

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(2019)100040】

**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/2019 年 4 月 28 日

**前次跟踪:** AA/稳定/AAA/2018 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                  | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| 金额单位: 人民币亿元          |        |        |        |
| <b>母公司口径数据:</b>      |        |        |        |
| 货币资金                 | 9.97   | 5.49   | 6.31   |
| 刚性债务                 | 28.12  | 28.17  | 28.23  |
| 所有者权益                | 35.74  | 34.61  | 35.55  |
| 经营性现金净流入量            | 0.02   | -0.01  | -0.10  |
| <b>合并口径数据及指标:</b>    |        |        |        |
| 总资产                  | 98.03  | 82.48  | 101.50 |
| 总负债                  | 61.87  | 48.83  | 50.37  |
| 刚性债务                 | 36.75  | 30.18  | 28.23  |
| 所有者权益                | 36.16  | 33.66  | 51.13  |
| 营业收入                 | 18.18  | 13.43  | 10.47  |
| 净利润                  | 0.50   | -1.57  | 7.98   |
| 经营性现金净流入量            | 7.13   | 2.09   | 0.43   |
| EBITDA               | 3.21   | 0.63   | 12.61  |
| 资产负债率[%]             | 63.11  | 59.20  | 49.63  |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 98.40  | 111.53 | 181.12 |
| 流动比率[%]              | 284.01 | 367.72 | 272.78 |
| 现金比率[%]              | 82.26  | 98.00  | 102.86 |
| 利息保障倍数[倍]            | 1.45   | 0.31   | 8.60   |
| 净资产收益率[%]            | 1.76   | -4.49  | 18.83  |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | 19.95  | 8.04   | 1.78   |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 10.10  | 6.12   | 23.01  |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 1.46   | 0.34   | 8.70   |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.09   | 0.02   | 0.43   |
| <b>担保人合并口径数据</b>     |        |        |        |
|                      | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
| 总资产                  | 415.62 | 486.71 | 493.32 |
| 刚性债务                 | 103.82 | 128.95 | 107.66 |
| 所有者权益                | 227.77 | 259.53 | 281.47 |
| 担保比率[%]              | 6.48   | 2.02   | 0.00   |

注: 根据凤凰股份经审计的 2016~2018 年财务数据、凤凰传媒集团经审计的 2015~2017 年财务数据整理、计算。

### 分析师

吴晓丽 wxl@shxsj.com  
杨亿 yangyi@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 2018 年以来凤凰股份在财务弹性方面所取得的积极变化,且在股东支持和债券担保等方面维持优势,同时也反映了公司在政策调控、主业经营获利能力、项目去化、土地储备及养老业务等方面继续面临压力或风险。

#### 主要优势:

- **财务弹性较强。**跟踪期内,凤凰股份刚性债务缩减,财务杠杆持续下降,财务结构趋于稳健。公司流动性指标表现较好,可动用的货币现金较为充足,且持有较大规模上市公司股票,限售期解禁后亦可作为流动性补充。整体看,公司财务弹性较强。
- **控股股东支持。**跟踪期内,控股股东凤凰传媒股份对凤凰股份的控股地位稳固,支持意愿强。融资方面,凤凰传媒集团承诺可通过认购股份及提供借款等方式对公司提供资金支持。
- **“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。房地产调控将对凤凰股份房地产项目开发融资及销售等方面产生较大影响。
- **主业盈利能力欠佳。**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，项目盈利空间较窄，跟踪期内虽项目销售毛利率整体有所回升，但公司经营性收益仍处于亏损状态，主业盈利能力仍欠佳。

- 商办业态去化压力较大，面临一定资金沉淀风险。凤凰股份于三、四线城市的项目商办业态部分去化速度慢，去化压力较大。跟踪期内，公司虽加大了自持规模，可以一定程度降低滞销物业闲置的机会成本，但公司仍面临一定资金沉淀风险。
- 土地储备不足。跟踪期内，凤凰股份虽于镇江竞价获得一块土地，但目前储备仍相对不足，且公司当前仍缺乏二线城市及周边优质土地储备。土地储备不足或将制约公司房地产业务的发展速度及空间。
- 养老地产业务风险。凤凰股份持续将养老地产作为未来重点战略发展方向，由于目前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）信用评级跟踪评级安排，本评级机构根据凤凰股份提供的经审计的 2018 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。2019 年 3 月，本次投资者行使回售权，回售金额为 13.88 亿元，本次债券待偿还本金余额为 6.13 亿元。

图表 1. 截至 2018 年末公司已发行债券概况

| 债项名称     | 发行金额<br>(亿元) | 期限<br>(年) | 发行利率<br>(%) | 债券余额<br>(亿元) | 发行时间       | 到期日        | 本息兑付情况 |
|----------|--------------|-----------|-------------|--------------|------------|------------|--------|
| 14 凤凰债   | 7.50         | 3+2       | 5.65        | 7.50         | 2014/09/12 | 2019/09/12 | 正常付息   |
| 16 凤凰 01 | 20.00        | 3+2       | 4.59        | 20.00        | 2016/03/29 | 2021/03/29 | 正常付息   |

资料来源：Wind 资讯

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况

下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度

提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019 年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

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**

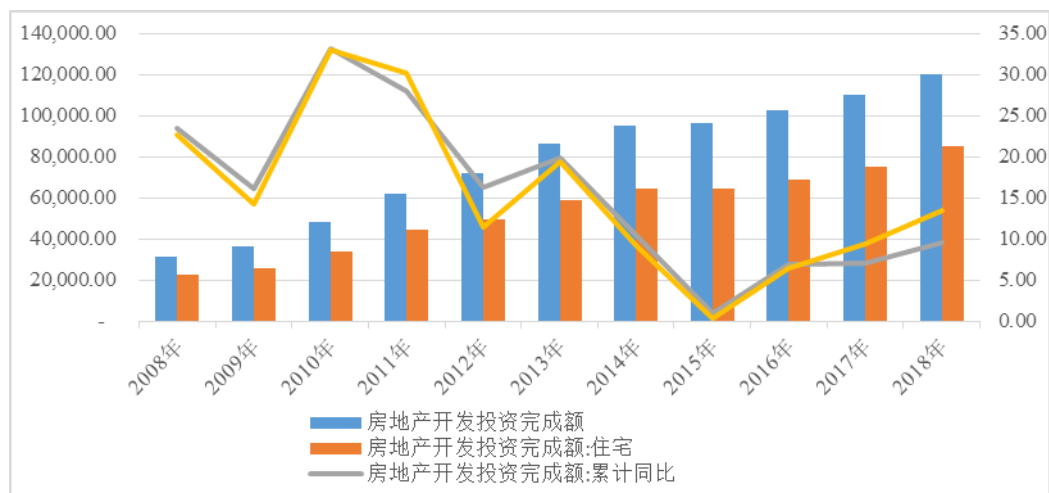
受到经济周期及政策调整的影响，房地产投资增速经历了一定的波动。2018 年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将保持放缓态势。在此背景下，房地产行业已销售未结算收入同比大幅下滑，短期内业绩增长动力不足，自由现金流缺口扩大。此外，融资政策收紧，企业债务期限结构趋向短期，高杠杆激进发展的中小型房企信用风险值得关注。

### **A. 行业概况**

房地产业是我国经济的主要支柱。2008-2017 年，我国房地产开发投资完

成额从 3.12 万亿元升至 10.98 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 2.24 万亿元升至 7.51 万亿元，住宅投资为房地产开发投资主力。2018 年我国房地产开发投资完成额为 12.03 万亿元，较上年增长 9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅开发完成投资额为 8.52 万亿元，较上年增长 13.00%，增速高于房地产增速。

图表 2. 2008-2018 年房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：WIND

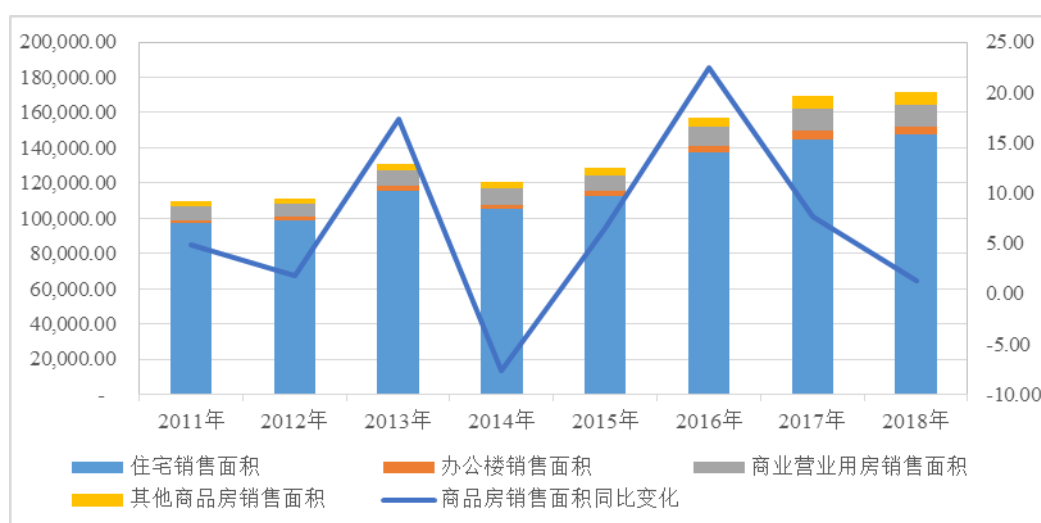
2018 年我国商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.3%，增幅较上年收窄 6.4 个百分点，近两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为 14.79 亿平方米，同比增长 2.2%，增幅较上年收窄 3.1 个百分点。从 40 个大城市<sup>1</sup>的房地产销售情况来看，2018 年 40 个大城市商品房销售面积为 6.07 亿平方米，同比微增 0.4%，同 2017 年相比实现止跌回升，其中住宅销售面积为 5.01 亿平方米，同比增长 1%，与 2017 年 5.30% 的降幅相比有所好转，主要是因为 2017 年在严格的限购政策调控下，当年销售面积大幅减少，基数变小，2018 年销售面积虽有增长但仍低于 2016 年的情况。分城市来看，40 个大城市中，一二线城市受供应量增加影响，住宅销售面积跌幅收窄，三线城市受棚改货币化补偿比例下降影响，涨幅有所回落。具体来看，2018 年 40 个大城市中一线城市商品房住宅销售面积同比由 -27.37% 收窄至 -6.97%，跌幅较上年收窄 20.40 个百分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由 -5.00% 升至 0.59%；三线城市商品房住宅销售面积增速由上年的 7.69% 回落至 6.40%。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。

价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄，带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示，2018 年，全国 70 个大中城市新建商品住宅平均销售价格上涨 7.27%，涨幅较上年回落 1.21 个百分点；其中一线

