确，可合理根据短期行情的判断来决定项目投资，降低公司经营风险。物业和客服的配套设施跟进为公司的品牌积累了良好的口碑。

从土建招标管理来看，公司采用关联企业安徽省佳源建设工程有限公司、嘉兴大源建筑工程有限公司等建筑配套公司（一级承包资质）和外部公司相结合的方式。对于受同一控制人控制的关联建筑企业，公司更易把控建设成本和工程进度，有利于发挥产业链优势；而对于外部建筑承包商有特定的长期战略合作伙伴，如：深圳广田股份有限公司、中铁八局等知名品牌，以保证施工和装修的质量。

从原材料及设备采购来看，公司采用集中采购和自行采购相结合的方式，其中，电梯、面砖、鼓风机等主要是集中采购，其余由项目公司自行采购。

从成本控制来看，项目目标成本的设定及签订项目开发责任书是主要的控制手段。项目公司根据总公司目标成本及项目所在地的实际情况进行测算，确保制定的项目目标成本具有可实现性。项目公司做好当地成本的调研，根据当地的成本水平、总公司的成本数据及项目的产品系列和定位，做好项目成本的测算，通过顺算和倒推相结合确定项目目标成本，最后总公司与项目开发团队签订责任书，确保项目目标成本的实现。

#### 产品定位

公司根据各地实际情况，以多样化的产品应对市场，设计合理的户型，并控制总价，迎合客户的需求。为了在行业中增加竞争优势，公司同时推出低密度的排屋和别墅产品，与周边同类型的竞争产品区别开。此外，公司在楼盘绿化、房屋内部配套、公共区域设置（人车分流、阳光车库）、物业服务等多方面实现差异化竞争，着力增加开发项目产品的附加值。

从产品类型来看，公司强调开发的住宅产品在三线城市该市范围内、二线城市该区域内、一线城市该板块内的高品质与高性价比。公司住宅产品主要以“花园、都市、城、一号”四大系列为代表，新市镇商业综合体（CTD）以“佳源中心广场”为代表。

经过20余年的发展，公司已经开发四代产品系列，其中，第一代住宅产品以“越秀花园”为代表，以满足并改善基本居住、生活功能为目标；第二代产品则以“巴黎都市”为代表，以高端产品为定位，规划“人在花中游，车在地下走”的人车分流，打造酒店大堂式精装修双入户门厅，阳光、美观、多功能的地下车库，以及“树大、绿多、花丛、起伏”的园林景观设计；第三代产品则以“罗马都市、英伦都市”为代表，在第二代产品基础上，强调教育、公园及广场的重要性，打造“入口像酒店，地下像景区、地面像公园，铺装像图画，服务像空姐，影响像明星”的产品。

2015年，公司制定了第四代产品标准大纲，以“优优城南”为代表，适应互联网时代用户思维的需求，融入绿色环保、定制家装、智能家居、生活服务、社区养老等元素。

从开发项目来看，公司前期开发项目主要为大型项目，面积较大，土地升值空间较大，并且大型项目有利于深入开发，提升后续服务和管理水平。公司从第四代产品（优优花园）开始，开发项目主要为小型项目，单体建筑面积规模较小，转而开发第四代产品主要是因为考虑到土地价格上涨空间有限，大宗土地成本较高，开发小块土地有利于实现快周转，可在1年内回收成本。

为保证工程质量，公司采用项目公司自行管理为主，事业部进行不定期、不间断地抽查的方式来控制质量。其中，在施工过程中，监理工程师跟踪监控施工单位的工序作业过程，一般工序采用巡视、平行检验方式，重要部位、关键工序（基础、结构、防水等）采取见证、旁站方式，发现施工单位的错误做法、不当操作或缺陷，及时责令施工单位纠正。同时设计工程部参与监理工程师的日常巡视工作，确保及时掌握现场的质量情况；在室内装修过程中，公司采用“样板引路管理”法则，即在大面积施工前，先由施工单位按设计及设计工程部要求在现场做小规模施工样板，经确认后再大面积施工，保证质量满足设计效果，避免返工。

### 项目开发情况

从项目开发数据来看，公司房地产开发的规模较大，处于建设阶段的项目数量稳中有升。受2015年公司将江苏区域子公司转让影响，2013~2015年，公司新开工面积持续下降，从新开发项目类型来看，2013年，公司新开工11个建设项目，主要包括合肥巴黎都市、上海柘林佳源名城、绍兴佳源悦城及海宁佳源中心广场等，新开工面积达356.89万平方米；年末在建面积747.27万平方米，分布于43个项目，年内4个项目交付，竣工面积237.45万平方米。2014年，公司新开工6个建设项目，主要包括嘉兴优优花园、上海小城等项目，新开工面积268.80万平方米；年末在建面积778.77万平方米，施工面积持续上涨，年内3个项目竣工，竣工面积237.30万平方米，基本保持不变，公司整体开发规模扩张较快。2015年，公司新开工8个项目，主要包括桐琴佳源中心广场二期、合肥佳源巴黎都市、佳源广场和嘉兴优优城南等项目，新开工面积达219.81万平方米；年内8个项目交付，竣工面积194.37万平方米；由于江苏区域子公司于2015年6月转让给南京港源，故2015年运营数据不含江苏9家公司，2015年底公司在建面积减少至453.09万平方米。2016年1~3月，公司新开工项目为桐乡优优花园项目，新开工面积达14.48万平方米；截至2016年3月底，公司已有4个项目交付，竣工面积55.31万平方米；截至2016年3月底，公司在建项目共30个，在建面积为412.26万平方米，具体情况见下表。

表9 2013~2016年3月公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2013年	2014年	2015年	2016年1-3月
新开工面积	356.89	268.80	219.81	14.48
竣工面积	237.45	237.30	194.37	55.31
在建面积	747.27	778.77	453.09	412.26

资料来源：公司提供

注：因江苏区域房产公司于2015年6月转让给南京港源，故2015年运营数据不含江苏区域被收购的9家公司。

从公司在建项目来看，截至2016年3月底，公司在建项目总数30个，总建筑面积951.55万平方米，可售面积724.69万平方米；计划总投资475.51亿元，已投资271.69亿元，尚需投资203.82亿元。从公司在建项目投资计划来看，公司存在一定的资金支出压力。同时，公司在建项目总建筑面积较大，未来可售面积较大，预期可以为公司带来较为可观的销售收入；但考虑公司在建项目已售比例大多低于工程进度比例，公司也面临一定的去化压力。

