



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪141号

银亿房地产股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“银亿房地产股份有限公司2015年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年五月二十六日

银亿房地产股份有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券 (第一期) 跟踪评级报告 (2016)

发行主体	银亿房地产股份有限公司		
发行规模	3 亿元		
存续期限	2015/12/24-2020/12/24		
上次评级时间	2015/05/20		
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望: 稳定	
跟踪评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望: 稳定	

概况数据

银亿股份	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益 (亿元)	44.50	49.95	54.24	54.85
总资产 (亿元)	240.13	265.02	247.16	243.77
总债务 (亿元)	99.78	124.18	111.09	107.98
营业总收入 (亿元)	46.05	63.14	84.59	13.65
营业毛利率 (%)	34.46	32.92	22.06	22.75
EBITDA (亿元)	11.62	11.49	9.32	1.65
所有者权益收益率 (%)	15.28	12.06	8.02	3.09
资产负债率 (%)	81.47	81.15	78.06	77.50
总债务/EBITDA (X)	8.59	10.81	11.92	16.31
EBITDA 利息倍数 (X)	1.26	1.10	0.80	0.83

注: 1、所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益;

2、银亿股份 2016.Q1 的所有权益收益率、总债务/EBITDA 以及 EBITDA 利息倍数等指标经年化处理。

分析师

李荣一 ryli@ccxr.com.cn

姜天璇 txgong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 26 日

基本观点

2015 年, 在房地产行业政策宽松和城市日益分化的背景下, 银亿房地产股份有限公司 (以下简称“银亿股份”或“公司”) 积极应对市场环境变化, 加大项目销售力度及竣工速度, 全年实现了合同销售及结算金额较快增长; 公司亦放缓了土地投资及新开工项目的节奏, 其财务杠杆水平有所下降, 经营性现金流得到改善。同时, 中诚信证评也关注到公司未来房地产业务的增长存在较大不确定性, 目前库存去化压力增加, 以及毛利率下滑直接导致的盈利能力下降等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上, 中诚信证评维持银亿股份主体信用等级 **AA**, 评级展望为稳定; 维持“银亿房地产股份有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券 (第一期)”信用等级 **AA**。

正 面

- 销售业绩大幅提升。2015 年以来, 在房地产市场政策面日益宽松的背景下, 公司调整销售策略、加大营销力度, 当年分别实现合同销售面积 43.73 万平方米、合同销售金额 70.31 亿元, 分别同比增长 38.21% 和 72.75%, 为未来的收入结转提供了良好支撑。
- 稳步提升的营业收入规模。近年公司房地产开发业务发展良好, 营业收入规模持续上升, 近三年营业收入复合增长率达 35.53%, 现阶段相对充足的在建和待建面积及相对丰富的待结算资源, 对其未来经营业绩的提升具有较好保障。
- 财务情况有所改善。受公司项目开发规模下降及土地投资放缓等影响, 公司财务杠杆水平有所下降, 债务期限结构有所优化, 同时经营性现金流改善, 能够对债务本息形成一定覆盖。

关 注

- 房地产业务的成长性值得关注。目前公司项目储备集中于经济欠发达的三、四线城市，难以对未来业绩的增长形成良好支撑；此外，公司拟公开发行股票收购 ARC 集团布局汽车气体发生器业务，未来存在较大不确定性。
- 库存去化压力增加。截至 2015 年末，存货中已竣工的开发产品占存货净额的比重为 38.21%，较 2014 年末上升 16.31 个百分点，公司整体库存去化压力增加。
- 盈利能力下行压力。近年来公司毛利水平有所收窄，2015 年毛利率由上年的 32.92% 降至 22.06%；此外，主要由存货跌价损失导致的资产减值损失 2.26 亿元，亦对利润产生一定侵蚀，公司整体盈利能力有所弱化。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

银亿房地产股份有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称为“15 银亿 01”、债券代码为“112308”，以下简称“本期债券”）于 2015 年 12 月 24 日发行，计划发行规模不超过 10 亿元，到期日为 2020 年 12 月 24 日，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券实际募集金额为 3 亿元人民币，扣除发行费用后将用于补充营运资金，优化资本结构，改善资金状况。

重大事项

2016 年 3 月 1 日，公司召开第六届董事会第二十九次临时会议审议并通过了《关于<银亿房地产股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案>的议案》及其相关议案，即公司拟以 5.91 元/股向西藏银亿投资管理有限公司（以下简称“西藏银亿”）非公开发行 5.58 亿股，作价 33 亿元收购公司控股股东银亿控股全资子公司西藏银亿旗下宁波昊圣投资有限公司 100% 股权，从而间接持有全球第二大独立气体发生器生产商 ARC 集团境内外所有权益；同时，拟向公司控股股东宁波银亿控股有限公司非公开发行股份募集配套资金不超过 8.25 亿元，用于补充公司流动资金。