<sup>1</sup> 一线城市：北京、上海、广州、深圳，共 4 个。二线城市：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、福州、石家庄，共 23 个。三线城市：无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐，共 13 个。

城市平均销售价格上涨 0.43%，涨幅较上年大幅回落 9.63 个百分点，二线城市和三线城市平均销售价格分别上涨 7.52% 和 7.81%，涨幅较上年略有回落和持平。从二手房销售价格来看，全国 70 个大中城市二手住宅平均销售价格同比增长 5.55%，涨幅较上年回落 1.36 个百分点；其中一线城市和二线城市平均销售价格分别增长 0.67% 和 5.79%，涨幅分别回落 11.31 个百分点和 2.14 个百分点，三线城市平均销售价格增长 5.89%，涨幅微增 0.48 个百分点。总的来看，2018 年以来，住宅销售量价虽仍保持正增长，但增速明显回落，其中一线城市增速回落尤甚。从销售额来看，2018 年全国商品房销售额为 15.00 万亿元，同比增长 12.2%，增速同比下滑 1.5 个百分点；其中住宅销售金额 12.64 万亿元，同比增长 14.7%，增速提高 3.4 个百分点。

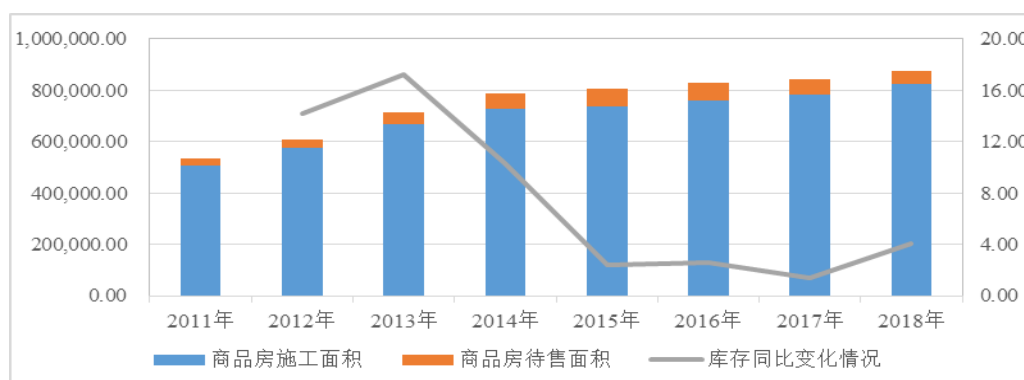
图表 3. 2011-2018 年主要类型商品房销售情况（单位：万平方米，%）



资料来源：WIND

库存方面，我们以施工面积+待售面积来衡量，总的看，库存是逐年增长，但增长幅度差异较大。2010 年和 2011 年房地产投资的高速增长，带动了 2012 年和 2013 年库存的快速增长，随着 2012 年房地产投资增速的逐步回落，及政策面上自 2014 年 7 月起，各地方政府相继取消或放松限购等调控政策，转而出台救市政策，央行数次下调贷款基准利率，同时国家通过棚改货币化，都助推行业去库存，2014 年库存增速大幅回落。2015-2017 年，住宅销售面积超过新开工面积，住宅库存面积增速逐年下降。2018 年我国房地产受到非标融资规模下降的影响，开发商加快开工以期实现销售回款，然而棚改货币化的退潮导致住宅销售增速放缓。在此情况下，住宅新开工面积时隔三年再次超过销售面积，库存增速企稳回升。截至 2018 年末，我国商品房市场库存为 87.47 亿平方米，较上年增长 4.08%；具体来看，商品房待售面积为 5.24 亿平方米，较上年末减少 11.05%，新开工提速带动商品房施工面积由上年末的 78.15 亿平方米增至 82.23 亿平方米，同比增长 5.22%。而就住宅市场而言，住宅库存面积为 59.51 亿平方米，同比增长 5.02%，其中待售面积为 2.51 亿平方米，较上年末减少 16.82%，施工面积为 57.00 亿平方米，较上年末增长 6.25%。

图表 4. 近年我国房地产库存变化情况（单位：万平方米，%）



资料来源：WIND

2018 年以来，我国继续加大了住宅用地供应量。根据 WIND 数据显示，2018 年，100 个大中城市共推出各类用地 7.88 亿平方米，同比增长 16.82%，其中住宅类用地推出 3.14 亿平方米，同比增长 22.89%。分城市来看，在棚改货币化政策推动下，二三线尤其是三线城市住宅推地均较上年实现 24% 以上的增长；其中二线城市住宅推地 1.35 亿平方米，同比增长 24.37%；三线城市住宅推地 1.65 亿平方米，同比增长 25.96%；在地方政府融资收紧背景下，土地出让金仍为地方政府主要的财政来源。而一线城市由于在 2017 年提前加大了住宅用地供应，2018 年住宅推地同比减少 11.84% 至 1,429.04 万平方米。

土地需求方面，房企受到限售限价、融资收紧等影响，拿地更为谨慎，土地成交均价及溢价率均出现下滑。根据 WIND 数据显示，2018 年，全国 100 个大中城市各类用地成交楼面均价 2,607.31 元/平方米，同比下跌 8.91%，平均溢价率为 12.04%，较上年减少 14.31 个百分点；其中住宅类用地成交楼面均价 4,628.38 元/平方米，同比下跌 5.20%，溢价率为 13.58%，较上年同期下降 17.30 个百分点。另外，2018 年以来土地流拍增多，土地市场呈现降温态势，2018 年，100 个大中城市各类用地共流拍 2,282 宗。

图表 5. 2016~2018 年我国 100 个大中城市土地供应及成交情况

| 项目                 | 2016 年   |        | 2017 年   |        | 2018 年   |        |
|--------------------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|
|                    | 数值       | 同比变化   | 数值       | 同比变化   | 数值       | 同比变化   |
| 各类用地推出面积（亿平方米）     | 6.09     | -7.31% | 6.75     | 10.89% | 7.88     | 16.82% |
| 其中：住宅类用地推出面积（亿平方米） | 2.22     | 1.21%  | 2.56     | 15.27% | 3.14     | 22.89% |
| 各类用地成交面积（亿平方米）     | 5.29     | -3.04% | 6.02     | 13.71% | 6.66     | 10.69% |
| 其中：住宅类用地成交面积（亿平方米） | 1.86     | 1.44%  | 2.33     | 25.52% | 2.51     | 7.33%  |
| 各类用地成交出让金（万亿元）     | 2.47     | 35.25% | 3.32     | 34.31% | 3.32     | -0.02% |
| 其中：住宅类用地出让金（万亿元）   | 1.94     | 43.44% | 2.67     | 37.42% | 2.67     | -0.17% |
| 各类用地成交楼面均价（元/平方米）  | 2,489.03 | 40.62% | 2,862.29 | 15.00% | 2,607.31 | -8.91% |
| 住宅类用地成交楼面均价（元/平方米） | 4,302.28 | 48.68% | 4,882.33 | 13.48% | 4,628.38 | -5.20% |
| 各类用地成交溢价率          |          | 46.22% |          | 26.36% |          | 12.04% |
| 住宅类用地成交溢价率         |          | 58.58% |          | 30.88% |          | 13.58% |

资料来源：WIND

## B. 政策环境

2018 年以来，我国房地产调控政策在稳中推进，在“房住不炒”的大政方针指引下，继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。一方面增加住房和用地有效供给，支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。对此，国家鼓励保险资金进入长租市场、优先支持提取公积金用于支付房租、允许租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户等。另一方面，抑制购房投机行为，严禁利用消费贷、信用卡透支、违规提取公积金等方式购房。继 2019 年 3 月 5 日第十三届全国人民代表大会第二次会议《政府工作报告》中提到要“稳步推进房地产税立法”，3 月 8 日的十三届全国人大第二次会议上再次提到房地产税法，随着房地产税的逐步落地，购房需求或将回归刚需。

2018 年货币政策逐步趋松，流动性由“合理稳定”转变为“合理充裕”的背景下，房地产融资政策仍维持收紧。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。受此影响，房地产企业融资成本高企，中小企业逐步退出土地竞拍市场，购地加杠杆行为得到有效控制。

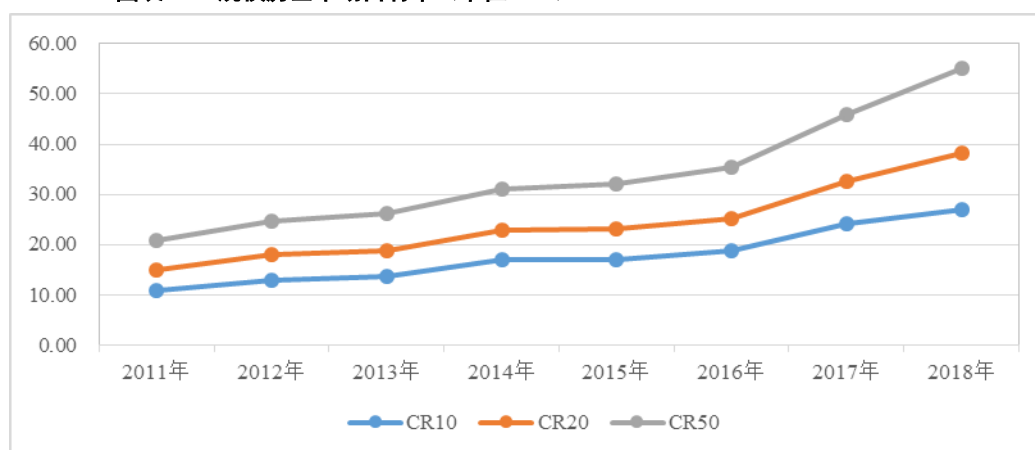
2018 年，各地房地产调控差异化明显，政策执行更精准。一方面，对于库存较低的城市，为防止房价上涨，采取货币化安置政策取消、商品房限售政策推出、公积金贷款政策收紧、增加土地入市等方式，引导房地产市场健康发展。另一方面，对于房地产库存仍在高位运行的城市，通过引进人才落户补贴政策、继续推进棚改货币化安置、“四限”政策有所放松等，以满足居民的购房及改善住房的需求。

此外，各地政府积极发展租赁和共有产权市场，增加租赁住房供给，主张租购同权，同时推出共有产权房，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题。

## C. 竞争格局/态势

经过一系列政策调控，房地产市场向头部企业集中的趋势愈加明显。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，土地及项目储备有序推进，市场份额不断攀升；而通过高杠杆激进发展的中小房企，在融资收紧的背景下资金周转存在压力，面临股权并购或项目被收购的局面。此外，头部企业的合作开发日渐增多，强强联合抵御经营风险，拿地优势愈加明显。从销售规模来看，房地产开发行业集中度逐渐提升。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2018 年，CR10/CR20/CR50 该比值逐年提高，由 10.75%/14.98%/20.90%提升至 26.89%/38.32%/55.10%，预计未来行业集中度将进一步提升。

