

江苏凤凰置业投资股份有限公司

2016 年公司债券（第一期）

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100055】

评级对象: 江苏凤凰置业投资股份有限公司 2016 年公司债券(第一期)

16 凤凰 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AAA/2018 年 4 月 28 日

前次跟踪: AA/稳定/AAA/2017 年 4 月 28 日

首次评级: AA/稳定/AAA/2015 年 12 月 22 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	0.13	9.97	5.49
刚性债务	7.57	28.12	28.17
所有者权益	19.22	35.74	34.61
经营性现金净流入量	-0.07	0.02	-0.01
合并口径数据及指标:			
总资产	77.32	98.03	82.48
总负债	56.46	61.87	48.83
刚性债务	36.18	36.75	30.18
所有者权益	20.86	36.16	33.66
营业收入	10.64	18.18	13.43
净利润	-0.78	0.50	-1.57
经营性现金净流入量	4.11	7.13	2.09
EBITDA	2.52	3.21	0.63
资产负债率[%]	73.02	63.11	59.20
权益资本与刚性债务比率[%]	57.66	98.40	111.53
流动比率[%]	173.01	284.01	367.72
现金比率[%]	17.62	82.26	98.00
利息保障倍数[倍]	0.80	1.45	0.31
净资产收益率[%]	-3.47	1.76	-4.49
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.94	19.95	8.04
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.67	10.10	6.12
EBITDA/利息支出[倍]	0.81	1.46	0.34
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.09	0.02
担保人合并口径数据			
	2015 年	2016 年	2017 年前三季度
总资产	415.62	486.71	494.50
刚性债务	103.82	128.95	121.70
所有者权益	227.77	259.53	266.03
担保比率[%]	6.48	2.02	--

注: 根据凤凰股份经审计的 2015~2017 年财务数据、凤凰传媒集团经审计的 2014~2016 年及未经审计的 2017 年季度财务数据整理、计算。

分析师

吴迪妮 wdn@shxsj.com
吴晓丽 wxl@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对江苏凤凰置业投资股份有限公司(简称“凤凰股份”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 2016 年公司债券(第一期)(简称“16 凤凰 01”)的跟踪评级反映了 2017 年以来凤凰股份在财务结构、资产流动性及股东支持等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在主业经营获利能力、持续经营能力、债务偿付等方面继续面临压力。

主要优势:

- **目前财务结构较为合理。**跟踪期内,凤凰股份财务杠杆有所下降,刚性债务有所缩减,且债务期限结构有所改善,综合融资成本有所下降,目前财务结构较为合理。
- **货币现金充足,资产流动性表现较好。**凤凰股份目前可动用的货币现金较为充足,流动性指标表现较好,公司持有较大规模上市公司股票及待出售的土地资产,必要时可以及时变现,缓解集中偿付债务带来的流动性压力。
- **控股股东强有力的支持。**凤凰股份在融资方面持续得到控股股东凤凰传媒集团强有力的支持,凤凰传媒集团对公司有进一步的资本补充计划,并承诺在公司增加土地储备时提供资金支持。
- **“16 凤凰 01”由凤凰传媒集团提供担保。**凤凰股份控股股东凤凰传媒集团综合实力较强,跟踪期内为公司“16 凤凰 01”提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保持续有效,可对“16 凤凰 01”起到有效的增信作用。

主要风险:

- **房地产行业政策调控风险。**房地产行业受宏观经济环境和国家调控政策影响较大,跟踪期内,凤凰股份房地产项目所在区域的房地产调

控政策趋严，公司融资压力、项目销售压力上升。

- **主业经营业绩下滑风险。**凤凰股份房地产业务区域布局逐渐由南京、苏州等二线城市转移至三四线城市，业务毛利率持续下滑，跟踪期，公司净利润出现亏损，在房地产政策调控趋严的背景下，主业盈利能力将持续承压。
- **持续经营风险。**凤凰股份目前已无新土地储备，公司位于三四线城市的办公及商业库存量大，去化缓慢，面临收入下降、资产运营效率下降风险。
- **刚性债务集中兑付压力。**凤凰股份 27.50 亿元规模公司债券即将于 2019 年集中到期或启动投资者回售权，公司将面临刚性债务集中兑付压力。
- **经营现金流持续弱化，债务偿付保障能力下降。**跟踪期内，因经营不善，凤凰股份经营现金流持续弱化，对债务保障程度下降。
- **养老服务等业务风险。**凤凰股份计划向养老服务等业务实施战略转型，尚未积累成熟的运营管理经验，后续具体业务开展情况有待观察。

➤ 未来展望

通过对凤凰股份及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；本次债券由凤凰传媒集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，认为本次债券还本付息安全性极强，并维持本次债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



江苏凤凰置业投资股份有限公司

2016 年公司债券（第一期）

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照江苏凤凰置业投资股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）信用评级安排的跟踪评级安排，本评级机构根据凤凰股份提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对凤凰股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经上海证券交易所（上证函[2016]427 号）核准，该公司于 2016 年 3 月面向合格投资者非公开发行总额为 20 亿元的公司债券，债券期限为 5 年期，含第 3 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权，江苏凤凰出版传媒集团有限公司（简称“凤凰传媒集团”）为本次债券本息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。本次债券简称“16 凤凰 01”，证券代码“135346.SH”，票面利率为 4.59%。本次债券募集资金用于偿还借款和补充公司营运资金。

截至 2018 年 3 月末，该公司待偿还债券本金余额共计 27.50 亿元，付息情况正常。

图表 1. 截至 2018 年 3 月末公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	债券余额 (亿元)	发行时间	本息兑付情况
14 凤凰债	7.50	3+2	5.65	7.50	2014.09.12	正常付息
16 凤凰 01	20.00	3+2	4.59	20.00	2016.03.29	正常付息

资料来源：Wind 资讯

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断

推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

该公司核心业务房地产开发与宏观经济发展密切相关。房地产销售情况受到宏观经济增长速度、人口因素、城镇化进程、住房制度改革等因素的影响，此外信贷政策、利率和外汇政策等融资环境变化也将影响房企盈利能力。

(2) 行业因素

受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017 年以来，主要热点城市的住宅销售面积因调控政策收紧而出现涨幅显著收窄的现象，重点城市成交规模持续回落。在此背景下，房地产行业平均营业收入及净利润增速下滑，未来行业盈利能力提升承压。短期内，地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，房地产行业面临的资金链风险或将显著加大。部分中小型开发商以及前期高价储备土地量较大的大型开发商，其信用风险暴露可能性明显上升。

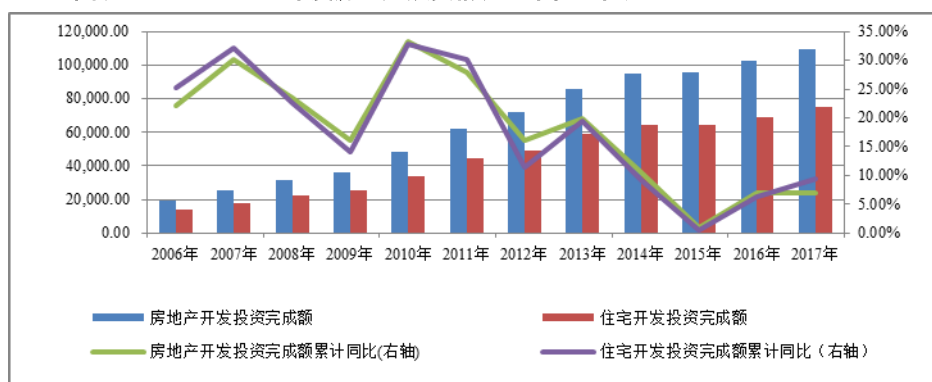
A. 行业概况

a) 房地产开发行业

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持强劲推动下，2000 年以来行业整体发展速度快。2004-2016 年，我国房地产行业年完成投资额从 1.32 万亿元升至 10.26 万亿元；住宅年完成投资额从 0.88 万亿元升至 6.87 万亿元。2017 年度我国房地产行业完成投资额为 10.98 万亿元，较上年同期增长 7.00%；住宅年完成投资额为 7.51 万亿元，较上年同期增长 9.40%，增速较上年同期放缓。根据国家统计局数据显示，2017 年度我国人口城镇化率为 58.52%，较上年提升了 1.17 个

百分点，未来仍有较大的发展空间。

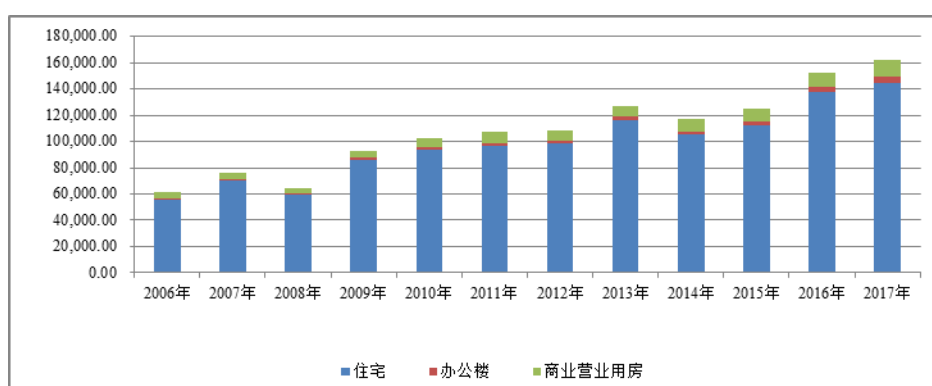
图表 2. 2006-2017 年度房地产投资情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯及国家统计局

2017 年我国商品房新房销售面积为 16.94 亿平方米，累计同比增长 7.70%，较上年同期涨幅收窄 14.80 个百分点；其中住宅销售面积为 14.48 亿平方米，累计同比增长 5.30%，较上年同期收窄 17.10 个百分点。值得关注的是，2016 年 9 月开始，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度以抑制楼市过热，政策调控效果已明显显现。根据 CREIS 中指数据的资料显示，2017 年度楼市总体成交量较 2016 年下降 16.17%，其中一线城市下降幅度达 37%，成交规模降到 2011 年以来同期新低。