表10 截至2016年3月底公司在建地产项目基本情况（单位：万平方米、%）

序号	项目名称	区域	总建筑面积	可售面积	工程进度	已竣工面积	已销售面积	待售面积
1	桐乡罗马都市	桐乡梧桐街道	63.60	47.87	73.00	41.48	37.68	10.19
2	嘉兴英伦都市	嘉兴市南湖区	26.77	18.37	78.00	17.94	12.56	5.81
3	长安佳源中心广场	长安高新区	15.78	13.52	87.00	10.13	7.42	6.10
4	嘉兴东方都市	嘉兴市科技城	44.31	30.17	89.00	33.19	22.76	7.41
5	嘉兴优优花园	嘉兴市经济开发区	11.31	8.08	75.00	5.15	6.82	1.26
6	安吉佳源中心广场	安吉城北	15.57	12.85	87.00	8.17	4.63	8.22
7	佳源悦城	绍兴越城区	52.55	36.62	45.00	15.09	11.35	25.27
8	桐琴佳源中心广场一期	武义县桐琴镇	18.35	14.96	90.00	8.70	4.66	10.30
9	桐琴佳源中心广场二期	武义县桐琴镇	9.90	8.50	27.00	--	0.65	7.85
10	上海柘林佳源名城	奉贤区柘林镇	40.00	28.00	33.00	11.53	4.64	23.36
11	汇景华庭	奉贤区四团镇	9.07	5.66	80.00	--	0.98	4.68
12	佳源名城一期	杭州余杭区	12.51	9.69	73.00	--	5.27	4.42
13	佳源名城二期	杭州余杭区	9.33	7.23	20.00	--	2.79	4.44
14	东方都市一期	海宁市区硖石街道	11.33	7.27	95.00	7.23	6.20	1.07
15	东方都市二期	海宁市区硖石街道	6.86	5.04	35.00	--	1.19	3.85
16	东方都市三期	海宁市区硖石街道	28.15	20.81	5.00	--	--	20.81
17	公园一号.凯旋宫	湖州南浔	22.84	16.84	70	15.09	4.91	11.93
18	城市花园	邵阳新邵区	50.00	42.97	73.00	39.40	28.00	14.97
19	名人国际	邵阳大祥区	29.08	24.70	55.00	15.90	10.09	14.61
20	罗马都市	衡阳市珠晖区	133.74	100.50	19.00	0.42	1.65	98.85
21	佳源都市	即墨市	52.18	35.11	65.00	29.62	22.61	12.50
22	巴黎都市	抚顺市东洲区	80.00	58.16	32.00	14.12	6.48	51.68
23	合肥佳源巴黎都市波旁宫	合肥滨湖新区	36.00	26.89	75.00	16.93	25.47	1.42
24	合肥佳源巴黎都市佳源广场	合肥滨湖新区	48.90	41.56	10.00	--	--	41.56
25	湖州 10k 项目	湖州南浔	8.6	8.43	10.00	--	--	8.43
26	百色城市花园	百色市	50.12	43.19	70.00	35.64	28.73	14.46
27	滨湖 14 号项目	合肥滨湖新区	33.58	28.93	0.00	--	2.07	26.86
28	上海南汇项目	上海南汇惠南镇	7.78	5.95	0.00	--	--	5.95
29	嘉兴优优城南	嘉兴经济开发区	8.86	6.76	10.00	--	0.61	6.15
30	桐乡优优花园	桐乡市梧桐街道	14.48	10.06	10.00	--	--	10.06
<b>合计</b>			<b>951.55</b>	<b>724.69</b>	<b>--</b>	<b>325.73</b>	<b>260.22</b>	<b>464.47</b>

资料来源：公司提供

注：因江苏区域房产公司于 2015 年 6 月转让给南京港源，故 2015 年数据不含江苏区域被收购的 9 家公司。

表 11 截至 2016 年 3 月底公司在建项目投资情况(单位：亿元)

序号	项目	区域	预计总投资	累计已投资	还需投资
1	桐乡罗马都市	桐乡梧桐街道	34.01	30.03	3.98
2	嘉兴英伦都市	嘉兴市南湖区	17.84	14.59	3.25
3	长安佳源中心广场	长安高新区	7.34	5.40	1.94
4	嘉兴东方都市	嘉兴市科技城	22.67	21.85	0.82
5	嘉兴优优花园	嘉兴市经济开发区	4.28	2.92	1.36
6	安吉佳源中心广场	安吉城北	6.88	5.73	1.15
7	佳源悦城	绍兴越城区	36.09	24.35	11.74
8	桐琴佳源中心广场一期	武义县桐琴镇	7.60	4.90	2.70
9	桐琴佳源中心广场二期	武义县桐琴镇	4.10	2.24	1.86
10	上海柘林佳源名城	奉贤区柘林镇	24.97	13.30	11.67
11	汇景华庭	奉贤区四团镇	4.43	3.54	0.89
12	佳源名城一期	杭州余杭区	8.20	7.33	0.87
13	佳源名城二期	杭州余杭区	7.33	5.89	1.44
14	东方都市一期	海宁市区硖石街道	7.23	6.83	0.40
15	东方都市二期	海宁市区硖石街道	4.18	2.81	1.37
16	东方都市三期	海宁市区硖石街道	13.70	7.13	6.57
17	公园一号.凯旋宫	湖州南浔	9.16	7.33	1.83



18	城市花园	邵阳新邵区	11.63	8.73	2.90
19	名人国际	邵阳大祥区	7.07	5.66	1.41
20	罗马都市	衡阳市珠晖区	44.54	8.39	36.15
21	佳源都市	即墨市	33.58	21.87	11.71
22	巴黎都市	抚顺市东洲区	29.08	8.31	20.77
23	合肥佳源巴黎都市波旁宫	合肥滨湖新区	28.80	18.08	10.72
24	合肥佳源巴黎都市佳源广场	合肥滨湖新区	29.34	6.72	22.62
25	百色城市花园	百色市	16.91	9.44	7.47
26	湖州 10k 项目	湖州南浔	5.41	0.57	4.84
27	滨湖 14 号项目	合肥滨湖新区	30.19	11.59	18.60
28	上海南汇项目	上海南汇惠南镇	6.54	2.96	3.58
29	嘉兴优优城南	嘉兴经济开发区	4.61	1.22	3.39
30	桐乡优优花园	桐乡市梧桐街道	7.80	1.98	5.82
<b>合计</b>			<b>475.51</b>	<b>271.69</b>	<b>203.82</b>

资料来源：公司提供

注：因江苏区域房产公司于 2015 年 6 月转让给南京港源，故 2015 年 9 月数据不含江苏区域被收购的 9 家公司。

从可售项目情况来看，公司 30 个在建项目的可售面积合计为 724.69 万平方米，其中已竣工面积合计 325.73 万平方米，已销售面积合计 260.22 万平方米，待售面积 464.47 万平方米。此外，公司已竣工项目尚有待售建筑面积 59.18 万平方米。公司待售项目面积较大，主要分布在长三角、安徽合肥和湖南衡阳等地，所处市场环境较好，市场风险不大；但公司持有抚顺地区的项目尚有待售面积 51.68 万平方米，东北地区市场环境较差，该项目可能面临较大的去化压力。

总体看，公司房地产开发规模较大，在建项目较多，可为公司提供较好的收入支持；公司开发项目集中于住宅类型，同时也进行商业地产和酒店的开发，业务发展较为均衡。但考虑到公司持有项目待售规模大，公司仍存在一定的去库存压力。

#### 4. 房屋销售

2014 年以前，公司房地产销售主要是二、三线城市，公司在类似地区从事房地产经营多年，对地区房地产行业市场和客户需求、客户购买力等较为了解，因此相应的销售模式以自有建设团队销售为主；2014 年开始，公司房地产销售区域开始拓展到南京、上海和合肥，公司一般在新进入地区的楼盘委托代理公司进行联合销售增加销售的稳健性，因此相应的销售模式采用代理商（不少于两家）和自有建设团队销售相结合的方式。公司强调通过拓展的形式进行有效蓄客，首次开盘的蓄客量与推盘量要确保不小于 1.5: 1，小开盘的蓄客量与推盘量要确保不小于 1.2: 1，同时大小开盘的开盘销售率要达到 60% 以上。

公司住宅销售目标对象以改善性需求为主，自 2014 年起，为了能够实现房屋的快速销售及资金及时回笼，公司采用“快进快出”开发模式，取得预售证后及时推出可售房源。当在售楼盘总体去化率达到 95% 以上时，公司根据市场情况降价促销达到清盘目的，较少尾盘积压。

从营销方面来看，公司较为注重房地产品质的口碑宣传。由于公司主要的项目集中于三、四线城市，且房产质量远远高于同类房地产商，因此公司主要以口碑宣传为主，微信、电视等宣传手段采用的不多。

从销售定价来看，2012 年之前，由于行情较好且项目数量不多，公司采用“一房一价”的定价政策，每个月及时调整价格；2013 年之后，由于行情放缓且达预售状态的项目增加，公司采用与前期拿地成本匹配的底价管理方式。

从销售费用控制来看，公司对管理费用和销售费用实行项目总额控制的同时进行年度包干，有效的控制了费用成本。

从销售数据来看，2013年，房地产行业宏观调控持续进行，公司重点布局区域住宅新增供应量稳中有增，公司当年实现协议销售金额91.01亿元、协议销售面积128.68万平方米；2014年，公司楼盘供给较为充足，全年公司实现协议销售金额108.24亿元、协议销售面积152.90万平方米，较上年增长较快。2015年，受益于市场环境的好转，公司实现协议销售金额123.50亿元、协议销售面积167.48万平方米，较上年有所增长；考虑到2015年数据中不包括江苏区域转让的子公司，公司销售情况同比增幅进一步扩大。2016年1~3月，公司实现协议销售金额32.21亿元、协议销售面积40.86万平方米。虽然公司的项目基本分布于二三线城市，但由于公司定位精准、房屋品质较高且项目周边重点学校等配套设施齐全，因此公司房地产销售具备一定的地域优势。