图表 6. 规模房企市场占有率（单位：%）



资料来源：WIND

2018 年以来，房地产开发企业营业收入及净利润增速均出现增长。受益于销售价格的上涨，毛利率亦小幅上升。但已销售未结算收入同比大幅下滑，短期内业绩增长动力不足。行业整体财务杠杆有所上升，且债务期限结构趋向短期。同时，随着行业销售增速放缓，自由现金流缺口扩大。

图表 7. 行业内部分样本企业基本数据概览（2018 年（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）  |               |                  |             |             |
|----------------|-----------|--------------|--------------|---------------|---------------|------------------|-------------|-------------|
|                | 签约销售金额    | 营业收入         | 毛利率          | 总资产           | 剔除预收账款后的资产负债率 | 归属母公司的权益/带息债务（倍） | 净利润         | 经营性净现金流     |
| 万科企业股份有限公司     | 6070      | 2976.79      | 37.48        | 15285.79      | 84.58         | 0.20             | 492.72      | 336.18      |
| 保利发展控股集团股份有限公司 | 4048      | 1945.55      | 32.48        | 8464.94       | 65.89         | 0.46             | 261.49      | 118.93      |
| 新城控股集团股份有限公司   | 2211      | 541.33       | 36.69        | 3303.18       | 84.56         | 0.17             | 122.09      | 38.17       |
| 阳光城集团股份有限公司    | 1629      | 564.70       | 26.06        | 2633.97       | 79.62         | 0.20             | 36.06       | 218.31      |
| 四川蓝光发展股份有限公司   | 855       | 308.21       | 27.75        | 1508.81       | 72.88         | 0.30             | 24.96       | 4.62        |
| 珠海华发实业股份有限公司   | 582       | 236.99       | 27.28        | 1822.09       | 77.52         | 0.17             | 24.02       | 159.99      |
| 上海世茂股份有限公司     | 271       | 206.74       | 44.56        | 1083.20       | 56.47         | 1.20             | 47.26       | 39.78       |
| 北京北辰实业股份有限公司   | 282       | 178.64       | 33.49        | 918.94        | 81.62         | 0.26             | 19.93       | 25.33       |
| 光明房地产集团股份有限公司  | 242       | 204.94       | 31.30        | 744.26        | 79.21         | 0.35             | 13.71       | -87.34      |
| 中交地产股份有限公司     | 149       | 89.48        | 30.88        | 402.30        | 82.10         | 0.21             | 11.52       | 57.96       |
| 广宇集团股份有限公司     | 31        | 31.68        | 39.64        | 115.57        | 60.45         | 1.10             | 6.17        | -11.10      |
| <b>凤凰股份</b>    | <b>13</b> | <b>10.47</b> | <b>18.88</b> | <b>101.50</b> | <b>46.10</b>  | <b>1.69</b>      | <b>7.98</b> | <b>0.43</b> |

资料来源：新世纪评级整理

#### D. 风险关注

**购房需求结构调整，行业销售增速放缓，自由现金流缺口增大。**2018 年以来，我国房地产调控政策实行“因城因地制宜、精准施策”的差异化措施。一方面通过限购、限价、限售、限贷等手段，抑制房地产投资投机需求入市；另一方面，棚改货币化、共有产权房等推出，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题，改善了人们的住房质量。目前房地产去库存已经取得了实质性成效。对于库存不足的城市，棚改货币化安置政策在逐步退

出。未来随着共有产权房、长租公寓等长效机制的建立和实施，购房需求逐步向租房转化。受此影响，房地产行业销售增速已从高位回落。此外，越来越多的房企由单一“房地产开发”向“房地产开发+自持投资物业”转型，进而使得房地产开发企业投资性现金支出逐年增加，自由现金流缺口不断扩大。

**融资政策收紧，中小型房企或将面临较高的信用风险。**2018年在货币供应合理充裕的背景下，房地产行业融资渠道仍受限。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。当年4月发改委和财政部联合下发的《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》规定房企境外发债资金投向主要用于偿还到期债务，限制投资境内外房地产项目。同期《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布，房企在信托、私募资管计划等非标融资方面受限。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数据统计，2019年为房企公司债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模超过5000亿元，融资环境的变化给房地产开发企业带来一定的资金周转压力，经营过于激进、中短期债务规模过大的中小型房企或将面临较高的信用风险。

## 2. 业务运营

跟踪期内，该公司核心主业仍为房地产开发销售。公司目前开发项目集中在江苏省三、四线城市，其中办公及商业部分存量较大，持续面临较大去化压力。虽然公司将部分物业由售转租，加大自持比例，租金收入有所增长，但投资回收期长，公司仍将面临较大资金沉淀风险。由于开发项目数量不多，受项目结转周期及项目向三、四线城市转移的综合影响，收入持续下滑。虽然项目销售单价有所提升，毛利率有所增长，但盈利空间仍较小，公司主营业务盈利能力仍欠佳。跟踪期内，公司确认大额铁管巷地块回收补偿收益，盈利大幅增加，但该增长不具持续性。公司当前土地储备仍相对不足，将一定程度上限制房地产主业的发展速度和空间。公司未来仍将养老地产作为战略发展方向，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。2010年以前，公司业务区域布局以南京市为核心，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，业务区域逐步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。除房地产开发销售业务外，公司还从事房地产出租业务，主要租赁资产为闲置地块和去化速度较慢的商业及办公物业。

图表 8. 公司核心主业基本情况

| 主营业务/产品或服务 | 市场覆盖范围                             | 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<br>安徽省：合肥 | 规模/市场地位/业务多样性/融资能力 |

资料来源：凤凰股份

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

| 主导产品或服务         | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 |
|-----------------|---------|---------|---------|
| 营业收入合计          | 18.18   | 13.43   | 10.47   |
| 其中：（1）房地产开发（亿元） | 18.05   | 13.26   | 10.22   |
| 在营业收入中所占比重（%）   | 99.27   | 98.76   | 97.57   |
| （2）租赁（亿元）       | 0.13    | 0.15    | 0.25    |
| 在营业收入中所占比重（%）   | 0.73    | 1.09    | 2.43    |
| 毛利率（%）          | 28.34   | 11.31   | 18.88   |
| 其中：（1）房地产开发（%）  | 27.84   | 10.39   | 18.00   |
| （2）租赁（%）        | 95.92   | 81.77   | 54.22   |

资料来源：凤凰股份

2016-2018 年，该公司分别实现营业收入 18.18 亿元、13.43 亿元和 10.47 亿元，绝大部分收入由房地产开发业务贡献。因公司房地产开发项目数量不多，受房地产项目交付结转周期及项目区位逐步转移至三四线城市的综合影响，2016 年以来公司房地产开发业务收入持续下滑。2016-2018 年，租赁收入分别为 0.13 亿元、0.15 亿元和 0.25 亿元，近年来随着公司将去化速度较慢的商办物业由售转租，租赁面积增加，收入有所增加。同期，公司综合毛利率分别为 28.34%、11.31%和 18.88%，受不同区域房地产项目交付结算的影响，波动大，2017 年以来利润空间明显收窄。

### A. 房地产开发销售业务

图表 10. 公司房地产开发运营情况表

| 指标           | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|--------------|--------|--------|--------|
| 投资金额（亿元）     | 13.68  | 8.09   | 7.20   |
| 竣工面积（万平方米）   | 12.98  | 78.64  | 22.45  |
| 合同销售面积（万平方米） | 17.27  | 13.37  | 12.87  |
| 其中：住宅        | 15.98  | 11.50  | 11.42  |
| 商业及办公        | 1.28   | 1.87   | 1.45   |
| 合同销售均价       | 1.05   | 0.82   | 1.04   |
| 回笼金额（亿元）     | 19.98  | 11.76  | 13.99  |
| 结转面积（万平方米）   | 16.37  | 16.34  | 11.78  |
| 结转金额（亿元）     | 18.05  | 13.26  | 10.22  |
| 期末可售面积（万平方米） | 20.71  | 21.28  | 22.97  |

资料来源：凤凰股份

2016-2018 年，该公司房地产开发业务投资总额分别为 13.68 亿元、8.09

亿元和 7.20 亿元，主要为存量项目投资。2018 年，公司在建项目包括镇江、合肥、泰兴和盐城 4 个文化广场项目及宜兴养老地产项目。上述项目占地面积合计 43.56 万平方米，总建筑面积合计 137.54 万平方米（其中计容建筑面积为 98.39 万平方米），项目概算投资合计 62.39 亿元，截至 2018 年末已累计投资 48.56 亿元，公司计划 2019 年投资 6.40 亿元。

图表 11. 2018 年在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

| 项目              | 区位 | 业态    | 开工时间    | （计划）竣工时间 | 用地面积         | 总建筑面积         | 规划计容建筑面积     | 概算总投资额       | 累计投资额        | 2019 年计划投资额 |
|-----------------|----|-------|---------|----------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| <b>文化综合体项目：</b> |    |       |         |          |              |               |              |              |              |             |
| 镇江凤凰文化广场        | 镇江 | 商业/住宅 | 2014/05 | 2018/06  | 4.42         | 17.90         | 12.37        | 8.13         | 7.05         | 0.70        |
| 合肥凤凰文化广场        | 合肥 | 商业/住宅 | 2013/05 | 2019/06  | 4.43         | 31.31         | 20.58        | 11.70        | 8.24         | 1.50        |
| 泰兴和泰            | 泰兴 | 商业/住宅 | 2014/12 | 2019/12  | 11.79        | 46.60         | 36.04        | 19.40        | 14.39        | 2.00        |
| 盐城凤凰文化广场        | 盐城 | 商业/住宅 | 2012/10 | 2018/04  | 4.04         | 24.55         | 18.14        | 11.26        | 10.55        | 0.50        |
| <b>养老地产项目：</b>  |    |       |         |          |              |               |              |              |              |             |
| 宜兴凤凰怡然居         | 宜兴 | 住宅    | 2016/02 | 2020/12  | 18.87        | 17.17         | 11.27        | 11.90        | 8.33         | 1.70        |
| <b>合计</b>       | -- | --    | --      | --       | <b>43.56</b> | <b>137.54</b> | <b>98.39</b> | <b>62.39</b> | <b>48.56</b> | <b>6.40</b> |

