



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪121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，维持贵公司本期债券信用等级AA，维持本次发债主体信用等级为AA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年五月十九日

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(2017)

债券名称	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)		
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	评级展望: 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望: 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

银亿股份	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益(亿元)	49.95	54.24	65.69	93.33
总资产(亿元)	265.02	247.16	251.88	299.96
总债务(亿元)	124.18	111.09	116.59	129.17
营业总收入(亿元)	63.14	84.59	80.57	9.84
营业毛利率(%)	32.92	22.06	34.54	25.35
EBITDA(亿元)	11.49	9.32	19.73	-
所有者权益收益率(%)	12.06	8.02	10.88	3.29
资产负债率(%)	81.15	78.06	73.92	68.89
净负债率(%)	204.61	162.85	126.31	95.11
总债务/EBITDA(X)	10.81	11.92	5.91	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.10	0.80	2.01	-

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、2017 年第一季度的所有者权益收益率经过年化处理。

分析师

解晓峰 xixie@ccxr.com.cn

陶成 chtao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 5 月 19 日

基本观点

2016 年, 银亿房地产股份有限公司(以下简称“银亿股份”或“公司”) 放缓房地产开发节奏, 当年新开工面积和在建面积大幅下滑, 受益于上海及宁波项目结转较多, 年内盈利能力有所回升。随着股票增发的完成, 公司财务杠杆比率下降, 整体偿债指标有所改善。同时, 公司完成了 ARC 集团的收购工作, 开启房地产开发+高端制造业双轮驱动模式。中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到公司房地产项目开发规模收缩较多, 项目多位于三、四线城市带来的库存去化压力较大以及业务整合及管理挑战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

- 完成收购 ARC 集团, 开启双轮驱动模式的布局。2016 年公司收购美国 ARC 集团并于 2017 年一季度实现并表, 开启房地产开发+高端制造业的战略布。ARC 集团系全球第二大独立生产气体发生器企业, 具有较高的技术实力及发展潜力, 有望为公司增加新的利润增长点。
- 财务杠杆比率降低, 债务期限结构优化。得益于利润累积、股票增发以及并购 ARC 集团的完成, 加之公司放缓项目开发及土地获取节奏, 2016 年以来公司财务杠杆比率持续下降, 且付息债务以长期债务为主, 债务期限结构亦持续得到优化。
- 盈利能力回升, 偿债指标表现有所改善。受益于公司结转项目所在城市房地产市场回暖, 2016 年公司初始获利空间有所回升, 盈利能力得到提升, 偿债指标得以改善。

关 注

- 房地产业务的成长性值得关注。2016 年公司新开工和在建面积大幅下滑，同时合同销售金额和预收款项也下降较大；加之目前公司项目储备集中于舟山、新疆、南昌、沈阳、内蒙古和宁波等三、四线城市，对未来业绩支撑的不确定性增加；且部分项目地块取得时间较早，应对相关地块未来开发进度情况予以关注。
- 库存去化压力较大。截至 2016 年末，存货中已竣工的开发产品占存货净额的比重为 28.26%，主要位于宁波、舟山、沈阳等城市，且竣工时间较长，但去化压力仍然加大。
- 业务整合及管理挑战。公司完成 ARC 集团并表后，将向房地产开发加高端制造业的转型，后续将面临较大的业务整合、管理融合及资源调配等多重难度，需对此保持关注。

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，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，目前所募集资金已按照募集说明书承诺使用完毕。

重大事项

2016 年 9 月 29 日，银亿房地产股份有限公司（以下简称“银亿股份”或“公司”）召开第六届董事会第四十次临时会议审议通过了《关于银亿房地产股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）及其摘要的议案》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 481,414,795 股，作价 284,516.14 万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 集团相关资产。此次发行股份购买资产暨关联交易事项的申请已于 2016 年 12 月 23 日获得中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会审核通过，并于 2017 年 1 月 17 日公司收到中国证监会《关于核准银亿房地产股份有限公司向西藏银亿投资管理有限公司发行股份购买资产的批复》（证监许可[2017]128 号），核准公司向西藏银亿投资管理有限公司发行 481,414,795 股股份购买相关资产。截至 2017 年 3 月末，公司实现了对 ARC 集团的并表。

同时，公司与西藏银亿签署了《盈利预测补偿协议》，西藏银亿承诺，2017~2019 年间，每年实现的经审计扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润数均低于 1.68 亿元（2017 年）、2.62 亿元（2018 年）和 3.26 亿元（2019 年）。