图表 3. 2006-2017 年度我国主要类型商品房的销售面积（单位：万平方米）



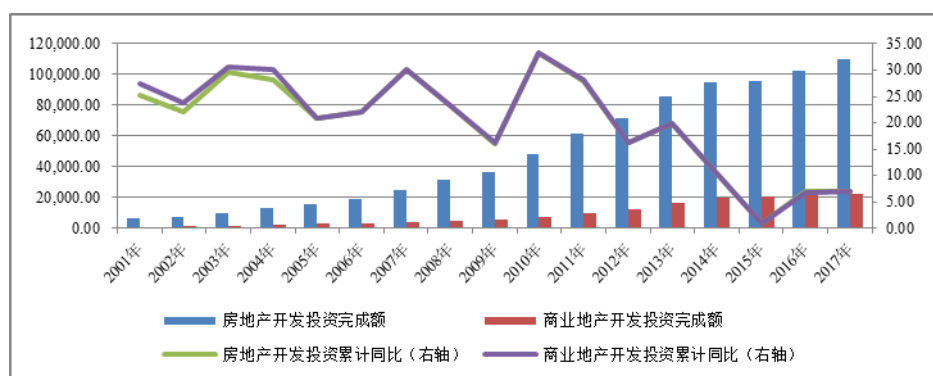
资料来源：Wind 资讯

b) 商业地产行业¹

2001 年以来，我国商业地产投资规模保持较快增长，从 2009 年开始增速大幅高于全行业和住宅地产的投资增速。2001-2017 年，我国商业地产投资复合增长率为 21.15%，高出同期全国房地产投资增速 1.53 个百分点。但是国内商业地产在经历了多年高速增长后，供需矛盾已经逐步显现，投资增速放缓，市场整体面临去化压力加大。2017 年，我国商业地产投资额为 2.24 万亿元，同比增长 0.14%，增速较上年大幅下降 7.32 个百分点；同期全国新开工商业地产面积 26,623.58 万平方米，同比下降 7.34%。

¹ 商业地产包含办公楼及商业营业用房。

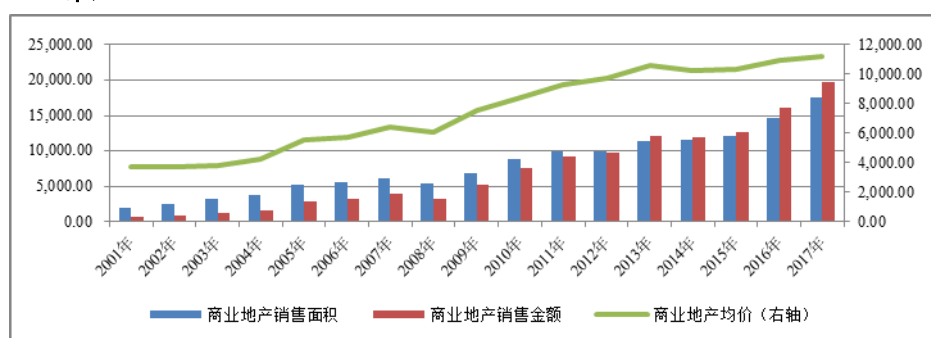
图表 4. 2001-2017 年度商业地产投资情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯

随着商业地产投资规模大幅增长，商业物业销售规模和销售均价也呈现上升趋势。2001-2017 年，我国商业物业销售面积由 2001 年的 2,042.05 万平方米上升到 2017 年的 17,594.34 万平方米，销售均价由 2001 年的 3,699.62 元/平方米上升至 11,193.41 元/平方米。2017 年，受到政策调控深化影响，商业物业销售面积及销售均价增幅双双收窄。当年全国商业物业销售面积为 17,594.34 万平方米，同比增长 20.19%，增速较上年减少 0.15 个百分点；商业物业销售金额为 19,694.07 亿元，同比增长 22.59%，增速较上年下降 4.84 个百分点。

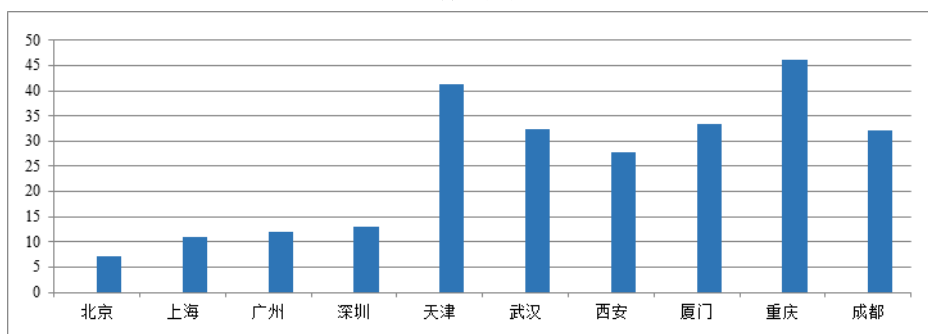
图表 5. 2001-2017 年度我国商业地产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）



资料来源：Wind 资讯

国内商业物业在经历了近年来的高速增长后，供需矛盾已经逐步显现，市场整体面临去化压力加大。对于经济相对欠发达的二三线城市而言，去化压力尤为显著。而一线城市和经济较发达的二线城市，由于存在聚集效应，对商业物业需求相对较为集中，因此核心区段的商业物业项目受到的市场影响相对较小。在市场压力增大的背景下，商业地产类企业对估值修饰财务报表的依赖度加深，整体风险显著加大。尤其是近年新建的非热点区域项目，后续投资回报情况面临较大的不确定性。

图表 6. 2017 年 6 月末重点城市甲级写字楼空置率情况（单位：%）



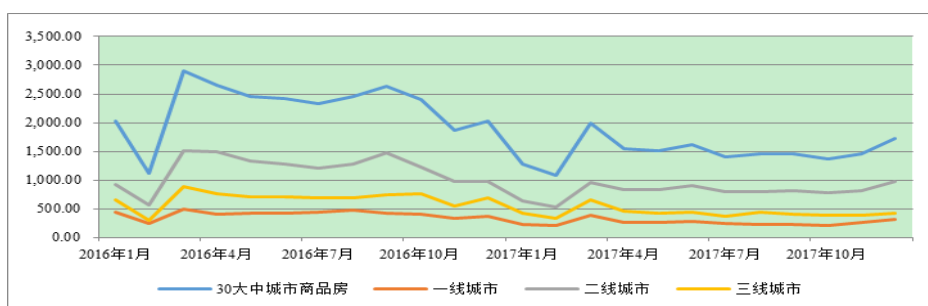
资料来源：Wind 资讯

B. 政策环境

在房地产行业快速发展的过程中，我国房地产市场出现波动并暴露出诸多问题，政府的宏观调控与管理伴随行业的发展始终没有放松。为化解房地产市场库存压力，中央政府自 2014 年下半年陆续出台降准、降息、调低首付比例及放松限购等政策，在此背景下我国房地产市场整体回暖。

2016 年以来，随着房地产市场区域差异化程度加剧，楼市调控政策逐步由整体宽松转向为以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策。以北京“930 新政”为标志，2016 年 22 个城市集中出台房产市场调控政策，从限贷、限购、土地供应、市场监管等方面进行调节。2017 年度，各地政府调控政策持续收紧，多城市楼市政策密集出台且不断升级。此前调控力度较弱的二线城市相应加码，多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大。截至 2017 年末，全国已有超过 40 个城市实行“限售”措施。此外，自“930 调控”以来，三四线城市承接市场外溢需求，再加上城市棚改力度大，需求集中释放，房价上涨明显，此次调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延，且主要集中于东部沿海城市群。根据 CREIS 中指数据显示，截至 2017 年 9 月末，74 个地级以上城市和 32 个县市出台调控。随着相关政策的持续推进，国内主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果显现。

图表 7. 2016 年至 2017 年 10 月我国 30 大中城市商品房日均成交面积²（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

² 30 大中城市为：北京、上海、广州、深圳、天津、杭州、南京、武汉、南昌、成都、青岛、苏州、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春、无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴。其中杭州、南昌、武汉、哈尔滨、昆明、扬州、安庆、南宁、兰州、江阴 10 城市为商品房数据，其它城市为商品住宅数据。

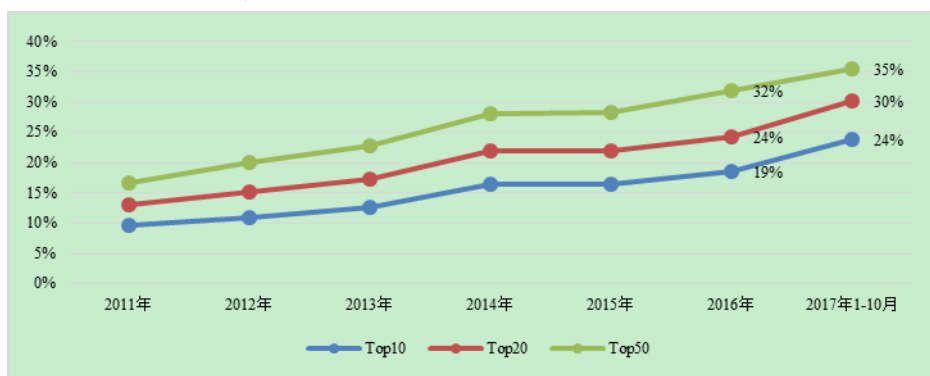
2017年4月，住房城乡建设部及国土资源部下发的《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（建房[2017]80号）明确，建立健全购租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场；在租赁住房供需矛盾突出的超大和特大城市，开展集体建设用地建设租赁住房试点。总体而言，我国房地产市场在深化调控的同时，不断发展住房租赁市场、推进长效机制，有利于未来房地产市场的平稳运行。但同时也需关注到，导致目前房价高企与风险过度积聚的根源在于市场资金供给过剩，以及财政分配体制，持续的政策干预能否带来房地产市场真正的平稳运行，尚待观察。

C. 竞争格局/态势

房地产开发企业的营业成本主要集中于前期土地购买，后续开发阶段所需的建材原料、劳动力等成本占比相对较小，由于房地产开发周期较长，因此行业普遍具有较大的债务融资需求。大型房地产开发企业在土地获取、融资能力、成本控制等方面具有显著优势，抗风险能力较强；而中小房地产开发企业自身实力有限，未来将面临较高的经营和财务风险。

