

信用等级公告

联合〔2020〕1148号

荣安地产股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对荣安地产股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2020 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

荣安地产股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

荣安地产股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2020 年公司债券（第二期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

荣安地产股份有限公司 2020 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 6.20 亿元（含）

债券期限：5（2+2+1）年，附第 2 年末和第 4 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2020 年 6 月 10 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	131.95	243.16	400.13	416.76
所有者权益（亿元）	42.38	47.69	67.49	68.60
长期债务（亿元）	26.80	34.72	45.40	45.37
全部债务（亿元）	31.55	51.53	88.85	88.71
营业收入（亿元）	42.64	39.68	66.63	4.99
净利润（亿元）	5.42	5.48	17.56	0.14
EBITDA（亿元）	8.00	9.10	23.92	--
经营性净现金流（亿元）	-2.62	-27.16	4.68	-3.46
营业利润率（%）	21.31	30.95	38.71	29.44
净资产收益率（%）	13.69	12.17	30.49	--
资产负债率（%）	67.88	80.39	83.13	83.54
全部债务资本化比率（%）	42.68	51.94	56.83	56.39
流动比率（倍）	1.94	1.42	1.31	1.29
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.18	0.27	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.48	3.08	4.13	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.29	1.47	3.86	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2019 年短期债务中，短期借款和一年内到期的非流动负债中的应付利息已扣除；计算长期债务时的长期借款利息已扣除；3. 2020 年一季度未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对荣安地产股份有限公司（以下简称“荣安地产”或“公司”）的评级反映了公司作为上市房地产开发企业，具备项目开发经验丰富、较高的区域品牌知名度等优势。近年来，公司业务逐步拓展至省内优质二线城市和省外核心城市，销售规模逐年增加，对未来收入结转形成有力保障；公司债务负担处于合理水平，盈利水平较高。同时联合评级关注到行业竞争激烈、公司部分项目土地成本较高、存在一定的资金支出压力和融资需求、资产受限比例较高以及债务结构有待优化等因素对公司信用状况产生的不利影响。

未来，随着公司在建项目逐步实现销售及交付，公司收入规模有望保持稳定。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司具有一定区域竞争优势，布局区域较好。公司深耕宁波房地产市场多年，开发经验丰富，品牌优势明显；同时，公司拿地区域聚焦宁波、杭州等浙江省内城市，并进一步拓展至省外二线城市，虽受一定区域集中度风险，但整体布局较好。

2. 公司销售情况良好，预收款项对公司未来收入结转形成有力保障。近年来，公司签约销售面积和签约销售金额逐年增加；预收款项规模逐年增长，对公司未来收入结转形成有力保障。

3. 公司债务负担尚可，盈利能力处于较好水平。近年来，公司债务负担有所上升，但仍处于合理水平，现金类资产对短期债务的覆盖

程度较好。同时，公司综合毛利率不断提高，整体盈利能力处于较好水平。

关注

1. 公司项目较为集中，易受区域房地产政策影响。公司项目主要集中于宁波及周边地区，集中度较高且区域内竞争较激烈，当地房地产市场景气度和调控政策对公司未来销售情况可能产生负面影响。

2. 公司面临一定资金支出和融资压力。近年来，公司业务不断扩张，土地储备和剩余可售规模一般，存在一定补库存需求；同时公司在建规模较大，未来面临一定的资金支出压力和融资压力。

3. 部分项目拿地成本较高，未来盈利空间可能收窄。公司主要通过公开市场招拍挂的方式获取土地，近年来，受土地市场价格上涨影响，公司部分项目拿地成本较高，未来盈利空间可能收窄。

4. 债务结构有待优化。截至 2019 年底，公司全部债务中短期债务占比较高，债务结构有待优化。

分析师

曹梦茹 登记编号（R0040218090002）

卢 瑞 登记编号（R0040219010003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010--85172818

传真：010--85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合信用评级有限公司

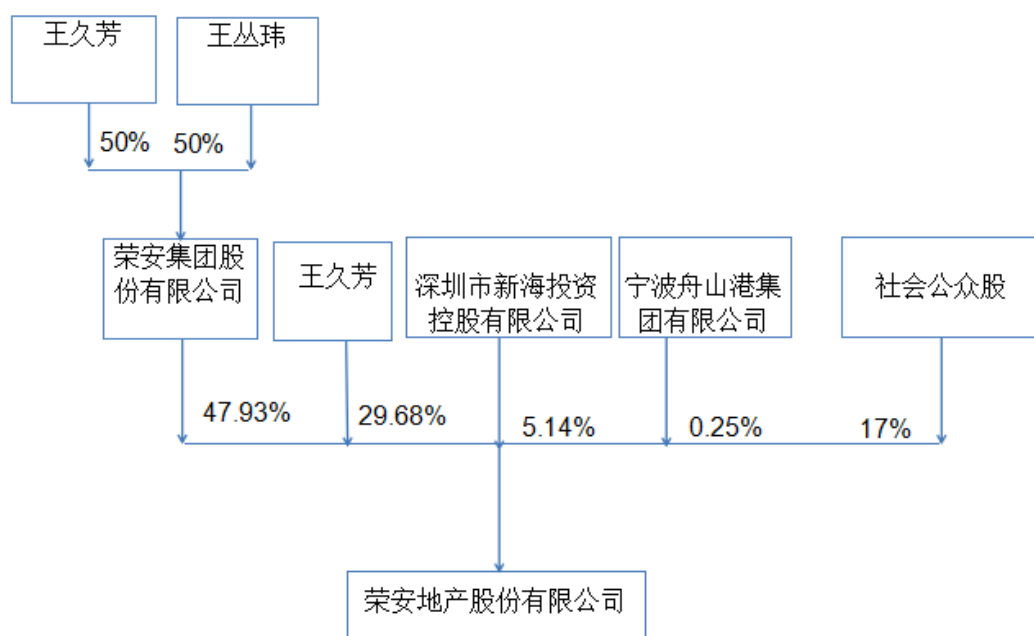
一、主体概况

荣安地产股份有限公司（以下简称“公司”或“荣安地产”）前身为成功信息产业（集团）股份有限公司，系经宁波市人民政府甬政〔1989〕24号文批准，由宁波机床总厂股份制改组设立。公司股票于1993年8月6日在深圳证券交易所挂牌交易，股票简称“*ST 成功”，股票代码000517.SZ。此后，经历次股权变更，截至2008年底，公司注册资本为23,330.75万元，股份总数23,330.75万股。

经公司2008年第一次临时股东大会决议同意，并经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）“证监许可〔2008〕1341号”文核准，公司向荣安集团股份有限公司（以下简称“荣安集团”）发行股份82,800.00万股，收购荣安集团所拥有的八家公司股权和三处房产，公司注册资本变更为10.61亿元。2009年6月16日，公司更为现名，股票简称变更为“荣安地产”。2015年3月16日，根据荣安集团与关联自然人王怡心先生签订的《股权转让协议》，荣安集团向王怡心转让2.50亿股公司股份，占公司总股本的23.56%。2015年6月1日，根据荣安集团与关联自然人王久芳先生签署的《股权转让协议》，荣安集团向王久芳转让0.65亿股公司股份，占公司总股本的6.12%。2015年9月11日，公司以总股本10.61亿股为基数，向全体股东每10股送红股2股，以资本公积向全体股东每10股转增18股，公司注册资本变更为31.84亿元。2019年6月18日，公司股东王怡心先生与公司实际控制人王久芳先生签署了《股权转让协议》，以协议方式向王久芳先生转让其持有的全部本公司股份，合计转让75,000万股，占公司总股本23.56%。

截至2020年3月底，公司注册资本为31.84亿元，荣安集团持股比例为47.93%，为公司的控股股东，公司实际控制人为王久芳及其一致行动人王丛玮。

图1 截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2020年5月20日，荣安集团及其一致行动人合计持有公司股份24.71亿股，占公司总股本的77.61%；荣安集团及其一致行动人所持公司股权累计质押股数为12.12亿股，占荣安集团及其

一致行动人合计持有公司股份的 49.05%，占公司总股本的 38.06%，为融资所需。

公司经营范围为：房地产开发、经营；物业服务；房屋租赁；建筑材料、装饰材料、机械电器设备、五金交电、化工产品、制冷空调设备的批发、零售；市政工程施工；工业与民用建筑工程；实业投资；建筑施工技术咨询；国内劳务派遣；自营和代理货物和技术的进出口，但国家限定经营或禁止进出口的货物或技术除外；建筑智能化工程。