表 12 2013~2016 年 3 月底公司房地产销售数据（单位：个、元/平方米、平方米、亿元、万平方米）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
达预售项目	10	6	8	2
协议销售面积	128.68	152.90	167.48	40.86
协议销售金额	91.01	108.24	123.50	32.21
协议销售均价	7,072.78	7,078.67	7,374.01	7,883.02
结转收入面积	64.43	117.18	148.63	33.25
结转收入	46.31	83.20	107.36	25.90

资料来源：公司提供

注：因江苏区域房产公司于 2015 年 6 月转让给南京港源，故 2015 年数据不含江苏区域被收购的 9 家公司。

从结转情况来看，2013年，公司结转面积64.43万平方米，结转收入46.31亿元；2014年，公司结转面积117.18万平方米，结转收入83.20亿元，均较上年大幅上涨；2015年，公司结转面积148.63万平方米，结转收入107.36亿元，均较上年大幅上涨，主要系公司加快去化所致；2016年1~3月，公司结转面积33.25万平方米，结转收入25.90亿元。

总体看，公司销售状况受政策及行业环境的影响较小，房屋销售面积及金额近三年稳步增长。

## 5. 其他业务

公司专注于二三线城市的物业开发，部分项目集住宅、酒店、商业、零售或办公物业于一体。公司将全部住宅物业用作销售，将酒店及部门商业、零售及办公物业用作投资。从产品类别来看，公司的商业地产板块主要包括：住宅配套的社区商业（销售为主，部分自留，具体比例视情况而定）；城市综合体（主要打造餐饮、休闲娱乐和儿童娱乐，定位商业）；新城镇商业综合体<sup>2</sup>（主要覆盖发达乡镇）。

公司现有投资性物业项目 43 个，共计 37.69 万平方米左右，出租率在 85% 以上。公司对投资性物业采用预收租金的方式，保证金为 3~6 个月租金；同时，具体租金水平要依据项目情况而定，公司每半年调整一次租金水平，调整幅度在 5%~8% 之间。2015 年，公司商业地产板块大部分处于培育期，平均租金水平较低，提供了较多开业优惠活动，预计未来进入正常运营期后租金收入将有所提升。

表 13 截至 2015 年底公司主要投资性物业概况（单位：平方米、亿元、%）

序号	项目名称	物业类型	建筑面积	出租率	投资成本	账面价值
1	佳源中心广场	商业	56,815.65	76.00	4.06	7.54

<sup>2</sup> 主要是针对有潜力的乡镇区域，重点在长三角地区，人口五万以上，地块必须在镇中心的位置，与乡镇政府合作的土地价格优势较为明显。

2	长安佳源中心广场	商业	66,419.09	87.00	3.37	6.82
3	老佛爷购物中心	商业	29,081.53	70.00	2.48	6.72
4	王江泾佳源中心广场(一期)	商业	23,938.18	93.00	2.11	2.56
5	佳源巴黎都市	商业	12,776.18	85.00	0.84	2.52
6	威尼斯酒店	商业	29,717.56	81.24	0.82	2.38
7	奉城名都	商业	13,644.72	98.00	1.15	2.27
8	罗马都市	商业	9,591.97	85.00	0.72	1.60
9	实验小学(沿街商铺)	商业	8,457.16	100.00	0.71	1.52
10	佳源中心广场	商业	13,542.33	80.00	0.46	1.35
11	小商品城	商业	17,617.12	96.30	0.38	1.23
12	罗马二期	商业	9,491.70	100.00	0.55	1.21
13	盛世嘉园	商业	9,054.06	98.00	0.29	1.19
14	盛世嘉园	酒店	9,644.28	98.00	0.31	1.05
15	佳源中心广场	商业	56,815.65	76.00	4.06	7.54

资料来源：公司提供

表 14 近三年公司自持物业收入及租金情况 (单位：元/平/天，万元)

项目	2013 年	2014 年	2015 年
平均租金水平	1.02	0.78	0.96
租金收入	8,724.88	11,445.11	13,309.61

数据来源：公司提供

此外，公司尚有部分停车费与物业费收入，近三年分别为 0.42 亿元、0.46 亿元和 1.05 亿元，呈较快增长态势。

总体看，公司其他业务主要系自持物业出租、物业和停车业务；两板块整体收入规模不大，但能对公司现金流形成一定的补充，开拓公司收入渠道。

## 6. 经营效率

2015 年，随着公司项目开发周转速度加快，公司存货周转率有所上升，由 2014 年的 0.26 次上升为 2015 年的 0.36 次；2015 年公司营业收入规模大幅增长，导致流动资产周转次数较 2014 年有所上升，由 2014 年的 0.24 次上升为 0.33 次，处于较高水平；伴随存货周转率上升，公司总资产周转率则由 0.21 次上升为 0.28 次。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司流动资产周转率和存货周转率处于行业中等水平，总资产周转率一般。整体看，公司经营效率尚可。

表 15 2015 年房地产开发类上市公司经营效率指标 (单位：次)

证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
万科 A	0.41	0.36	0.33
保利地产	0.30	0.30	0.29
荣盛发展	0.28	0.25	0.24
滨江集团	0.27	0.30	0.28
广宇集团	0.24	0.20	0.19
鲁商置业	0.18	0.17	0.16
格力地产	0.10	0.12	0.12
<b>佳源创盛</b>	<b>0.36</b>	<b>0.33</b>	<b>0.28</b>

资料来源：Wind 资讯

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

## 7. 关联交易

公司关联交易的定价主要按照成本加合理利润定价和市场价格的原则，交易双方根据关联交易事项的具体情况确定定价方法及结算方式，并在具体的关联交易合同中予以明确。

从采购商品和接受劳务的情况看，公司的关联交易主要是与安徽省佳源建设工程有限公司（以下简称“佳源建设”）的建筑安装工程费用，公司与佳源建设系同一实际控制人关联企业。考虑到关联企业提供的建筑施工服务，可保证项目进度，且公司可有效控制成本，有利于公司项目开发。

从出售商品和提供劳务的情况看，公司的关联交易主要是与南京新浩宁房地产开发有限公司（以下简称“南京新浩宁”）、泰兴市广源房地产开发有限公司（以下简称“泰兴广源”）和宿迁市佳源房地产开发有限公司（以下简称“宿迁佳源”）的建筑设计收入。其中，公司与南京新浩宁、泰兴广源和宿迁佳源为同一实际控制人。

表 16 近三年公司关联交易情况（单位：万元，%）

年份	从关联方采购、接受劳务		向关联方销售、提供劳务	
	金额	占营业成本比例	金额	占营业收入比例
2013 年	164,921.90	46.36	--	--
2014 年	114,403.99	17.54	775.97	0.09
2015 年	187,646.87	22.43	1,324.40	0.12

数据来源：公司提供

总体看，公司的关联交易主要为从关联方采购、接受劳务方面，占比较大，但能够遵循市场公允价值定价。

## 8. 重大事项

### 转让九家江苏地区项目开发公司股权，并收购少数股东权益

南京港源与公司为受同一控制人控制的关联企业。2015年6月，公司及其下属浙江佳源房地产集团有限公司（以下简称“浙江佳源”）等子公司分别与南京港源签订股权转让协议，将其持有的江苏区域各公司股权转让给南京港源。同时，江苏区域各公司与公司及其下属子公司签订股权转让协议，将其持有的非江苏区域各公司股权转让给公司及其下属子公司。

具体来看，南京港源收购了浙江佳源持有的9家江苏项目开发公司。该九家企业分别为：扬州市恒源房地产开发有限公司、泰州市佳源房地产开发有限公司、泰州市明源房地产开发有限公司、扬州明源房地产开发有限公司、宿迁市佳源房地产开发有限公司、泗阳丰源房地产开发有限公司、泰兴市广源房地产开发有限公司、泰兴市恒源房地产开发有限公司、南京嘉丰投资管理有限公司。

同时，公司及子公司受让了江苏地区项目公司持有的少数股东权益，包括：受让扬州广源房地产开发有限公司（以下简称“扬州广源”）持有的浙江广源房地产开发有限公司45%的股权；2015年11月2日，公司合并范围内一级子公司桐乡市佳源房地产开发有限公司（以下简称“桐乡佳源”）受让扬州广源持有的浙江佳源10.40%的股权等。