房地产开发行业集中度近年来呈逐年上升趋势。CREIS 中指数据显示，2011-2016 年及 2017 年 1-10 月，Top10/Top20/Top50 房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值逐年提高。

图表 8. 规模房企市场占有率



资料来源：CREIS 中指数据、新世纪评级整理

自 2016 年下半年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据显示，2018 年及 2019 年为房企债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模分别为 5,001 亿元和 6,350 亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。

预计 2018 年在调控深化、金融去杠杆及监管趋紧的态势下，房地产行业融资渠道依然偏紧。房地产企业需要面对限售限贷、调控加码以及债务集中到期、资金成本上升等多重压力。大型房企可依据品牌优势和综合实力获得境内外资金支持，并不断创新融资工具；而依赖大量融资激进拿地、自身回款能力较弱的中小型房企将遭遇一定冲击，或将面临较高的信用风险。房企之间整合并购将继续加速，市场集中度将进一步提高。

图表 9. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年 9 月末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
保利南方集团有限公司	757.86	32.09	6302.52	79.98	0.64	100.35	-333.67
万科企业股份有限公司	1171.01	31.73	10183.82	83.53	1.03	148.17	167.06
中国铁建房地产集团有限公司	84.15	20.75	1348.55	85.14	0.31	6.73	-40.32
华夏幸福基业股份有限公司	308.90	56.43	3364.84	81.64	0.62	62.24	-224.32
金地(集团)股份有限公司	206.74	34.57	1966.02	73.45	0.95	32.03	-0.56
新城控股集团股份有限公司	168.56	37.38	1488.19	88.48	0.41	20.49	-39.09
泰禾集团股份有限公司	159.84	27.04	1835.87	85.48	0.21	13.98	-64.03
金科地产集团股份有限公司	180.74	18.69	1421.86	84.85	0.33	10.84	-142.94
阳光城集团股份有限公司	155.21	21.39	1963.86	86.30	0.26	6.79	58.56
绿地控股集团有限公司	1803.89	13.92	7710.93	87.82	0.33	87.39	306.52
广宇集团股份有限公司	25.62	13.78	83.62	60.97	2.95	1.50	5.73
卧龙地产集团股份有限公司	10.57	38.08	55.25	64.62	3.25	2.33	10.24
光明房地产集团股份有限公司	108.74	18.24	512.24	80.82	0.43	6.20	9.35
重庆渝开发股份有限公司	7.37	24.13	65.35	47.85	2.04	0.59	5.85
中交地产股份有限公司	4.18	21.18	276.69	91.05	0.23	-1.26	-28.18
新华联文化旅游发展股份有限公司	37.04	28.56	485.93	84.26	0.31	2.28	21.19
华远地产股份有限公司	55.94	23.00	293.97	74.81	0.66	6.04	6.62
格力地产股份有限公司	21.97	37.43	272.32	71.99	0.52	4.17	-8.30
重庆市迪马实业股份有限公司	64.01	22.83	363.56	78.76	0.49	5.00	7.33
广州珠江实业开发股份有限公司	31.29	37.67	130.75	70.94	0.56	4.64	4.39
上海北方企业(集团)有限公司*	0.85	55.50	74.25	70.99	0.57	-0.05	0.54
阳光新业地产股份有限公司*	4.43	49.60	73.65	48.12	1.52	3.32	0.98
上海申迪(集团)有限公司*	62.83	45.26	547.90	49.84	1.89	-3.19	22.83
上海帝泰发展有限公司*	6.83	90.97	138.45	42.80	2.44	2.56	2.58
浙江中国小商品城集团股份有限公司*	89.37	30.36	226.80	50.06	1.92	12.03	4.42
上海长峰(集团)有限公司*	24.65	70.70	601.52	47.47	2.42	6.94	13.72

资料来源：新世纪评级整理

注：带*号为商业地产企业

D. 风险关注

政策调控深化，楼市成交热度回落。2017 年起，调控政策由一二线热点城市向城市群扩围。根据中指数据显示，2017 年上半年，长三角、珠三角和京津冀三大城市群内部三四线城市联动中心城市出台收紧政策；下半年，三四线城市调控进一步扩围，集中在山东半岛城市群、海西城市群、安徽中部及中西部地区。加之近期多地限售政策加码，供需双限，各线城市整体成交面积回落。在地方政府对房地产销售节奏及价格持续干预的背景下，房企资金回笼速度及规模进一步承压。

市场需求受限，房企资金回笼承压。2017 年我国房地产行业的金融监管

及信贷政策进一步收紧：地方政府加强商品房价格管控；银监会严厉打击“首付贷”、“消费贷”；多家商业银行上调首套房贷款利率，房地产金融端持续收紧。此外，短期政策调控与长期住房制度建设相结合，一方面限售限购限贷政策持续加码抑制市场需求，一方面共有产权住房及长租公寓快速发展，促进购房需求向租房转化。在此背景下，有效购房需求显著受限，房企资金回笼承压。

融资渠道收窄，房企资金链压力显著加大。自 2016 年下半年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。2016 年 10 月，上交所及深交所下发《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，对房地产企业公司债券发行审核试行分类监管；2017 年 2 月，中国基金业协会发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号-私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》，禁止私募资管产品通过明股实债、委托贷款等方式投资热点城市普通住宅项目；2017 年 12 月，中国银监会发布《关于规范银信类业务的通知》，要求不得将信托资金违规投向房地产等限制或禁止领域，信托作为房地产融资的重要渠道面临收缩。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据显示，2018 年及 2019 年为房企债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模分别为 5,001 亿元和 6,350 亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。

（3）区域市场因素

2017 年，江苏省房地产市场投资增速有所放缓，商业地产投资意愿进一步减弱。随着调控政策趋严，商品房成交增速放缓，住宅成交量出现下滑。

江苏省经济总量连续多年全国排名第二，房地产市场需求量大，住房价格亦处于国内较高水平，2017 年，江苏省经济增长态势良好，全年实现生产总值 8.59 万亿元，较上年增长 7.2%，增速较上年下滑 0.6 个百分点，但仍高于全国水平。

从年度数据看，政策调控等因素对江苏省房地市场景气度的影响很大。2016 年 9 月以来，南京、苏州、无锡相继出台限购政策，随后调控政策向长江以南的镇江、常州等三四线城市蔓延，随着政策收紧，房企融资环境趋于紧张，江苏省房地产投资及开发速度明显放缓，全年房地产开发投资额同比增长 7.5%至 9,629.11 亿元，增速较上年下滑 2.3 个百分点，房屋新开工面积同比增长 0.5%至 13,739.10 万平方米，增速较上年下滑 17.90 个百分点。从具体业态来看，相较商品住宅，江苏省商业地产市场活跃度相对较差，且受调控政策影响，开发商投资意愿进一步下降，2017 年，全省办公楼和商业营业用房完成投资 1,633.32 亿元，同比增长 1.49%，增速较上年下滑 7.61 个百分点，商业地产投资额占江苏省房地产投资额的 16.96%，占比较上年减少 1.01 个百分点。从成交数据来看，2017 年江苏省商品房销售面积同比增长 1.80%至 14,211.12 万平方米，增速下滑 20.50 个百分点，其中住宅成交面积同比下滑 1.40%；商

品房销售额同比增长 6.30%至 13,066.85 亿元。当年江苏省住宅市场成交面积出现下滑，房地产销售市场降温明显。

图表 10. 江苏省 2013 年以来房地产开发及销售情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
房地产投资完成额（亿元）	7,241.45	8,240.22	8,153.68	8,956.37	9,629.11
同比增长（%）	16.70	13.80	-1.10	9.80	7.50
商品房施工面积（万平方米）	52,574.17	57,637.72	58,118.44	58,761.73	59,464.23
商品房新开工面积（万平方米）	16,358.18	14,220.35	11,542.56	13,670.83	13,739.10
商品房竣工面积（万平方米）	9,711.60	9,620.47	10,296.96	10,073.96	9,581.73
商品房销售面积（万平方米）	11,454.77	9,846.84	11,414.05	13,962.09	14,211.12
其中：住宅（万平方米）	10,191.52	8,800.93	10,275.95	12,657.66	12,486.66
办公楼（万平方米）	286.81	210.69	238.30	265.68	385.97
商品房销售面积同比增长（%）	27.00	-14.00	15.90	22.30	1.80

资料来源：江苏省统计局网站

2. 业务运营

该公司房地产开发项目数量不多，受项目结转周期影响，收入规模波动较大。公司目前开发项目集中在江苏省三、四线城市，业务毛利率较低。在房地产市场宏观调控趋严的背景下，2017 年，公司收入规模有所下降，经营业绩同比明显下滑，净利润出现亏损。公司目前土地储备不足，文化综合体项目的办公及商业部分去化缓慢，库存持续积压，预计未来一段时间销售压力将进一步上升，主业盈利能力趋于弱化。公司计划向养老服务等业务转型，存在经验不足的运营风险。

该公司核心主业为房地产开发与销售，开发业态包括商品住宅、办公楼及商业，所开发项目多分布于江苏省内，公司房地产开发项目采取分期滚动开发模式。公司房地产开发项目分为“和”系列住宅及办公产品、文化综合体产品及养老地产产品三种类型。公司的凤凰“和”系列的住宅、办公产品在江苏省内具备较高的知名度。2010 年以前，公司以南京市为核心，独立开发、销售以住宅为主的商品房项目。2010 年以来，公司配合凤凰集团的战略规划，逐步向文化综合体开发转型，业务区域由此拓展至南京市以外的苏州、南通、合肥、镇江、泰兴、盐城等地。2015 年公司正式进入养老地产领域，在宜兴打造公司首个养老项目，有意将养老产业作为公司另一主业发展。

图表 11. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/	基础运营模式	业务的核心驱动因素
房地产开发及销售	江苏省：南京、苏州、南通、盐城、镇江、泰兴、宜兴 安徽省：合肥	横向规模化	规模/市场地位/业务多样性/融资能力