公司目前主营业务仍为房地产开发，若上述重组事项成功实施，公司今后将布局汽车安全系统核心零部件气体发生器的生产、销售业务领域，并以此为平台继续行业整合、加快全球化的业务拓展，进军高端制造行业，将形成“房地产业与高端制造业”双轮驱动的发展格局。

基本分析

2015 年，在宽松的政策环境带动下，房地产行业整体呈现筑底回暖态势，但房地产开工面积和房地产投资增速依然低位徘徊，待售面积仍居高不下，房地产市场区域分化严重，行业集中度持续上升

2015 年在多重政策效应叠加影响下，我国房地产市场整体呈现筑底回暖态势。根据国家统计局数

据显示，2015 年全国商品房销售面积与销售额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元，同比分别增长 6.5% 和 14.4%。截至 2015 年末，全国 100 个城市（新建）住宅均价为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%，同比上涨 4.15%，是百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨。与此同时，在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，房地产开发投资速度继续下降，以房地产企业新开工面积和土地购置面积为代表的房地产开发指标均在不同程度上延续了下降趋势。2015 年，全国房地产开发投资 95,979 亿元，名义同比增长 1.0%，增速比 1~11 月回落 0.3 个百分点，增速继续下行；房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米，同比下降 14.0%。2015 年房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米，同比下降 31.7%；同期，土地成交价款 7,622 亿元，下降 23.9%。

房地产投资速度放缓，同时销售回暖，使得房地产市场供需差有所收窄，但受前期投资和建设规模高速增长影响，短期内政策层面的支持依旧难以扭转库存加大的局面。截至 2015 年末，商品房待售面积 71,853 万平方米，同比增长 15.58%，增速较上年收窄 10.54 个百分点，其中，住宅待售面积增加 1155 万平方米，办公楼待售面积增加 128 万平方米，商业营业用房待售面积增加 458 万平方米。同时，中诚信证评也关注到，房地产区域市场分化严重，一线城市和二线热点城市出现量价齐升的局面，同时一般二线城市以及三四线城市去库存压力继续加大，价格亦难以上行，应关注房地产市场去化情况的区域差异。

房地产政策方面，2015 年“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。中央及地方各级政府在供应端实施“有供有限”，从源头控制商品房供应；同时各管理部门及职能机构从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限购等多手段并施。具体来看，“调供应”方面，2015 年 3 月底，国土部、住建部联合发文，要求各地对土地供应有供、有限，调节结构性过剩矛盾。“促需求”方面，第一，通过降首付、

减税费、予补贴明显提振了改善型需求。中央多部委分别于 2015 年 3 月和 9 月两次发文下调购房首付比例，并于同年 3 月下调营业税年限以及 2016 年 2 月财政部发文调减营业税；各级政府亦在税费减免、财政补贴、提高普通住宅标准等方面多管齐下刺激需求入市。第二，公积金政策频出提振市场需求。仅中央年内出台的房地产调控文件中，有 4 次涉及公积金政策，其中 3 次为出台公积金专项政策，内容涉及下调首套普通住房公积金贷款首付比例和二套房首付比例、放宽住房公积金用途、放宽提取条件、督促各地落实异地贷款业务、放开公积金金融渠道等。第三，央行降准降息降低购房成本和难度。2015 年内先后经历了 5 次降息和 5 次降准，基准利率降至历史最低水平，为市场营造宽松的资金环境。第四，取消限外、鼓励农民进城以及全面二孩政策将成为购房需求新增长点，均将有助于房地产市场需求长效调节机制的稳定。

从行业集中度来看，据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2015 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》显示，2015 年全国行业排名前 20 房企集中度同比增加 0.03 个百分点至 22.82%；TOP50 房企则从 31.15% 上升至 31.74%，小幅增加了 0.59 个百分点；TOP100 房企则大幅增加 1.86 个百分点至 39.64%。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

公司调整房地产开发策略，加速在建项目的竣工，同时放缓新项目的开工，同期在建面积大幅下降，整体开发节奏有所放缓

项目运营方面，2015 年以来，公司继续坚持“去库存”为首要目标，一方面放缓新项目的开工，一方面加速在建项目的竣工，当年新开工面积仅为 12.17 万平方米，较 2014 年大幅下滑；当年竣工面积为 96.59 万平方米，同比上升 43.18%。受竣工面积大幅提升以及新开工面积下降影响，公司在建面积亦大幅下降，截至 2015 年末，公司在建项目共