截至2019年底，公司设立了资金管理中心、投资发展中心、产品研发中心、运营管理中心等部门（详见附件1）；公司拥有纳入合并报表范围的子公司共103家；拥有在职员工1,595人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 400.13 亿元，负债合计 332.64 亿元，所有者权益 67.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益 67.05 亿元。2019 年，公司实现营业收入 66.63 亿元，净利润 17.56 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 18.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.68 亿元，现金及现金等价物净增加额 52.03 亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额416.76亿元，负债合计348.16亿元，所有者权益68.60亿元，其中归属于母公司所有者权益68.07亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入4.99亿元，净利润0.14亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.20亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.46亿元，现金及现金等价物净增加额-1.66亿元。

公司注册地址：浙江省宁波市海曙区灵桥路 513 号（14-12）；法定代表人：王久芳。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

2019年1月11日，经中国证监会“证监许可〔2019〕58号”文核准，公司获准公开发行不超过人民币6.70亿元的公司债券。公司已于2020年1月10日发行“荣安地产股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，债券简称“20荣安01”，发行规模0.50亿元。

本期债券名称为“荣安地产股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”（以下简称“本期债券”），发行规模不超过人民币6.20亿元（含6.20亿元）；本期债券期限为5（2+2+1）年，附第2年末和第4年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券每张面值为100元，按面值发行；本期债券为固定利率，票面利率将根据网下簿记建档结果确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债券。

三、行业分析

1. 行业概况

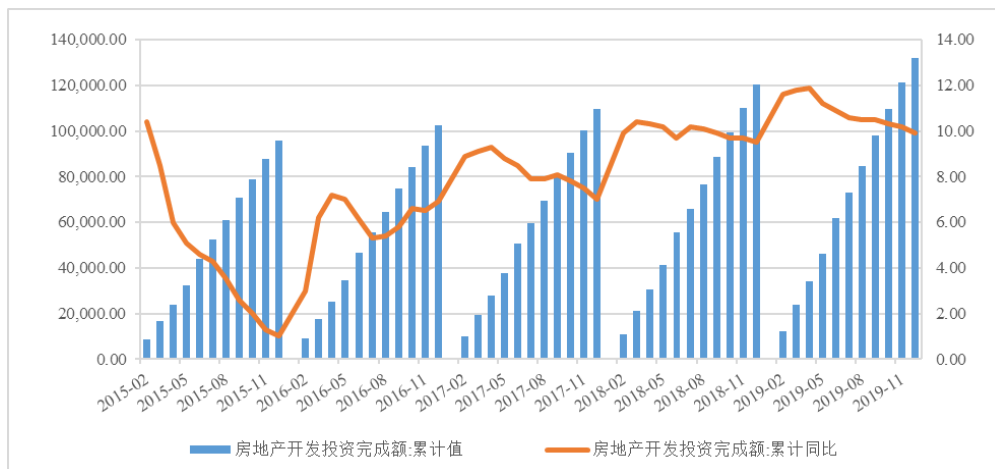
房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，房地产投资增速在 2017 年后均保持高位，但 2019 年二季度后投资虽在高位但已呈现下降趋势。

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过二十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式

正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016年，全国房地产开发投资102,580.61亿元，同比增长6.88%，增速较上年上升5.88个百分点。2017年，我国房地产开发投资109,798.53亿元，同比增长7.04%，受密集调控政策影响，增速较上年微增0.16个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018年，全国房地产开发投资120,263.51亿元，同比增长9.50%，增速较前11个月回落0.20个百分点，但仍高于2017年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。2019年，全国房地产开发投资132,194.26亿元，同比增长9.90%，增速较上年上升0.40个百分点，总体仍维持高位，但从2019年4月开始已连续8个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。

图2 2015—2019年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

2. 市场供需

（1）土地供应状况

2017年，受土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落；2018年后，房地产开发企业拿地趋于理性，土地溢价率继续走低。

土地是房地产开发企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、融资审批等手段限制房地产开发企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房地产开发企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

根据中指数据统计的全国300城市土地市场数据，2017年，全国300个城市土地成交面积95,036万平方米，同比增长8%；土地出让金总额为40,623亿元，同比增长38%。其中，住宅用地成交面积35,433万平方米，同比增长24%；商办类用地成交土地面积10,225万平方米，同比减少10%。分城市来看，2017年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率均有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化。

2018年，土地供应量继续上扬，全国300个城市土地供应量128,440万平方米，同比增长20%；土地成交面积105,492万平方米，同比增长14%。其中，住宅用地成交面积38,931万平方米，同比增长10%；土地出让金总额为41,773亿元，同比微增2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，

房地产开发企业拿地趋于理性。分城市来看，2018年，一线城市供地节奏放缓，同比下降12%，成交指标均降，其中出让金总额下降12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2019年，全国300个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二线城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。分城市来看，一线城市供求同比双涨，但楼面均价有所下滑，溢价率同比变化不大；二线城市供求小幅上涨，土地出让金总额和楼面均价分别同比增长28%和18%，溢价率较上年同期增加1个百分点；三四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑，土地出让金和楼面均价继续走高。

表1 2017—2019年全国300个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2017年	2018年	2019年
推出面积	111,907	128,440	129,816
同比增长	8	20	1
成交面积	95,036	105,492	106,568
同比增长	8	14	-1
出让金	40,623	41,773	50,294
同比增长	38	2	19
楼面均价	2,374	2,159	2,507
同比增长	26	-11	17
土地平均溢价率	29	13	13
同比	下降14个百分点	下降16个百分点	下降0.02个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理

（2）开发资金来源状况

2017年房地产市场调控后融资环境再次趋紧，房地产开发企业资金压力较大；2018年，货币政策结构性宽松，2019年一季度房地产开发企业融资环境有所回暖，但二季度再遇收紧，房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向。

2016年宽松信贷政策后，2017年房地产开发企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金156,052.62亿元，同比增长8.20%，增速较上年同期下降7.00个百分点。其中，国内贷款25,241.76亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872.21亿元，同比增长3.50%；其他资金79,770.46亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,693.57亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906.31亿元，同比下降2.00%。

2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房地产开发企业发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房地产开发企业加快回款所致。随着政策对房地产开发企业融资的限制，房地产开发企业自身造血能力对其愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。

2019年一季度，受益于多项稳经济、宽信用政策发力，房地产行业融资环境有所改善。2019年4月开始，随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出，以及土地市场上高溢价地块的多次出现，房地产开发企业的融资环境开始有所收紧；2019年5月以来，监管层收紧房地产开发贷款、信托借款和海外美元债等房地产开发企业重要融资渠道，融资端政策超预期收紧。2019年，房地产开发企业到位资金178,608.59亿元，同比增长7.60%，增速较上年提高1.20个百分点。其中国内贷款资金同比

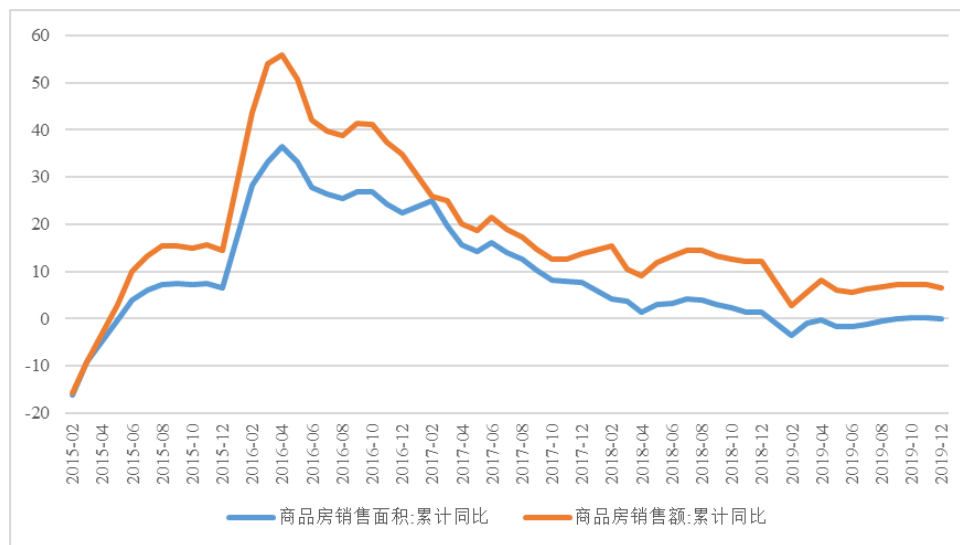
增长5.10%，自2019年8月以来继续回落，在融资监管趋严预期下增速有收窄迹象；自筹资金同比增长4.20%，继续低位运行；定金及预收款和个人按揭贷款分别同比增长10.70%和15.10%，增速较前11月有所回升。

（3）市场供需情况

2017年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布；2018年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑，一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。2019年，房地产销售面积虽负增长，但仍保持一定韧性，销售额在售价逐渐走高的基础上，仍保持一定增长。