资料来源：凤凰股份

该公司还有少量房地产出租业务，主要针对闲置地块的出租，规模较小。

考虑到办公楼去化情况较差，为了回流资金，2017 年，公司将文化综合体项目中苏州项目 1.06 万平方米、南通项目的 0.28 万平方米办公楼由售转租。2015-2017 年，公司房地产出租业务分别实现收入 0.13 亿元、0.13 亿元和 0.15 亿元，毛利率分别为 88.78%、95.92%和 81.77%。未来公司计划以租售并举方式加快库存办公及商业产品的去化速度，出租业务规模有望进一步增长。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 12. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计	10.65	18.18	13.43
其中：房地产开发（亿元）	10.52	18.05	13.26
在营业收入中所占比重（%）	98.79	99.27	98.76
毛利率（%）	41.38	28.34	11.31
其中：房地产开发（%）	40.80	27.84	10.39

资料来源：凤凰股份

该公司房地产开发业务收入占比较高，2015-2017 年收入占比分别为 98.79%、99.27%和 98.76%，毛利占比分别为 97.41%、97.52%和 90.80%，为公司收入及利润的最主要来源。因公司房地产开发项目数量较少，受项目销售情况以及项目结转周期的综合影响，房地产开发业务收入整体波动较大，2015-2017 年分别为 10.52 亿元、18.05 亿元和 13.26 亿元，同比增速分别为 -42.10%、71.65%和 -26.52%，如图表 12 所示。公司房地产业务毛利率变动受当期结转项目所在区域分布的影响较大，近年来因公司房地产开发区域逐渐由南京、苏州等地向江苏省三四线城市转移，房地产开发业务毛利率持续下滑，2015-2017 年分别为 40.80%、27.84%和 10.39%。

该公司“和”系列产品凤凰和鸣苑、凤凰和熙等项目 2016 年已经基本完成销售，2017 年主要运营项目为苏州、南通、盐城、合肥、镇江凤凰及泰兴 6 个文化综合体项目，以及宜兴养老地产项目。

该公司文化综合体项目除盐城项目为独立运作以外，其余苏州、南通、合肥、镇江及泰兴 5 个项目为公司与江苏凤凰出版传媒股份有限公司（简称“凤凰传媒”，凤凰传媒集团的控股上市子公司）合作，双方共同参加土地竞标（双方按协议面积支付土地成本），开发业态包含文化主题商场、住宅以及办公场所，其中商场部分（主要为书城或文化 Mall）主要为凤凰传媒所有，由公司为凤凰传媒代建，住宅及办公部分则由公司自主开发及销售。根据双方签订的委托代建协议，代建商所需资金由凤凰传媒按项目进度预付给公司，由公司与施工方结算，项目建成后公司交付商场，由凤凰传媒进行后续装修、招商及运营，公司按建安成本的 0.5%收取代建管理费，待项目竣工决算后确认代建管理费收入³。

³ 2016 年 5 月份之前公司收到凤凰传媒代建款计入其他应付款，代建部分开发成本计入存货，与施工方结算后从存货中转出，同时减计其他应付款，因营改增政策实施，出于税收筹划考虑，2016 年 5 月左右凤凰传媒根据进度

宜兴项目为该公司首个养老地产项目，主要为适老型花园洋房和低层建筑产品，并配有活动中心、康复养老中心。公司初步计划销售其中的住宅部分，同时自持社区服务中心和康复医疗中心，与外部医疗服务机构合作经营医疗护理平台，为社区养老人群提供医疗保障。

2017 年，该公司继续推进文化综合体及养老地产的开发，全年房地产项目合计投资金额为 8.09 亿元，较上期减少 5.59 亿元。受开发周期影响，2017 年竣工面积为 78.64 万平方米，较上年同期大幅增加（如图表 13 所示）。其中，盐城项目的住宅部分已于 2016 年 3 月竣工，2017 年完成了商业、办公楼和地下室工程建设和实体工程的竣工验收；合肥项目住宅部分 2016 年 12 月已竣工，2017 年写字楼项目一、二期已竣工完成，第三期尚处于装修阶段，预计于 2018 年 12 月竣工；镇江项目住宅及部分商业已于 2017 年 12 月竣工；泰兴项目 2017 年北地块已全部完成工程建设和竣工验收工作，并实现部分交付。

图表 13. 公司房地产开发运营情况表

指标	2015 年	2016 年	2017 年
竣工面积（万平方米）	--	12.98	78.64
投资金额（亿元）	8.82	13.68	8.09
合同销售面积（万平方米）	12.57	17.27	13.37
其中：住宅	12.31	15.98	11.50
商办	0.27	1.28	1.87
合同销售均价	1.15	1.05	0.82
回笼金额（亿元）	14.45	19.98	11.76
结转面积（万平方米）	5.62	16.37	16.34
结转金额（亿元）	10.52	18.05	13.26
期末可售面积（万平方米）	30.42	20.71	21.28

资料来源：凤凰股份

2017 年，由于前期项目住宅存量较少，办公楼及商业去化较慢，新竣工的镇江、泰兴项目住宅销售收入贡献较大，但销售单价较低，导致该公司当年房地产业务收入较上年同期下滑 26.52%至 13.26 亿元，其中，镇江项目受当地政府限价政策影响，开盘价格不及预期，泰兴项目实际售价未能覆盖成本造成毛利亏损，同期公司房地产业务毛利率较上年进一步下降 17.45 个百分点至 10.39%。

图表 14. 2015-2017 年房地产开发项目收入及毛利情况（单位：亿元，%）

项目名称	类型	位置	2015 年度			2016 年度			2017 年度		
			收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
凤凰熙 B 区	住宅	南京	4.75	45.20	52.09	0.05	0.29	95.04	--	--	--
苏州项目	住宅、办公	苏州	3.74	35.57	36.97	2.14	11.83	45.01	--	--	--
凤凰山庄	住宅（别墅）	南京	0.96	9.15	28.05	4.26	23.59	26.42	--	--	--
凤凰和睿	办公	南京	0.37	3.48	16.56	1.69	9.38	26.79	--	--	--
南通项目	住宅、办公	南通	0.58	5.54	2.33	0.95	5.24	9.29	2.13	16.07	3.71
盐城项目	住宅、商办	盐城	--	--	--	4.04	22.40	8.54	1.26	9.53	15.21
合肥项目	住宅、办公	合肥	--	--	--	4.82	26.70	39.91	1.07	8.05	39.90
镇江项目	住宅、商办	镇江	--	--	--	--	--	--	2.60	19.63	10.16
泰兴项目	住宅、商业	泰兴	--	--	--	--	--	--	5.27	39.69	-6.48
其他零星项目	--	--	0.11	1.06	79.16	0.10	0.57	77.14	0.93	7.03	81.24

直接与施工方结算代建成本，代建部分不再进入财务报表核算。

项目名称	类型	位置	2015 度			2016 年度			2017 度		
			收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
合 计	--	--	10.52	100.00	40.80	18.05	100.00	27.84	13.26	100.00	10.39

资料来源：凤凰股份

该公司目前在建 4 个文化综合体项目预计总投资 54.36 亿元，其中拿地成本合计 9.24 亿元；总建筑面积 120.06 万平方米，其中，住宅建筑面积合计 54.48 万平方米，办公及商业建筑面积合计 52.29 万平方米。4 个在建项目陆续于 2012-2014 年开工，原计划于 2017 年底集中竣工，但目前有所延缓。其中，镇江、盐城项目计划于 2018 年 6 月底竣工；合肥项目第三期写字楼部分因装修方案变动确定延缓，计划于 2018 年底竣工；泰兴项目北地块已竣工，南地块计划于 2019 年底竣工。截至 2017 年末，上述 4 个在建项目已累计投资 36.92 亿元，投资进度接近 70%，竣工面积 91.62 万平方米，在总建筑面积中占比 76%。

养老地产宜兴项目总建筑面积约 17.17 万平方米，其中住宅部分为 14.99 万平方米，主要为花园洋房和低层建筑产品，全部用于出售，其余 2.18 万平方米为活动中心和康复养老中心，为该公司自持，自持部分的具体运营模式尚未确定。项目预计总投资 11.90 亿元，地块于 2014 年购入，拿地成本 5.66 亿元，土地面积为 18.87 万平方米。该项目共分 4 个组团和 2 个中心，一、二组团为花园洋房，三、四组团为双拼别墅，2 个中心即活动中心、康复中心。项目于 2016 年 2 月开工，截至 2017 年末，一、二组团所有单体全部封顶，外立面施工基本完成，进入室外工程环节，三组团道路施工完毕，生活区基本建设完成，售楼处、样板房、展示区已交付使用。截至 2017 末项目已累计投资 7.49 亿元，住宅部分已于 2018 年 1 月开盘销售，1-3 月，住宅可供出售 3.16 万平方米，已实现销售面积 0.73 万平方米，实现合同销售金额 0.89 亿元，销售均价 1.23 万元/平方米。

图表 15. 截至 2017 年末主要在建房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	位置	业态	开工时间	竣工时间	总投资 金额	已投资 金额	累计回笼 资金	2018 年 计划投资
盐城项目*	盐城	住宅、商办	2012.10	2018.06	10.34	10.12	5.41	0.20
合肥项目*	合肥	住宅、办公	2013.05	2018.12	14.92	8.77	5.89	2.80
镇江项目*	镇江	住宅、商办	2014.05	2018.06	9.70	7.32	4.07	1.80
泰兴项目*	泰兴	住宅、商业	2014.12	2019.12	19.40	10.70	7.10	4.00
宜兴项目	宜兴	住宅、商业	2016.02	未定	11.90	7.49	--	2.50
合计	--	--	--	--	66.26	44.40	22.47	11.30

注 1：根据凤凰股份提供资料整理绘制；注 2：表中包含的文化综合体项目中各项数据均不包含为凤凰传媒代建部分；注 3：带*标记项目为文化综合体项目。

除泰兴项目和宜兴项目外，在建文化综合体项目预计 2018 年底全面竣工。截至 2017 年末，在建项目计划总投资约 66.26 亿元，累计已投入 44.48 亿元，2018 年计划投资 11.30 亿元。截至 2017 年末，公司已无土地储备，目前无明确的拿地计划，随着在建项目陆续竣工，项目后续投资压力将有所减轻。