上述股权受让事项使得公司的股权结构得到了调整，少数股东权益明显减少，提高了股权集中度；但由于将江苏区域各公司股权转让给南京港源，使得公司的业务区域和业务规模有所缩小，可能会对公司未来的盈利能力造成一定的影响。

### 收购五星家电

公司以信托计划的形式对五星家电进行股权收购。子公司浙江佳源和信托资金合作成立鹰潭市祥源投资有限合伙企业（以下简称“祥源投资”），由该合伙企业收购五星电器所有股权。截至

2014年底，五星家电总资产54.88亿元，净资产19.96亿元。祥源投资于美国当地时间2014年11月30日与百思买公司完成了股权购买协议事宜，并于2015年2月完成股权交割。因信托结构设计的安排，浙江佳源以债权的形式将资金投入合伙企业，因此五星家电尚未纳入合并范围。最后一笔信托资金已于2016年2月初结清，在相关股权和权益受让事项完成之后，浙江佳源将取得五星电器控制权。

此次收购系公司推进资本运营战略的重要一环，以期优化产业结构、壮大公司实力。一方面，公司以江浙皖为重点打造商业综合体，在有消费潜力的经济强镇打造新市镇商业综合体，而五星的门店布局和未来重点发展区域与佳源的战略布局一致；其次，公司主营业务为房地产开发与销售，与家电业密不可分；此外，公司看好中国的零售市场，尤其是二三级城市及乡镇市场，而五星家电在该市场上有充足经验与领先优势，并认同五星电器的企业文化和团队。虽然五星电器目前门店数不多，但财务状况健康，在竞争激烈的家电零售业中一直保持着良好的盈利水平。

在发展战略方面，2019年五星家电实体店年销售额目标400亿，门店总量达850家以上，实体店销售规模为目前的三倍。而在区域上，五星电器将深挖江浙皖，巩固江苏，稳步提升省外市场，重点拓展安徽和浙江市场。

总体看，该事项有利于公司多元化经营，降低业务集中风险。

#### 9. 经营关注

公司在积极保持主营业务房地产开发销售的主营业务的同时，积极扩展业务范围，逐渐加强自持物业的经营力度，需要关注的经营风险有以下几点：

(1) 公司面临一定的去库存压力和销售风险。公司的房地产开发板块以商品房建设项目为主，开发项目规模大，且公司开发项目集中于二三线城市，未来存在一定的去库存压力和房地产销售风险。

(2) 业务向浙江省外拓展，在新市场的业务开拓可能存在不确定性。公司目前业务正在向华东地区和西南地区等拓展，重点区域包括南京、上海、合肥等，以上城市房地产市场竞争激烈，公司作为新进入者其经营业绩存在一定的不确定性。

(3) 未来资金需求较大。从公司在建房地产项目的预计投入情况看，截至2016年3月底公司在建项目预计总投资494.35亿元，已完成投资287.16亿元，尚需投资207.19亿元。公司在建项目后续投资资金需求较大，存在一定的融资压力。

#### 10. 未来发展

公司目前的发展优势为准确的产品定位能力、成熟的多项目管理能力、快速复制的标准化作业和完善的售后服务体系。从公司第五个五年计划来看，公司未来的发展方向主要包括以下四点：

第一，开拓新的发展领域，实现多元化发展。公司将依托房地产开发和并购五星电器的契机，适度向各自产业链的上下游延伸拓展，利用上下游相关行业的互补与带动效应，来规避单一行业发展的“天花板”效应，平抑市场风险，实现效益最大化；同时通过收购兼并成熟企业的方式，进入新的业务领域，并要研究养老产业的未来，形成多元化业务集团。

第二，房地产开发销售板块“大城市、小城镇”的发展思路。公司以长三角为中心，坚持短平快、高效益、跟投制的原则，以主要省会城市、计划单列市以及库存去化周期在一年左右的其他城市为重点拓展，适时拓展进军美、加、澳等海外房地产市场。围绕“大城市、小城镇”的发展战略，全面拓展以嘉兴为圆点的三小时交通城市圈内所辖区域。

第三，积极探索资本市场。公司将进一步整合资源要素，规划资本市场发展的未来，制定适

合自身经营和发展的资本运营方案，从而使资产证券化水平达到一定程度，并借助资本市场的推动力完善公司治理、优化资源配置和促进产品结构调整，实现资产的保值增值。

第四，产品迭代战略。从房地产市场趋势看，我国住房市场短缺的时代基本结束，公司将研究适应消费者需求的需要，从用户思维角度出发，加强产品升级换代、户型创新设计、功能布局优化，融入绿色环保、定制精装、智能家居、生活服务及附加价值，真正让“品质点亮生活”的集团宗旨得到贯彻落地。

总体看，公司坚持以房地产开发为主体，并积极开发新的领域，有利于降低公司单一业务的经营风险；产品结构以住宅物业为主，择机开发城镇综合体，有利于公司实现持续、健康发展。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年度合并财务报表，已经亚太(集团)会计师事务所(特殊普通合伙)，三年的审计报告均出具了标准无保留意见，2016 年一季度报表未经审计。公司按照企业最新会计准则的规定编制财务报表。公司财务报表近三年合并范围有一定变化，2015 年 6 月公司及其下属子公司分别与南京港源签订股权转让协议，将其持有的江苏区域各公司股权转让给南京港源。同时，江苏区域各公司与公司及其下属子公司签订股权转让协议，将其持有的非江苏区域各公司股权转让给公司及其下属子公司，因此该事项对财务报表可比性有一定影响。但公司主营业务方向未发生变化，公司财务报表仍具有一定的可比性。

表 17 2013~2016 年 1 季度公司财务报表合并范围主要变化情况

企业	时点	方式
嘉兴市定源房地产开发有限公司	2013 年	投资设立
海宁市佳源鸿翔房地产开发有限公司	2013 年	投资设立
安吉佳源房地产开发有限公司	2013 年	投资设立
上海东源房地产开发有限公司	2013 年	投资设立
上海祥源房地产有限公司	2013 年	投资设立
浙江佳源安徽房地产开发有限公司	2013 年	投资设立
武义广源房地产开发有限公司	2013 年	投资设立
绍兴广源房地产开发有限公司	2013 年	投资设立
天津佳源投资管理有限公司	2013 年	投资设立
嘉兴市丰源商业房产开发有限公司	2013 年	注销
嘉兴国源房地产开发有限公司	2014 年	投资设立
嘉兴市明源房地产开发有限公司	2015 年	股权收购，非同一控制下企业合并
嘉兴德源房地产开发有限公司	2015 年	投资设立
桐乡市祥源房地产开发有限公司	2016 年	投资设立
抚顺市明源房地产开发有限公司	2015 年	注销，不再纳入合并范围
平湖市佳源旅游开发有限公司	2015 年	股权转让，不再纳入合并范围
扬州市恒源房地产开发有限公司	2015 年	股权转让，不再纳入合并范围
泰州市佳源房地产开发有限公司	2015 年	股权转让，不再纳入合并范围
泰州市明源房地产开发有限公司	2015 年	股权转让，不再纳入合并范围
扬州明源房地产开发有限公司	2015 年	股权转让，不再纳入合并范围
宿迁市佳源房地产开发有限公司	2015 年	股权转让，不再纳入合并范围
泗阳丰源房地产开发有限公司	2015 年	股权转让，不再纳入合并范围

泰兴市广源房地产开发有限公司	2015 年	股权转让, 不再纳入合并范围
泰兴市恒源房地产开发有限公司	2015 年	股权转让, 不再纳入合并范围
南京嘉丰投资管理有限公司	2015 年	股权转让, 不再纳入合并范围

资料来源: 公司审计报告

截至 2015 年底, 公司合并资产总额 356.47 亿元, 负债总额 263.26 亿元, 所有者权益 (含少数股东权益) 93.21 亿元, 其中归属于母公司权益合计 79.51 亿元。2015 年, 公司实现营业收入 110.15 亿元, 净利润 (含少数股东损益) 10.88 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润为 9.03 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 71.08 亿元, 现金及现金等价物净增加额 0.22 亿元。