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,407.82万平方米，同比增长7.70%，增速较上年大幅下降。其中城市间分化显现，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市房地产销售市场亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长5.30%，办公楼销售面积增长24.30%，商业营业用房销售面积增长18.70%；住宅销售额增长11.30%，办公楼销售额增长17.50%，商业营业用房销售额增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,483.73万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486.41万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923.00万平方米，同比减少15.30%，其中住宅待售面积同比减25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

图3 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）

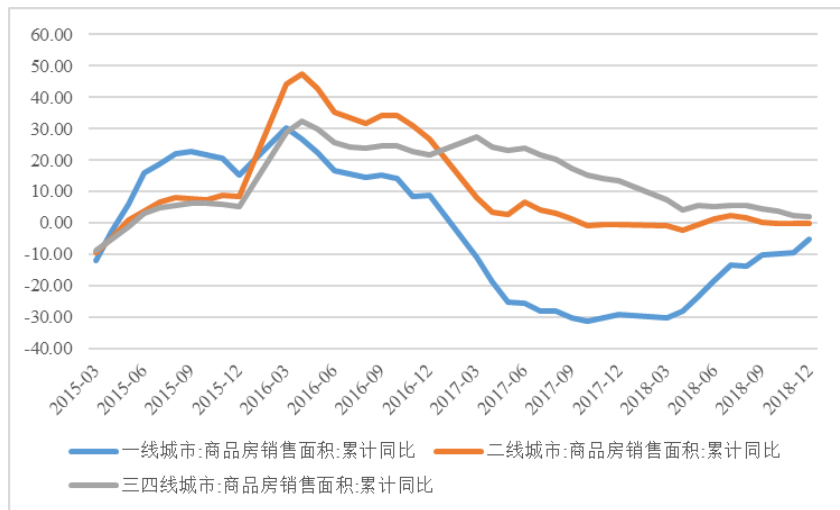


资料来源：Wind，联合评级整理

2018年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，房地产销售面积及销售金额同比增速处于2015年6月以来的相对较低位。2018年，全国房地产销售面积171,654.36万平方米，同比增长1.30%，增速较上年下滑6.40个百分点；全国房地产销售金额149,972.74亿元，同比增长12.20%，增速较上年下滑1.50个百分点。2018年，房地产开发企业房屋施工面积822,300.24万平方米，同比增长5.20%；房屋竣工面积93,550.11万平方米，同比减少7.80%；商品房待售面积52,414万平方米，较2017年末减少11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018年末增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持2%左右的增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三四线

城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图 4 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



注：二线城市数据用 Wind 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一二线城市数据进行模拟代替
资料来源：Wind，联合评级搜集整理

2019 年，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，增速较上年下降 1.4 个百分点，2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈微幅负增长；全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点，销售额在售价逐渐走高的基础上，仍保持一定增长。2019 年，房地产开发企业房屋施工面积 893,820.89 万平方米，同比增长 8.70%，增速较上年增长 3.50 个百分点，主要系房企为加快资金回笼，加快施工速度所致；房屋竣工面积 95,941.53 万平方米，同比增长 2.60%。总体看，2019 年房地产市场销售下行压力中韧性前行。

（4）销售价格情况

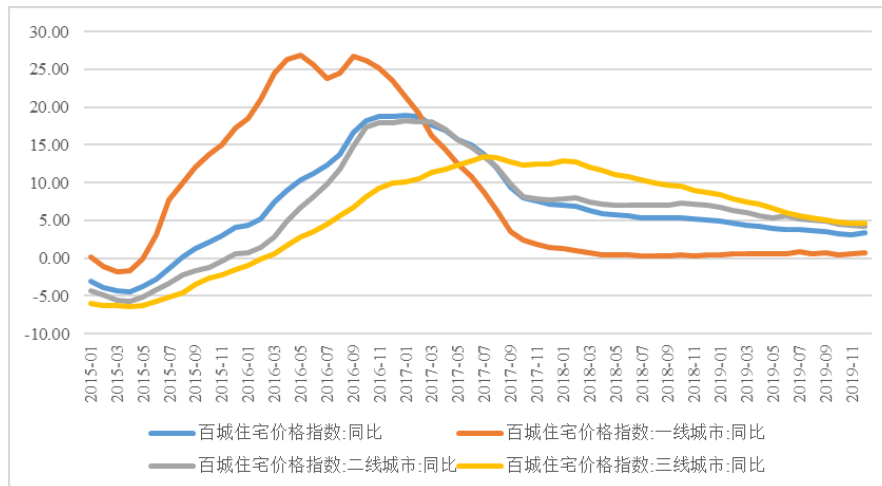
2017 年和 2018 年，一二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速降缓；2019 年，一线城市价格增速触底回升，二三线城市价格增速继续下探，总体百城价格指数 2019 年虽有上涨但增速逐步回落。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓。其中一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右的水平。

2018 年末，百城住宅价格指数中一线城市同比增长 0.40%、二线城市同比增长 7.08%、三线城市同比增长 8.71%，一、二、三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓。

2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，百城住宅价格指数同比增速自 2017 年 3 月以来继续收窄。其中，一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，2019 年末价格上涨 0.71%，较上年同期扩大 0.31 个百分点；二三线城市住宅价格指数增速继续下探，二线城市 2019 年末价格指数同比收窄 2.84 个百分点，三四线代表城市 2019 年末价格指数同比收窄 4.11 个百分点。

图 5 2015 - 2019 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源: Wind, 联合评级整理

3. 行业竞争

随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长、企业分化加剧、行业集中度不断提高的发展态势。

2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 24.16%和 32.46%，分别较上年提高 5.44 个百分点和 7.23 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 2.84 个百分点和 3.82 个百分点，从侧面反映出优质城市资源不断向大型房地产开发企业倾斜的态势。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。2019 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

表 2 2017 - 2019 年前 10 名与前 20 名房地产开发企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
前 10 大企业销售额占比	24.16	26.89	26.28
前 20 大企业销售额占比	32.46	38.32	37.14
前 10 大企业销售面积占比	15.38	19.08	19.95
前 20 大企业销售面积占比	20.03	25.74	27.07

资料来源: Wind, 联合评级整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产开发企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。据 CRIC 统计的 2019 年房地产开发企业销售额情况，碧桂园、万科地产、中国恒大和融创中国全口径销售额均步入 5,000 亿元，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿元；保利发展、绿地控股、中海地产销售额迈入 3,000 亿元门槛；新城控股、世茂房地产、华润置地、龙湖集团、招商蛇口、阳光城、金地集团、旭辉集团销售额进入 2,000 亿元阵营，另有 19 家房地产开发企业销售额过千亿，再次呈现强者恒强的局面。

表 3 2020 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	保利发展
2	碧桂园	7	龙湖集团

3	万科企业	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	中海集团	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

4. 行业政策

2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路。2019年中央多次会议继续坚持房住不炒、因城施策思路，继续推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展。2020年一季度，国家坚持“房住不炒”定位，地方因城施策较灵活。

2016年下半年，全国房地产市场继续升温，为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。一方面，预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2017年3月	2017年3月以来，全国一线及重点二、三线约30个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017年4月	住房和城乡建设部联合签发《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》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017年7月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017年8月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017年10月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017年12月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018年3月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018年7月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018年12月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018年12月	2018年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019年1月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019年3月	2019年3月《政府工作报告》提出“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”
2019年4月	中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”
2019年5月	银保监会发布《“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23

	号），严查房地产违规融资
2019年7月	中央政治局会议提到“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”
2019年8月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64号，要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019年12月	中央经济工作会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展”
2020年3月	国务院发布了《关于授权和委托用地审批权的决定》，主要把两种审批权“下放”，一是将永久基本农田以外的农用地转为建设用地的审批权限“下放”到省、市、自治区；二是将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批权限“下放”到部分试点区域，首批试点省份为北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆，试点期限1年

资料来源：联合评级收集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”。2017年12月，中央经济工作会议指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”。2017年，国家坚持“房住不炒”，并提出分类调控，因城因地施策。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。2018年12月，中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。临近2018年末，部分城市调控政策微调，但政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”；二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。针对2019年一季度部分城市房地产市场出现过热苗头，中央政治局在4月和7月的政治局会议上重申“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。银保监会接连在2019年5月和8月下发相应文件，对房地产融资进行控制；2019年12月，中央经济工作会议重申“房住不炒”基调。房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月16日，财政部部长在《积极的财政政策要大力提质增效》一文中称，坚持“房住不炒”的定位，落实房地产长效管理机制，深入开展中央财政支持住房租赁市场发展试点、城镇老旧小区改造等工作，推动完善基本住房保障体系。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效

管理机制，促进市场平稳运行。同时，为了解决用地问题，国务院于2020年3月12日印发《关于授权和委托用地审批权的决定》，将土地审批权下放，赋予省级地方政府更多的自主权，使其能够因地制宜，自主调整土地利用空间布局。但国家并未对建设用地规模进行松绑，仍将从严从紧控制建设用地总规模。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