有 11 个，在建面积合计 129.62 万平方米，同比减少 37.78%，主要分布于宁波、南昌、沈阳、舟山和上海等地，其中在建项目中宁波、南昌、沈阳和舟山在建面积占比分别约为 41%、23%、20% 和 12%，占比合计超过 95%，存在一定区域集中风险。

表 1：2013~2016.Q1 公司开工竣工情况

	单位：万平方米			
	2013	2014	2015	2016.Q1
新开工面积	123.72	62.76	12.17	2.22
竣工面积	77.79	67.46	96.59	0.00
在建面积	209.70	208.34	129.62	135.14

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司积极应对房地产市场环境变化，调整销售策略，加速去库存，合同销售金额及结算收入快速增长

2015 年在房地产政策宽松和城市日益分化的背景下，公司积极应对市场变化，及时调整销售策略，全年实现合同销售面积 43.73 万平方米，较上年同期增长 38.21%；合同销售金额 70.31 亿元，较上年同期增长 72.75%。从销售区域来看，公司房地产销售仍主要来自于宁波、上海和南昌 3 个城市。2015 年公司在上述城市实现的合同销售金额占比分别约 49%、33% 和 13%，占比合计约占当年合同销售金额的 95%。

表 2：2013~2016.Q1 公司项目销售和结算情况

	单位：万平方米、亿元			
指标	2013	2014	2015	2016.Q1
合同销售面积	51.28	31.64	43.73	7.94
合同销售金额	67.12	40.70	70.31	14.97
结算面积	48.19	39.18	58.39	5.87
结算金额	42.02	57.43	79.75	12.04
已售未结算面积	47.30	48.85	34.19	36.26
已售未结算金额	75.99	72.88	63.44	66.37

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从结算情况来看，得益于合同销售金额的提升以及竣工节奏的加快，公司 2015 年房地产项目结算面积 58.39 万平方米，同比增长 49.03%；结算金额 79.75 亿元，同比增长 38.86%。从结算区域来看，2015 年公司结算项目主要集中在宁波、上海和南昌三个城市，三者 2015 年结算收入分别为 53.15 亿元、12.77 亿元和 10.09 亿元，结算收入占比分别为

66.65%、16.01%和 12.66%，三者合计占比 95.32%。此外，2015 年受竣工面积提升使得当年结算面积和金额大幅增加的影响，2015 年末已售未结算面积和已售未结算金额分别为 34.19 万平方米和 63.44 亿元，分别同比下降 30.01%和 12.95%。

跟踪期内，公司未新增土地，目前土地储备多分布于三、四线城市，多块土地处于闲置多年待开发状态，应关注相关项目未来开发进度以及对资金的占用情况

近年来随着房地产市场日益分化，公司放缓土地投资节奏，2015 年以来，公司仅于 2015 年 1 月在新疆博湖县竞得 5 幅地块，布局休闲旅游地产，土地面积合计 32.04 万平方米，至此，公司已于新疆获取土地累计计容建筑面积 55.50 万平方米。此外，公司于 2015 年 12 月收购上海市浦东新区建国村 929/1 地块及在建项目，用于继续开发“丽晶博园”项目，该地块土地面积 6,183 平方米，总建筑面积 22,145.38 平方米。2015 年以来，除于新疆获取 5 块土地以及上海收购浦东地块外，公司无新增土地投资，截至 2016 年 3 月末，公司共持有待开发土地合计计容建筑面积 257.34 万平方米。

表 3：2013~2015 年公司土地储备和新增项目情况

单位：万平方米

	2013	2014	2015
新增项目数（个）	3	6	5
新增土地储备面积（万平方米）	49.75	71.57	32.04

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从土地储备的区域分布来看，公司项目主要分布于舟山、新疆、南昌、沈阳和内蒙古等地区，截至 2016 年 3 月末，上述五者计容建筑面积分别为 64.50 万平方米、55.50 万平方米、53.34 万平方米、42.70 万平方米和 36.00 万平方米，占比分别为 25.06%、21.57%、20.73%、16.59%和 13.99%，此外，公司 2014 年 9 月于韩国济州岛取得一幅地块，计容建筑面积 5.20 万平方米。从储备项目的土地成本来看，公司近三年取得土地平均成本为 1,746 元/平方米，具有一定的价格优势，但整体看来，公司目前土地储备多分布于经济欠发达的三、四线城市，房地产市场景气度欠佳，且地块取得时间较早，多个地块处于多年闲置状态，对公司资金形成长期占用，应对相关地块未来开发进度情况予以关注。