截至 2016 年 3 月底, 公司合并资产总额 362.44 亿元, 负债合计 266.81 亿元, 所有者权益 (含少数股东权益) 95.63 亿元, 其中归属于母公司所有者权益合计 81.55 亿元。2016 年 1~3 月, 公司实现营业收入 25.90 亿元, 净利润 (含少数股东损益) 2.42 亿元, 其中归属于母公司所有者净利润合计 2.05 亿元; 经营活动现金流量净额为-2.22 亿元, 现金及现金等价物净增加额-1.92 亿元。

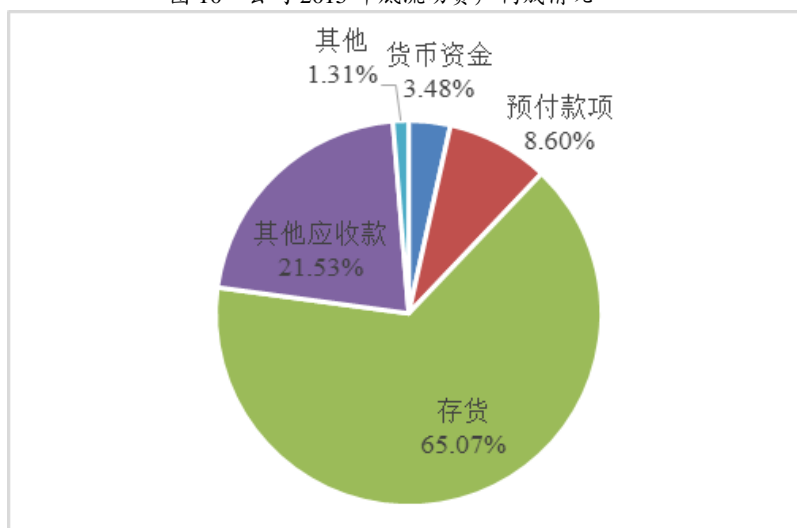
## 2. 资产质量

近三年, 随着公司业务规模的扩大和 2015 年公司剥离部分分子公司的双重影响, 公司资产规模呈波动下降趋势, 年均复合减少 3.51%; 截至 2015 年底, 公司资产总额为 356.47 亿元, 较年初下降 14.74%, 主要系公司将江苏区域各公司股权转让给南京港源, 使得公司的业务区域和业务规模有所缩小所致。公司资产中流动资产占 82.55%, 资产结构以流动资产为主, 符合房地产开发企业特征。

### 流动资产

近三年, 公司流动资产呈波动减少趋势, 年均复合减少 8.44%, 主要系 2015 年公司将其江苏区域子公司转让给南京港源所致。截至 2015 年底, 公司流动资产总额 294.26 亿元, 较上年底减少 19.43%。截至 2015 年底, 公司流动资产主要由货币资金 (占 3.48%)、预付款项 (占 8.60%)、存货 (占 65.07%) 和其他应收款 (占 21.53%) 组成。

图 10 公司 2015 年底流动资产构成情况



数据来源: 公司审计报告

近三年, 公司货币资金总体呈下降趋势, 年均复合减少 30.32%; 截至 2015 年底, 公司货币资金为 10.24 亿元, 较年初减少 29.70%, 主要系 2015 年公司偿还较多借款所致。截至 2015 年底, 公司货币资金中, 库存现金占 0.25%, 银行存款占 76.42%, 其他货币资金占 23.33%; 其他货币资

金中，为取得银行出具承兑汇票而存入的保证金占 12.32%，住房公积金及按揭贷款保证金占 13.88%，工程保函保证金占 0.17%，为取得借款质押银行的保证金存款占 73.63%。公司受限货币资金占货币资金的 22.26%，占比一般。

公司预付款项主要为预付工程款和预付材料款，近三年呈波动下降趋势，年均复合减少 3.27%；截至 2015 年底，公司预付款项为 25.31 亿元，较年初增加 58.99%，主要系公司业务规模扩大，预付合肥、上海、绍兴、杭州、青岛等地项目的工程款规模增加。从账龄上看，公司预付款项中，1 年以内的占 73.08%，1 至 2 年的占 5.57%，2 至 3 年的占 13.33%，3 年以上的占 8.02%。截至 2015 年底，公司预付款项前五名金额占比 59.43%，分别为嘉兴大源建筑工程有限公司（占 27.64%）、嘉兴市胜源景观工程有限公司（占 8.76%）、浙江省东阳市广宏建设有限公司（占 8.31%）、安徽勤丰建设工程有限公司（占 8.25%）和浙江巨匠房地产集团有限公司（占 6.47%），集中度较高。

近三年公司存货呈波动下降趋势，年均复合减少 9.78%，截至 2015 年底，公司存货账面价值 191.49 亿元，较年初减少 28.64%，主要是公司转让江苏地区子公司导致持有项目减少及公司加快去化所致。截至 2015 年底，公司存货主要由开发成本构成，占比 76.98%；开发产品占比为 23.02%。具体来看，公司开发成本主要包括合肥-巴黎都市项目（22.57 亿元）、绍兴-佳源广场（19.44 亿元）、海宁-东方都市项目（12.98 亿元）、杭州-佳源名城（11.44 亿元）、青岛-佳源都市（8.62 亿元）、嘉兴-东方都市（9.87 亿元）、上海-栢林梦想广场（9.68 亿元）等。截至 2015 年底，公司未发现存货存在明显减值迹象，故未计提存货跌价准备。此外，公司存货中用于为借款提供抵押担保金额为 90.86 亿元，占存货的 47.45%，占比较高。

公司其他应收款主要由关联方往来款及政府部门款项构成。近三年，公司其他应收款总体呈增长趋势，年均复合增长 2.46%。截至 2015 年底，公司其他应收款为 63.36 亿元，较年初增长 9.41%。账龄上，公司 1 年以内的其他应收款占比 56.50%，计提坏账比例为 5.00%；1 至 2 年的占比 13.08%，计提坏账比例为 10.00%；2 至 3 年的占比 18.09%，计提坏账比例为 20.00%；3 至 4 年的占比 4.84%，计提坏账比例为 50.00%；4 至 5 年的占比 3.44%，计提坏账比例为 70.00%；5 年以上的占比 4.05%，计提坏账比例为 100.00%。截至 2015 年底，公司累计计提坏账准备 3.77 亿元，计提比例为 5.61%，计提较为充分。截至 2015 年底，公司其他应收款金额前五名合计占当期其他应收款余额的比例为 60.28%，集中度较高，详见下表。

表 18 2015 年底公司其他应收款集中度（单位：亿元，%）

名称	款项性质	余额	账龄	占其他应收款余额的比例
泰兴市广源房地产开发有限公司	往来款	15.20	1 年以内	22.65
鹰潭市祥源投资有限合伙企业	往来款	11.86	1 年以内	17.66
安徽省佳源建设工程有限公司	往来款	6.56	1 年以内	9.77
浙江万博汇投资管理有限公司	往来款	4.94	0-5 年	7.35
浙江巨匠房地产集团有限公司	往来款	1.92	0-3 年	2.85
<b>合计</b>		<b>40.48</b>		<b>60.28</b>

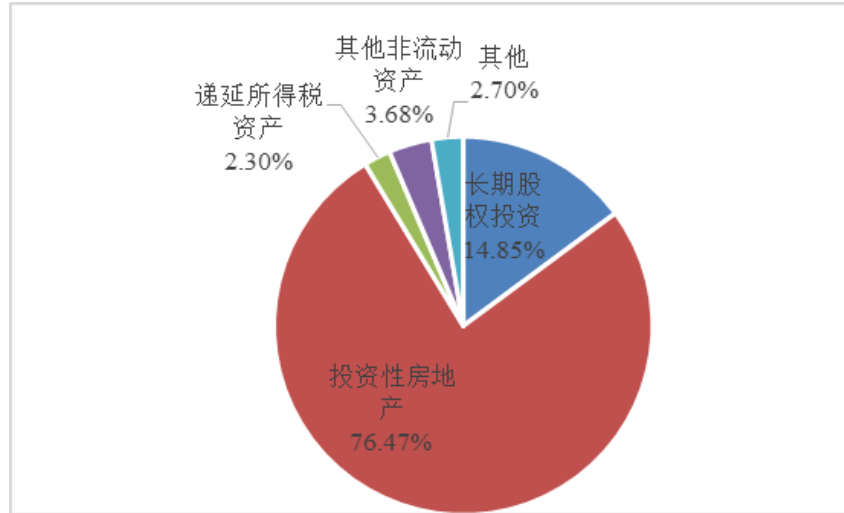
数据来源：公司审计报告

### 非流动资产

近三年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 39.81%，主要系公司投资性房地产和长期股权投资增加所致；截至 2015 年底，公司非流动资产总额 62.21 亿元，较年初增加 17.62%。公司非流动资产以长期股权投资（占 14.85%）、投资性房地产（占 76.47%）、递延所得税资产（占 2.30%）和其他非流动资产（占 3.68%）为主，详见下图。