5. 行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房地产开发企业融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产开发企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产开发企业存续债务可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年两会及4月、7月的政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

中小房地产开发企业面临被整合风险

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，面临被大型房地产开发企业收购整合的风险。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，行业销售面临下滑压力

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，房地产行业销售和回款承压，行业业绩下行风险加大，行业的整体流动性风险在提高。

6. 未来发展

调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

房地产行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费

的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

地产金融化、资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造了条件。近年，房地产开发企业通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房地产开发企业主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房地产开发企业加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

7. 浙江省房地产市场发展情况

2019年，浙江省经济持续向好，房地产市场平稳健康发展。地方层面，2019年，杭州出台放宽落户条件和新一版人才政策；宁波土地市场较为火热，未来土地成交前景良好；同时，宁波进一步规范商品房销售行为有关事项，对楼盘验收制定了严格规定，并从11月起实行“限房价竞地价”新规。

2019年，浙江省经济持续健康发展，全年地区生产总值（GDP）62,352.00亿元，比上年增长6.80%。其中，第一产业增加值2,097.00亿元，第二产业增加值26,567.00亿元，第三产业增加值33,688.00亿元，分别增长2.00%、5.90%和7.80%，第三产业对GDP增长的贡献率为58.90%。三次产业增加值结构为3.40:42.60:54.00。人均GDP为107,624.00元（按年平均汇率折算为15,601.00美元），增长5.00%。

2019年，浙江省全年房地产开发投资比上年增长7.40%，其中住宅投资增长8.00%、办公楼投资增长9.70%、商业营业用房投资下降0.60%；商品房销售面积9,378.00万平方米，下降3.90%；商品房销售额14,352.00亿元，增长1.90%。

2019年，浙江省楼市调控政策整体继续保持稳定。2019年1月7日，浙江省住房和城乡建设厅发布《关于促进建设行业民营经济发展的若干意见》，指出改进住房公积金缴存机制。在地方层面，2019年5月29日，杭州落户条件放松；同年6月29日，杭州首次出台土地“限房价、限地价”新政；8月，杭州多家银行推出“二抵贷”业务；10月，杭州各区出台新一版人才政策。在土地市场方面，2019年宁波市六区共计成交88宗住宅和商住用地，总出让面积约473万平方米，总成交额达944.20亿元，均创历史新高；其中鄞州区、奉化区和江北区分别成交29宗、26宗和13宗土地。2019年4月30日，根据宁波市自然资源和规划局发布的相关公告，宁波江北区文创港核心区首个出让地块正式挂牌出让；文创港作为宁波早期港区和工业遗存，近年来引入新兴产业，成为宁波市文创和科创产业的聚集地；奉化区土地随着交通配套的不断完善，地铁沿线将有更多土地推出；鄞州区随着东钱湖新城概念的提出和宁波国际会展中心项目的敲定等，未来发展潜力良好。房地产政策方面，宁波市住建局于2019年7月对于商品房售前和售后的预付款和意向金等作出明确规定，并在同年10月对资金监管进行新的规定；2019年8月27日，宁波市住建局发布《关于进一步完善住宅全装修质量购房人监督机制的通知》，对楼盘验收制定了严格的规定；11月宁波市五区开始实行“限房价竞地价”新规，抑制房价上涨、维持楼市稳定。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司房地产开发经验丰富，具有一定的区域竞争优势。

公司为宁波市首家以房地产为主营业务的上市公司，拥有一级房地产开发资质。公司在 2019 年克而瑞中国房地产企业销售榜 TOP200 中，公司排名第 88 位；在 2019 年克而瑞中国房地产企业操盘榜 TOP200 中，公司排名第 128 位；在 2019 年宁波房企销售榜 TOP10 中，公司权益销售排全市第 5 位。公司在宁波、杭州、苏州、台州等地，开发了“欢乐家园”“欢乐精品园”“荣安世家”“荣安佳境”“都市风华”“水尚澜珊”“尚湖中央花园”“荣安和院”“荣安华府”等项目，在宁波及浙江省内有较好的口碑和品牌知名度。公司于 2017 年布局重庆市场，开发“荣安明月江南”“荣安林语春风”“美的荣安公园天下”等项目，在重庆市场知名度不断提升。

2. 人员素质

公司核心管理团队经验较为丰富，员工素质能够满足经营需要。

截至 2019 年底，公司董事 9 人（含独立董事 3 人），监事 5 人，高级管理人员 5 人（其中 4 人董事兼任）。公司核心管理团队多数从事相关业务和管理工作多年，行业经验较丰富。

王久芳先生，1963 年 12 月出生，大专学历，高级经济师，高级工程师。王久芳先生现任公司董事长、荣安集团董事长，并兼任浙江省工商联常委、宁波市商会副会长等社会职务。

王丛玮先生，1987 年 7 月出生，本科学历，助理工程师。王丛玮先生现任公司总经理、董事，荣安集团董事，曾任荣安集团事业部经理。

截至 2019 年底，公司拥有在职员工 1,595 人；其中生产人员占 18.24%，销售人员占 11.54%，技术人员占 9.84%，财务人员占 5.14%，行政人员占 2.88%，物业人员占 52.35%；从人员学历结构看，硕士及以上学历人员占 1.82%，本科学历人员占 31.03%，大专学历人员占 19.87%，中专及以下学历人员占 47.28%。

五、公司管理

1. 公司治理

公司治理结构健全，能适应公司的发展现状。

根据《公司章程》，公司设立股东大会、董事会、监事会和经营管理层等管理架构。

股东大会是公司的最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告、监事会报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司董事会由 9 名成员组成，设董事长 1 名。公司董事会设 1 名职工代表董事，职工代表董事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。董事任期三年，任期届满，可连选连任。董事会行使召集股东大会、执行股东大会的决议等职权。

公司监事会由 5 名监事组成，监事会设主席 1 人，职工监事 2 人。监事任期每届为三年，任期届满，连选可以连任。监事会主席由全体监事过半数选举产生，职工代表监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会行使检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总经理 1 名，副总经理若干名。总经理、副总经理由董事会聘请，总经理每届任期三年，

连聘可以连任。总经理行使执行董事会的决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案等职责。

2. 管理体制

公司管理制度较为齐全，主要职能部门运作情况正常。

截至 2019 年底，公司本部内设资金管理中心、投资发展中心、产品研发中心、运营管理中心等部门（见附件 1），拥有子公司 103 家，公司通过成立项目公司从事房地产项目开发。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。作为上市公司，公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

在预算管理方面，公司通过编制营运计划及成本费用预算等实施预算管理控制，明确各责任单位在预算管理中的职责权限，规范预算的编制、审定、下达和执行程序，并通过对营运计划的动态管理强化预算约束，评估预算的执行效果。

在资金管理方面，公司制定相关制度，明确公司资金管理、结算要求，加强资金业务管理和控制，从而降低资金使用成本并保证资金安全。各子公司银行账户的开销户均需由财务管理中心审批确认；所有对外融资由公司资金管理中心统一安排，经各级负责人审批后方可进行；付款方面，公司主要经营付款由财务管理中心统一结算。同时，财务管理中心通过定期编制月度动态资金计划、年度资金计划以加强资金管理的计划性，并对子公司的资金计划完成情况进行跟踪，及时调整资金安排。

重大投资方面，公司依据房地产项目投资金额大、区域差异大、政策风险高的特点，结合自身经营情况，制定了具体的投资管理制度，明确了公司对外投资相关岗位的职责分离、投资的基本策略、可行性分析的研究方法、决策权限与程序。公司在选择投资项目时，重点关注项目的预期收益及经营风险，通过严谨的市场调研、销售预测、成本测算提高可行性分析的可靠度，确保投资项目及其取得过程安全、合法、高效。重大项目的投资由公司总部依据公司年度投资计划、统筹资源配置进行主导投资，投资金额超过董事会授权的项目，需在提请董事会决议通过后方可实施。

对子公司的管理方面，公司对子公司的设立、转让、注销等业务实施控制。对于超过公司董事会授权范围的子公司设立、对外转让股权、子公司注销清算等业务，除履行公司内部审批程序外，还需报公司董事会审议通过后方可加以实施；对于董事会授权公司管理层决策的法人事项则在管理层履行决策后，报董事会备案。重大事项报告与审议方面，公司建立了统一规范的报告渠道和方式，建立了包括经营管理例会等在内的定期、不定期专题办公会议制度，以及时把握公司的整体经营状况，决策重大经营管理事项。子公司定期向总部上报各类经营信息，对临时重大事项，即时向相关职能部门做专项报告。总部对各职能部门统一制定制度，对子公司进行专业指导；并通过内部审计、专业检查、项目巡查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。