2017 年，该公司实现合同销售面积 13.37 万平方米。其中，泰兴、镇江及南通三个项目住宅销售较多，合计实现合同销售面积 11.33 万平方米；商业、

办公楼去化速度很慢，仅销售 1.87 万平方米。全年销售面积在当年可供出售面积中占比为 38.62%，去化比率较上年减少 27.16 个百分点，主要是由于本期住宅可供出售面积较少，商办类型累计库存较多所致，截至 2017 年末，公司剩余可供出售面积 21.28 万平方米，其中住宅为 2.30 万平方米、商业及办公楼为 18.98 万平方米，占比分别为 11%和 89%。2018 年，公司宜兴项目住宅 2018 年已经开盘，此外泰兴项目仍有较大规模住宅部分实现开盘销售，泰兴项目 2017 年销售毛利率分别为-6.48%，预计 2018 年公司盈利能力仍持续承压。根据目前的销售进度，公司存量项目住宅部分尚可销售 1-2 年，江苏省内三、四线城市商业地产市场已趋于饱和，公司办公楼及商业销售去化速度很慢，库存积压，随着项目持续推进，公司销售回款压力将进一步上升。

图表 16. 截至 2017 年末主要在售房地产项目情况（单位：万平方米、元/平方米）

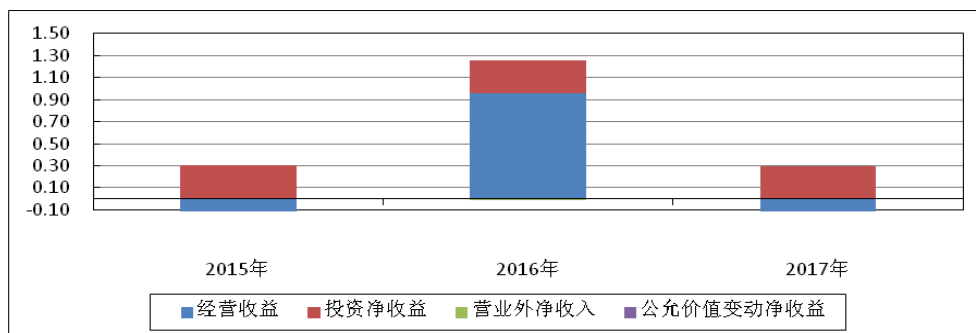
项目名称	位置	业态	总建筑 面积	累计可供出售面积		已售面积		2017 年 销售面积		2017 年 销售均价
				住宅	商办	住宅	商办	住宅	商办	
苏州项目*	苏州	住宅、办公	20.67	4.40	6.70	4.40	1.16	--	0.22	19,305
南通项目*	南通	住宅、办公	16.26	3.66	4.23	3.62	1.02	1.93	0.29	10,149
盐城项目*	盐城	住宅、商办	24.55	6.29	12.09	6.29	1.95	1.25	0.00	7,841
合肥项目*	合肥	住宅、办公	31.31	6.49	0.00	6.49	0.00	--	--	--
镇江项目*	镇江	住宅、商办	17.90	5.98	0.00	4.60	0.00	2.13	0.00	9,376
泰兴项目*	泰兴	住宅、商业	46.30	11.67	0.29	10.83	0.19	7.30	0.12	7,698
合计	--	--	156.99	38.49	23.31	36.23	4.32	12.61	0.63	--

注 1：根据凤凰股份提供资料整理绘制；注 2：表中包含的文化综合体项目中各项数据均不包含为凤凰传媒代建部分；注 3：带*标记项目为文化综合体项目。

土地储备方面，该公司原储备地块南京新街口铁管巷 A、C 地块，土地面积 1.81 万平方米，计划开发建筑面积为 4.09 万平方米，系公司 2010 年收购南京龙凤投资置业有限公司股权（简称“龙凤投资”）和 2014 年收购无锡宜康置业有限公司（简称“无锡宜康”）股份获得。由于南京市政府对该地块规划调整变更多次，2016 年底该地块仍未进行开发。2017 年 10 月，因南京市新街口铁管巷整体建设规划需要，该地块土地使用权已被南京市国土资源局秦淮分局收回，2018 年 1 月已由南京人民政府挂牌上市出让，2018 年 1 月 17 日以总价 47.7 亿元成交，受让人为置地（香港）投资有限公司，根据土地出让合同约定，受让人需在 2018 年 9 月 6 日前支付土地成交价款总额的 50%，2019 年 3 月 6 日前一次性付清剩余部分土地成交价款。南京市秦淮区人民政府将在收到重新挂牌出让的土地出让金后，按一定比例补偿支付给公司，根据南京市秦淮区人民政府 2018 年 4 月出具的《关于东铁管巷 A、C 地块国有土地使用权收回补偿事宜的复函》（秦政函【2018】57 号），该地块补偿总金额为 23.22 亿元。该地块入账价值为 11.82 亿元，经公司财务初步估算，上述补偿金额可为贡献合并报表净利润 4.80 亿元。公司目前暂无具体的拿地计划，土地储备严重不足，对公司业务可持续性造成不利影响。

(2) 盈利能力

图表 17. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据凤凰股份所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来自主业毛利，投资收益为盈利的补充。近年来，因结转项目逐渐向毛利率较低的三四线项目转移，公司毛利规模持续减少，2015-2017 年公司分别实现毛利 4.41 亿元、5.15 亿元和 1.52 亿元。2017 年公司综合毛利率为 11.31%，较上年下降 17.04 个百分点，主要因新结转规模较大的镇江、泰兴等三四线城市项目毛利率较低导致，毛利较上年大幅减少 3.63 亿元至 1.52 亿元。同期，因债务规模减少，公司财务费用同比下降 13.44%至 1.55 亿元，进而带动期间费用同比下降 9.66%至 2.30 亿元，但由于收入规模降幅较大，公司财务费用率和期间费用率较上年有所上升。2017 年公司实现净利润-1.57 亿元，与上年相比，整体盈利状况有所恶化。

图表 18. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计（亿元）	10.64	18.18	13.43
毛利（亿元）	4.41	5.15	1.52
期间费用率（%）	33.64	13.99	17.11
其中：财务费用率（%）	26.98	9.82	11.51
全年利息支出总额（亿元）	3.12	2.20	1.87
其中：资本化利息数额（亿元）	0.21	0.26	0.10

资料来源：根据凤凰股份所提供数据整理。

总体上看，因区位分布不尽合理，该公司开发的文化综合体项目其办公、商业部分去化缓慢，占用资金规模较大，其拿地成本优势已经逐步被资金占用成本压力所取代，在房地产行业市场调控趋严的背景下，2017 年公司主业获利能力进一步弱化。

图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度
投资净收益（亿元）	0.30	0.30	0.30
其中：理财产品（亿元）	0.00	0.00	0.10

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度
南京证券股票现金分红（亿元）	0.30	0.30	0.20

资料来源：根据凤凰股份所提供数据整理。

该公司投资收益主要来自股权投资分红以及理财产品收益。公司持有南京证券股份有限公司（简称“南京证券”）8.09%的股权，每年可获得较为稳定的股利分红，2015-2017 年，公司分别获得股利分红 0.30 亿元、0.30 亿元和 0.20 亿元。同期，公司实现投资收益 0.30 亿元、0.30 亿元和 0.30 亿元，其中 2017 年投资收益中除上述股利分红外，还包含 0.10 亿元理财产品收益。

受主业盈利波动影响，2015-2017 年，该公司营业利润分别为-0.42 亿元、1.26 亿元和-1.11 亿元，净利润分别为-0.78 亿元、0.50 亿元和-1.57 亿元。

（3）运营规划/经营战略

根据该公司的发展战略，公司将立足房地产主业，继续推行“和”核心品牌战略，并将养老地产作为重要战略转型方向，未来将增加养老服务的自持物业配置，通过与专业医院和医疗团队的合作，提供持续性养老服务，建立以居家养老为基础，以机构养老为支撑，以社区服务为依托的养生养老服务体系。

考虑到目前文化综合体项目位于三四线城市，办公及商业部分去化较慢，2018 年，该公司计划加大营销力度，甚至以打包出售方式，加快去化速度，结合租售并举的方式以加快资金回流，公司将根据市场情况增加在南京、合肥等二线城市及其周边的土地储备。公司仅制定未来一年内的投融资规划，2018 年在建项目计划投入 11.30 亿元，如图表 15 所示，公司计划以自有资金满足在建项目资金需求，若有新增土地储备，计划通过向股东凤凰传媒集团借款融资，暂时不考虑其他外部融资渠道。除此之外，公司暂无其他资本支出计划。

总体来看，由于近年来文化综合体项目运营不及预期，该公司计划逐渐退出文化地产模式，未来业务布局计划从三四线城市回到二线城市及周边，但目前尚未有明确的拿地计划。随着现有存量项目去化，经营规模将不断收缩，公司目前存量项目盈利情况较差，配合营销去化策略，毛利或将进一步降低，预计 2018 年经营表现仍不容乐观。公司向养老服务转型，缺乏足够的经验，具体运营情况有待观察。

管理

跟踪期内，该公司产权结构未发生变化，凤凰传媒集团仍是公司的绝对控股股东，实际控制力较强。

跟踪期内，该公司产权结构未发生变化，控股股东凤凰传媒集团对公司

保持较强的控制力。截至 2017 年末，凤凰传媒集团直接持有凤凰股份 52.12% 的股权，间接持有公司 0.32% 的股权，仍为公司控股股东。公司实际控制人仍为江苏省人民政府。

自 2016 年该公司董事长及总经理发生变动至今，公司董事、监事及其他高管人员均无重大变动。

关联交易方面，2017 年，该公司关联交易规模很小，公司向关联方出售住宅共计 0.01 亿元，收取凤凰传媒代建费 0.02 亿元；同期公司向关联方江苏新广联光电股份有限公司等采购室外 LED 显示屏等共计 0.03 亿元。截至 2017 年末，公司无应收关联方款项，应付关联方款项余额为 4.28 亿元，主要包括预收凤凰传媒的 2.28 亿元代建工程款⁴、应付股东凤凰传媒集团 2.00 亿元资金拆借款（计入其他应付款）。

该公司下属龙凤投资和无锡宜康两家子公司无银行借款记录。根据该公司提供的本部以及其他 10 家子公司及孙公司的《企业信用报告》，截至 2017 年末，公司不存在债务违约情况。公司本部及核心子公司以及控股股东无欠贷欠息、债券还本付息、诉讼、工商、质量和安全等方面的不良信息行为。