资料来源：凤凰股份

注：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；累计投资系截至 2018 年末数据。

该公司文化综合体项目除盐城凤凰文化广场项目为独立开发运作以外，其余镇江、合肥及泰兴 3 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”，凤凰传媒集团控股之上市子公司）合作，双方共同参加土地竞标（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<sup>2</sup>。截至 2018 年末，镇江及盐城文化综合体项目已竣工；合肥项目正在进行消防、规划、国土、房产、环保、质检等验收工作和室外景观收尾工作，预计 2019 年 6 月竣工交付；泰兴项目南地块住宅主体结构封顶，文化 Mall 尚处于主体结构施工阶段，预计于 2019 年末竣工交付。

宜兴凤凰怡然居项目为该公司首个养老地产项目，该项目预计总投资 11.90 亿元，项目地块于 2014 年购入，拿地成本 5.66 亿元，土地面积为 18.87 万平方米，总建筑面积约 17.17 万平方米。建筑面积中，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，计划全部出售；其余 2.18 万平方米为活动中心和康复养老中心，公司拟自持，但当前具体运营模式尚未确定，初步规划与外部医疗服务机构合作经营医疗护理平台。项目住宅分为 4 个组团，一、

<sup>2</sup> 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。

二组团为花园洋房，三、四组团为别墅。2018 年完成一、二组团各项施工、各个专项验收以及联合备案验收；三、四组团的前期施工准备工作完成，正在进行土方工程施工。

**图表 12. 公司 2018 年在售及待售房地产项目销售情况（单位：万平方米、亿元）**

| 项目              | 区位 | 经营业态 | 规划可售面积       | 已累计取得预售证面积   | 已签约销售面积      | 累计签约销售金额     | 销售单价（元/平方米）      | 累计回笼现金       |
|-----------------|----|------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|
| 凤凰山庄            | 南京 | 住宅   | 4.88         | 4.88         | 4.88         | 9.97         | 20,453.28        | 9.72         |
| 南通凤凰国际书城        | 南通 | 办公   | 4.07         | 4.07         | 1.13         | 1.07         | 9,494.19         | 1.06         |
|                 |    | 住宅   | 3.67         | 3.67         | 3.66         | 3.63         | 9,872.74         | 3.62         |
| 苏州凤凰文化广场        | 苏州 | 办公   | 6.71         | 6.71         | 1.39         | 2.61         | 18,720.00        | 2.57         |
|                 |    | 住宅   | 4.41         | 4.41         | 4.41         | 8.28         | 18,775.00        | 8.25         |
| 镇江凤凰文化广场        | 镇江 | 商业   | 0.60         | 0.58         | --           | --           | --               | 0.00         |
|                 |    | 住宅   | 8.42         | 8.42         | 8.01         | 7.71         | 9,627.15         | 7.53         |
| 泰兴和泰            | 泰兴 | 商业   | 3.05         | 0.49         | 0.22         | 0.56         | 25,261.51        | 0.65         |
|                 |    | 住宅   | 17.76        | 17.76        | 14.49        | 11.01        | 7,601.67         | 11.39        |
| 盐城凤凰文化广场        | 盐城 | 商业   | 4.38         | 4.55         | --           | --           | --               | --           |
|                 |    | 办公   | 6.82         | 6.99         | 3.05         | 2.35         | 7,696.69         | 2.39         |
| 怡然居             | 宜兴 | 住宅   | 9.63         | 6.21         | 4.52         | 5.47         | 12,099.92        | 4.52         |
| 合肥凤凰文化广场        | 合肥 | 办公   | 8.00         | --           | --           | --           | --               | --           |
| <b>合计/均价</b>    |    |      | <b>82.40</b> | <b>68.73</b> | <b>45.76</b> | <b>52.66</b> | <b>11,507.27</b> | <b>51.69</b> |
| <b>其中：住宅</b>    |    |      | <b>48.76</b> | <b>45.34</b> | <b>39.97</b> | <b>46.07</b> | <b>11,527.25</b> | <b>45.02</b> |
| <b>其中：商业及办公</b> |    |      | <b>33.63</b> | <b>23.39</b> | <b>5.79</b>  | <b>6.59</b>  | <b>11,369.47</b> | <b>6.67</b>  |

资料来源：凤凰股份

注：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。上表累计数均系截至 2018 年末数据。

2016-2018 年，该公司房地产项目签约销售面积分别为 17.27 万平方米、13.37 万平方米和 12.87 万平方米，逐年减少；同期商业及办公销售面积仅 1.28 万平方米、1.87 万平方米和 1.45 万平方米，项目商办业态部分去化速度慢。2016-2018 年，房地产业务分别实现 19.98 亿元、11.76 亿元和 13.99 亿元资金回笼。2018 年，公司房地产销售业绩主要由镇江、泰兴及当年加推的宜兴项目贡献，上述三个项目签约销售面积合计 11.31 万平方米，占签约销售面积的 87.86%；当年签约销售面积总量虽有所下降，但得益于销售单价的提升，资金回笼量有所增加。

2018 年，该公司在售及待售项目（如上表所示）规划可售面积为 82.40 万平方米，截至当年末已累计取得预售证面积合计 68.73 万平方米，累计签约销售面积为 52.66 万平方米，以累计签约销售和取得预售证面积估算，公司上述项目综合去化率为 66.58%。公司项目住宅部分去化情况良好，2018 年末综合去化率为 88.15%。具体看，凤凰山庄、南通项目、苏州项目和镇江项目住宅部分基本去化完毕；泰兴项目于 2016 年推盘销售，住宅部分去化率为 81.57%；当年新推盘的宜兴怡然居去化率为 72.81%。公司项目商办部分去化缓慢，综合去化率为 24.77%（不考虑售转租，下同）。根据取得预售证面积和签约面积

计算，2018 年末公司房地产项目可售面积为 22.97 万平方米，其中住宅部分 5.37 万平方米、商业及办公部分 17.60 万平方米。按目前销售进度，公司存量项目住宅部分去化周期约 6 个月，去化压力可控。鉴于江苏省内三、四线城市商业地产市场已趋于饱和，库存积压，公司办公楼及商业持续面临较大去化压力。虽公司陆续将部分商办物业由售转租，但投资回收期相对较长，公司依然面临较大的资金沉淀风险。

图表 13. 2016-2018 年房地产开发项目收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目名称     | 类型     | 区位 | 2016 年 |        |       | 2017 年 |        |       | 2018 年 |        |       |
|----------|--------|----|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
|          |        |    | 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 | 0.05   | 0.29   | 95.04 | --     | --     | --    | --     | --     | --    |
| 苏州凤凰文化广场 | 住宅、办公  | 苏州 | 2.14   | 11.83  | 45.01 | --     | --     | --    | --     | --     | --    |
| 凤凰山庄     | 住宅（别墅） | 南京 | 4.26   | 23.59  | 26.42 | --     | --     | --    | --     | --     | --    |
| 凤凰和睿     | 办公     | 南京 | 1.69   | 9.38   | 26.79 | --     | --     | --    | --     | --     | --    |
| 合肥凤凰文化广场 | 住宅、办公  | 合肥 | 4.82   | 26.70  | 39.91 | 1.07   | 8.05   | 39.90 | --     | --     | --    |
| 南通凤凰文化广场 | 住宅、办公  | 南通 | 0.95   | 5.24   | 9.29  | 2.13   | 16.07  | 3.71  | 0.33   | 3.20   | 14.48 |
| 盐城凤凰文化广场 | 住宅、商办  | 盐城 | 4.04   | 22.40  | 8.54  | 1.26   | 9.53   | 15.21 | 0.91   | 8.91   | 16.73 |
| 镇江凤凰文化广场 | 住宅、商办  | 镇江 | --     | --     | --    | 2.60   | 19.63  | 10.16 | 3.26   | 31.88  | 14.00 |
| 泰兴和泰     | 住宅、商业  | 泰兴 | --     | --     | --    | 5.27   | 39.69  | -6.48 | 5.19   | 50.77  | 18.20 |
| 其他零星项目   | --     | -- | 0.10   | 0.57   | 77.14 | 0.93   | 7.03   | 81.24 | 0.53   | 5.23   | 44.84 |
| 合计       | --     | -- | 18.05  | 100.00 | 27.84 | 13.26  | 100.00 | 10.39 | 10.22  | 100.00 | 18.00 |

资料来源：凤凰股份

2016-2018 年，该公司房地产结转销售面积分别为 16.37 万平方米、16.34 万平方米和 11.78 万平方米，确认房地产销售收入分别为 18.05 亿元、13.26 亿元和 10.22 亿元。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受结转项目所在区域分布的影响较大，2016-2018 年分别为 27.84%、10.39%和 18.00%。2016 年以前，结转项目主要为公司于南京的凤凰“和”系列产品，利润空间较厚，房地产业务毛利率保持在 40%左右；2016 年盐城项目结转量较大，受此影响毛利率降至 27.84%；2017 年，结转项目主要为镇江及泰兴项目，其中镇江受限价政策影响，开盘价格不及预期，泰兴项目实际售价未能覆盖成本，以致房地产业务毛利率较上年进一步下降至 10.39%；2018 年结转项目亦主要为镇江及泰兴项目，但得益于销售价格提高，房地产综合毛利率同比上升 7.61 个百分点至 18.00%。但整体看，受销售区域转移影响，公司房地产业务盈利空间较小。

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 年收购的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。因受南京市政府规划调整影响，一直未进行开发。2017 年 10 月，因南京市新街口铁管巷整体建设规划需要，铁管巷 A、C 地块土地使用权已被南京市国土资源局秦淮分局收回。当年 12

月，铁管巷 A、C 地块与其他地块打包组成的 NO.2017G84 地块由南京人民政府挂牌出让。2018 年 1 月，NO.2017G84 地块以总价 47.70 亿元由置地（香港）投资有限公司竞得。南京市秦淮区人民政府（简称“秦淮区政府”）将在收到重新挂牌出让的土地出让金后，按一定比例补偿<sup>3</sup>支付给公司。根据秦淮区政府于 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），公司应得的补偿总金额为 23.22 亿元。2018 年 11 月，公司收到秦淮区政府支付的 50%土地收回补偿价款 11.61 亿元。2019 年 3 月剩余补偿款到账。

2018 年 6 月，该公司通过竞买的方式，以 10.10 亿元<sup>4</sup>竞得镇江京口区纯住宅宗地一块（镇江 J1801 地块），楼面地价为 6,320 元/平方米。该宗地占地 8.88 万平方米（133 亩），容积率为 1.8，规划计容建筑面积为 15.98 万平方米。除上述土地外，该公司目前无其他土地储备，整体看公司土地储备仍相对不足，将一定程度限制公司房地产业务发展的速度及空间。按照当前规划，公司 2019 年拟补充土地储备，目标区域系南京、合肥等二线城市及其周边城市，但当前公司尚未确定具体拿地标的。