六、经营分析

1. 经营概况

近三年，公司营业收入呈波动增长态势，收入构成以房地产开发收入为主；受房屋销售毛利率增长的影响，公司盈利水平有一定程度的提升。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司收入和净利润均同比下降。

公司主营业务主要包括房地产开发及销售、房屋租赁和物业管理。2017—2019 年，公司实现营业收入分别为 42.64 亿元、39.68 亿元和 66.63 亿元，波动增长主要系交付楼盘规模波动变化所致。2017—2019 年，公司净利润连续增长，年均复合增长 80.07%；其中，2019 年净利润同比大幅增长

220.34%至 17.56 亿元，主要系收入增加及非经常损益规模增加等因素共同影响所致。

从业务构成来看，房地产开发一直是公司的核心业务，近三年在营业收入中的占比均在 90%以上。2017—2019 年，公司房地产销售收入波动增长，年均复合增长 23.36%；公司房屋租赁业务收入较稳定，来源于公司自持的写字楼以及杭州望江南酒店的租金；公司物业管理收入年均复合增长 24.87%，主要系随着交付项目增加，物业管理规模增加所致，公司物业管理收入主要来源于其所开发的房地产项目。公司其他业务主要是代建、建筑施工业务、房屋代理销售和品牌服务业务，近三年收入呈逐年增长态势，主要系代建项目增加所致。

表 5 2017—2019 年及 2020 年 1—3 月公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	40.85	95.79	24.39	36.10	90.97	35.77	62.16	93.30	43.42	3.31	66.33	34.74
物业管理	0.59	1.38	15.04	0.71	1.79	6.91	0.92	1.39	8.15	0.19	3.81	14.14
房屋租赁	0.55	1.28	53.08	0.61	1.54	53.72	0.59	0.89	51.75	0.13	2.61	49.35
其他	0.66	1.55	40.07	2.26	5.70	11.57	2.96	4.42	11.87	1.36	27.25	29.40
合计	42.64	100.00	24.87	39.68	100.00	37.28	66.63	100.00	41.61	4.99	100.00	32.90

资料来源：公司提供

从毛利率变化情况来看，公司毛利率受房地产开发业务毛利率影响较大。近三年，公司房地产开发业务毛利率逐年增长，公司房地产开发业务毛利率较高，主要系公司结转项目拿地成本较低和售价较高两方面综合作用所致；2019 年结转毛利率较高的项目主要为“嘉兴荣安府”“桃花源郡”“心尚园”等。近三年，公司物业管理业务毛利率波动下降，其中 2018 年物业管理业务毛利率较上年下降了 8.13 个百分点，主要系在物业服务公司人员成本不变的情况下，观江园和凤凰城小区物业收缴率下降，物业费减少导致毛利率下降所致；2019 年物业管理业务毛利率回升至 8.15%，仍处于行业较低水平，主要系物业服务人员成本较高所致。公司其他业务毛利率 2018 年下降幅度较大主要系建筑施工毛利率下降所致。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.99 亿元，同比下降 73.28%，主要系受新冠肺炎疫情影响公司无新竣工交付楼盘，且余房交付量少所致；公司综合毛利率为 32.90%，同比下降 9.33 个百分点；公司实现净利润 0.14 亿元，同比下降 97.57%。

2. 房地产开发业务情况

（1）土地储备情况

近三年，公司拿地区域从宁波拓展至浙江省内其他城市以及省外的重庆和西安，拿地支出不断增加；公司土地储备有所增加，但仍存在一定的补库存需求；公司 2019 年部分新获取土地储备成本较高，受公司大多采用招拍挂方式拿地，拿地成本上升可能导致未来盈利空间收窄。

公司土地储备基本通过“招、拍、挂”方式获得。公司主要以单独开发为主；在购置大型、价值高且需要即时付款的土地时，公司会与其他开发商合作开发以减轻资金压力，公司合作方包括金地（集团）股份有限公司、阳光城集团股份有限公司、旭辉集团股份有限公司、万科企业股份有限公司、新城控股集团股份有限公司等。

从公司拿地策略看，由于公司多年来深耕浙江省市场，在当地产生了较好的品牌效益。除了目前布局的宁波、杭州、嘉兴、台州等地，2018 年以来，公司深化布局了重庆和西安项目，实现了跨区域布局，避免单一市场区域房地产调控对公司销售业绩产生较大冲击。

近三年公司加大土地投资，权益购地支出不断增长。2017—2019 年，公司拿地楼面价逐年增长；其中 2017 年，宁波集士港地块楼面均价为 12,120 元/平方米，拿地成本偏高，主要系集士港时处宁波阶段性重点发展区域，土拍竞价激烈所致；2018 年，公司拿地楼面均价为 7,016 元/平方米；2019 年，公司拿地楼面均价为 10,803.89 元/平方米，拿地楼面均价进一步上升，地块楼面均价较高的项目主要集中在宁波、杭州和重庆。2020 年 1—3 月，公司共获取 3 块土地，分布在浙江省内的台州、宁波和温州，对应权益建筑面积合计 31.87 万平方米，购地支出为 28.83 亿元，拿地楼面均价为 8,092.52 元/平方米。

表 6 2017—2019 年及 2020 年 1—3 月公司土地获取情况（单位：块、万平方米、亿元、万元/平方米）

获取时间	土地获取数量	权益建筑面积	权益购地支出	平均土地楼面价
2017 年	15	100.30	50.45	0.55
2018 年	20	80.81	60.53	0.70
2019 年	17	102.71	117.45	1.08
2020 年 1—3 月	3	31.87	28.83	0.81

注：除权益建筑面积和权益购地支出以外，其余数据统计口径为全口径

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司土地储备权益计容建筑面积合计 68.21 万平方米，土地储备区域分布在浙江省内的宁波、嘉兴、温州、台州以及浙江省外的重庆和西安地区。公司土地储备平均楼面价为 8,233.06 元/平方米，在重庆和宁波获取的土地楼面价较高，考虑公司主要采用招拍挂方式拿地，公司拿地成本上升可能导致未来盈利空间收窄。按照近两年平均权益后新开工面积（77.91 万平方米）计算，公司土地储备可满足不到一年的开发需求；受公司拿地到开工周期缩短的影响，公司面临一定补库存需求。

表 7 截至 2020 年 3 月底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米）

地块名称	城市	土地面积	计容建筑面积	权益计容建筑面积	土地使用性质	楼面均价
温审资中心土告字（2020）9 号	温州	4.14	13.51	13.51	商住	8,068
甬储出 2020-011 号	宁波	5.82	14.55	14.55	住宅	10,180
椒江区中心大道以西、规划道路一以北地块	台州	7.60	18.23	5.47	住宅	5,709
经开 2019-21 号	嘉兴	6.23	12.47	6.24	商住	7,980
鄞州区 YZ13-02-a3(长丰地段)地块	宁波	1.68	3.70	1.11	商住	21,640
2019 南-025 号地块	嘉兴	9.18	20.19	10.10	住宅	7,041
海曙区后孙地段五江口区块地块	宁波	19.12	47.83	11.96	商住	8,330
重庆九龙坡区大杨石组团 W 分区 W04-505 号宗地	重庆	1.39	2.79	0.92	住宅	9,255
YT4-19-53-1	西安	1.28	4.35	4.35	商住	5,969
合计	--	56.44	137.62	68.21	--	8,233

注：土地储备数据统计口径为尚未开工的项目

资料来源：公司提供

（2）项目建设情况

近年来，公司新开工面积基本保持稳定，竣工面积及在建面积不断增加；在建项目主要集中在浙江省，存在一定区域集中风险，且尚需投资规模较大，同时考虑到拟建项目尚需投资以及补库存需求，公司存在一定的资金支出压力。

公司从设计、规划到建设严格把控时间，一般在取得土地后 1 个月进行产品定位，3 个月上报

项目规划进行评审，5个月拿到施工证，8个月开放样板房，第9个月开盘预售，预售之后1~1.5年交房。

从项目开发进度来看，公司2017—2019年新开工面积变化不大；竣工面积增长较快，其中2017年竣工面积较少，主要系公司从拿地到交付周期一般为2~3年，2014和2015年开工项目较少所致。综上，公司近三年期末在建面积逐年上升。

2020年1—3月，公司新开工面积10.31万平方米；受年初新冠肺炎疫情影响，公司施工现场延期复工，同期暂无竣工面积；期末在建面积为199.46万平方米。

表8 2017—2019年及2020年1—3月公司项目开发建设情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
新开工面积（万平方米）	75.79	80.00	75.82	10.31
竣工面积（万平方米）	0.99	22.33	55.82	0.00
期末在建面积（万平方米）	111.79	169.46	189.46	199.46

注：1. 2017—2018年新开工面积和期末在建面积的统计口径为权益口径，竣工面积的统计口径为全口径，2018年竣工项目均为公司100%持股项目；2019年及2020年1—3月数据的统计口径均为权益口径