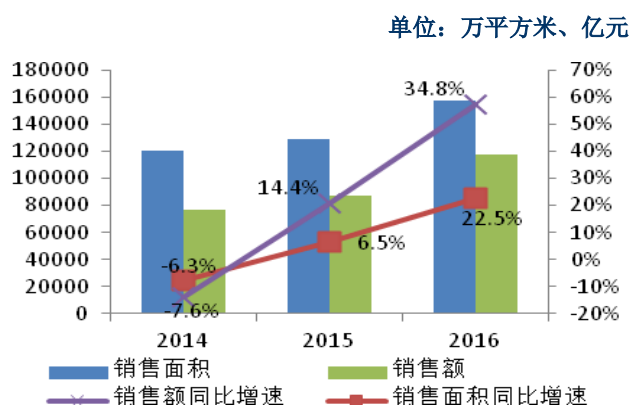
行业分析

受益于宽松的行业政策环境，2016 年我国房地

产投资增速上涨，商品房销售呈现量价齐升态势，待售面积出现近年首次下降，但区域分化更趋明显。

得益于持续宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产市场处于明显上升周期。根据国家统计局数据显示，2016 年房地产企业累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年上涨 5.9 个百分点；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，同比分别增长 22.4% 和 34.8%。从价格来看，2016 年 1~11 月全国百城住宅均价呈现逐月增长的态势，2016 年 11 月全国百城住宅成交均价达 12,938 元/平方米，较年初增长 17.34%；其中一线城市住宅均价达 40,441 元/平方米，较年初增长 20.60%；同期二线城市住宅均价达 11,697 元/平方米，较年初增长 17.03%；三线城市住宅均价达 7,359 元/平方米，较年初增长 8.82%¹。良好的商品房成交使得商品房库存出现近年来首次下降，2016 年末全国商品房待售面积 69,539 万平方米，同比减少 3.22%；但需关注到部分二线及三、四线城市仍存在去库存压力，价格亦难以上行，不同能级城市商品住宅市场分化明显。

图 1：2014~2016 年全国商品房销售情况



土地市场方面，在去库存的大背景下，2016 年全国房地产用地供给继续收紧，但土地成交金额上涨明显，区域亦有所分化。2016 年全国房地产建设

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌及福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

用地供应面积为 10,750 万平方米，同比下降 10.19%；同年房企购置的土地面积 22,025 万平方米，同比下降 3.45%，但由于土地均价上升、溢价率持续高位，同期土地成交款约 9,129 亿元，同比上涨 19.77%。其中，一线城市 2016 年的土地成交均价同比增加 15.98%，涨幅较上年增加 1.4 个百分点，平均溢价率约 47.06%；二线城市土地成交均价则同比上涨 70.2%，涨幅较上年提升了 56.2 个百分点，平均溢价率达 52.55%；而三线城市成交土地均价同比增加 13.50%，平均溢价率为 19.85%。

2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导，部分重点城市调控政策升级，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

2016 年全国依旧维持去库存的房地产政策目标，继续落实“分类调控、分地施策”的政策引导。具体来看，2016 年初中国人民银行、银监会宣布降低非限购城市的首付比例，同时财政部、国家税务总局、住房城乡建设部调整契税税率以降低购房成本；6 月国务院办公厅出台《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出，实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，促进住房租赁市场健康发展，进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策同时，部分重点城市率先推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨，一线城市中以上海和深圳最为严厉；而去库存压力较大的部分二线及三四线城市则始终维持宽松的房地产政策。2016 年 3 月，上海及深圳率先提高购房首付比例并提高购房资格要求；十一期间，全国二十多个城市相继出台了限购限贷政策；11 月以来，部分重点城市继续加大了调控力度。持续的调控政策使得部分城市短期内购房需求得到抑制，市场成交量收缩明显，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

房地产企业利润空间持续收窄，行业兼并收购的趋势明显，集中度进一步上升，优质资源将向具有规模优势的房地产企业倾斜。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，

行业内的兼并收购案例大幅增多。据不完全统计，2016 年销售额 300 亿元以上百亿房企已完成及正在进行中的并购案例已近 100 起，占行业并购数量的 70% 以上，资金、项目及资源等逐步向大型房企聚集。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2016 年 TOP100 房企入榜金额门槛从 2015 年的 104 亿元提高至 157 亿元，同比上升 51%，销售金额集中度亦提升 3.87 个百分点至 43.92%，占比近一半；TOP20 销售门槛提升最快，由 2015 年的 358 亿大幅增至 647 亿，同比提升了 81%，销售金额集中度则上升 1.67 个百分点至 24.73%；而 TOP10 房企销售金额门槛达到 1,100.2 亿元，同比上涨 51.73%，占全国销售额的比重达到 18.35%，较上年提升 1.27 个百分点，千亿房企已达 12 家。