表 4：2016 年 3 月末公司土地储备情况

单位：万平方米

项目名称	区域	计容建筑面积	项目性质	地块最早取得时间
舟山鲁家峙项目	舟山	64.50	住宅	2010.2
上尚城五期	南昌	9.24	住宅	2003.7
南昌望城新区地块	南昌	44.10	住宅	2014.2
万万城项目	沈阳	42.70	住宅	2006.11
北山地块	内蒙古	36.00	商住	2013.3
博斯腾湖项目	新疆	55.50	住宅	2014.9
济州岛悦海堂项目	济州岛	5.30	商住	2014.9
合计	-	257.34	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

除主营房地产开发业务外，公司为所开发的项目提供物业管理、营业推广和招商运营，整合优质商业资源等配套服务，少量参与市场化的项目与服务，物业管理、营销代理及租金收入亦对公司营业收入形成一定补充，2013~2015 年分别实现物业管理收入 1.58 亿元、2.22 亿元和 2.63 亿元，同期实现其他收入 2.00 亿元、3.91 亿元和 2.221 亿元。

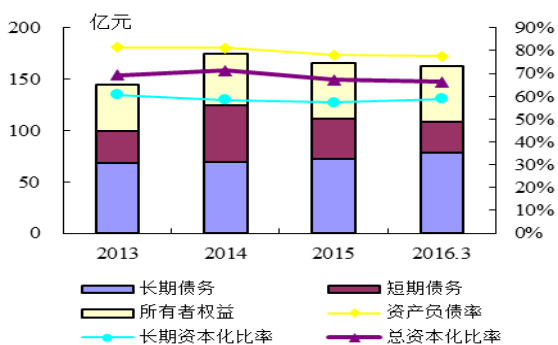
财务分析

下列财务分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表。

资本结构

公司视房地产市场行情调整开发节奏及土地投资策略，近年来资产规模有所波动，2013~2015 年末及 2016 年一季末公司资产总额分别为 240.13 亿元、265.02 亿元、247.16 亿元和 243.77 亿元，2015 年以来受公司开发规模收窄影响，资产规模有所下滑。同期，负债水平亦有所波动，公司负债总额分别为 195.64 亿元、215.08 亿元、192.92 亿元和 188.92 亿元。自有资本方面，得益于公司利润积累不断夯实自有资本，近年公司所有者权益逐年增长，2013~2015 年所有者权益分别为 44.50 亿元、49.95 亿元和 54.24 亿元。另截至 2016 年一季末，公司所有者权益为 54.85 亿元。

图 1: 2013~2016.Q1 公司资本结构分析

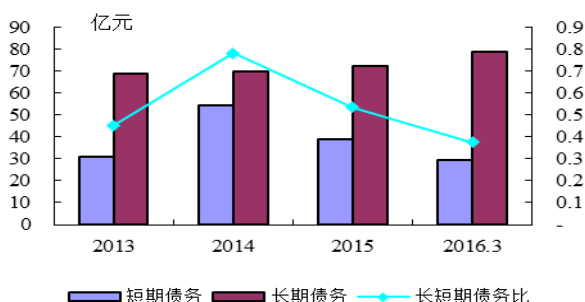


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从财务杠杆比率来看，得益于自有资本实力的提升以及 2015 年以来负债规模的下降，近年公司资产负债率持续下降，2013~2015 年末及 2016 年一季末分别为 81.47%、81.15%、78.06%和 77.50%；同期净负债率分别为 154.80%、204.61%、162.85%和 153.68%，2014 年以来随着债务规模的下降，公司净负债率亦有所下降，但财务杠杆整体仍处于较高水平。

从债务规模来看，2015 年以来公司债务规模略有收窄，2013~2015 年及 2016 年一季末分别为 99.78 亿元、124.18 亿元、111.09 亿元和 107.98 亿元。从债务期限结构看，同期末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.45 倍、0.78 倍、0.53 倍和 0.37 倍，以短期债务为主的债务期限结构符合公司房地产业务的发展，本期债券成功发行以后，其债务期限结构进一步优化。

图 2: 2013~2016.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受业务开发规模和土地投资规模收窄影响，公司 2015 年以来债务和资产规模略有下降，但公司对财务杠杆利用仍较为依赖，资产负债率和净负债率仍处于较高水平，应关注未来项目开发及土地投资力度加大对公司财务结构稳健性的影响。

流动性

近年来公司流动资产规模保持相对稳定，截至 2015 年末，公司流动资产为 212.03 亿元，较上年下降 8.28%，主要受当年存货规模下降所致，另截至 2016 年一季末，存货为 162.46 亿元，基本较上年持平。从流动资产的结构看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，2015 年末两项合计占流动资产的比重达到 87.54%，在同行业中处于合理水平。