## B. 租赁业务

该公司出租资产包括铁管巷地块及自行开发并持有的物业。铁管巷地块于 2017 年 10 月移交国土局后，租赁业务收入由自持物业产生。公司陆续将去化速度较慢的商办物业由售转租，租赁面积增加，收入有所增加，2016-2018 年租赁收入分别为 0.13 亿元、0.15 亿元和 0.25 亿元。租赁业务的开展有利于减少滞销物业资产闲置产生的机会成本。

图表 14. 公司主要房地产租赁物业出租情况

| 项目名称 | 业态    | 区位 | 出租建筑面积（平方米） |           |            | 租金（万元） |        |          |
|------|-------|----|-------------|-----------|------------|--------|--------|----------|
|      |       |    | 2016 年      | 2017 年    | 2018 年     | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年   |
| 凤凰和鸣 | 幼儿园   | 南京 | 2,027.93    | 2,027.93  | 2,027.93   | 75.00  | 71.43  | 71.43    |
|      | 车位    | 南京 | --          | 438.24    | --         | --     | 17.73  | --       |
| 凤凰和熙 | 星苑地下室 | 南京 | --          | 512.13    | 512.13     | --     | 34.29  | 34.29    |
|      | 星苑车位  | 南京 | --          | 993.24    | 993.24     | --     | 21.91  | 28.70    |
|      | 翔苑车位  | 南京 | --          | 162.10    | 162.10     | --     | 26.16  | 43.87    |
| 苏州凤凰 | 办公楼   | 苏州 | --          | 10,604.83 | 53,622.89  | --     | 685.42 | 1,649.70 |
| 南通凤凰 | 办公楼   | 南通 | --          | 2,760.99  | 4,507.13   | --     | 54.84  | 166.39   |
| 盐城凤凰 | 办公楼   | 盐城 | --          | --        | 497.68     | --     | --     | 16.90    |
|      | 商业    | 盐城 | --          | --        | 49,327.42  | --     | --     | 512.54   |
| 合计   | --    | -- | 2,027.93    | 17,499.46 | 111,650.52 | 75.00  | 911.78 | 2,523.82 |

资料来源：凤凰股份

2017 年，该公司将苏州及南通文化广场办公部分（建筑面积分别为 1.06

<sup>3</sup> 补偿方案为：补偿价格按照铁管巷 A、C 地块原出让建筑容量（约 11.43 万平方米）测算，补偿标准为土地收回后重新出让时同用途的楼面成交价（楼面成交价=成交总价/总计容面积）乘以铁管巷 A、C 地块原出让建筑容量。

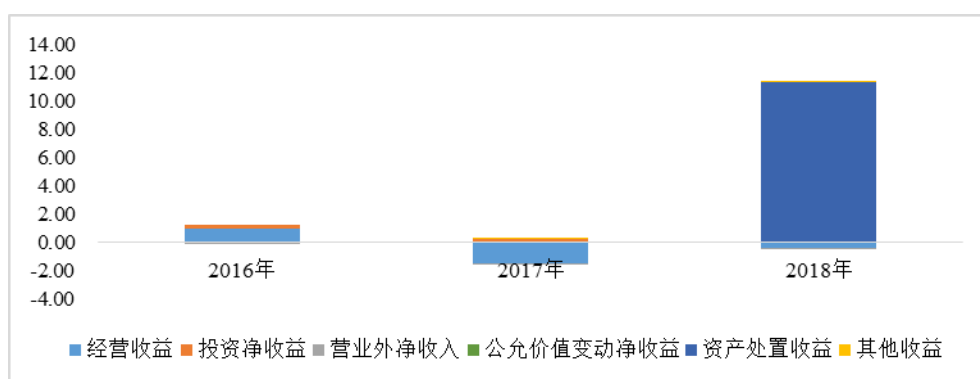
<sup>4</sup> 截至 2018 年末缴纳土地出让金为 5.05 亿元。

万平方米和 0.28 万平方米）由售转租；2018 年进一步加大苏州和南通文化广场办公物业的自持租赁面积，同时将盐城文化广场项目建筑面积合计近 5 万平方米的商办部分出租，截至当年末公司房地产租赁建筑面积已超过 11 万平方米。

2016-2018 年，该公司租赁业务毛利率分别为 95.92%、81.77%和 54.22%。公司用于租赁的房地产物业以成本法计量，折旧与固定资产中建筑物按相同政策计提，2018 年因新转租的物业增加，折旧及运营成本增加，当年毛利率有所下降。

## （2）盈利能力

图表 15. 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

2016-2018 年，该公司分别实现营业毛利 5.15 亿元、1.52 亿元和 1.98 亿元，受收入成本的确认及结转周期影响，波动较大。2016-2018 年，期间费用分别为 2.54 亿元、2.30 亿元和 2.07 亿元；期间费用率分别为 13.99%、17.11%和 19.74%，因收入下滑而逐年提高。公司期间费用以财务费用为主，同期分别为 1.79 亿元、1.55 亿元和 1.21 亿元，随着刚性债务的缩减，利息支出虽有所缩减，但对公司主业盈利的侵蚀仍较大。2016-2018 年，公司销售费用分别为 0.43 亿元、0.35 亿元和 0.47 亿元，主要为广告及销售代理费；管理费用分别为 0.33 亿元、0.40 亿元和 0.39 亿元，主要系职工薪酬。主要因土地增值税减少，公司税金及附加逐年减少，2016-2018 年分别为 1.70 亿元、0.59 亿元和 0.31 亿元。公司资产减值损失金额不大，同期分别为-427.98 万元、517.67 万元和-485.33 万元，2016 年和 2018 年为负主要系因公司冲回以往计提的存货跌价准备所致。2016-2018 年，公司经营收益分别为 0.96 亿元、-1.42 亿元和-0.35 亿元，2017 年和 2018 年均呈经营性亏损状态，主业获利能力欠佳。

图表 16. 公司营业利润结构分析

| 公司营业利润结构   | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|------------|--------|--------|--------|
| 营业收入合计（亿元） | 18.18  | 13.43  | 10.47  |
| 毛利（亿元）     | 5.15   | 1.52   | 1.98   |

|                 |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|
| 期间费用率 (%)       | 13.99 | 17.11 | 19.74 |
| 其中：财务费用率 (%)    | 9.82  | 11.51 | 11.57 |
| 全年利息支出总额 (亿元)   | 2.20  | 1.87  | 1.45  |
| 其中：资本化利息数额 (亿元) | 0.26  | 0.10  | 0.02  |

资料来源：根据凤凰股份所提供数据整理。

该公司投资收益较小，主要来源于少量股权投资的分红以及理财产品收益。2016-2018 年，公司营业外净收入分别为-33.74 万元、-860.17 万元和-216.44 万元，持续为负主要系违约金及捐赠支出。2018 年，资产处置收益达 11.40 亿元，主要系铁管巷地块补偿收益。2016-2018 年，公司分别实现利润总额 1.25 亿元、-1.20 亿元和 11.03 亿元；净利润 0.50 亿元、-1.57 亿元和 7.98 亿元。2018 年，利润总额和净利润实现扭亏，并大幅盈利，主要得益于土地收回补偿收益，而非源于主营业务的实质性改善，该增长不具持续性。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析

| 影响公司盈利的其他因素     | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|-----------------|--------|--------|--------|
| 投资收益 (亿元)       | 0.30   | 0.30   | --     |
| 其中：理财产品 (亿元)    | --     | 0.10   | --     |
| 南京证券股票现金分红 (亿元) | 0.30   | 0.20   | --     |
| 营业外净收入 (亿元)     | -0.003 | -0.09  | -0.02  |
| 其他收益 (亿元)       | --     | 0.01   | 0.01   |
| 资产处置收益 (亿元)     | --     | --     | 11.40  |

资料来源：根据凤凰股份所提供数据整理。

### (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，并持续将养老地产作为重要战略发展方向。另外公司将在主业以外，积极寻找适合公司主业协同和管理能力的资产，择机购并，以开拓公司盈利渠道，促进公司产业转型。

因土地资源不足，该公司房地产主业发展面临瓶颈，公司计划于 2019 年根据市场情况，增加优质土地资源储备，尤其是在南京、合肥等二线城市及其周边的土地储备。考虑到公司目前存量项目均位于三、四线城市，办公及商业部分去化较慢，存量较大，2019 年公司将继续调整营销思路，加快存量项目去化速度。投融资方面，公司 2019 年在建项目计划投资 6.40 亿元，相应资金需求计划通过定向增发及自有资金的使用满足。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，近年来该公司文化综合体项目商办业态去化持续面临较大压力，当前地处三四线城市的存量项目利润空间较小，未来公司房地产业务布局计划从三四线城市回归二线城市及周边，但目前尚未有具体的拿地计划，主业发展面临的不确定性仍较大。另外，公司持续将养老地产作为战略发展方向，

但由于养老地产领域仍处于起步阶段，公司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。

## 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。公司董事会成员及高级管理人员, 组织结构及公司章程等发生了一定变化。公司因购销产生的关联交易金额不大, 凤凰传媒集团对公司融资提供的担保在保余额大, 体现为股东支持。**

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 2018 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。

2018 年, 该公司原副董事长汪维宏和总经理助理张淼磊因工作调动辞职; 2019 年 4 月原董事长周斌因工作调动辞职。公司认为, 上述董事会成员变动未导致公司董事会成员人数低于法定人数, 不影响公司的正常运作, 公司董事会将尽快按照法定程序增补新的董事候选人, 提交股东大会进行审议, 并将根据相关规定及程序选举新的董事长。除上述人事变动外, 公司董事、监事及其他高管人员跟踪期内保持稳定。2018 年 3 月, 公司对《公司章程》进行了修订, 主要涉及增加党的建设相关内容; 当年 10 月, 公司对《公司章程》进行了修订, 主要涉及公司股份收购的相关内容。组织结构方面, 跟踪期内, 公司原证券部及法务部合并为证券法务部, 另外新增养老事业部。

关联交易方面, 2018 年该公司因购买商品、接受劳务产生的关联交易金额为 813.43 万元, 主要系采购亮化设备及服务等; 因销售商品、提供劳务产生的关联交易金额为 512.08 万元, 主要系公司高级管理人员及其亲属购买公司开发房产。2018 年末, 公司应付控股股东凤凰传媒集团代建工程款余额为 2.28 亿元<sup>5</sup>。另外, 截至同期末, 凤凰传媒集团对公司债券的发行提供担保在保余额为 27.50 亿元, 体现为股东支持。

根据该公司提供的本部以及下属江苏凤凰置业有限公司、盐城凤凰地产有限公司和镇江凤凰文化地产有限公司的《企业信用报告》, 截至 2018 年末公司及上述公司本部口径不存在欠贷欠息及债务违约情况。经查国家企业信用信息公示系统, 跟踪期内公司本部、公司下属主要二级子公司以及控股股东跟踪期内不存在重大行政处罚、亦不存在被列入经营异常及严重违法失信企业名单(黑名单)的情况。