图表 20. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018.1.10	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2018.4.26	无	无	无	无
诉讼	企业提供	2018.4.9	无	无	无	无
工商	企业提供	2018.4.9	无	无	无	无
质量	企业提供	2018.4.9	无	无	无	无
安全	企业提供	2018.4.9	无	无	无	无

资料来源：根据凤凰股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内该公司债务规模进一步缩减，债务期限结构改善，综合融资成本降低，但公司债券集中于 2019 年到期或启动投资者回售选择权，面临较大的刚性兑付压力，且因经营不善，公司经营性现金流持续弱化，债务偿付保障能力有所下降。公司目前存量货币资金充足，且持有较大规模上市公司股票以及持有待售的土地，资产流动性总体表现较好，加上公司在融资方面持续得到股东凤凰传媒集团的大力支持，偿债风险尚可控。

⁴ 包含代建合肥文化 Mall、镇江文化 Mall 预收款 1.58 亿元和 0.70 亿元，计入其他应付款。苏州书城及南通书城已于 2014 年竣工，于 2017 年完成竣工决算。

1. 数据与调整

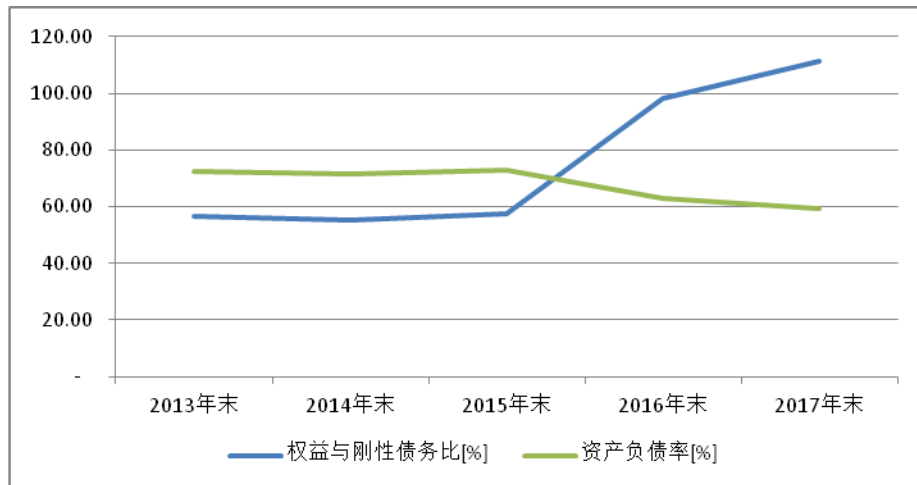
立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015-2017 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，执行 2017 年财务部发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》。根据上述规定，公司 2017 年调增其他收益本年金额 0.01 亿元，调减营业外收入本年金额 0.01 亿元；调增持有待售资产 11.82 亿元，调减存货（拟开发土地）9.56 亿元、商誉 2.26 亿元；营业外收入上年金额减少 0.003 亿元，重分类至资产处置收益；列示持续经营净利润本年金额-1.57 亿元，上年金额 0.50 亿元；列示终止经营净利润本年金额 0.00 元，上年金额 0.00 元。公司 2015-2016 年报无重大调整。

2017 年，该公司合并范围无重大变化，截至 2017 年末合并范围内拥有子公司 5 家，孙公司 7 家。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据凤凰股份所提供数据绘制。

因股票非公开发行成功募资 15.13 亿元，2016 年末，该公司财务杠杆有所下降。2017 年以来，公司陆续归还银行借款以及股东借款，年末公司负债总额为 48.83 亿元，较上年末减少 13.04 亿元，资产负债率较上年末进一步下降 3.91 个百分点至 59.20%，同期末，公司权益与刚性债务比率为 111.53%，在同行业中处于中等偏上水平，财务杠杆尚合理。

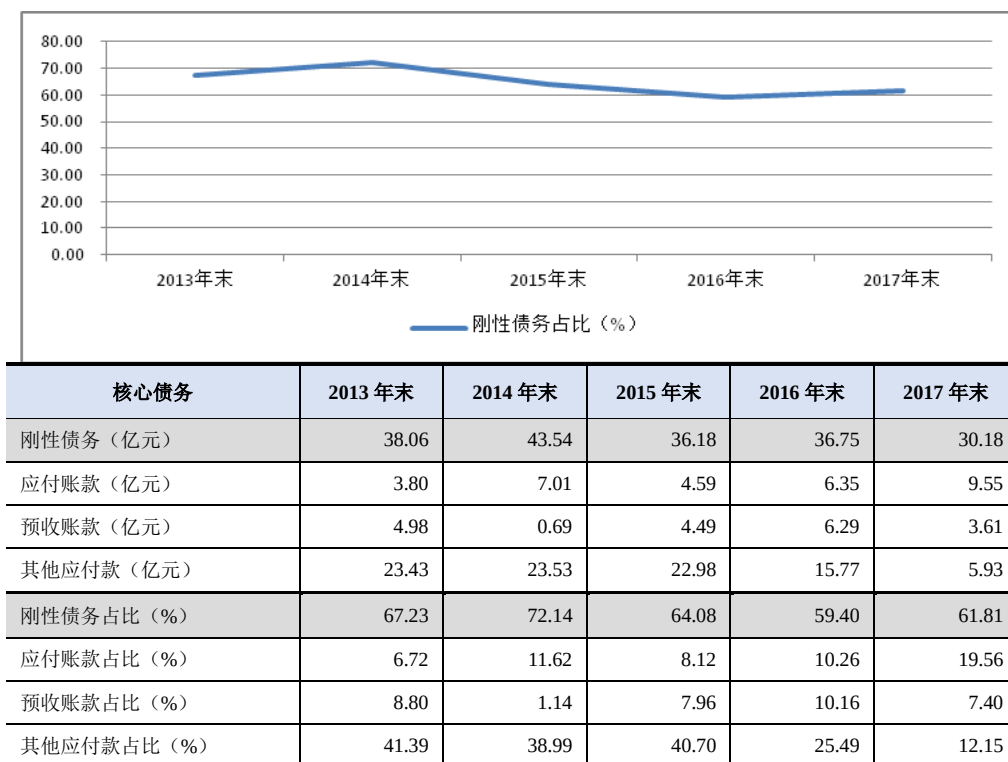
该公司近年来盈利规模整体呈减少态势，且 2014 年、2015 年、2017 年均分别派发上年度现金分红 0.74 亿元、0.74 亿元和 0.94 亿元，经营积累不多，

2016 年因非公开发行股票成功，公司资本实力实现较大提升。2017 年末公司所有者权益为 33.66 亿元，较上年末减少 2.50 亿元，主要因净利润亏损 1.54 亿元以及现金分红 0.94 亿元所致。

从该公司目前的投融资规划来看，不考虑土地储备增加，在公司存续债券 2019 年到期之前，公司外部融资规模将保持稳定，考虑公司面临的经营压力上升，净利润亏损压力较大，2018 年末财务杠杆水平预期将有所上升。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据凤凰股份所提供数据绘制。

该公司负债以刚性债务为主，2017 年末刚性债务为 30.18 亿元，在负债中占比 61.81%。从债务期限结构来看，2017 年末，公司负债期限结构有所改善，目前负债以非流动负债为主，非流动负债 2017 年末为 28.38 亿元，在负债总额中占比 58.13%，较上年末上升 9.16 个百分点，主要为 27.35 亿元的应付债券，公司当年偿还 3.62 亿元剩余银行借款，期末账面已无银行借款。同期末，流动负债为 20.45 亿元，主要包括应付账款、其他应付款和预收款项，余额分别为 9.55 亿元、5.93 亿元和 3.61 亿元。其中应付账款为尚未支付的工程款，较上年末增加 3.21 亿元，主要是镇江、泰兴预估工程成本较多所致；其他应付款主要为股东凤凰传媒集团的资金拆借和关联方凤凰传媒的工程代建款，两项余额分别为 2.00 亿元和 2.28 亿元，分别较上年末减少 6.34 亿元和 3.00 亿元，主要为代建工程交付结算以及偿还股东借款所致；预收款项由房地产项目预售形成，较上年末减少 2.68 亿元，为前期预售款结转收入

所致。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
短期刚性债务合计	23.76	27.15	20.76	7.53	2.83
其中：短期借款	2.94	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期非流动负债	5.00	11.10	7.73	1.69	0.00
应付票据	0.13	0.01	0.00	0.00	0.00
其他短期刚性债务	15.70	16.04	13.03	5.84	2.83
中长期刚性债务合计	14.30	16.39	15.41	29.22	27.35
其中：长期借款	14.30	8.96	7.97	1.93	0.00
应付债券	0.00	7.43	7.44	27.29	27.35
其他中长期刚性债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
综合融资成本（年化，%）	5.70	7.97	6.28	5.13	4.83

资料来源：根据凤凰股份所提供数据整理。

注：其他短期刚性债务为应付利息及凤凰传媒集团资金拆借款。

因归还银行借款和股东凤凰传媒集团资金拆借款，2017 年末，该公司刚性债务较上年末减少 6.57 亿元至 30.18 亿元，包含应付债券 27.35 亿元、计入其他应付款的股东借款 2.00 亿元及应付利息 0.83 亿元。因公司以成本较低的债券及股东借款逐步替代成本较高的银行借款，近年来公司综合融资成本呈下降趋势，2017 年末公司综合融资成本为 4.83%，同比进一步降低 0.30 个百分点。

图表 24. 公司 2017 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构

综合融资成本或利率区间/到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	--	--	--	--	--
3%~4%（不含 4%）	--	--	--	--	--
4%~5%（不含 5%）	2.00	--	--	19.87	--
5%~6%（不含 6%）	--	7.47	--	--	--
6%~7%（不含 7%）	--	--	--	--	--
7%及以上	--	--	--	--	--
合计	2.00	7.47	0.00	19.87	0.00