表 5: 2013~2016.Q1 公司流动资产分析

	2013	2014	2015	2016.Q1
流动资产/总资产	86.40%	86.63%	85.79%	85.60%
存货/流动资产	78.36%	83.30%	76.81%	77.86%
货币资金/流动资产	14.89%	9.57%	10.74%	11.35%
(存货+货币资金)/流动资产	93.25%	92.87%	87.54%	89.21%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2015 年以来，公司放缓了开发节奏，2015 年末存货规模为 162.85 亿元，较上年末下降 14.85%。从存货的构成来看，2015 年末公司存货中在建项目的开发成本 100.01 亿元，占存货的比重为 61.41%，在建和拟建项目为公司持续经营形成了一定支撑；2015 年末，已竣工的开发产品占存货净额的比重为 38.21%，较 2014 年末上升 16.31 个百分点，完工待售项目占比大幅提升，去化压力加大。

表 6: 2013~2015 年末公司存货结构分析

	2013	2014	2015
存货 (亿元)	162.57	191.25	162.85
存货同比增长率	20.81%	17.64%	-14.85%
开发成本(亿元)	142.14	148.86	100.01
开发成本/存货	87.43%	77.84%	61.41%
开发产品(亿元)	19.93	41.88	62.22
开发产品/存货	12.26%	21.90%	38.21%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，2013~2015 年公司存货周转率分别为 0.20 次、0.24 次和 0.37 次；同期，总资产周转率分别为 0.22 次、0.25 次和 0.33 次。2015 年受存货规模下降等因素影响，当年存货周转率和总资产周转率均有所提升，未来公司将继续坚持“快周转、轻资产”的经营策略，加快产品标准化建设，优化产品结构，同时提升销售去化速度，其资产周转速度有望继续得到提升。

现金流方面，2013~2015 年公司经营净现金流分别为-0.31 亿元、-5.40 亿元和 26.30 亿元，2015 年经营净现金净流入，主要因为当年销售回款增加以及土地投资节奏放缓所致。投资性现金流方面，近三年公司投资性净现金流分别为 2.59 亿元、-12.70 亿元和-1.11 亿元。公司 2014 年投资性现金流呈现大幅净流出状态主要是由于当年支付百胜麒麟（南京）建设发展有限公司拆借款以及收购福田项目、洞桥项目支付投资款所致。综上，近三年公司非筹资性现金流分别为 2.29 亿元、-18.09 亿元和 25.19 亿元。

从货币资金规模来看，公司 2013~2015 年末，公司货币资金余额分别为 30.90 亿元、21.98 亿元和 22.76 亿元；同期货币资金/短期债务分别为 0.99 倍、0.40 倍和 0.59 倍，2014 年受非筹资性现金流大幅净流出以及短期债务上升的影响，公司当年末货币资金/短期债务大幅下降，2015 年以来得益于短期债务规模的降低，货币资金/短期债务有所提升，但货币资金对短期债务的覆盖程度仍较为不足。

表 7：2013~2016.Q1 年公司部分流动性指标

	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金（亿元）	30.90	21.98	22.76	23.69
经营活动现金流净额（亿元）	-0.31	-5.40	26.30	5.16
经营净现金流/短期债务（X）	-0.01	-0.10	0.68	0.70
货币资金/短期债务（X）	0.99	0.40	0.59	0.80

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：上表 2016.Q1 经营净现金流/短期债务已经年化处理

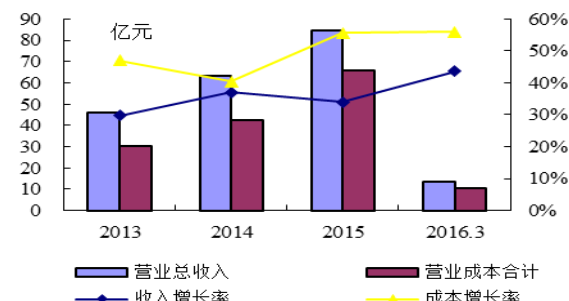
总体来看，2015 年以来公司放缓开发节奏，存货规模有所下降，但完工待售存货规模及占比增加，整体去化压力加大；同时，考虑到货币资金及经营净现金流对短期债务保障程度仍较为不足，公司资产流动性整体有所弱化。

盈利能力

近年来，随着公司业务规模的不断扩大以及在在建项目的相继竣工交付，公司营业收入相应呈现上升趋势，2013~2015 年公司分别实现营业收入 46.05 亿元、63.14 亿元和 84.59 亿元，年均复合增长率为 35.54%。从毛利率来看，公司 2013~2015 年营业毛利率分别为 34.46%、32.92%和 22.06%，近年来房地产行业整体利润水平逐年回落，公司房地产开发业务毛利空间亦有所收窄。此外，截至 2015 年 12