2016 年公司继续坚持“去库存”的首要目标，但整体开发节奏放缓，当年公司的新开工面积、在建面积和销售结转规模均有所下滑；而受益于主要销售贡献区域上海及宁波房地产市场的回暖，公司销售均价有所提升。

项目运营方面，2016 年以来，公司继续放缓项目的开工，当年新开工面积仅为 9.54 万平方米，较 2015 年减少 2.63 万平方米；当年竣工面积为 66.00 万平方米，同比下降 31.67%。2017 年一季度，公司新开工面积为零，竣工面积为 11.04 万平方米。截至 2017 年 3 月末，公司在建项目共有 11 个，建筑面积合计 72.88 万平方米，在建面积持续下滑，主要分布于上海、宁波、南昌、舟山等地，在建面积占比分别为 8.18%、50.41%、21.60% 和 19.80%，存在一定区域集中风险。

表 1：2014~2017.Q1 公司开工竣工情况

	单位：万平方米			
	2014	2015	2016	2017.Q1
新开工面积	62.76	12.17	9.54	0
竣工面积	67.46	96.59	66.00	11.04
在建面积	208.34	129.62	89.32	72.88

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年公司继续坚持“去库存”的首要目标，及时调整销售策略，但受到供货节奏放缓的影响，公司销售业绩有所下滑。2016 年，公司实现合同销售

面积30.09万平方米，同比下降31.19%；合同销售金额50.67亿元，同比下降27.93%。从销售区域来看，公司房地产销售仍主要来自于宁波和上海2个城市，合同销售金额占比分别为36.18%和52.93%，合计占比约89.11%。得益于2016年宁波及上海房地产市场的量价齐升，公司2016年销售均价为16,839元/平方米，较上年增加约800元/平方米。2017年一季度，公司销售金额约16.37亿元，销售均价进一步上升至23,759元/平方米。

表 2：2014~2017.Q1 公司项目销售和结算情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
合同销售面积	31.64	43.73	30.09	6.89
合同销售金额	40.70	70.31	50.67	16.37
合同销售均价	12,863	16,078	16,839	23,759
结算面积	39.18	58.39	49.57	3.74
结算金额	57.43	79.75	69.63	4.11
结算均价	14,658	13,658	14,047	10,989
已售未结算面积	48.85	34.19	14.71	17.86
已售未结算金额	72.88	63.44	44.48	56.74

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从结算情况来看，公司 2016 年房地产项目结算面积 49.57 万平方米，同比下降 15.11%；结算金额 69.63 亿元，同比下降 12.69%。从结算区域来看，2016 年公司结算项目主要集中在宁波、上海和南昌三个城市，收入占比分别为 23.19%、51.58%和 14.23%，三者合计占比 89%。结算均价方面，公司 2016 年结算均价为 14,046.80 元/平方米，较上年增加约 388 元/平方米。2017 年一季度，公司结算金额约 4.11 亿元，结算均价则下滑至 10,989 元/平方米。此外，截至 2017 年 3 月末，公司已售未结算面积和已售未结算金额分别为 17.86 万平方米和 56.74 亿元，较上年末略有增加。

2016 年公司新增土地较少，目前土地储备多分布于三、四线城市，且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

2016 年，公司在宁波竞得 1 幅地块，土地面积 16.47 万平方米，通过股权收购方式在上海获得 1 个合作项目，权益建筑面积为 2.71 万平方米，新增土地储备金额/合同销售金额为 22.85%。此外，2017

年 1~3 月，公司通过股权收购方式新获得 3 块土地，均位于宁波，分别为潘火火车站项目、首南项目和苍松路项目，权益建筑面积分别为 0.61 万平方米、6.46 万平方米和 1.48 万平方米

表 3：2014~2017.Q1 公司土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米、亿元

	2014	2015	2016	2017.Q1
新增项目数	6	5	1	3
新增土地储备面积	71.57	32.04	16.47	16.82
新增土地储备金额	17.58	5.97	11.58	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2017 年 3 月末，公司土地储备计容建筑面积合计 298.76 万平方米。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、内蒙古和宁波地区。截至 2017 年 3 月末，公司在上述城市的计容建筑面积占比分别为 21.59%、18.58%、20.58%、14.29%、12.05%和 11.14%。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，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：截至 2017 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 年 2 月
南昌上尚城五期	南昌	17.37	住宅	2003 年 7 月
南昌望城新区地块	南昌	44.10	住宅	2014 年 2 月
万万城项目	沈阳	42.70	住宅	2006 年 11 月
呼伦贝尔北山地块	内蒙古	36.00	商住	2013 年 3 月
博斯腾湖项目	新疆	55.50	住宅	2014 年 9 月
济州岛悦海堂项目	济州岛	5.30	商住	2014 年 9 月
潘火地块	宁波	2.42	住宅	2017 年 3 月
高桥地块	宁波	16.47	住宅	2016 年 11 月
首南地块	宁波	12.92	住宅	2017 年 1 月
苍松路项目	宁波	1.48	住宅	2017 年 1 月
合计		298.76		