图 11 公司 2015 年底非流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

近三年，公司投资性房地产持续上升，年均复合增长 50.64%；截至 2015 年底，公司投资性房地产账面价值为 47.58 亿元，较年初增加 21.34%，主要系存货转入投资性房地产和公允价值增加共同影响所致。近三年，公司存货转入投资性房地产的金额分别为 2.41 亿元、10.41 亿元和 7.13 亿元。其中，为借款提供质押担保的投资性房地产账面金额为 22.58 亿元，占投资性房地产账面价值的 47.45%，占比较高。公司持有的前五大投资性房地产情况如下表所致。

表 19 2015 年底公司前五大投资性性房地产情况（单位：亿元）

项目	位置	初始成本	公允价值累计变动	账面价值
佳源中心广场	嘉兴桐乡濮院	4.06	3.48	7.54
长安佳源中心广场	海宁长安高新区	3.37	3.45	6.82
老佛爷购物中心	泰兴嘉兴南湖区	2.48	4.24	6.72
王江泾佳源中心广场(一期)	嘉兴王江泾	2.11	0.45	2.56
佳源巴黎都市	合肥	0.84	1.68	2.52
<b>合计</b>		<b>12.86</b>	<b>13.31</b>	<b>26.16</b>

数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 81.30%，主要系公司对合营及联营企业股权投资增加所致。截至 2015 年底，公司长期股权投资总额 9.24 亿元，较年初增加 118.72%，主要系新增对鹰潭市祥源投资有限合伙企业 7.40 亿元投资所致。截至 2015 年，公司共对 8 家联营企业进行了股权投资，主要包括鹰潭市祥源投资有限合伙企业（7.40 亿元）、杭州墅源房地产开发有限公司（1.04 亿元）等。公司对合营和联营企业投资采用权益法核算，未计提长期股权投资减值准备。

递延所得税资产主要系预计利润、可抵扣亏损和资产减值准备形成的递延所得税资产。近三年，伴随合并范围减少，公司递延所得税资产呈波动减少趋势，年均复合减少 20.65%；截至 2015 年底，公司递延所得税资产 1.43 亿元，较年初减少 49.24%。

近三年，公司其他非流动资产呈波动增长趋势，年均复合增长 6.68%；截至 2015 年底，公司

其他非流动资产为 2.29 亿元，较年初减少 23.98%。公司其他非流动资产全部为信托投资资产，共计 2.29 亿元，较年初减少 23.98%。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额合计 362.44 亿元，较年初增长 1.67%，主要系流动资产增长所致。从资产构成上看，公司流动资产和非流动资产的占比分别为 82.45% 和 17.55%，资产结构较年初变化不大。

总体来看，伴随公司业务扩大和合并范围减少的双重因素影响，公司资产规模在 2015 年有所下滑；公司资产以流动资产为主，存货占比较高，存在一定的去库存压力；公司其他应收款规模较大，关联方对公司资金可能存在一定的占用。

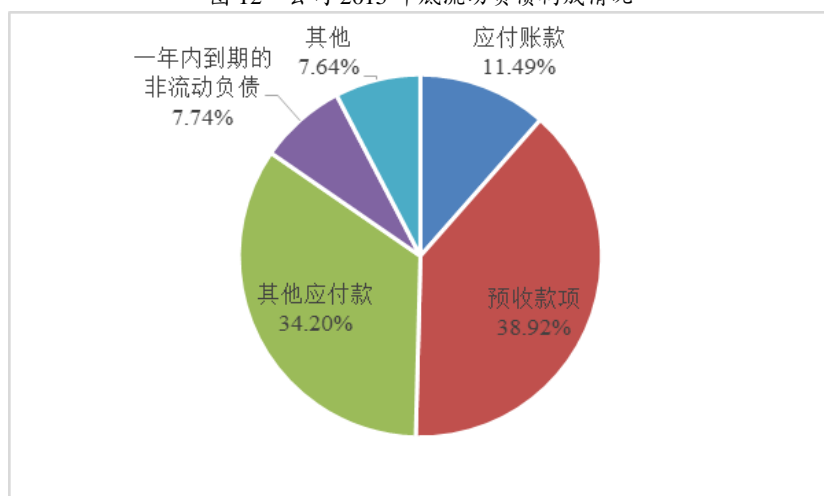
### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

近三年，公司负债规模呈波动下降趋势，年均复合减少 8.20%；截至 2015 年底，公司负债总额 263.26 亿元，较年初减少 21.15%，主要系 2015 年公司合并范围减少且公司偿还较大规模的债务所致。其中流动负债占 73.45%，负债结构以流动负债为主。

近三年，公司流动负债复合减少 3.01%；截至 2015 年底，公司流动负债合计 193.36 亿元，较年初减少 33.46%，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债减少所致。公司流动负债主要由应付账款（占 11.49%）、预收款项（占 38.92%）、其他应付款（占 34.20%）和一年内到期的非流动负债（占 7.74%）组成，如下图所示。

图 12 公司 2015 年底流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

近三年，伴随公司合并范围减少和结转收入规模增长，公司预收款项呈波动下降趋势，年均复合减少 14.87%。截至 2015 年底，公司预收款项余额 75.25 亿元，较年初减少 27.94%；公司预收款项主要为房屋预售款，占比 99.85%，其余为少量劳务预收款。公司无账龄超过一年的重要预收款项。

近三年，公司应付账款呈波动增长趋势，年均复合增长 3.55%；截至 2015 年底，公司应付账款为 22.23 亿元，较年初下降 19.65%，主要系公司应付材料款和劳务分包款减少所致。2015 年底，公司应付账款中，应付工程款占比 92.45%，材料款占比 3.35%，劳务分包款占比 1.10%，设备款占比 3.09%。

近三年，公司其他应付款呈上升趋势，年均复合增长 16.93%；截至 2015 年，公司其他应付

款 66.13 亿元，较年初增长 49.85%，主要系公司与其他关联方往来款项增加所致。2015 年底，公司其他应付款中，其他关联方往来占比 82.73%，其他应付、暂收款占比 15.97%，存入保证金占比 1.30%。

近三年，公司一年内到期的非流动负债呈波动下降趋势，年均复合减少 16.69%，主要系公司偿还借款及合并范围变化所致；伴随 2015 年公司偿还相关大量借款，一年内到期的非流动负债由 96.72 亿元减少 84.52% 至 14.97 亿元。

近三年，公司非流动负债总体呈波动下降趋势，年均复合减少 19.12%。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 69.90 亿元，较年初增长 61.58%，主要系长期借款增加所致；非流动负债主要由长期借款（占 93.50%）和递延所得税负债（占 6.49%）组成。

2013~2015 年，公司长期借款呈波动减少趋势，年均复合减少 21.20%。2015 年，伴随公司偿还到期的长期借款，公司新增部分长期借款，截至 2015 年底，公司长期借款达到 65.36 亿元，较年初增加 63.56%。其中，公司对上海银行、恒丰银行苏州分行和中国东方资产管理公司等金融机构借款金额较大；从借款到期期限结构来看，2017 年到期的金额合计 60.12 亿元，2018 年到期金额合计 5.23 亿元。2017 年公司长期借款到期金额规模较大，公司届时面临一定的偿付压力。

2013~2015 年，公司递延所得税负债呈持续增长趋势，年均复合增加 68.03%，主要系公司投资性房地产评估增值所致。

截至 2015 年底，公司全部债务为 85.07 亿元，其中短期债务占 23.17%，长期债务占 76.83%，以长期债务为主；近三年，公司资产负债率分别为 81.59%、79.85% 和 73.85%；全部债务资本化比率分别为 65.41%、63.28% 和 47.72%；长期债务资本化比率分别为 59.89%、32.18% 和 41.22%，伴随 2015 年公司剥离部分子公司并偿还较大规模借款，公司债务负担明显下降。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额为 266.81 亿元，较年初增长 1.35%，主要由流动负债构成，占比为 71.26%，非流动负债占 28.74%。同时，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为 73.61%、48.43% 和 43.00%。