月 31 日，公司预收款项 40.73 亿元，较 2014 年末下降 15.90%，预收款项规模虽有所下滑，但仍可对其未来短期内经营业绩的提升提供一定保障。

图 3：2013~2016.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。2015 年公司发生销售费用和管理费用分别为 1.98 亿元和 3.15 亿元，2015 年加强管理，管理费用较上年下降 11.78%。公司 2013~2015 年分别合计发生期间费用 5.68 亿元、6.39 亿元和 5.83 亿元。得益于营业收入的提升和期间费用的下降，2015 年三费收入比较上年下降，2013~2015 年三费收入比分别为 12.33%、10.12%和 6.89%，期间费用控制能力良好。

表 8：2013~2016.Q1 年公司三费分析

	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用（亿元）	1.57	1.94	1.98	0.51
管理费用（亿元）	3.38	3.57	3.15	0.84
财务费用（亿元）	0.72	0.88	0.70	0.73
三费合计（亿元）	5.68	6.39	5.83	2.08
营业总收入（亿元）	46.05	63.14	84.59	13.65
三费收入占比（%）	12.33	10.12	6.89	15.24

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益、资产减值和营业外收益构成。具体来看，2013~2015 年经营性业务利润分别为 7.29 亿元、8.06 亿元和 5.85 亿元，受毛利空间回落等因素影响，公司 2015 年经营性业务利润同比下滑。投资收益方面，受公司参股企业、联营企业开发的房地产项目进入结算时间分布的不同，近三年公司投资收益分别为 1.43 亿元、0.38 亿元和 2.82 亿元，波动幅度较大。资产减值方面，2013~2015 年公司资产减值分别为 0.21 亿元、0.00 亿元和 2.26 亿元，2015 年资产减值主要为存货跌价损失，受房

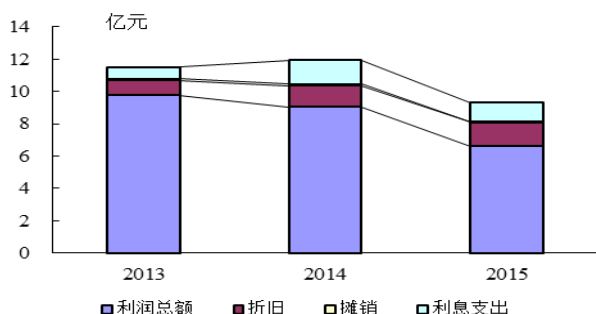
地产市场波动影响，公司 2015 年根据调整后的售价对期末库存房产计提存货跌价准备 1.96 亿元。公司营业外收益主要由固定资产处置利得和政府补助构成，近三年分别为 1.25 亿元、0.60 亿元和 0.20 亿元。综上，公司 2013~2015 年利润总额分别为 9.76 亿元、9.05 亿元和 6.61 亿元。

总体来看，2015 年以来毛利率空间大幅收窄，资产减值亦在一定程度上削弱了利润总额；但考虑到公司营业收入规模保持持续增长，公司现阶段相对充足的待结算资源亦对其未来经营业绩的提升提供了较好支撑，故公司仍具有较强的盈利能力。

偿债能力

从债务规模来看，2015 年以来随着开发规模的下降及土地投资节奏的放缓，公司债务规模有所下降，截至 2015 年末，公司总债务 111.09 亿元，同比下降 10.54%。2016 年 3 月末，公司总债务进一步下降至 107.98 亿元，其中短期债务 29.44 亿元，长期债务 78.53 亿元，长短期债务比小幅下降至 0.37 倍，债务期限结构有所优化。

图 4：2013~2015 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2013~2015 年分别为 11.62 亿元、11.49 亿元和 9.32 亿元，与利润总额变动趋势保持一致。从主要偿债能力指标来看，尽管 2015 年以来公司债务规模有所下降，但获现能力下降导致主要偿债指标有所弱化，2015 年公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数分别为 11.92 倍和 0.80 倍；但随着 2015 年土地投资和开发规模收窄，当年经营现金流有所改善，当年经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.24 倍和 2.26 倍，整体来看，公司经营所得仍可对其债务本息的偿还提供

保障。

表 9：2013~2016.Q1 公司部分偿债指标

指标	2013	2014	2015	2016.Q1
EBITDA (亿元)	11.62	11.49	9.32	1.48
总债务/EBITDA(X)	8.59	10.81	11.92	16.31*
长期债务/EBITDA(X)	5.91	6.07	7.77	11.87*
EBITDA 利息倍数(X)	1.26	1.10	0.80	0.83
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.00	-0.04	0.24	0.19*
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.03	-0.52	2.26	2.58
资产负债率(%)	81.47	81.15	78.06	77.50
总资本化比率(%)	69.16	71.32	67.19	66.32