<sup>5</sup> 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。

## 财务

跟踪期内，得益于大额地块回收补偿收益的确认及所持南京证券转按公允价值计量，该公司资产负债率进一步下降，当前财务结构较稳健。随着银行及股东借款的归还，公司刚性债务规模持续缩减。主要受拿地影响，公司经营性现金净流入规模较上年进一步缩减。公司资产以流动资产为主，当前货币资金充足，流动性表现较好。公司当前虽无银行授信，但依照承诺控股股东将在公司有融资需求时给予支持。

### 1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016-2018 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。公司以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制财务报表。

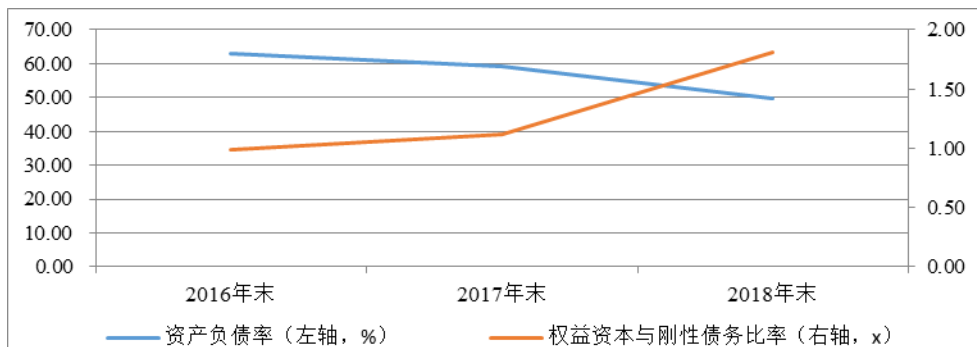
该公司 2016 年报无重大调整。2017 年，公司因执行财政部发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》，调增其他收益本年金额 0.01 亿元，调减营业外收入本年金额 0.01 亿元；调增持有待售资产 11.82 亿元，调减存货（拟开发土地）9.56 亿元、商誉 2.26 亿元；营业外收入上年金额减少 0.003 亿元，重分类至资产处置收益；列示持续经营净利润本年金额-1.57 亿元，上年金额 0.50 亿元；列示终止经营净利润本年金额 0.00 元，上年金额 0.00 元。2018 年，公司执行财政部发布的《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），对财务报表格式进行了修订。为保持财务数据的可比性，本评级报告根据审计报告附注，将涉及调整的会计科目按照财会〔2018〕15 号文执行前的列示口径进行了调整。

2016-2018 年，该公司合并范围未发生变化。截至 2018 年末，公司纳入合并范围内的子公司共计 12 家，其中二级子公司（以公司本部为一级起计）为 5 家。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



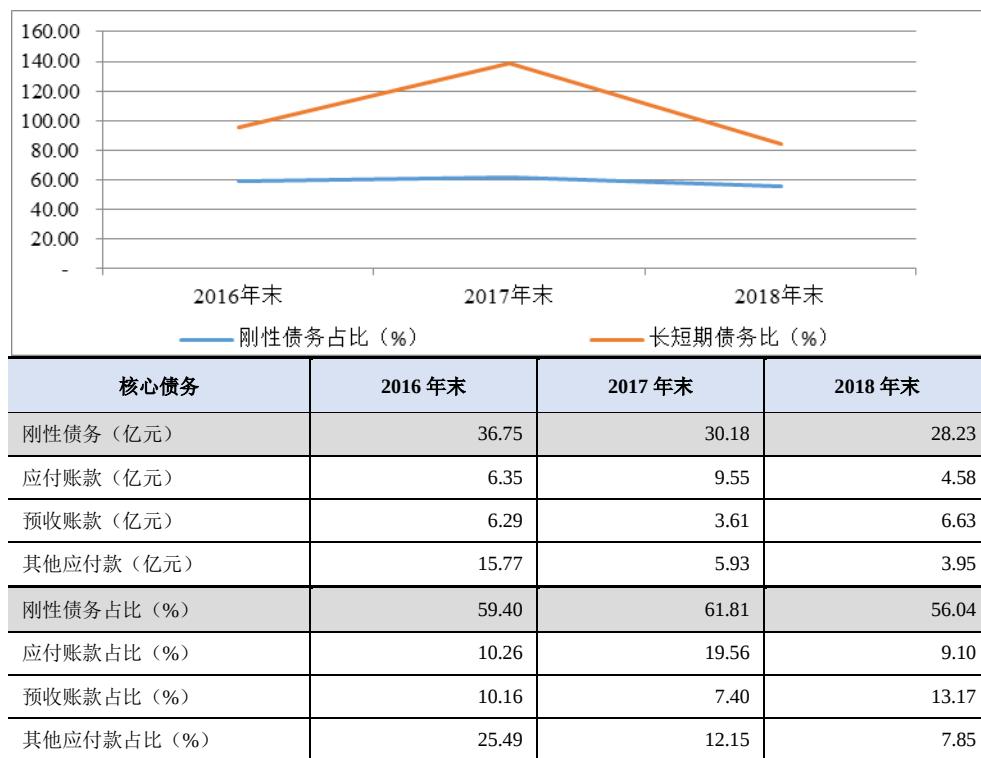
资料来源：根据凤凰股份所提供数据绘制。

2016-2018 年末，该公司负债总额分别为 61.87 亿元、48.83 亿元和 50.37 亿元，2017 年因归还股东及银行借款，当年末债务规模缩减；2018 年末负债总额增加主要系预收款项及应交税费增加所致。2016-2018 年公司分别实现净利润 0.50 亿元、-1.57 亿元和 7.98 亿元。2017 年出现亏损，加之当年分配上年股利 0.94 亿元，当年末未分配利润减少以致所有者权益缩减至 33.66 亿元；2018 年主要得益于确认大额地块补偿收益，未分配利润及少数股东权益增加，加之南京证券股份有限公司（简称“南京证券”）上市，公司持有其股权改由公允价值计量，使得其他综合收益增加，所有者权益回增至 51.13 亿元。2016-2018 年末，资产负债率分别为 63.11%、59.20%和 49.63%（剔除预收款项影响的资产负债率分别为 60.58%、57.33%和 46.10%），因负债规模降幅大于权益降幅，2017 年末负债率略有下降；2018 年公司资产负债率明显下降，当前财务结构较为稳健。2016-2018 年末，权益资本与刚性债务比率分别为 0.98、1.12 和 1.81，逐年提升，权益资本对刚性债务的覆盖情况较好。

该公司存续项目后续开发虽仍有一定资金需求，但根据当前规划，资金需求将主要以自有资金并配套一定规模定向增发资金满足，若非产生大额拿地支出，预计财务杠杆水平不会有大幅提升。

## (2) 债务结构

图表 19. 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。

注：占比系占负债总额的比重。凤凰传媒集团对公司的借款本息计入“其他应付款”科目，同时被认定为刚性债务，因此上表刚性债务及其他应付款核算内容有重叠。

该公司负债以刚性债务为主，近年来占负债总额比重维持在 60%左右。除刚性债务外公司负债主要由应付账款、预收款项和其他应付款构成。2018 年末，应付账款为 4.58 亿元，主要系应付施工方工程款项，因款项的支付，较上年末减少 4.97 亿元。预收款项主要系预收购房款，同期末余额为 6.63 亿元，较上年末增加 3.02 亿元，主要系 2018 年宜兴怡然居项目开盘资金回笼较多所致。公司其他应付款主要核算内容包括凤凰传媒代建工程款、凤凰传媒集团对公司的借款本息（认定为刚性债务）、股权转让款及土地增值税等，2016-2018 年末余额分别为 15.77 亿元、5.93 亿元和 3.95 亿元，其中股东借款本息余额分别为 5.01 亿元、2.00 亿元和 0 亿元，代建工程款分别为 8.63 亿元、2.28 亿元和 2.28 亿元，近年来其他应付款随着股东借款的到期归还及代建项目的交付结算而逐年减少。

2016-2018 年末，该公司长短期债务比分别为 95.93%、138.81%和 84.70%，先升后降，当前公司负债期限结构略偏向于短期。

### (3) 刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

| 刚性债务种类              | 2016 年末      | 2017 年末      | 2018 年末      |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>短期刚性债务合计</b>     | <b>7.53</b>  | <b>2.83</b>  | <b>8.32</b>  |
| 其中：一年内到期的非流动负债      | 1.69         | --           | 7.49         |
| 应付利息                | 0.83         | 0.83         | 0.83         |
| 股东借款本息              | 5.01         | 2.00         | --           |
| <b>中长期刚性债务合计</b>    | <b>29.22</b> | <b>27.35</b> | <b>19.91</b> |
| 其中：长期借款             | 1.93         | --           | --           |
| 应付债券                | 27.29        | 27.35        | 19.91        |
| <b>综合融资成本（年化，%）</b> | <b>5.13</b>  | <b>4.83</b>  | <b>4.88</b>  |

资料来源：根据凤凰股份所提供数据整理。

2016-2018 年末，该公司刚性债务分别为 36.75 亿元、30.18 亿元和 28.23 亿元，随着股东借款及银行借款的偿还，刚性债务规模逐年缩减。2018 年末，公司以往存量股东借款及银行借款已完全偿付，刚性债务主要包括待偿还的“14 凤凰债”和“16 凤凰 01”两期债券。其中，“14 凤凰债”发行规模为 7.50 亿元，将于 2019 年 9 月到期；“16 凤凰 01”发行规模为 20.00 亿元，2019 年 3 月部分投资者行使回售选择权，截至 3 月末待偿还本金余额为 6.125 亿元。融资成本方面，根据公司审计报告披露，2016-2018 年末综合融资成本分别为 5.13%、4.83%和 4.88%，凤凰传媒集团对公司借款利率较低，同时为公司发行的债券提供担保，公司综合融资成本较低。

## 3. 现金流量

### (1) 经营环节

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

| 主要数据及指标           | 2016 年   | 2017 年   | 2018 年   |
|-------------------|----------|----------|----------|
| 营业周期（天）           | 1,735.31 | 1,613.32 | 1,646.73 |
| 营业收入现金率（%）        | 113.05   | 84.31    | 133.58   |
| 业务现金收支净额（亿元）      | 6.82     | 2.37     | 0.74     |
| 其他因素现金收支净额（亿元）    | 0.30     | -0.28    | -0.32    |
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元） | 7.13     | 2.09     | 0.43     |
| EBITDA（亿元）        | 3.21     | 0.63     | 12.61    |
| EBITDA/刚性债务（倍）    | 0.09     | 0.02     | 0.43     |
| EBITDA/全部利息支出（倍）  | 1.46     | 0.34     | 8.70     |