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司完成对 ARC 集团的战略并购并实现并表，逐步转型房地产开发和高端制造的双轮驱动发展模式，有望为公司增加新的利润增长点，但亦需对后续整合和运营管理保持关注。

2016 年公司通过向西藏银亿非公开发行股票方式，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 集团相关资产。截至 2017 年 3 月末，公司已实现了对 ARC 集团的并表。

ARC 集团是全球第二大独立生产气体发生器的跨国公司，专业研发、设计、生产和销售气体发生器，其产品广泛应用于各大品牌汽车安全气囊系统。凭借技术优势和先发优势，ARC 集团与全球主要汽车整车厂及一级供应商建立了长期和稳定的合作关系，且产品已在新能源汽车领域，例如丰田普锐斯混合动力、宝马 BMWi3、BMW X5、雷克萨斯混合动力 RX、起亚 Optima 等高端车型等。ARC 集团的运营中心位于美国田纳西州诺克斯维尔市，目前已在全球 4 个国家建有 6 个生产基地，其中美国和中国两个工厂的产能之和约占总产能的 60%。2014 年和 2015 年 ARC 集团的营业收入分别为 16.2 亿元和 19 亿元，其中过半收入来自亚洲市场。此次并购的完成，有利于公司向高端制造业拓展，并发掘新的利润增长点；但亦需对业务整合、管理融合及资源调配等多重难度保持关注。

与此同时，公司股票于 2017 年 2 月 7 日开市起开始停牌，目前正处于重大资产重组筹划阶段，公司拟采取发行股份方式向控股股东全资子公司宁波圣洲投资有限公司购买宁波东方亿圣投资有限公司（以下简称“宁波东方亿圣”）100% 股权并募集配套资金，但鉴于交易方案仍在进一步协商的过程中，具体交易方式以公司未来经董事会审议通过并披露的重组报告书为准。中诚信证评关注到，宁波东方亿圣于 2016 年并购了比利时邦奇动力变速器公司（以下简称“比利时邦奇”），比利时邦奇是世界第三大 CVT 变速器供应商，系欧洲著名汽车厂商 DAF 位于比利时的汽车变速器工厂。总的来

看，若公司上述并购能顺利完成，将深化公司在高端制造业的战略布局。

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 2014~2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报表。

资本结构

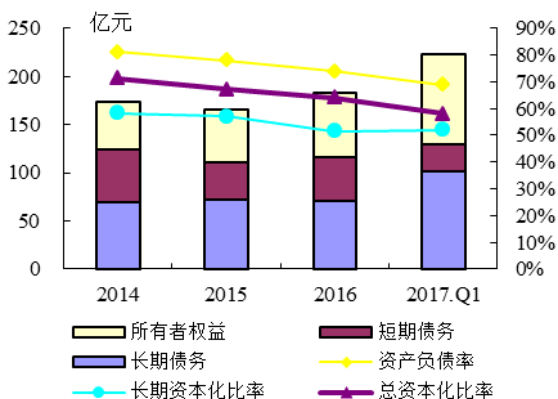
截至 2016 年末，公司资产总额和负债总额分别为 251.88 亿元和 186.19 亿元，较上年基本持平。自有资本方面，留存收益的累积，2016 年末公司所有者权益为 65.69 亿元，同比上升 21.12%。得益于此，2016 年公司资产负债率和净负债率分别为 73.92% 和 126.31%，分别较上年下降 4.41 个百分点和 36.54 个百分点。2017 年一季度，公司完成了对 ARC 集团的并表，公司资产及负债规模均增加较多。截至 2017 年 3 月末，公司资产和负债规模分别为 299.96 亿元和 206.63 亿元，较上年末分别增加 19.09% 和 10.98%；受此影响，公司资产负债率和净负债率分别为 68.89% 和 95.11%，较上年末继续下降。

资产结构方面，公司资产主要由货币资金、存货、投资性房地产和固定资产构成。截至 2016 年末，公司货币资金余额为 33.61 亿元，同比增长 47.70%，主要系发行公司债所致，其中受限货币资金余额为 6.42 亿元，受限规模较小。截至 2017 年 3 月末，公司货币资金 40.41 亿元，较上年末继续上升。2016 年末公司存货余额为 162.75 亿元，较上年基本持平，主要为项目的开发成本和开发产品；2017 年 3 月末存货余额为 166.85 亿元。投资性房地产方面，2016 年末公司投资性房地产账面价值为 14.18 亿元，同比增长 7.97%，2017 年 3 月末为 13.94 亿元。2016 年末公司固定资产为 11.76 亿元，较上年基本持平，截至 2017 年 3 月末，固定资产增加至 16.39 亿元，主要系 ARC 集团并表所致。