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：上表 2016.Q1 带“*”指标已经年化处理。

对外担保方面，截至 2015 年末，公司合并口径对其他企业提供的担保余额仅 4.30 亿元，担保对象为宁波卓越圣龙工业技术有限公司（以下简称“卓越圣龙”）。根据公司与卓越圣龙签订《关于提供担保及反担保之协议书》约定，卓越圣龙向公司提供不超过 60,000 万元借款，公司在该实际借款额度内为其提供等额担保，卓越圣龙以其对公司的等额债权提供反担保。此外，公司及子公司为商品房承购人提供阶段性购房按揭贷款担保，截至 2015 年末担保余额为 24.05 亿元。总体来看，公司对外担保风险相对可控。

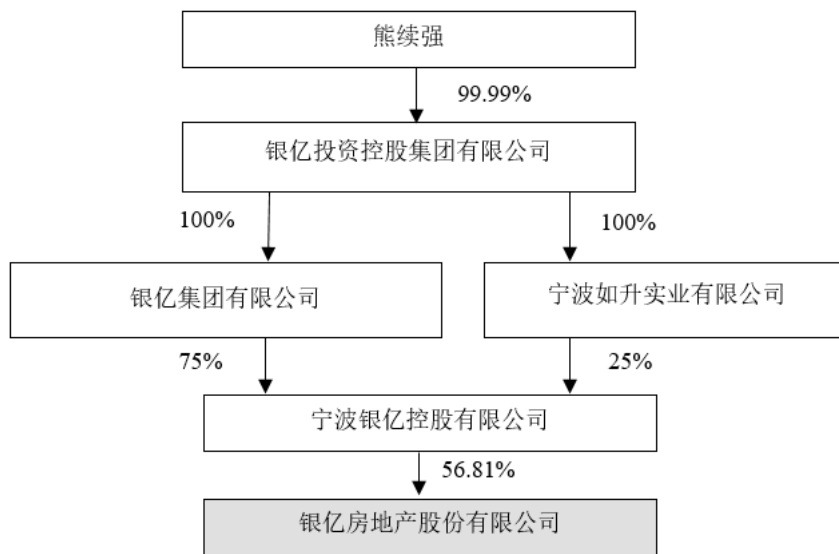
财务弹性方面，公司与中行、建行、交行等多家银行机构建立了良好的合作关系，截至 2015 年末，公司获得各银行授信总额 143.54 亿元，尚未使用的授信额度为 55.90 亿元。同时，公司还积极进行信托、房地产基金等多渠道融资，具备一定财务弹性。

整体来看，2015 年以来公司毛利下滑，盈利和获现能力均有所下降；但公司 2015 年以来销售业绩和营业收入保持增长，经营性现金流改善对其债务的本息形成较好保障，故整体仍具有较强的偿债能力。