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。

2016-2018 年，该公司营业周期分别为 1,735.31 天、1,613.32 亿元和 1,646.73 天，公司营业周期主要体现存货去化周期，因办公及商业部分库存规模较大，去化缓慢，营业周期较长，资产周转效率较低。由于房地产业务回款及收入结转不同步，导致其营业收入现金率呈现波动状态，2017 年因前期预收购房款结转收入金额较大，营业收入现金率有所回落；2018 年主要因宜兴项目预售现金回笼较多，收入尚未结转，以致营业收入现金率较上年提高 49.24 个百分点至 133.58%。2016-2018 年业务现金收支净额分别为 6.82 亿元、2.37 亿元和 0.74 亿元，2018 年销售回款虽同比增加，但当年因拿地现金支出增加，业务现金收支净额同比有所减少。收到其他与经营活动有关的现金主要核算利息收入、往来款以及代建款等；支出则主要核算付现费用等，收支净额相对较小。2016-2018 年，公司经营性现金净流量分别为 7.13 亿元、2.09 亿元和 0.43 亿元，净流入规模持续缩减。

2016-2018 年，该公司 EBITDA 分别为 3.21 亿元、0.63 亿元和 12.61 亿元，其中，利息支出因债务规模收缩而逐年减少；折旧费用随着公司将开发物业由售转租而有所增加；2018 年 EBITDA 大幅增加主要系因铁管巷土地处置收益的确认。受此影响 2018 年 EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖倍数明显提升。

## (2) 投资环节

图表 22. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

| 主要数据及指标                      | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|------------------------------|--------|--------|--------|
| 回收投资与投资支付净流入额                | -1.46  | 1.00   | -0.60  |
| 取得投资收益净额                     | 0.30   | 0.31   | --     |
| 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 | 0.003  | -0.01  | 11.59  |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额            | --     | --     | --     |
| 投资环节产生的现金流量净额                | -1.15  | 1.30   | 10.99  |

资料来源：根据凤凰股份所提供数据整理。

2016-2018 年，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.15 亿元、1.30 亿元和 10.99 亿元，2016 年及 2017 年金额不大，主要产生于购买、赎回理财及收到南京证券少量分红。2018 年，处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额为 11.61 亿元，系收到铁管巷地块 50%补偿款。主要受此影响，投资活动产生的现金流量净额大幅增加。根据公司年报所述，2019 年 3 月剩余 50%补偿款已到账，预计 2019 年投资活动产生的现金流量或将维持较大金额净流入的状态。

### (3) 筹资环节

图表 23. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

| 主要数据及指标           | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 权益类净融资额           | 14.80  | -0.94  | --     |
| 债务类净融资额           | 6.27   | -5.41  | -1.36  |
| 其中：现金利息支出         | -1.65  | -1.78  | -1.36  |
| 其他因素对筹资环节现金流量影响净额 | -7.88  | -3.00  | -2.00  |
| 其中：净偿还凤凰传媒集团融资款   | -7.67  | -3.00  | -2.00  |
| 筹资环节产生的现金流量净额     | 13.20  | -9.34  | -3.36  |

资料来源：根据凤凰股份所提供数据整理。

注：利息支出以负数填列。

该公司外部融资渠道较为广泛，另外凤凰传媒集团亦能够通过资金拆借给予公司一定支持。2014 年以来公司先后发行两期公司债并通过定增筹集资金，逐步替换成本较高的借款。2016 年，公司通过定增募集资金 14.80 亿元；2017-2018 年公司未增发股票，2017 年公司进行少量现金分红，权益类融资金额为-0.94 亿元。2016-2018 年，公司债务类净融资额分别为 6.27 亿元、-5.41 亿元和-1.36 亿元，同期公司偿还凤凰传媒集团借款产生的现金支出分别为-7.67 亿元、-3.00 亿元和-2.00 亿元。2016-2018 年，筹资环节产生的现金流量净额分别为 13.20 亿元、-9.34 亿元和-3.36 亿元，2017 年以来因借款的偿还，持续处于净流出状态。

### 4. 资产质量

图表 24. 公司主要资产的分布情况

| 主要数据及指标          |        | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 |
|------------------|--------|---------|---------|---------|
| 流动资产             | 金额（亿元） | 89.68   | 75.18   | 74.40   |
|                  | 占总资产比重 | 91.48%  | 91.15%  | 73.30%  |
| 其中：货币资金（亿元）      |        | 25.98   | 20.04   | 28.05   |
| 其他应收款（亿元）        |        | 0.26    | 0.26    | 11.86   |
| 存货（亿元）           |        | 62.29   | 43.02   | 33.61   |
| 其他流动资产（亿元）       |        | 1.10    | 0.01    | 0.84    |
| 持有待售资产（亿元）       |        | --      | 11.82   | --      |
| 非流动资产            | 金额（亿元） | 8.35    | 7.30    | 27.11   |
|                  | 占总资产比重 | 8.52%   | 8.85%   | 26.70%  |
| 其中：可供出售金融资产（亿元）  |        | 4.78    | 4.78    | 17.43   |
| 投资性房地产（亿元）       |        | 0.13    | 1.54    | 8.90    |
| 商誉（亿元）           |        | 2.26    | --      | --      |
| 期末全部受限资产账面金额（亿元） |        | 9.29    | 0.53    | 0.49    |
| 受限资产账面余额占总资产的比重  |        | 9.48%   | 0.65%   | 0.49%   |

资料来源：根据凤凰股份所提供数据整理。

2016-2018 年末, 该公司资产总额分别为 98.03 亿元、82.48 亿元和 101.50 亿元; 以流动资产为主, 占比分别为 91.48%、91.15%和 73.30%。2016-2018 年末, 公司受限资产账面价值分别为 9.29 亿元、0.53 亿元和 0.49 亿元, 占总资产比重分别为 9.48%、0.65%和 0.49%, 借款的陆续到期偿还, 受限资产逐步解限, 目前对公司资产的流动性影响很小。

2018 年末, 该公司流动资产主要包括货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产。其中, 货币资金为 28.05 亿元, 其中 0.27 亿元因作为保函保证金、个贷保证金及质量保证金等使用受限, 受限比例仅为 0.95%。其他应收款为 11.86 亿元, 较上年末大幅增加 11.60 亿元, 主要系应收秦淮区政府土地回收补偿余款。存货为 33.61 亿元, 其中开发成本、开发产品及待开发土地账面价值分别为 17.36 亿元、11.20 亿元和 5.05 亿元; 存货较上年末减少 9.40 亿元, 除销售去化外, 主要系项目商办部分由售转租, 转入投资性房地产所致; 存货中 0.37 万平方米的盐城凤凰文化广场物业因作为后期建设立体车库的承诺而受限, 受限部分账面价值仅 0.23 亿元, 占存货账面价值的比重为 0.68%。其他流动资产为 0.84 亿元, 包括 0.60 亿元理财及 0.24 亿元待抵扣进项税。另外, 由于铁管巷地块处置, 2018 年末公司持有待售资产余额为 0 亿元。

2018 年末, 该公司非流动资产主要包括可供出售金融资产和投资性房地产。其中, 可供出售金融资产为 17.43 亿元, 系公司持有的无锡凤凰国际文化交流中心有限公司以及南京证券 2.35%和 8.09%的股权, 较上年末未发生变化; 可供出售金融资产较上年末增加 12.65 亿元, 主要系因南京证券于 2018 年 6 月上市, 公司将持有的其股权转为公允价值模式计量。投资性房地产为 8.90 亿元, 较上年末增加 7.36 亿元, 主要是苏州和盐城项目商办部分由售转租所致。另外, 公司 2016 年末商誉为 2.26 亿元, 形成于公司对龙凤投资的股权收购, 2017 年因铁管巷地块收回事项, 相关商誉转入持有待售资产, 2018 年末公司商誉余额为零。

## 5. 流动性/短期因素

图表 25. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标  | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 |
|----------|---------|---------|---------|
| 流动比率 (%) | 284.01% | 367.72% | 272.78% |
| 速动比率 (%) | 86.57%  | 157.15% | 149.42% |
| 现金比率 (%) | 82.26%  | 98.00%  | 102.86% |

资料来源: 根据凤凰股份所提供数据整理。

2016-2018 年末, 该公司流动比率分别为 284.01%、367.72%和 272.78%, 公司资产以开发物业存货为主, 配套融资以长期融资为主, 流动比率表现好, 但需关注存货中商办业态物业的实际变现能力。同期末, 速动比率分别为 86.57%、157.15%和 149.42%; 现金比率分别为 82.26%、98.00%和 102.86%, 公司当前库存货币现金充足, 此外公司持有的南京证券 8.09%上市股权, 目

前虽处于限售期，但 2019 年 6 月限售期到期后公司可以通过减持股票补充流动性。总体来看，公司资产流动性表现较好，对即期债务偿付保障能力较强。

## 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 2018 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。2018 年末，本部总资产为 63.85 亿元，主要为对下属项目公司股权和长期应收款，总负债为 28.30 亿元，主要是应付债券，所有者权益为 35.55 亿元。因公司本部对下属公司控制力强，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

该公司以控股公司借款及直接融资陆续替代成本较高的银行融资，2018 年末公司已经偿还所有存量银行借款，截至当年末公司合并范围内未获得银行授信。

近年来，该公司在融资方面能够得到控股股东凤凰传媒集团的大力支持，2015-2017 年末股东借款本息余额分别为 12.69 亿元、5.01 亿元和 2.00 亿元，2018 年末存量股东借款亦已完全偿还。融资担保方面，公司发行债券全部由凤凰传媒集团提供连带责任担保，当前担保持续有效。根据公司 2018 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不高于银行同期贷款利率的借款等方式对公司提供资金支持。

此外，凤凰传媒集团以往拟将其持有的江苏银行股份有限公司（简称“江苏银行”）8.90 亿股股份注入该公司。根据凤凰传媒集团于 2019 年 3 月的函复内容，将江苏银行股权注入公司是当时凤凰传媒集团基于公司发展战略考虑的一种安排，由于江苏银行在上市过程中及上市后的股份锁定期间要求，股权注入方案一直无法操作。按目前市场股票价格计算，所持江苏银行股权市值已达 60 多亿元，按照目前的政策环境和公司的财务状况，如果在锁定期间届满后，通过公司购买或向集团定向增发的方式注入江苏银行股权都会面临着很大障碍。将凤凰传媒集团持有的江苏银行股权注入公司是否符合银保监会对商业银行股东的相关规定，是否具有可行性，是否有利于保护公司中小股东的利益，需要重新进行评估。就上述股权划转事项公司将与凤凰传媒集团抓紧磋商，探讨江苏银行股权注入的可行性，并在符合相关银行监管和