资料来源：凤凰股份。

该公司存续的“14 凤凰债”即将于 2019 年 9 月到期，私募公司债“16 凤凰 01”也即将于 2019 年 3 月份启动投资者回售选择权，因发行票面利率较低，投资者回售可能性较大。总体来看，公司 2019 年将面临集中偿债压力。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期（天）	1929.30	1962.29	3609.93	1735.31	1613.32
营业收入现金率（%）	113.67	77.91	134.47	113.05	84.31
业务现金收支净额（亿元）	-1.84	2.86	2.82	6.82	2.37
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.33	0.40	1.30	0.30	-0.28
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-4.17	3.26	4.11	7.13	2.09
EBITDA（亿元）	3.88	4.38	2.52	3.21	0.63
EBITDA/刚性债务（倍）	0.11	0.11	0.06	0.09	0.02
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.57	1.43	0.81	1.46	0.34

资料来源：根据凤凰股份所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

因办公及商业部分库存规模较大，去化缓慢，该公司营业周期较长，2017 年营业周期为 1613.32 天，资产运营效率较低。公司房地产开发项目开盘销售情况年差异化较大，加之收入确认的不同步，导致其营业收入现金率呈现波动状态。2017 年因前期预收款结转较多，营业收入现金率较上年同期下降 28.74 个百分点至 84.31%。受合同销售面积下滑以及毛利下降的影响，公司经营性现金流净额为 2.09 亿元，较上年减少 5.04 亿元。由于公司目前办公楼及商业库存规模较大，回款较慢，公司虽有计划打包出售办公及商业库存改善资金回笼，但目前尚未实质落地，后续经营性现金流预计将持续弱化。

由于结转项目逐渐从南京、苏州等高毛利项目向三四线城市低毛利项目转移，公司盈利能力持续弱化，EBITDA 近年来总体呈逐渐减少态势，对债务的保障程度持续下降，2017 年公司 EBITDA 为 0.63 亿元，对刚性债务覆盖倍数下降至 0.02（上年同期为 0.09），对全部利息支出覆盖程度降至 0.34（上年同期为 1.34）。2018 年，公司主业盈利持续承压，但考虑到公司新街口铁管巷土地后续可实现较大规模的投资收益，EBITDA 变动存在不确定性。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	0.00	-3.96	-0.46	-1.46	1.00
其中：理财产品投资回收与支付净额	0.00	0.00	0.00	-1.00	1.10
其中：与主业有关的投资净额	0.00	-3.96	-0.46	-0.46	0.00
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.01	-0.01	-0.06	0.00	-0.01

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
取得投资收益净额	0.10	0.10	0.30	0.30	0.20
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资环节产生的现金流量净额	0.10	-3.87	-0.22	-1.15	1.30

资料来源：根据凤凰股份所提供数据整理。

该公司投资活动现金流入主要来自南京证券的现金分红，投资活动现金流出主要是 2014 年对无锡宜康置业的股权收购（宜兴项目土地收购）以及 2016 年的理财产品投资，2013-2016 年投资性现金流呈净流出状态。2017 年，公司投资性现金净流入 1.30 亿元，主要为收回理财产品投资及获得南京证券分红所致。总体来说看，公司股权投资近年来主业相关度较高。公司目前仍有 0.78 亿元无锡宜康置业的股权收购款尚未支付，但新街口铁管巷地块土地出让预期可收回原投资，投资现金流后续有望实现较大规模净流入。

（3）筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
权益类净融资额	0.00	-0.74	-0.74	14.80	-0.94
其中：股利/利润分配支出	0.00	-0.74	-0.74	0.00	-0.94
债务类净融资额	4.80	2.28	-10.41	-1.60	-8.41
其中：现金利息支出	2.32	2.96	3.02	1.64	1.78
筹资环节产生的现金流量净额	4.80	1.54	-11.15	13.20	-9.34

资料来源：根据凤凰股份所提供数据整理。

该公司主要通过银行项目贷款、信托借款、股东借款、发行债券等渠道筹措外部资金，满足公司项目开发资金缺口。2014 年以来，公司先后发行两期公司债并通过定增筹集资金，逐步偿还成本较高的银行借款，2015 年以来债务类现金持续净流出。2017 年公司偿还剩余银行借款，筹资性现金净流出 9.34 亿元。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	69.55	76.13	69.03	89.68	75.18
	88.93%	90.16%	89.28%	91.48%	91.15%
其中：现金类资产（亿元）	13.04	13.88	7.03	25.98	20.04
应收款项（亿元）	4.01	0.23	0.29	0.05	0.03
存货（亿元）	52.47	61.83	61.51	62.29	43.02
持有待售资产	0.00	0.00	0.00	0.00	11.82
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	8.66	8.31	8.29	8.35	7.30
	11.07%	9.84%	10.72%	8.52%	8.85%

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
其中：固定资产（亿元）	0.14	0.12	0.15	0.13	0.24
可供出售金融资产（亿元）	4.78	4.78	4.78	4.78	4.78
投资性房地产（亿元）	0.14	0.14	0.13	0.13	1.54
商誉（亿元）	2.29	2.27	2.27	2.26	0.00

资料来源：根据凤凰股份所提供数据整理。

截至 2017 年末，该公司资产总额为 82.48 亿元，较上年末减少 15.54 亿元，公司资产以流动资产为主，同期末流动资产为 75.18 亿元，在资产总额中占比 91.14%。同期末，公司受限资产为 0.53 亿元，在总资产中占比 0.65%，包含 0.30 亿元货币资金及 0.23 亿元存货。

2017 年末，该公司流动资产主要包括 20.04 亿元的货币资金、43.02 亿元的存货和 11.82 亿元持有待售资产。其中，货币资金中 0.30 亿元受限；公司存货以开发成本和开发产品为主，期末余额分别为 20.31 亿元和 22.71 亿元，公司存货较上年减少 19.28 亿元，主要因拟开发土地（铁管巷地块土地成本）9.56 亿元从开发成本转至持有待售资产，代建工程 6.35 亿元结算完成转出，以及本期项目成本结转与项目投资金额、利息资本化存在差额 3.68 亿元所致。

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、投资性房地产和商誉，2017 年末余额分别为 4.78 亿元、1.54 亿元和零。可供出售金融资产主要为公司持有无锡凤凰国际文化交流中心有限公司 2.35% 的股权，以及持有南京证券 8.09% 的股权⁵，与上年末相比没有变动；投资性房地产较上年末增加 1.41 亿元，主要是苏州和南通项目部分办公楼由售转租所致；商誉主要形成于公司对龙凤投资的股权收购，未计提任何减值准备，因本期新街口铁管巷地块被南京政府收回，相关商誉转入持有待售资产，商誉期末余额为零。

受限资产方面，2017 年末，该公司受限资产账面金额为 0.53 亿元，其中受限货币资金为 0.31 亿元，主要为保函保证金、个贷保证金、质量保证金；受限存货为 0.23 亿元，主要为公司负责建设盐城凤凰文化广场立体车库建设提供的保证。同期末公司受限资产占总资产比重为 0.65%，对资产流动性影响很小。

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动比率（%）	168.65	177.40	173.01	284.01	367.72
速动比率（%）	32.38	32.80	18.46	86.57	157.15
现金比率（%）	31.62	32.34	17.62	82.26	98.00

资料来源：根据凤凰股份所提供数据整理。

⁵ 根据 2017.4.24 的收盘价计算，南京证券 8.09% 股权市值合计 14.08 亿元。

随着债务期限结构改善，近年来该公司资产流动性有所增强。2017 年以来，公司短期债务进一步减少，因新街口铁管巷项目土地预期短期内可获得较大规模的出让补偿金，公司流动性指标较上年末进一步向好，截至 2017 年末，流动比率和速动比率分别为 367.72%和 157.15%，分别较上年提升 83.71 个百分点和 70.58 个百分点。同期末，公司库存货币现金充足，现金比率为 98.00%；此外公司持有南京证券 8.09%股权，为流通股，2018 年 3 月 13 日，南京证券主板 IPO 已经过会，必要时可以通过减持股票补充流动性。总体来看，目前公司资产流动性表现较好，但考虑到 2017 年末存货中办公及商业产品占比较上年末进一步提升，存货短期可变现能力有所减弱，需关注。

6. 表外事项

除按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保以外，截至 2017 年末，该公司合并范围对外担保余额为零。

7. 集团本部财务质量

该公司集团本部对下属子公司（项目公司）基本实现全资控股，对子公司控制力很强，本部无实际经营业务，主要承担融资职能。2017 年末，本部总资产为 62.83 亿元，主要为对下属项目公司股权和长期应收款，总负债为 28.23 亿元，主要是应付债券，所有者权益为 34.61 亿元。本部财务质量与合并范围的财务质量保持一致。

外部支持因素

因银行在该公司拿地时提供授信，公司近三年来未曾拿地，2017 年已经偿还所有银行借款，截至 2017 年末，公司合并范围内未获得银行授信。

跟踪期内，该公司在融资方面仍然得到控股股东的大力支持。融资担保方面，目前公司应付债券全部由凤凰传媒集团提供连带责任担保。资金支持方面，2013-2017 年末，凤凰传媒集团为公司提供的股东借款余额分别为 15.70 亿元、15.69 亿元、12.69 亿元、5.01 亿元和 2.00 亿元，根据公司 2017 年年报披露，凤凰传媒集团承诺，在公司增加新的土地储备时，凤凰传媒集团可通过认购股份或提供借款等方式对公司提供资金支持。此外，在资本补充方面，公司 2017 年报披露，公司得到凤凰传媒集团函复，凤凰传媒集团拟将其直接持有的江苏银行股份有限公司（简称“江苏银行”）8.9 亿股股份在锁定期届满后注入公司，江苏银行 2016 年 8 月 2 日在上海证券交易所正式挂牌，代码 600919，锁定期为 36 个月，届时公司资本实力将大大增强。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 16 凤凰 01：外部担保