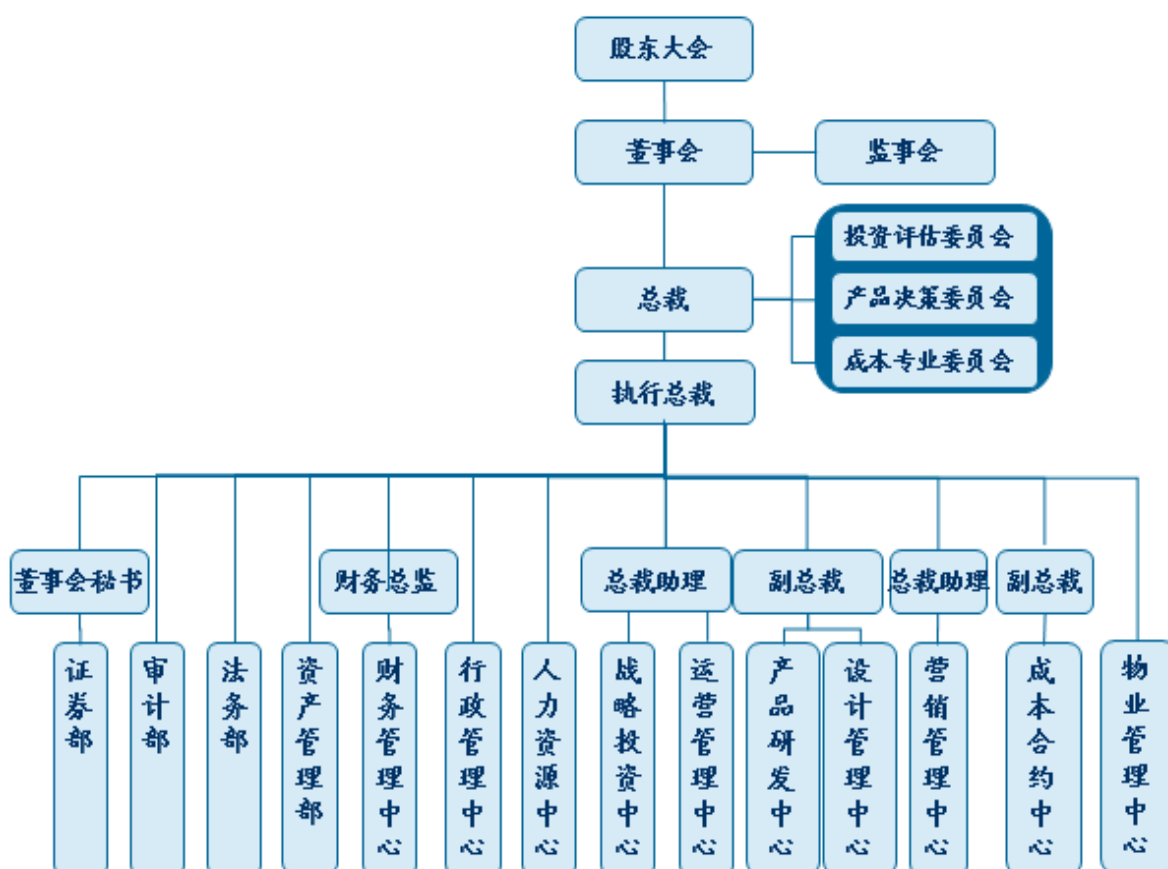
结论

综上所述，中诚信证评维持银亿股份主体信用等级AA，评级展望为稳定；维持“银亿房地产股份有限公司2015年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为AA。

附一：银亿房地产股份有限公司股权结构图（截至2016年3月31日）



附二：银亿房地产股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：银亿房地产股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	308,961.02	219,818.93	227,612.55	236,854.38
应收账款净额	8,513.33	7,175.63	31,652.67	37,394.86
存货净额	1,625,718.05	1,912,454.40	1,628,504.23	1,624,568.47
流动资产	2,074,683.02	2,295,941.05	2,120,279.71	2,086,567.23
长期投资	27,455.74	54,484.90	48,545.76	48,585.29
固定资产合计	255,127.18	259,535.16	253,336.66	249,987.09
总资产	2,401,348.20	2,650,231.52	2,471,598.00	2,437,664.80
短期债务	310,993.00	544,030.38	386,893.78	294,411.59
长期债务	686,778.38	697,750.00	723,988.21	785,339.73
总债务（短期债务+长期债务）	997,771.38	1,241,780.38	1,110,881.99	1,079,751.32
总负债	1,956,392.37	2,150,772.53	1,929,225.00	1,889,205.19
所有者权益（含少数股东权益）	444,955.83	499,458.98	542,373.00	548,459.60
营业总收入	460,486.94	631,364.01	845,946.04	136,532.51
三费前利润	129,647.80	144,505.25	116,766.60	21,776.02
投资收益	14,310.92	3,858.88	28,188.61	5,535.86
净利润	67,990.52	60,247.30	43,516.35	4,243.28
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	116,204.39	114,900.67	93,193.79	16,545.51
经营活动产生现金净流量	-3,077.04	-53,963.43	263,019.42	51,604.76
投资活动产生现金净流量	25,942.30	-126,973.07	-11,071.34	898.10
筹资活动产生现金净流量	124,559.47	77,702.62	-235,788.66	-66,435.15
现金及现金等价物净增加额	147,424.73	-103,234.31	16,155.42	-13,957.92
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	34.46	32.92	22.06	22.75
所有者权益收益率（%）	15.28	12.06	8.02	3.09*
EBITDA/营业总收入（%）	25.24	18.20	11.02	12.12
速动比率（X）	0.36	0.27	0.41	0.42
经营活动净现金/总债务（X）	-0.003	-0.04	0.24	0.19*
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.01	-0.10	0.68	0.70*
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.03	-0.52	2.26	2.58
EBITDA 利息倍数（X）	1.26	1.10	0.80	0.83
总债务/EBITDA（X）	8.59	10.81	11.92	16.31*
资产负债率（%）	81.47	81.15	78.06	77.50
总债务/总资本（%）	69.16	71.32	67.19	66.32
净负债率（%）	154.80	204.61	162.85	153.68

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、上表 2016 年一季度带“*”数据均已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。