总体来看，公司负债结构以流动负债为主，剔除预收房款因素的影响，公司实际负债水平尚可；伴随公司 2015 年偿还较大规模的到期借款，公司债务规模有所下降，但公司长期借款 2017 年到期规模较大，届时将面临一定的偿债压力。

### 所有者权益

2013~2015 年，公司的所有者权益分别为 70.48 亿元、84.23 亿元和 93.21 亿元，年均复合增长率为 15.00%。公司所有者权益的增长主要来源于股本、资本公积和其他综合收益的增长。其中，2015 年公司新增资本公积 33.13 亿元，占所有者权益的 35.54%，主要系公司及其子公司收购江苏地区公司持有的项目公司股权，将受让上述股权时所支付的对价款与按照新增持股比例计算应享有子公司自购买日开始持续计算的归属母公司合并净资产份额之间的差额计入了资本公积所致。

截至 2015 年底，公司所有者权益中，归属母公司所有者权益占比为 85.30%，较年初占比上升 47.92 个百分点，主要系自 2015 年 5 月以来，公司进行了一系列股权结构调整，理清了股权结构关系，提高股权集中度所致；归属母公司所有者权益中，股本占 1.99%，资本公积占 41.67%，盈余公积占 0.52%，未分配利润占 42.19%，其他综合收益占 13.64%，股本占比小，资本公积和未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 95.63 亿元，较年初增长 2.59%，所有者权益结构变动不大。具体来看，公司所有者权益中归属于母公司的权益占 81.55%，其中，股本占 1.94%、资本公积占 40.62%、其他综合收益占 13.30%、盈余公积占 0.50%、未分配利润占 43.64%。

总体来看，近年来公司所有者权益逐年增长，伴随公司股权结构调整，归属于母公司所有者权益规模明显增长；但未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

近三年伴随公司收入结转规模扩大，公司营业收入增长较快，分别为 48.64 亿元、86.06 亿元和 110.15 亿元，年均增长 50.48%；营业利润复合增长率为 41.46%，分别为 6.43 亿元、11.30 亿元和 12.87 亿元。近三年，公司净利润复合增长率 62.74%，分别为 4.11 亿元、7.96 亿元和 10.88 亿元；其中归属于母公司所有者净利润分别为 2.67 亿元、4.37 亿元和 9.03 亿元。

期间费用方面，随着公司业务规模的扩展，公司期间费用总额基本保持稳定，年均复合减少 0.75%。近三年公司销售费用逐年提升，2015 年为 1.38 亿元，占期间费用比重的 36.18%。公司管理费用主要为薪酬支出、办公费用及费用性税金等，伴随江苏区域子公司剥离，近三年公司管理费用呈波动下降趋势，年均复合减少 5.06%，2015 年为 2.18 亿元，占期间费用比重的 57.22%。伴随公司偿还较大规模借款，且借款利息资本化规模较大，公司财务费用逐年降低，2015 年为 0.25 亿元，占期间费用比重的 6.60%。2013~2015 年，公司费用收入比分别为 7.94%、5.20% 和 3.45%，呈下降趋势，费用控制能力有所增强。

近三年，公司投资收益占营业利润的比重持续下降，分别为 17.51%、6.19% 和 -8.27%，2015 年投资收益较 2014 年大幅下降，主要系由于分拆了江苏区域企业，出让股权所致。资产减值损失方面，2015 年公司资产减值损失同比大幅上升 108.05%，主要系由于原江苏区域企业单独在香港上市，导致合并项下的其他应收款上升，相应计提减值准备增加所致。此外，2013~2015 年，营业外收入在利润总额中的占比分别为 3.60%、0.53% 和 17.75%，2015 年，公司营业外收入为 2.68 亿元，较 2014 年增长 4,673.38%，增幅较大，主要系 2015 年公司以 15,600 万元收购浙江华都控股集团有限公司持有嘉兴市明源房地产开发有限公司（以下简称“嘉兴明源”）60% 股权（出资额 15,600 万元），原持有嘉兴明源 40% 的股权计 10,400 万元，收购后持股比例为 100.00%，成为其全资子公司。根据企业会计准则，企业取得子公司、联营企业及合营企业的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生的收益应计入当期损益。截至 2015 年 8 月 31 日，嘉兴明源可辨认净资产价值为 6.93 亿元，长期股权投资按照权益法核算账面价值为 4.33 亿元，因此，产生的收益 2.60 亿元。2015 年，公司营业外收入对利润产生一定影响。

从盈利能力指标看，受益于公司利润的提升，2013~2015 年，公司销售毛利率分别为 26.86%、23.98% 和 24.05%，净资产收益率分别为 6.07%、10.29% 和 12.27%，总资产报酬率分别为 2.20%、2.90% 和 3.96%，均呈上升趋势。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司各指标均处于行业中等水平，具体情况如下表所示。

表 20 2015 年主要房地产上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
万科 A	19.24	6.11	24.79
保利地产	18.58	6.41	25.90
荣盛发展	14.07	3.80	22.31
滨江集团	11.99	5.55	24.55
广宇集团	-2.31	-0.22	6.79
鲁商置业	5.41	0.98	11.79
格力地产	38.13	9.27	33.70

佳源创盛	12.27	3.96	24.05
------	-------	------	-------

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表对比公司的数据引自 wind。

2016年1~3月份，公司实现营业收入、营业利润、净利润分别为25.90亿元、3.34亿元和2.42亿元。

总体来看，公司营业收入逐年增加；期间费用规模较为稳定，公司整体盈利能力有所提升，处于行业中等水平；2015年公司营业外收入对公司利润有一定影响。

#### 5. 现金流

从经营活动看，近三年，公司经营活动产生的现金流入分别为202.24亿元、161.93亿元和182.18亿元，年均复合增长率为-5.09%；现金流出分别为283.11亿元、164.44亿元和111.11亿元，年均复合增长率为-37.35%；经营活动产生的现金流量净额分别为-80.87亿元、-2.51亿元和71.08亿，主要系2013年和2014年公司拿地规模较大，土地资金支出较多，而2015年公司拿地规模减少，同时2015年公司销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。从公司收入实现情况来看，近三年公司现金收入比分别为130.94%、92.53%和82.84%，主要系公司房地产行业收入结转与收现存在时间差，而2015年公司收入结转规模较大所致。

从投资活动看，近三年，公司投资活动现金流入大幅增加，分别为3.36亿元、8.46亿元和4.38亿元，年均复合增长14.14%，其中2014年公司收回投资收到的现金主要系赎回的信托投资产品；公司投资活动的现金流出分别为7.71亿元、7.63亿元和8.09亿元，年均复合增长率为2.45%；公司投资活动现金流量净额分别为-4.35亿元、0.84亿元和-3.71亿元，主要系2013年和2015年公司对外投资规模较大，而收回投资规模较小所致。

从筹资活动看，近三年，公司筹资活动产生的现金流入分别为128.48亿元、68.56亿元和61.11亿元，年均复合增长率为-31.03%，主要系公司取得借款减少所致；其中2013年，公司筹资活动现金流入大幅增加，主要系公司当年在上海、南京、合肥、杭州、绍兴、嘉兴等地取得多块土地，为支付土地款而增加借款。公司筹资活动产生的现金流出分别为33.56亿元、70.57亿元和128.25亿元，年均复合增长率为95.50%，主要系2015年公司偿还借款规模明显增长所致。近三年，公司现金流量净额分别为94.92亿元、-2.01亿元和-67.14亿元。