数据来源：公司提供

截至2020年3月底，公司在建项目共45个，按计容建筑面积计算，宁波占28.36%、台州占17.88%、温州占15.05%、嘉兴占14.08%，公司在建项目主要位于浙江省内城市，存在一定区域集中风险。公司在建项目计划投资额为679.40亿元，截至2020年3月底已完成投资475.77亿元，尚需完成投资203.63亿元，其中权益尚需完成投资规模130.09亿元，公司在建项目未来投资需求较大。考虑到公司拟建项目未来投入建设以及公司补库存需求，公司存在一定资金支出压力。

表9 截至2020年3月底公司在建项目基本情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	所在城市	计容建筑面积	预计总投资额	已投金额	项目进展
竹径云山	焦作	6.74	2.16	0.59	在建在售
林语春风	重庆	19.40	17.27	11.63	在建在售
明月江南	重庆	7.22	7.03	5.72	在建在售
柳岸潮鸣	重庆	2.11	4.37	2.42	在建在售
九龙一号	重庆	8.01	17.43	11.56	在建
堇里	宁波	1.15	1.50	1.18	在建在售
侯潮府	宁波	9.95	10.98	6.56	在建在售
星空里	宁波	11.04	9.45	5.38	在建在售
桃李郡	宁波	5.60	11.42	8.89	在建在售
劝学里	宁波	7.84	17.88	13.00	在建在售
嵩南府	宁波	8.75	6.93	5.36	在建在售
涌清府	宁波	9.90	13.59	10.32	在建在售
云堇台	宁波	8.01	21.57	16.57	在建在售
湖畔越山	宁波	6.97	11.19	8.24	在建在售
西溪里	宁波	5.28	9.97	6.69	在建在售
四季珑玥华府	宁波	18.22	21.00	15.70	在建在售
新悦府	宁波	14.39	13.77	9.12	在建在售
江南润园	宁波	5.55	18.03	10.12	在建
江枫晓月	宁波	4.12	11.39	6.54	在建
柳岸风荷	宁波	4.69	15.44	10.74	在建
春和景明	宁波	5.95	10.28	6.18	在建

台州一号	台州	34.53	43.84	34.66	在建在售
海尚望府	台州	18.25	20.13	10.24	在建在售
东宸华庭	台州	2.25	3.36	2.45	在建在售
汀兰雅苑	台州	15.00	1.86	1.39	在建在售
金成华府	台州	10.31	16.31	4.68	在建
都会传奇	温州	7.24	13.83	9.60	在建在售
东宸佳园	温州	10.39	17.23	12.94	在建在售
国瑞府	温州	12.64	25.77	18.98	在建在售
都会玖著	温州	13.02	15.92	12.31	在建在售
都会森林	温州	7.24	10.83	7.90	在建在售
瑞安荣安府	温州	17.10	28.59	16.85	在建在售
海上明月	嘉兴	11.10	10.94	8.42	在建在售
金域兰庭	嘉兴	4.17	4.37	4.11	在建在售
崇德府	嘉兴	15.07	12.55	10.27	在建在售
汇隽公馆	嘉兴	7.15	12.31	8.75	在建在售
桐乡荣安府	嘉兴	10.87	15.07	10.26	在建在售
万卷风华	嘉兴	14.90	24.60	22.50	在建在售
紫宸	舟山	8.36	7.87	6.58	在建在售
君宸	舟山	5.37	8.70	4.86	在建在售
玉水官邸	杭州	11.07	13.19	13.19	在建在售
印江南	杭州	14.02	36.13	22.01	在建在售
柳岸闻莺	杭州	8.50	18.05	15.07	在建在售
东潮府	杭州	9.35	26.40	18.90	在建在售
祥宸府	杭州	10.54	38.90	26.34	在建
合计	--	449.33	679.40	475.77	--

注：表格数据的统计口径为全口径

资料来源：公司提供

（3）项目销售情况

受益于浙江省房地产市场较高的景气度及公司可售楼盘增加的共同影响，公司近三年房屋销售情况良好；公司在售项目主要位于浙江省地区，剩余可售面积一般，存在一定的补库存需求。

目前，公司房地产开发的销售模式采取以自销团队方式为主，以专业团队销售为辅的销售模式。公司设有营销管理中心，专门负责企业整体形象宣传和推广，通过平面、立体媒体以及产品说明会、房交会等各种活动推广项目。公司销售团队从获取土地前的项目定位、规划设计、潜在购买群体定位等各方面参与项目规划，增强项目规划设计与现实的契合度。公司住宅销售的目标对象以刚性需求为主，为了能够实现房屋的快速销售及资金及时回笼，公司采用“快进快出”销售模式，取得预售证后及时推出可售房源。当在售楼盘总体去化率达到 95%以上时，公司可根据市场情况降价促销达到清盘目的。

从销售数据看，2017—2019 年，公司签约销售面积和销售金额均逐年增长，主要系近年公司经营区域房地产景气度较高以及公司可售楼盘增加所致。2017—2019 年，公司签约销售均价波动下降，主要系 2019 年公司销售项目中下沉至区县的项目占比增加所致。2017—2019 年，公司签约销售回款率呈波动下降态势；其中 2019 年签约销售回款率下滑至 84.58%，主要系公司于当年在宁波新开盘项目暂未结项从而未达到银行按揭放款条件所致，新开盘项目的回款将在 2020 年陆续回流。从结转情况看，2017—2019 年，公司结转面积和收入均波动增长；其中 2018 年受交付面积下降的影响，公司结转面积和收入均有所下降；2019 年，结转面积和收入均有所增长，主要系交付项目增多所致，

公司主要结转项目包括“桃花源郡”“嘉兴荣安府”等。

2020年1—3月，公司实现签约销售面积6.59万平方米，签约销售金额13.29亿元，分别同比下滑65.78%和56.70%，主要系受疫情影响所致。2020年1—3月，公司签约销售均价为2.02万元/平方米，同比有一定上升，主要系一季度销售项目位于核心区域，销售均价较高所致。从结转情况看，2020年1—3月，公司结转面积和结转收入分别为2.48万平方米和3.31亿元，受疫情影响一季度无新楼盘交付的影响，同比均有所下滑。

表10 2017—2019年及2020年1—3月公司销售情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
签约销售面积（万平方米）	28.93	71.65	115.54	6.59
签约销售金额（亿元）	52.78	133.00	201.00	13.29
签约销售均价（万元/平方米）	1.82	1.86	1.74	2.02
签约销售回款率（%）	91.76	93.53	84.58	173.29
结转收入面积（万平方米）	25.40	22.33	36.48	2.48
结转收入（亿元）	40.85	36.10	62.16	3.31
结转均价（万元/平方米）	1.61	1.78	1.70	1.33

注：签约销售面积统计口径为权益口径，签约销售回款率=销售回款/签约销售金额，其中权益口径为公司股权占比统计的口径
资料来源：公司提供

截至2019年底，公司在售项目共36个，按可售面积计算，主要位于宁波（占26.24%）、温州（占18.04%）、嘉兴（占15.10%）和台州（占14.73%）。截至2019年底，公司剩余可售面积为96.60万平方米。公司在售项目大部分去化良好，其中去化较慢的项目，如“竹径云山”去化率偏低，主要系河南焦作地区市场购房需求较为疲弱所致，但公司获取土地成本较低，整盘规模较小，对公司经营影响不大；“涌清府”“柳岸潮鸣”去化率较低，主要系开盘时间相对较晚，且定位为大户型高端楼盘，公司为保证利润率未采取加速去化措施所致；“君宸”项目因位于舟山非核心区域，客户需求相对疲弱，去化速度较慢；“东宸华庭”“东宸佳园”因公司注重利润率，且项目定价稍高，去化速度稍缓；“万卷风华”项目开盘时间较晚，且受2020年一季度疫情影响，去化速度减缓，目前销售已基本恢复。

表11 截至2019年底公司在售项目情况（单位：万平方米、%）

项目名称	城市	建筑面积	总可售面积	开盘时间	2019年 销售面积	2019年底 剩余可售面积	去化率
竹径云山	焦作	6.74	4.88	2018.10.20	0.50	4.17	14.55
柳岸潮鸣	重庆	2.11	2.11	2019.06.22	0.19	1.92	9.00
董里	宁波	1.15	1.15	2018.12.13	0.79	0.22	80.87
侯潮府	宁波	9.95	9.68	2019.01.26	4.80	4.88	49.59
台州一号	台州	34.53	34.09	2018.09.16	18.71	0.04	99.88
海上明月	嘉兴	11.1	10.98	2018.07.13	4.00	3.07	72.04
星空里	宁波	11.04	3.80	2018.12.30	3.76	0.04	98.95
紫宸	舟山	8.36	8.21	2018.05.01	1.43	2.66	67.60
君宸	舟山	5.37	5.25	2018.07.15	1.23	2.70	48.57
印江南	杭州	14.02	13.74	2018.12.09	6.34	0.34	97.53
柳岸闻莺	杭州	8.5	8.17	2018.12.09	7.76	0.07	99.14
桃李郡	宁波	5.6	5.56	2018.10.18	4.61	0.72	87.05