负债方面，公司负债主要由应付账款、预收款项、其他应付款和有息债务构成。截至 2016 年末，公司应付账款为 14.86 亿元，同比下降 6.27%，主

要系开发拓展节奏放缓、应付工程款及土地款减少所致，其中账龄在 1 年以上的占比 8.42%；预收款项为 22.89 亿元，同比下降 43.79%，系当年销售规模收缩、预收的房屋款减少所致；其他应付款为 12.18 亿元，同比下降 19.35%。另截至 2017 年 3 月末，公司应付账款、预收款项和其他应付款分别为 16.83 亿元、30.14 亿元和 9.92 亿元。

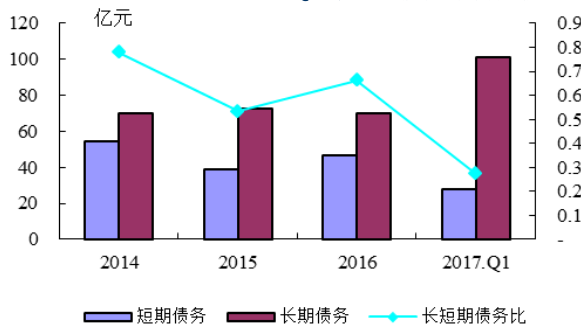
图 2：2014~2017.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务规模来看，随着对外业务的拓展，外部资金需求的增多，近年公司债务规模持续上升。截至 2016 年及 2017 年 3 月末，公司债务规模分别为 116.59 亿元和 129.17 亿元；同期长短期债务分别为 0.66 倍和 0.27 倍，以长期债务为主的债务期限结构符合公司房地产业务的发展。

图 3：2014~2017.Q1 年公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着公司完成对 ARC 集团的收购及并表，公司资产规模及自有资本实力提升较多，财务杠杆比例有所下降，但需关注未来项目开发及业务转型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 2016 年末，公司流动资产为 212.24 亿元，较上年基本持平。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，2016 年末两项合计占流动资产的比重达到 92.09%。2017 年 3 月末，公司流动资产 234.17 亿元，存货和货币资金合计占比 88.51%。

表 5：2014~2017.Q1 公司流动资产分析

	2014	2015	2016	2017.Q1
流动资产/总资产	86.63%	85.79%	84.66%	78.07%
存货/流动资产	83.30%	76.81%	76.32%	71.25%
货币资金/流动资产	9.57%	10.74%	15.77%	17.26%
(存货+货币资金)/流动资产	92.87%	87.54%	92.09%	88.51%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2016 年以来公司放缓了开发及拿地节奏，年末存货规模为 162.75 亿元，较上年末基本持平。从存货的构成来看，2016 年末公司存货中在建项目的开发成本 116.17 亿元，占存货的比重为 71.38%，在建项目为公司持续经营形成了一定支撑；而已竣工的开发产品 45.99 亿元，占存货净额的比重为 28.26%，项目多位于宁波、舟山、沈阳等城市，加之部分项目竣工时间较早，后续去化压力仍然较大。

表 6：2014~2016 年末公司存货结构分析

	2014	2015	2016
存货 (亿元)	191.25	162.85	162.75
存货同比增长率	17.64%	-14.85%	-0.06%
开发成本(亿元)	148.86	100.01	116.17
开发成本/存货	77.84%	61.41%	71.38%
开发产品(亿元)	41.88	62.22	45.99
开发产品/存货	21.90%	38.21%	28.26%

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，2016 年公司存货周转率和总资产周转率均为 0.32 次，受开发节奏放缓及销售业绩收缩的影响，公司资产周转效率较上年有所下滑。考虑到，公司目前项目储备多位于三四线城市，需对公司后续资产周转效率予以关注。

现金流方面，2016 年公司经营性净现金流为 3.96 亿元，由于当期销售业绩下滑而有所收缩。同期，公司经营净现金流/短期债务为 0.09 倍，经营净现金流未能对公司短期债务形成保障。截至 2016 年末，公司货币资金余额为 33.62 亿元，其中受限金额 6.42 亿元；同期末货币资金/短期债务为 0.72 倍，2016 年以来得益于货币资金的增加，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 7：2014~2016 年公司部分流动性指标