证券监管法律、法规、政策以及有利于保护公司中小股东利益的前提下，作出具有可操作的安排。整体看，江苏银行股份划转事项尚具较大不确定性。

## 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；房地产业务规模不大，目前项目布局以三、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 2017 年末，凤凰传媒集团资产总额为 493.32 亿元，所有者权益为 281.47 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 219.65 亿元；2017 年度实现营业收入 175.45 亿元，实现净利润 21.22 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 18.54 亿元。截至 2018 年 9 月末，凤凰传媒集团未经审计的合并口径资产总额为 536.40 亿元，所有者权益为 302.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 234.79 亿元；2018 年 1-9 月，实现营业收入 129.38 亿元，实现净利润 11.72 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 8.56 亿元。

2018 年 6 月 27 日，新世纪评级在江苏凤凰出版传媒集团有限公司公开发行 2016 年可交换公司债券跟踪评级报告（新世纪跟踪[2018]100576）中，维持凤凰传媒集团 AAA 主体信用等级。

## 跟踪评级结论

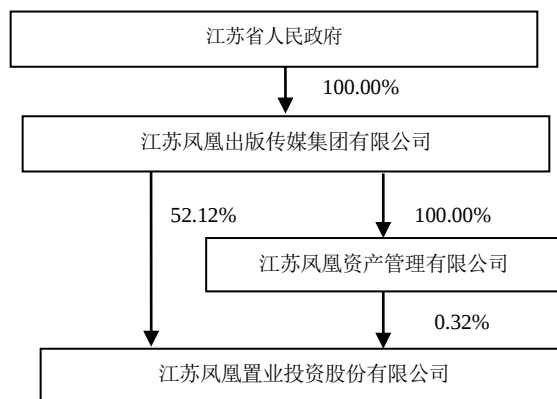
跟踪期内，该公司核心主业仍为房地产开发销售。公司目前开发项目集中在江苏省三、四线城市，其中办公及商业部分存量较大，持续面临较大去化压力。虽然公司将部分物业由售转租，加大自持比例，租金收入有所增长，但投资回收期长，公司仍将面临较大资金沉淀风险。由于开发项目数量不多，受项目结转周期及项目向三、四线城市转移的综合影响，收入持续下滑。虽然项目销售单价有所提升，毛利率有所增长，但盈利空间仍较小，公司主营

业务盈利能力仍欠佳。跟踪期内，公司确认大额铁管巷地块回收补偿收益，盈利大幅增加，但该增长不具持续性。公司当前土地储备仍相对不足，将一定程度上限制房地产主业的发展速度和空间。公司未来仍将养老地产作为战略发展方向，存在经验不足的运营风险。跟踪期内，得益于大额地块回收补偿收益的确认及所持南京证券转按公允价值计量，公司资产负债率进一步下降，当前财务结构较稳健。随着银行及股东借款的归还，公司刚性债务规模持续缩减。主要受拿地影响，公司经营性现金净流入规模较上年进一步缩减。公司资产以流动资产为主，当前货币资金充足，流动性表现较好。公司当前虽无银行授信，但依照承诺控股股东将在公司有融资需求时给予支持。

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：

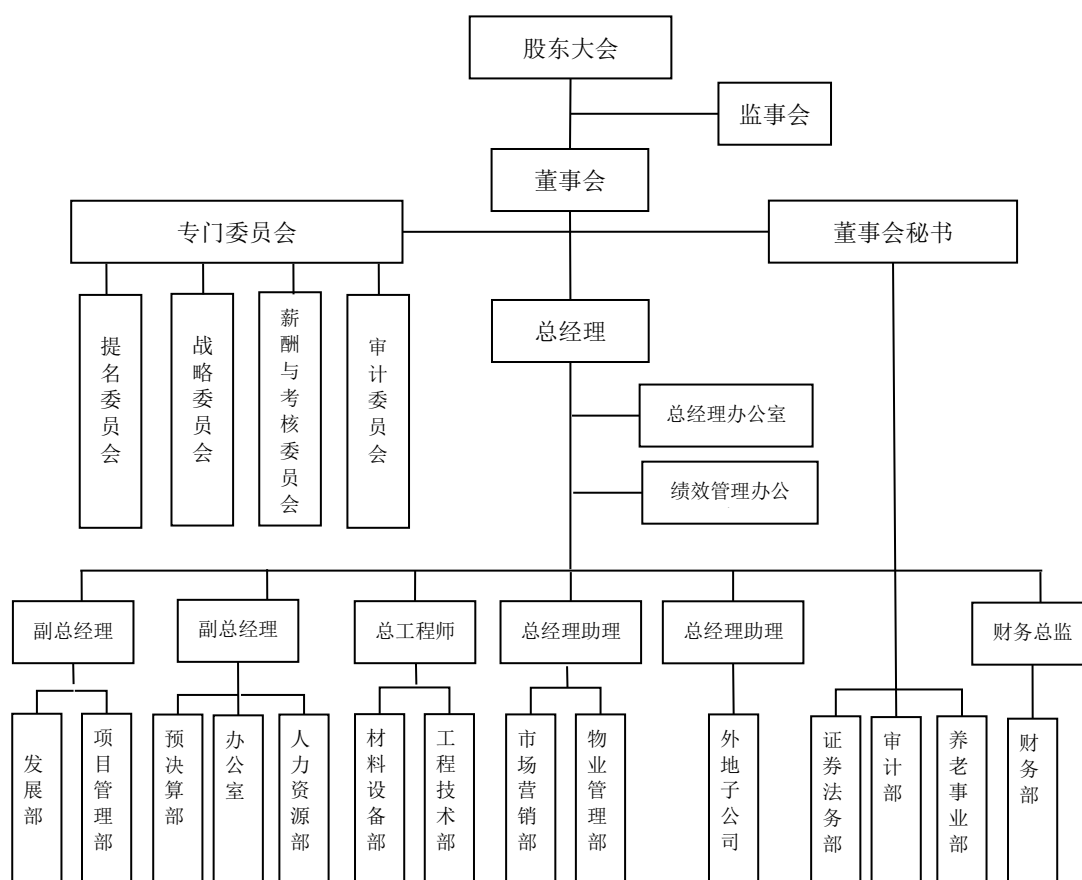
公司与实际控制人关系图



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 2018 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<br>持股比例<br>(%) | 主营业<br>务                                | 2018 年（末）主要财务数据（亿元） |               |              |             |                        | 备注                 |
|-----------------------|-------------|-------------|--------------------|-----------------------------------------|---------------------|---------------|--------------|-------------|------------------------|--------------------|
|                       |             |             |                    |                                         | 刚性债务余额<br>(亿元)      | 所有者权益<br>(亿元) | 营业收入<br>(亿元) | 净利润<br>(亿元) | 经营环节现金净<br>流入量<br>(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<br>股东 | --                 | 出版发行、<br>物资供应、<br>房地产开发、<br>印刷、<br>酒店经营 | 107.66              | 281.47        | 175.45       | 21.22       | 19.35                  | 2017 年合并口径审<br>计数据 |
| <b>江苏凤凰置业投资股份有限公司</b> | <b>凤凰股份</b> | <b>本级</b>   | <b>--</b>          | <b>--</b>                               | <b>28.23</b>        | <b>35.55</b>  | <b>--</b>    | <b>0.94</b> | <b>-0.10</b>           | <b>本部口径</b>        |
| 江苏凤凰置业有限公司            | 江苏凤凰        | 核心子公司       | 100                | 房产开发                                    | --                  | 29.49         | 1.06         | 7.56        | 4.21                   | 合并口径               |
| 盐城凤凰地产有限公司            | 盐城凤凰        | 核心子公司       | 100                | 房产开发                                    | --                  | 3.32          | 0.96         | -0.01       | -0.05                  |                    |
| 合肥凤凰文化地产有限公司          | 合肥凤凰        | 核心子公司       | 100                | 房产开发                                    | --                  | 5.54          | --           | 0.02        | -1.42                  |                    |
| 镇江凤凰文化地产有限公司          | 镇江凤凰        | 核心子公司       | 100                | 房产开发                                    | --                  | 3.12          | 3.26         | 0.05        | -2.47                  |                    |
| 泰兴市凤凰地产有限公司           | 泰兴凤凰        | 核心子公司       | 100                | 房产开发                                    | --                  | 2.05          | 5.19         | 0.45        | 0.26                   |                    |

注：根据凤凰股份 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。公司下属子公司刚性债务不包含公司本部提供的借款。

#### 附录四：

### 主要数据及指标

| 主要财务数据与指标[合并口径]      | 2016 年  | 2017 年  | 2018 年   |
|----------------------|---------|---------|----------|
| 资产总额 [亿元]            | 98.03   | 82.48   | 101.50   |
| 货币资金 [亿元]            | 25.98   | 20.04   | 28.05    |
| 刚性债务[亿元]             | 36.75   | 30.18   | 28.23    |
| 所有者权益 [亿元]           | 36.16   | 33.66   | 51.13    |
| 营业收入[亿元]             | 18.18   | 13.43   | 10.47    |
| 净利润 [亿元]             | 0.50    | -1.57   | 7.98     |
| EBITDA[亿元]           | 3.21    | 0.63    | 12.61    |
| 经营性现金净流入量[亿元]        | 7.13    | 2.09    | 0.43     |
| 投资性现金净流入量[亿元]        | -1.15   | 1.30    | 10.99    |
| 资产负债率[%]             | 63.11   | 59.20   | 49.63    |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 98.40   | 111.53  | 181.12   |
| 流动比率[%]              | 284.01  | 367.72  | 272.78   |
| 现金比率[%]              | 82.26   | 98.00   | 102.86   |
| 利息保障倍数[倍]            | 1.45    | 0.31    | 8.60     |
| 担保比率[%]              | 2.58    | 2.77    | -        |
| 营业周期[天]              | 1735.31 | 1613.32 | 1,646.73 |
| 毛利率[%]               | 28.34   | 11.31   | 18.88    |
| 营业利润率[%]             | 6.90    | -8.28   | 105.58   |
| 总资产报酬率[%]            | 3.63    | 0.64    | 13.55    |
| 净资产收益率[%]            | 1.76    | -4.49   | 18.83    |
| 净资产收益率*[%]           | 1.91    | -4.55   | 14.05    |
| 营业收入现金率[%]           | 113.05  | 84.31   | 133.58   |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | 19.95   | 8.04    | 1.78     |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 10.10   | 6.12    | 23.01    |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 1.46    | 0.34    | 8.70     |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.09    | 0.02    | 0.43     |

注：表中数据依据凤凰股份经审计的 2016~2018 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<br>资<br>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<br>机<br>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<br>资<br>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<br>机<br>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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。