林语春风	重庆	19.4	18.63	2018.09.29	13.58	1.52	91.84
明月江南	重庆	7.22	7.23	2018.05.05	1.82	0.55	92.39
崇德府	嘉兴	15.07	14.80	2018.09.30	7.68	2.57	82.64
海尚望府	台州	18.25	16.82	2019.11.09	7.21	9.61	42.87
劝学里	宁波	7.84	7.47	2019.06.29	7.39	0.08	98.93
嵩南府	宁波	8.75	8.49	2019.04.02	6.92	1.57	81.51
集美锦湾	重庆	11.9	11.95	2018.09.08	8.88	1.34	88.79
汇隽公馆	嘉兴	7.15	6.18	2019.03.27	6.06	0.12	98.06
桐乡荣安府	嘉兴	10.87	9.89	2018.12.28	7.93	1.39	85.95
东宸华庭	台州	2.25	1.77	2019.04.29	0.68	1.09	38.42
都会传奇	温州	7.24	7.39	2018.12.22	5.00	2.03	72.53
东宸佳园	温州	10.39	10.21	2018.10.28	2.97	6.57	35.65
国瑞府	温州	12.64	12.43	2018.08.26	4.96	1.46	88.25
都会玖著	温州	13.02	12.85	2018.09.15	3.92	4.95	61.48
都会森林	温州	7.24	7.11	2018.11.11	4.69	1.74	75.53
涌清府	宁波	9.9	9.68	2019.04.27	2.91	6.77	30.06
云堇台	宁波	8.01	7.69	2019.04.13	6.04	1.65	78.54
湖畔越山	宁波	6.97	6.39	2019.03.15	5.06	1.33	79.19
西溪里	宁波	5.28	5.00	2019.03.15	4.21	0.79	84.20
四季珑玥华府	宁波	18.22	17.94	2018.12.08	10.15	4.59	74.41
新悦府	宁波	14.39	13.64	2018.11.09	10.62	2.32	82.99
瑞安荣安府	温州	17.1	16.34	2019.10.08	8.34	8.00	51.04
汀兰雅苑	台州	1.5	1.48	2019.12.21	1.31	0.17	88.51
万卷风华	嘉兴	14.9	13.65	2019.12.26	0.09	13.56	0.66
合计	--	389.21	367.67	--	194.12	96.60	--

注：1. 表格中数据的统计口径为全口径，全口径为公司及其合营、联营企业所有项目计入业绩的统计口径；2. 去化率=已售面积/总可售面积
资料来源：公司提供

3. 其他业务

近年来，公司通过出租投资性物业，可获得持续稳定的收益及现金流；公司物业管理和其他业务收入规模占营业收入比例不大，但可为公司营业收入提供一定补充。

(1) 房屋租赁

公司持有的投资性物业为位于杭州市的荣安大厦、位于宁波市鄞州区的荣安大厦和位于杭州市的望江南酒店，合计建筑面积达 8.59 万平方米。未来公司计划择机自行开发并持有高品质、升值潜力大的物业，同时也考虑对其他公司开发的具有升值潜力的物业进行投资，扩大房屋租赁业务经营规模。

表 12 2017—2019 年公司持有物业情况（单位：万平方米、元/平方米·天、%、万元）

项目	用途	建筑面积	租金及收入	2017 年	2018 年	2019 年
宁波荣安大厦	写字楼	4.30	平均租金水平	1.60	1.64	1.66
			出租率	96.38	90.01	92.00
			物业收入	1,877.03	2,204.45	2,224.42

杭州荣安大厦	写字楼	3.70	平均租金水平	3.40	3.64	3.76
			出租率	95.87	93.03	91.00
			物业收入	3,370.27	3,670.59	3,414.14
杭州望江南酒店	酒店	0.59	平均租金水平	1.53	1.77	2.39
			出租率	100.00	100.00	100.00
			物业收入	217.99	354.23	495.38

资料来源：公司提供

公司投资性物业采用公司物业管理服务，经营情况良好，近三年平均租金水平稳步提升，出租率均保持在 90%以上。具体来看，2017—2019 年，宁波荣安大厦平均租金水平逐年增长，单位租金处于当地平均水平；出租率波动下降，主要系公司逐渐调整租户行业结构，按照政策指导要求清退部分 P2P 平台所致。2017—2019 年，杭州荣安大厦出租率逐年下降，主要系公司清退部分 P2P 平台所致；杭州荣安大厦租金收入波动增长。2017—2019 年，杭州望江南酒店实现租金收入不断增长，出租率均保持在 100.00%的水平，整体经营情况良好。

（2）物业管理

公司开发的所有项目及所持有的投资性物业主要由子公司宁波荣安物业服务有限公司提供物业管理服务。随着公司开发交付项目的逐渐增加，公司物业管理经营规模稳步增长，物业服务收入持续增加。2017—2019 年，公司实现物业管理收入分别为 0.59 亿元、0.71 亿元和 0.92 亿元，物业管理业务毛利率分别为 15.04%、6.91%和 8.15%；其中 2018 年物业管理业务毛利率较上年下降了 8.13 个百分点，主要系在物业服务公司人员成本不变的情况下，观江园和凤凰城小区物业收缴率下降，物业费减少导致毛利率下降所致；2019 年物业管理毛利率回升至 8.15%。2020 年 1—3 月，公司实现物业管理收入为 0.19 亿元，物业管理业务毛利率为 14.14%，物业服务毛利率较 2019 年有所提升，主要系物业费收缴率大幅提升所致。公司的物业管理实施高品质管理，从长期运作成果来看，物业管理业务的提升对“荣安”品牌起到了积极作用。

（3）代建、建筑施工、房屋销售代理及品牌服务业务

公司主营业务中的其他业务收入包括代建、建筑施工、房屋销售代理和品牌服务业务。2017—2019 年，公司其他收入分别为 0.66 亿元、2.26 亿元和 2.96 亿元，呈逐年增长态势，主要系公司代建项目数量增长所致。2019 年其他业务毛利率为 11.87%，同比变化不大。2020 年 1—3 月，公司实现其他收入合计 1.36 亿元，其他业务毛利率为 29.40%。

4. 经营效率

近三年，受存货增加的影响，公司各经营效率指标逐年下降，但经营效率尚可。

2017—2019 年，公司存货周转次数分别为 0.42 次、0.21 次和 0.18 次，流动资产周转次数分别为 0.39 次、0.23 次和 0.22 次，总资产周转次数分别为 0.35 次、0.21 次和 0.21 次，均呈逐年下降态势，主要系公司 2019 年土地投资增加但未结转所致。从同行业上市公司比较情况看，公司存货周转次数、流动资产周转次数和总资产周转次数均处于行业中等水平。

表 13 2019 年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	存货周转次数	流动资产周转次数	总资产周转次数
景瑞地产	0.52	0.33	0.27
美好置业	0.19	0.18	0.14
鑫苑（中国）	0.20	0.18	0.17
中庚集团	0.38	0.30	0.16

荣安地产	0.18	0.22	0.21
------	------	------	------

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异
资料来源：Wind

5. 经营关注

公司存在补库存需求，未来有一定资金支出压力。

公司目前土地储备及剩余可售面积规模不大，将面临一定补库存的压力，未来有一定资金支出压力；目前房地产调控政策对房地产企业在融资方面要求较为严格，公司面临一定的融资压力。

公司项目主要集中于浙江省，存在一定区域集中和盈利波动风险

近年来，公司拿地区域延伸至浙江省省外的重庆和西安，但公司的在建项目与可售项目仍集中在宁波及周边区域，未来销售去化受当地房地产市场景气度和调控政策影响。目前公司部分产品去化效率有待释放。