	2014	2015	2016
货币资金（亿元）	21.98	22.76	33.62
经营活动现金流净额（亿元）	-5.40	26.30	3.96
经营净现金流/短期债务（X）	-0.10	0.68	0.09
货币资金/短期债务（X）	0.40	0.59	0.72

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2016 年以来公司放缓开发节奏，完工开发产品占比较高，去化压力依然较大；同时，考虑到公司周转效率下滑，且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较弱。

盈利能力

近年来，随着在建项目的相继竣工交付，2016 年公司实现营业收入 80.57 亿元，较上年略有下降，其中房地产销售收入占比 86.42%。从毛利率来看，公司 2016 年营业毛利率为 34.54%。较上年上升 12.48 个百分点。此外，截至 2017 年 3 月末，公司预收款项 30.14 亿元，可对其未来短期内经营业绩的提升提供一定保障。

期间费用方面，2016 年公司发生财务费用和管理费用分别为 5.52 亿元和 2.95 亿元，2016 年加强管理，管理费用较上年下降 6.35%；由于暂不开工的项目暂停了资本化利息支出，公司财务费用大幅增加 4.82 亿元。公司 2016 年合计发生期间费用 10.65 亿元，同比上升 82.65%，同年三费收入比为 13.22%，较上年同期增长 6.33 个百分点，期间费用控制能力有待加强。

表 8：2014~2017.Q1 公司三费分析

	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用（亿元）	1.94	1.98	2.19	0.59
管理费用（亿元）	3.57	3.15	2.95	1.28
财务费用（亿元）	0.88	0.70	5.52	1.16
三费合计（亿元）	6.39	5.83	10.65	3.03
营业总收入（亿元）	63.14	84.59	80.57	9.84
三费收入占比（%）	10.12	6.89	13.22	30.75

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2016 年公司利润总额为 12.02 亿元，同比 81.96%，主要由经营性业务利润和投资收益构成。具体来看，2016 年经营性业务利润为

9.96 亿元，受毛利空间回升等因素影响，公司 2016 年经营性业务利润同比上涨 70.14%。投资收益方面，2016 年公司投资收益为 3.30 亿元，较上年增长 17.02%，主要系当期公司处置上海大友经济发展有限公司和玉环银亿房产股权所致。资产减值方面，2016 年公司资产减值为 1.65 亿元，主要为存货跌价损失，对公司利润形成一定侵蚀。2016 年，公司净利润 7.14 亿元，净资产收益率为 10.87%。

总体来看，2016 年以来毛利率空间大幅回升，且受益于投资收益的增加，公司利润总额增长较多，盈利能力有所回升。

偿债能力

从债务规模来看，2016 年以来随着公司债券的发行，公司债务规模有所上升，截至 2017 年 3 月末，公司总债务 129.17 亿元，长短期债务比为 0.27 倍。

获现能力方面，2016 年公司 EBITDA 为 19.73 亿元，同比增长 111.73%，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 2016 年以来公司债务规模有所上升，但获现能力上升促使其主要偿债指标有所好转。2016 年公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数分别为 5.91 倍和 2.01 倍，公司经营所得可对其债务本息的偿还提供良好保障。

表 9：2014~2017.Q1 公司部分偿债指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
EBITDA（亿元）	11.49	9.32	19.73	-
总债务/EBITDA(X)	10.81	11.92	5.91	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.10	0.80	2.01	-
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.04	0.24	0.03	-0.11
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.52	2.26	0.40	-
资产负债率(%)	81.15	78.06	73.92	68.89
总资本化比率(%)	71.32	67.19	63.96	58.05