2016年1~3月，公司经营活动现金流量净额为-2.22亿元；投资活动现金流量净额为-1.51亿元；筹资活动现金流量净额为1.81亿元。

总体来看，伴随公司开发规模减少，公司经营活动现金流量由净流出转为净流入态势；2015年，公司偿还大量借款，筹资活动呈现大额净流出状态。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司流动比率波动下降，近三年流动比率分别为1.71倍、1.26倍和1.52倍；流动资产中存货增长较快，剔除存货后，速动比率波动下降，分别为0.56倍、0.33倍和0.53倍；由于公司现金类资产增速不及短期债务，近三年现金短期债务比整体呈波动下降趋势，分别为0.75倍、0.14倍和0.52倍，对短期债务的覆盖能力尚可。伴随2015年公司偿还大量借款，截至2015年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均有所回升。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，近三年，公司EBITDA分别为7.19亿元、11.82亿元和15.51亿元，逐年增加；2015年，公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出和利润总额构成，二者占比分

别为 9.16% 和 89.15%。EBITDA 利息倍数分别为 0.56 倍、0.47 倍和 1.00 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.05 倍、0.08 倍和 0.18 倍，整体呈上升趋势。整体看，公司长期偿债能力有待提升。

从融资能力来看，近年来，公司先后与多家商业银行建立良好的合作关系，截至 2015 年底，公司已获得的银行授信额度为人民币 120.00 亿元，尚未使用的授信额度为人民币 72.45 亿元，间接融资渠道较畅通。

公司按照房地产行业惯例为商品房购买人提供按揭贷款担保，截至 2015 年底，公司按揭贷款担保余额为 52.97 亿元。此外，公司尚存在多项对外担保事宜。公司提供对外担保金额合计 16.46 亿元，主要系对关联方和战略合作伙伴提供的担保，其中包括对江苏五星电器有限公司提供 7.80 亿元担保。公司对外担保金额占净资产的 17.66%，占比一般。被担保企业整体运营状况良好，但考虑到对外担保金额大，公司仍存在一定的或有风险。

截至 2015 年底，公司无涉及重大金额诉讼案件。

根据中国人民银行出具的企业信用报告（G1033040200056490I），截至 2016 年 4 月 25 日，公司不存在关注或不良类未结清信贷信息，公司过往履约情况良好。

总体看，伴随公司 2015 年偿还较大规模借款，公司偿债压力有所缓解；公司短期偿债能力尚可，公司长期偿债能力有待提升；公司对关联方和战略合作企业担保规模较大，存在一定的或有风险。

## 八、本次公司债券偿债能力分析

### 1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年底，公司债务总额为 85.07 亿元。本次拟发行债券规模不超过 35.00 亿元，占公司 2015 年底全部债务的 41.14%，发行规模较大，对公司现有债务负担有较明显的影响。

以 2015 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 35.00 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变为 76.19%、56.30% 和 51.84%，较发债前分别上升了 2.34 个百分点、8.58 个百分点和 10.63 个百分点，债务负担增加幅度较大。考虑到公司本次债券的部分筹集资金将用于偿还现有债务，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. 本次公司债券偿债能力分析

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年的 EBITDA 为 15.51 亿元，为本次公司债券发行额度（35.00 亿元）的 0.44 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较好。公司 2015 年的经营活动现金流入量为 182.18 亿元，为本次公司债券发行额度的 5.21 倍，对本次债券覆盖程度高。

综合以上分析，联合评级认为，公司作为国内一家大中型房地产开发企业，土地储备相对充足，能满足一定时期内开发需要，且目前公司可售房源较为丰富，能够通过持续经营取得较高的盈利水平，总体看，公司对本次债券的偿还能力很强。

## 九、综合评价

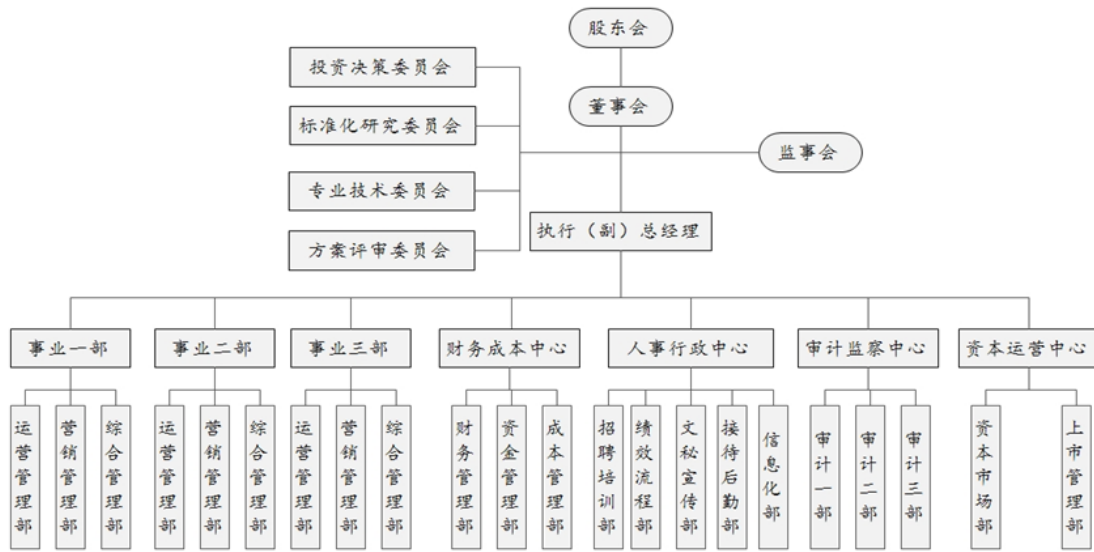
佳源创盛控股集团有限公司作为国内一家大中型房地产开发企业，房地产开发经验丰富，开发规模较大，在房地产行业景气度波动的背景下，公司营业收入和利润规模持续快速增长；公司开发项目主要分布在长三角地区等经济发展良好区域，土地储备较充足，且地块取得时间较早，

楼面价较低，保证了一定的盈利空间；公司开发产品注重品质，强调产品的高性价比，品牌知名度较高。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、项目开发周期较长及资金需求压力较大等因素对公司经营产生的不利影响。

未来随着公司在建项目的开发完成和实现销售，公司经营规模和盈利水平有望平稳提升。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次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

### 附件 1 佳源创盛控股集团有限公司组织结构图





## 附件 2 佳源创盛控股集团有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	382.87	418.11	356.47	362.44
所有者权益 (亿元)	70.48	84.23	93.21	95.63
短期债务 (亿元)	28.05	105.22	19.71	17.65
长期债务 (亿元)	105.25	39.96	65.36	72.14
全部债务 (亿元)	133.30	145.18	85.07	89.79
营业收入 (亿元)	48.64	86.06	110.15	25.90
净利润 (亿元)	4.11	7.96	10.88	2.42
EBITDA (亿元)	7.19	11.82	15.51	--
经营性净现金流 (亿元)	-80.87	-2.51	71.08	-2.22
应收账款周转次数(次)	89.49	48.59	71.37	
存货周转次数 (次)	0.18	0.26	0.36	
总资产周转次数 (次)	0.15	0.21	0.28	
现金收入比率 (%)	130.94	92.53	82.84	154.67
总资本收益率 (%)	3.37	4.17	5.44	1.33
总资产报酬率 (%)	2.20	2.90	3.96	0.92
净资产收益率 (%)	6.07	10.29	12.27	2.56
营业利润率 (%)	18.50	16.11	16.12	14.85
费用收入比 (%)	7.94	5.20	3.45	3.45
资产负债率 (%)	81.59	79.85	73.85	73.61
全部债务资本化比率 (%)	65.41	63.28	47.72	48.43
长期债务资本化比率 (%)	59.89	32.18	41.22	43.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.56	0.47	1.00	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.05	0.08	0.18	--
流动比率 (倍)	1.71	1.26	1.52	1.57
速动比率 (倍)	0.56	0.33	0.53	0.51
现金短期债务比 (倍)	0.75	0.14	0.52	0.44
经营现金流动负债比率 (%)	-39.35	-0.86	36.76	-2.06
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.21	0.34	0.44	--

### 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%
<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>本次公司债券偿债能力</b>	
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 佳源创盛控股集团有限公司 公开发行 2016 年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，联合评级将在本次债券存续期内，在每年佳源创盛控股集团有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

佳源创盛控股集团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。佳源创盛控股集团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佳源创盛控股集团有限公司的相关状况，如发现佳源创盛控股集团有限公司或本次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债券的信用等级。

如佳源创盛控股集团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，直至佳源创盛控股集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次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佳源创盛控股集团有限公司、监管部门等。