本次债券由凤凰传媒集团提供全额无条件的不可撤销的连带责任担保。凤凰传媒集团为国内出版发行行业龙头企业，主业包含出版发行、物资贸易、印刷等，各业务间可产生一定的协同效应。跟踪期内凤凰传媒集团营业收入总体趋于稳定。凤凰传媒集团收入主要来自出版发行业务，近年数字出版和网络零售的发展对凤凰传媒集团传统出版发行业务虽有一定冲击，但目前影响尚有限；物资供应业务已经形成一定的规模效应；房地产业务投资规模较大，然而该业务周期性较强，且易受房地产市场调整影响，目前房地产项目布局以三四线城市为主，库存中办公及商业物业去化压力较大。凤凰传媒集团盈利主要来自出版发行业务，同时投资净收益及政府补贴也提供了一定的盈利补充。2017 年凤凰传媒集团保持了较强的盈利能力，盈利规模趋于稳定。目前凤凰传媒集团的财务杠杆处于较低水平，刚性债务集中在长期，且现金回笼能力总体较强，资产流动性好，货币资金和可变现资产充裕，总体偿债能力极强。

截至 2016 年末，凤凰传媒集团资产总额为 486.71 亿元，所有者权益为 259.53 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 198.99 亿元；2016 年度实现营业收入 166.48 亿元，实现净利润 20.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 16.99 亿元。截至 2017 年 9 月末，凤凰传媒集团未经审计的合并口径资产总额为 494.50 亿元，所有者权益为 266.03 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 204.96 亿元；2017 年 1-9 月，实现营业收入 119.96 亿元，实现净利润 9.02 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 6.87 亿元。

2017 年 11 月 9 日，新世纪评级在江苏凤凰出版传媒集团有限公司 2017 年度第一期中期票据评级报告（新世纪债评[2017]011072）中，给予凤凰传媒集团 AAA 主体信用等级。

跟踪评级结论

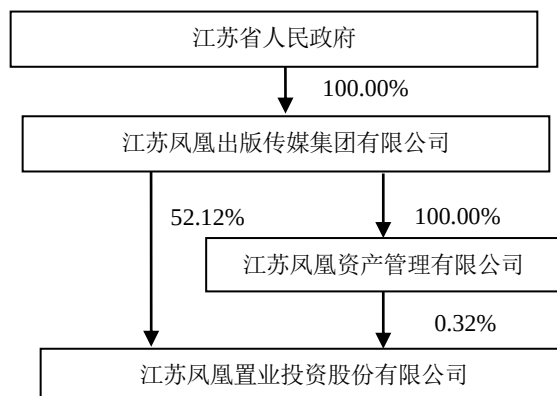
该公司房地产开发项目数量不多，目前开发项目集中在江苏三、四线城市以及安徽合肥。跟踪期内，受区域布局不合理以及楼市宏观调控趋严的影响，公司主业毛利明显下滑，净利润出现亏损。公司文化综合体项目办公及商业部分因去化情况较差，库存持续积压，且土地储备不足，主业盈利能力趋于弱化，持续经营压力进一步增加。公司计划向养老服务等业务转型，存在经验不足风险。跟踪期内，公司刚性债务规模有所缩减，但因经营不善，经营性现金流持续弱化，对债务保障程度有所下降，且公司将于 2019 年面临较大的债券集中兑付压力。公司目前存量货币资金充足，且持有较大规模上市公司股票以及持有待售的土地，资产流动性总体表现较好，且在融资方面

得到股东凤凰传媒集团的大力支持，总体信用质量得以维持。

同时，我们仍将持续关注：（1）房地产行业宏观政策风险；（2）办公及商业库存去化情况；（3）土地储备规模变化情况；（4）养老服务及相关业务运营风险；（5）在建项目未来销售情况等；（6）担保方凤凰传媒集团的信用质量变化。

附录一：

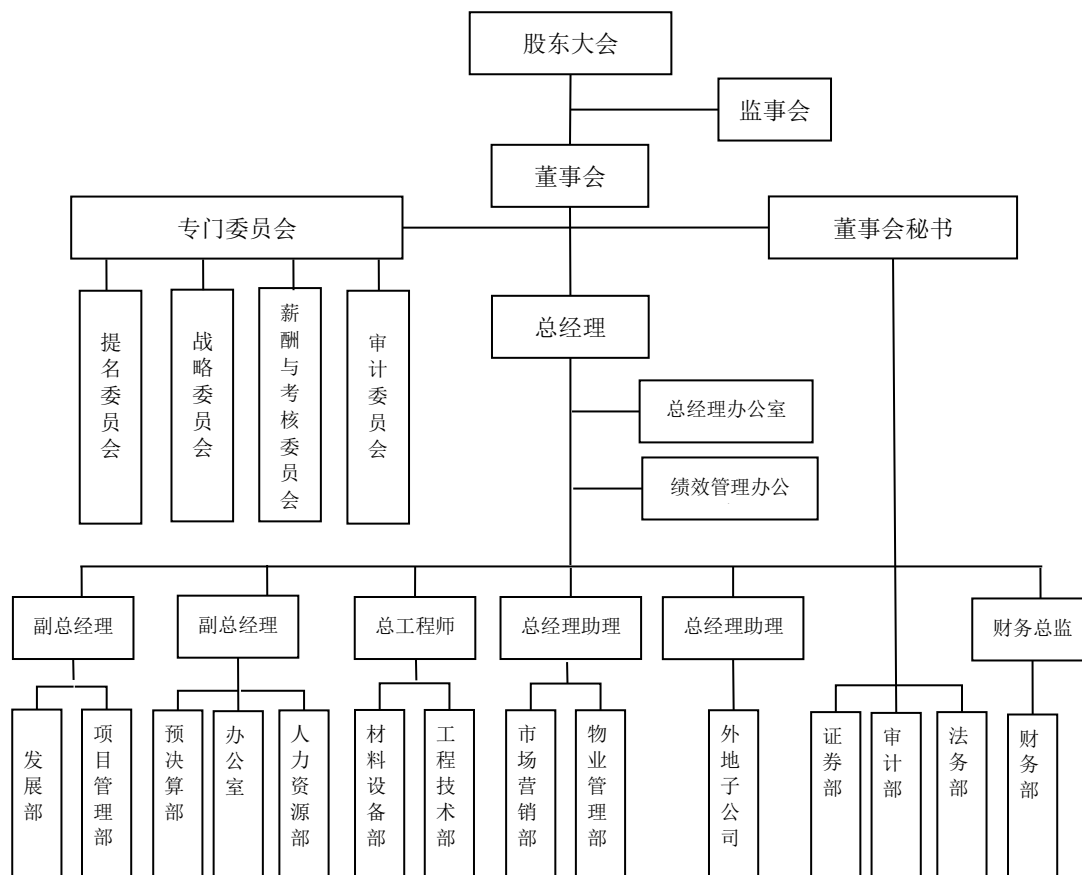
公司与实际控制人关系图



注：根据凤凰股份提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据凤凰股份提供的资料绘制（截至 2017 年末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
江苏凤凰出版传媒集团有限公司	凤凰传媒集团	公司之控股股东	——	出版发行、 物资供应、 房地产开发、 印刷、 酒店经营	121.70	266.03	119.96	9.02	7.61	--	2017 年三季报数 据，合并报表
江苏凤凰置业投资股份有限公司	凤凰股份	本级	——		28.17	34.61	0.00	-0.19	-0.01	1.24	
江苏凤凰置业有限公司	置业公司	核心子公司	100	房产开发	2.00	12.92	0.11	0.33	-0.33	0.74	
苏州凤凰置业有限公司	苏州公司	核心孙公司	100	房产开发	--	3.09	0.37	0.24	0.63	0.43	
盐城凤凰地产有限公司	盐城公司	核心子公司	100	房产开发	--	3.33	1.26	0.00	-0.14	0.07	
南京凤凰置业有限公司	南京置业	核心孙公司	100	房产开发	--	0.73	0.08	0.08	0.06	0.08	
江苏凤凰地产有限公司	江苏凤凰	核心孙公司	100	房产开发	--	2.09	0.51	0.01	0.01	0.05	
南京龙凤投资置业有限公司	龙凤投资	核心孙公司	77.31	房产开发	--	1.58	0.05	-0.12	0.03	0.05	
南京凤凰地产有限公司	南京地产	核心孙公司	100	房产开发	--	2.15	0.00	0.04	-0.25	0.05	
南通凤凰置业有限公司	南通公司	核心孙公司	100	房产开发	--	1.63	2.15	-0.06	1.13	0.05	
合肥凤凰文化地产有限公司	合肥公司	核心子公司	100	房产开发	--	5.52	1.07	0.08	-1.67	0.21	
镇江凤凰文化地产有限公司	镇江公司	核心子公司	100	房产开发	--	3.07	2.60	0.01	1.31	0.10	
泰兴市凤凰地产有限公司	泰兴公司	核心子公司	100	房产开发	--	1.60	5.27	-0.80	2.09	-0.79	
无锡宜康置业有限公司	无锡宜康	核心孙公司	100	房产开发	--	5.75	0.00	-0.03	-0.94	-0.04	

注：根据凤凰股份 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 [亿元]	77.32	98.03	82.48
货币资金 [亿元]	7.03	25.98	20.04
刚性债务[亿元]	36.18	36.75	30.18
所有者权益 [亿元]	20.86	36.16	33.66
营业收入[亿元]	10.64	18.18	13.43
净利润 [亿元]	-0.78	0.50	-1.57
EBITDA[亿元]	2.52	3.21	0.63
经营性现金净流入量[亿元]	4.11	7.13	2.09
投资性现金净流入量[亿元]	-0.22	-1.15	1.30
资产负债率[%]	73.02	63.11	59.20
权益资本与刚性债务比率[%]	57.66	98.40	111.53
流动比率[%]	173.01	284.01	367.72
现金比率[%]	17.62	82.26	98.00
利息保障倍数[倍]	0.80	1.45	0.31
担保比率[%]	6.39	2.58	—
营业周期[天]	3609.93	1735.31	1613.32
毛利率[%]	41.38	28.34	11.31
营业利润率[%]	-3.91	6.90	-8.28
总资产报酬率[%]	3.07	3.63	0.64
净资产收益率[%]	-3.47	1.76	-4.49
净资产收益率*[%]	-3.65	1.91	-4.55
营业收入现金率[%]	134.47	113.05	84.31
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.94	19.95	8.04
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.67	10.10	6.12
EBITDA/利息支出[倍]	0.81	1.46	0.34
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.09	0.02

注：表中数据依据凤凰股份经审计的 2015~2017 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的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本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《房地产开发行业信用评级方法（2015 版）》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。