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

对外担保方面，截至 2017 年 3 月末，公司对子公司的担保，公司担保总额为 78.51 亿元；公司无对外担保。

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 2017 年 3

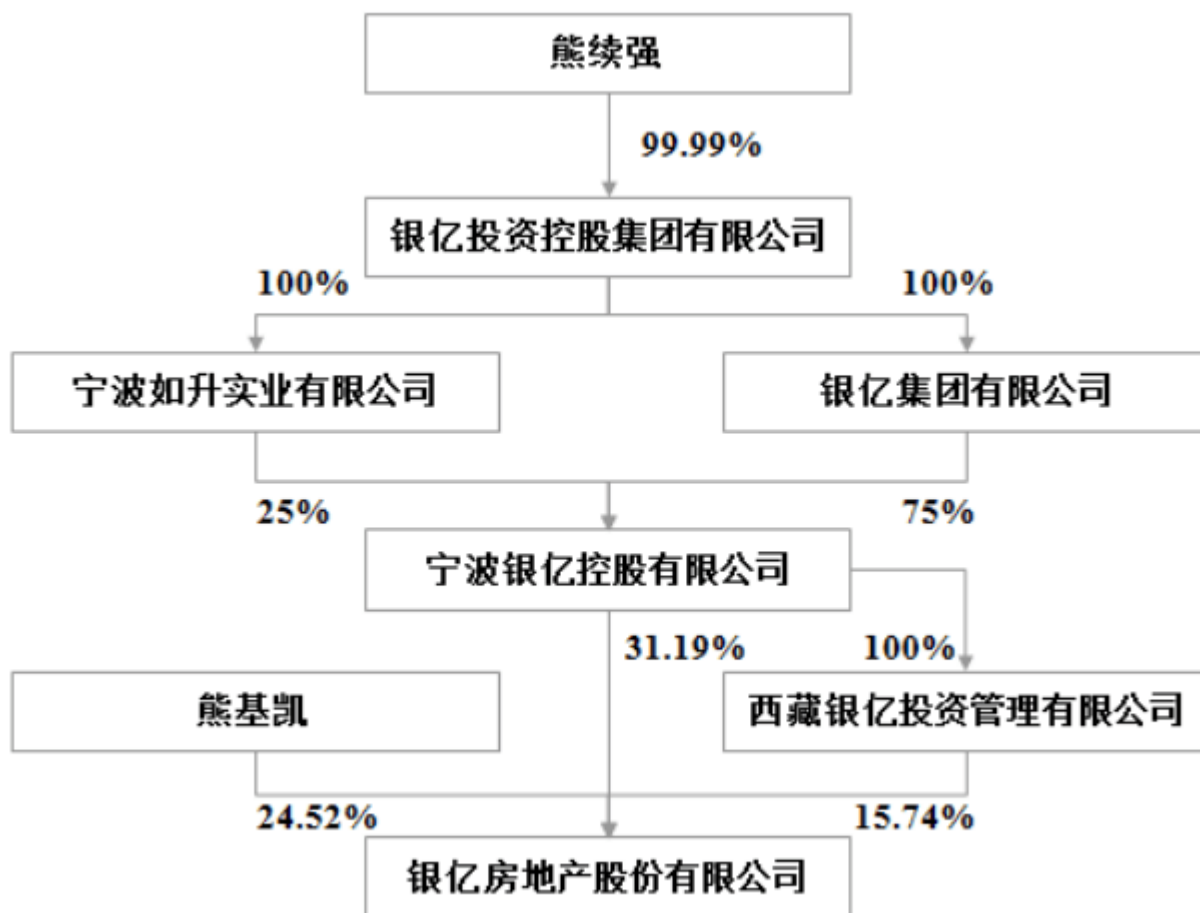
月末，公司获得各银行授信总额 102.83 亿元，尚未使用的授信额度为 11.26 亿元。

整体来看，受开发节奏放缓的影响，公司销售业绩及营业收入规模有所下降，但得益于 2016 年上海及宁波项目结转占比较高使得初始获利空间上升，公司盈利和获现能力均有所回升，偿债指标得以改善；此外，公司收购 ARC 集团的完成，或为其新的利润增长点，但亦需对收购后公司的整合和运营保持相应的关注。

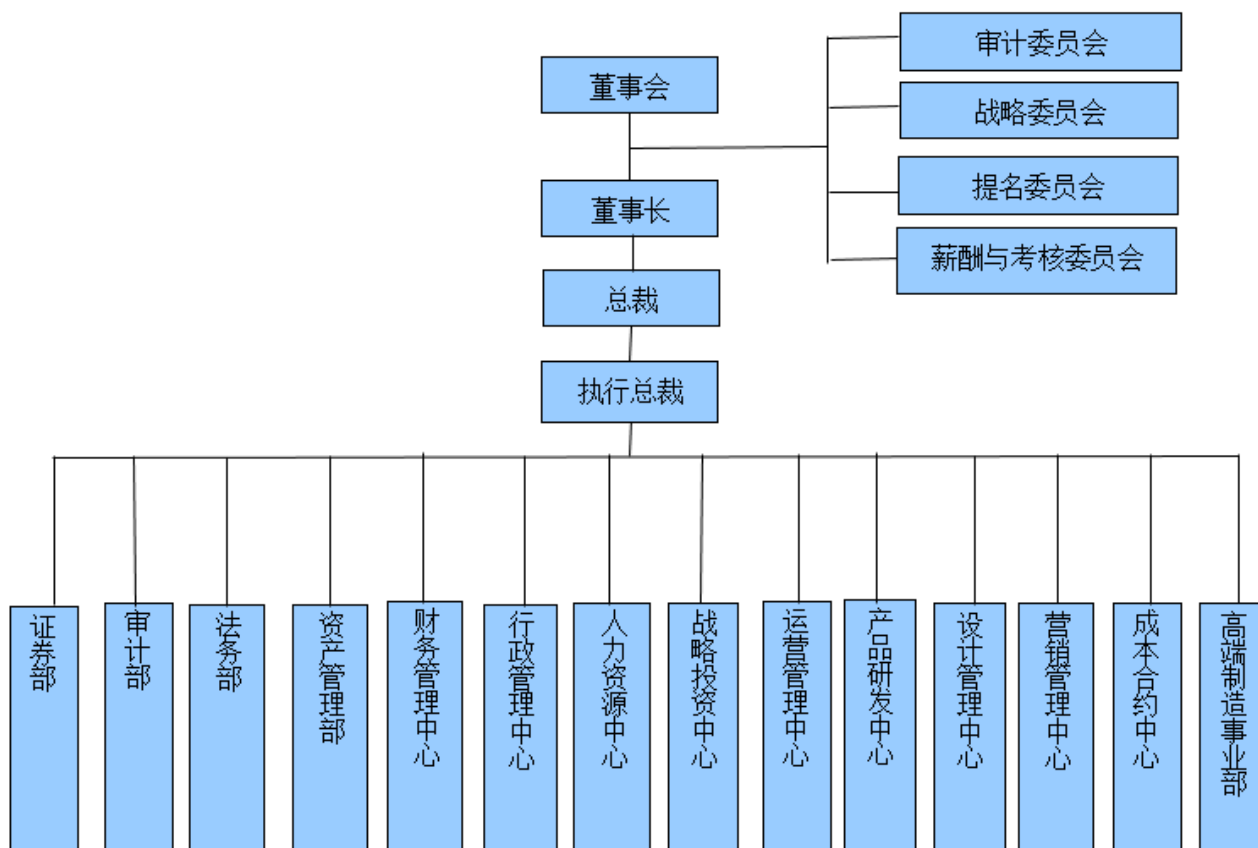
结 论

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2017年3月末）



附二：银亿房地产股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月末）



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)	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	219,818.93	227,612.55	336,178.34	404,070.01
应收账款净额	7,175.63	31,652.67	20,629.22	66,362.85
流动资产	2,295,941.05	2,120,279.74	2,132,363.14	2,341,721.54
存货净额	1,912,454.40	1,628,504.23	1,627,518.19	1,668,487.89
长期投资	54,484.90	48,545.76	82,462.35	83,662.73
固定资产	120,500.13	121,994.32	117,601.11	163,926.07
总资产	2,650,231.52	2,471,598.00	2,518,779.54	2,999,586.23
短期债务	544,030.38	386,893.78	464,726.00	277,531.03
长期债务	697,750.00	723,988.21	701,204.66	1,014,174.29
总债务	1,241,780.38	1,110,881.99	1,165,930.66	1,291,705.31
总负债	2,150,772.53	1,929,225.00	1,861,859.59	2,066,271.06
所有者权益合计	499,458.98	542,373.00	656,919.95	933,315.16
营业总收入	631,364.01	845,946.04	805,741.88	98,429.66
三费前利润	144,505.25	116,766.60	206,086.94	29,655.96
投资收益	3,858.88	28,188.61	33,005.98	5,640.38
净利润	60,247.30	43,516.35	71,448.23	7,668.50
EBITDA	119,418.28	93,193.79	197,319.42	-
经营活动产生现金净流量	-53,963.43	263,019.42	39,638.52	-34,888.06
投资活动产生现金净流量	-126,973.07	-11,071.34	5,866.60	3,025.03
筹资活动产生现金净流量	77,702.62	-235,788.66	79,967.30	112,938.82
现金及现金等价物净增加额	-103,233.88	16,155.42	125,452.63	80,952.91
财务指标	2014	2015	2016	2017.3
营业毛利率(%)	32.92	22.06	34.54	25.35
所有者权益收益率(%)	12.06	8.02	10.88	3.29*
EBITDA/营业总收入(%)	18.91	11.02	24.49	-
速动比率(X)	0.27	0.41	0.44	0.66
资产负债率(%)	81.15	78.06	73.92	68.89
总资本化比率(%)	71.32	67.19	63.96	58.05
经营活动净现金/总债务(X)	-0.04	0.24	0.03	-0.11*
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.10	0.68	0.09	-0.50*
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.48	2.26	0.40	-
总债务/EBITDA(X)	10.40	11.92	5.91	-
EBITDA/短期债务(X)	0.22	0.24	0.42	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.07	0.80	2.01	-

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、2017 年第一季度的所有者权益收益率及相关指标经年化处理。

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。