公司部分土地获取成本较高，未来盈利空间可能收窄

公司主要通过公开市场招拍挂的方式获取土地，近年来，受土地市场价格上涨影响，公司部分项目拿地成本较高，未来盈利空间可能收窄。

6. 未来发展

公司对未来发展战略规划清晰，体现了公司的发展需要，但规模快速增长可能带来一定的流动性压力。

公司将继续坚持“以战略为导向，向管理要效益，控制风险，稳健发展”的经营发展思路，坚持以房地产开发为绝对核心主业，将房地产做大、做强、做精、做专，兼顾建筑施工等相关产业的发展。房地产开发业务注重更加全面均衡的发展，在规模快速增长的同时不断提升盈利能力，坚持快速开发策略，快速回笼资金。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年度合并财务报表已经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2020 年一季度财务报告未经审计。截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司共 56 家，新设子公司 17 家；截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司共 88 家，新设子公司 29 家；截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 103 家，其中非同一控制下企业合并 1 家，处置子公司 3 家，新设立子公司 24 家。截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共 134 家，其中新设子公司 19 家。公司新设子公司以房地产项目公司为主，公司主营业务未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 400.13 亿元，负债合计 332.64 亿元，所有者权益 67.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益 67.05 亿元。2019 年，公司实现营业收入 66.63 亿元，净利润 17.56 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 18.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.68 亿元，现金及现金等价物净增加额 52.03 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 416.76 亿元，负债合计 348.16 亿元，所有者权益 68.60 亿元，其中归属于母公司所有者权益 68.07 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.99 亿元，净利润 0.14 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.46 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.66 亿元。

2. 资产质量

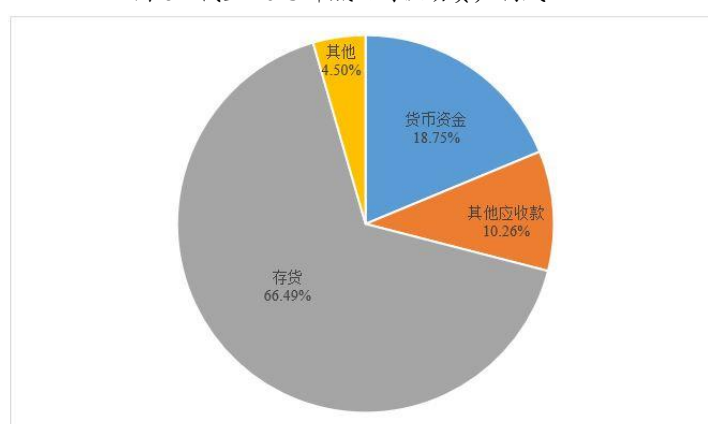
随着公司项目开发规模扩大，公司资产规模不断增长；流动资产中货币资金规模尚可，存货规模较大，集中在宁波和杭州；非流动资产以长期股权投资和其他非流动金融资产为主，投资性房地产以成本计量，有一定增值空间；但公司资产受限程度较高，整体资产质量尚可。

2017—2019年，公司资产总额连续增长，年均复合增长74.14%。截至2019年底，公司资产总额400.13亿元，较年初增长64.55%，主要系流动资产增加所致；其中流动资产占93.26%，非流动资产占6.74%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

(1) 流动资产

2017—2019年，公司流动资产连续增长，年均复合增长75.89%。截至2019年底，公司流动资产373.16亿元，较年初增长64.39%，主要系货币资金及存货增加所致。公司流动资产构成如下图所示。

图6 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长190.74%。截至2019年底，公司货币资金69.97亿元，较年初增长290.38%，主要系公司销售回款增加以及项目开发贷款发放所致。公司受限货币资金为0.65亿元，为银行承兑保证金和保函保证金，公司货币资金受限比率很低。截至2019年底，公司货币资金在预售监管账户中的资金规模为19.04亿元。

公司其他应收款主要由应收合营公司款、保证金及押金和应收少数股东往来等构成。2017—2019年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长55.85%。截至2019年底，公司其他应收款38.29亿元，较年初增长50.51%，主要系公司应收合营企业款和保证金及押金增加所致。公司其他应收款账龄以一年以内为主（占97.88%）。公司其他应收款坏账准备期末余额合计2.29亿元，计提比例为5.64%。

表14 截至2019年底其他应收款期末余额前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项的性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额比例	坏账准备期末余额
宁波市赫雅商务服务有限公司	拟合作项目土地购置款	10.01	1年以内	24.68	0.50
杭州震大投资有限公司	合营企业财务资助	8.92	1年以内	21.97	0.45
桐乡荣金置业有限公司	合营企业财务资助	3.66	1年以内	9.02	0.18
杭州滨哲企业管理有限公司	合营企业财务资助	2.32	1年以内	5.72	0.12
嘉兴钇和置业有限公司	合营企业财务资助	2.30	1年以内	5.67	0.11
合计	--	27.21	--	67.06	1.36

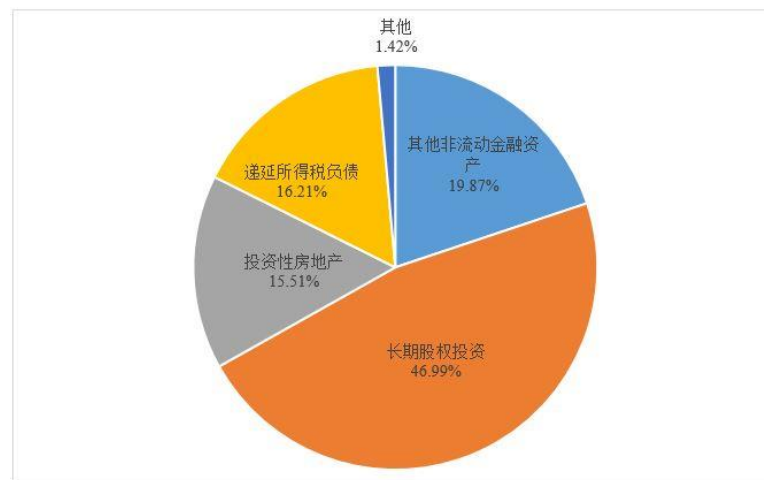
资料来源：公司审计报告

2017—2019年，公司存货规模逐年增长，年均复合增长78.19%，主要系公司获取土地较多及持续开发建设所致。截至2019年底，公司存货账面价值248.11亿元，较年初增长42.84%，主要系当年加大土地投资力度所致。公司存货主要由开发成本（占97.21%）和开发产品（占2.22%）构成。截至2019年底，公司累计计提存货跌价准备0.37亿元，主要针对重庆的“柳岸潮鸣”和焦作的“竹径云山”项目计提，公司未来可能通过降价方式加快项目去化。公司受限存货账面价值185.15亿元，主要用于抵押借款，受限比例为74.62%，受限程度较高。

（2）非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产连续增长，年均复合增长54.28%。截至2019年底，公司非流动资产26.96亿元，较年初增长66.80%，主要系长期股权投资和其他非流动金融资产增加所致。公司非流动资产构成如下图所示。

图7 截至2019年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司其他非流动金融资产为根据新金融工具准则，将可供出售金融资产重分类至此科目所致。2017—2018年，公司可供出售金融资产全部按成本计量；2019年，其他非流动金融资产按公允价值计量。2017—2019年，公司可供出售金融资产/其他非流动金融资产逐年增长，年均复合增长26.83%。截至2019年底，公司其他非流动金融资产账面价值5.36亿元，较年初增长25.82%（期初账面价值已调整为4.26亿元），被投资单位主要为苏州太平国发通融贰号投资企业（有限合伙）。

2017—2019年，公司投资性房地产逐年减少，年均复合减少7.52%，主要系折旧所致。截至2019年底，公司投资性房地产为4.18亿元，较年初减少9.35%。公司投资性房地产主要为写字楼，目前公司拥有的投资性物业主要为宁波荣安大厦和杭州荣安大厦，分别于2012年和2013年建成转入投资性物业，公司对投资性房地产按成本法计量。

2017—2019年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长392.66%。截至2019年底，公司长期股权投资12.67亿元，较年初大幅增长152.24%，主要系公司2019年房地产合作开发项目增多，参股公司相应增加所致。

2017—2019年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长34.46%。截至2019年底，公司递延所得税资产账面价值为4.37亿元，较年初增长48.82%，主要系内部交易未实现利润和可抵扣亏损增加所致。

截至2019年底，公司受限资产合计190.13亿元，占总资产的比重为47.52%，受限比率较高。具体情况如下表所示。

表 15 截至 2019 年底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	金额	受限原因
货币资金	0.65	银行承兑保证金、保函保证金
存货	185.15	抵押借款、法院查封 ¹
投资性房地产	4.18	为取得借款设定质押
固定资产	0.15	为取得借款设定质押
合计	190.13	--

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年 5 月 21 日，荣安集团及其一致行动人所持公司股权累计质押股数为 12.12 亿股，占荣安集团及其一致行动人合计持有公司股份的 49.05%，占公司总股本的 38.06%，为融资所需。公司子公司也存在股权受公司质押的情况，其中桐乡荣安置业有限公司股权受限比例为 1.72%，重庆康锦置业有限公司、象山荣安置业有限公司和瑞安荣安置业有限公司股权受限比例均为 100%，质押原因均为融资所需。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总计 416.76 亿元，较年初增长 4.16%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 93.00%，非流动资产占 7.00%；其中，公司货币资金 69.88 亿元，在预售监管账户中的资金规模为 18.00 亿元。公司资产规模和结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

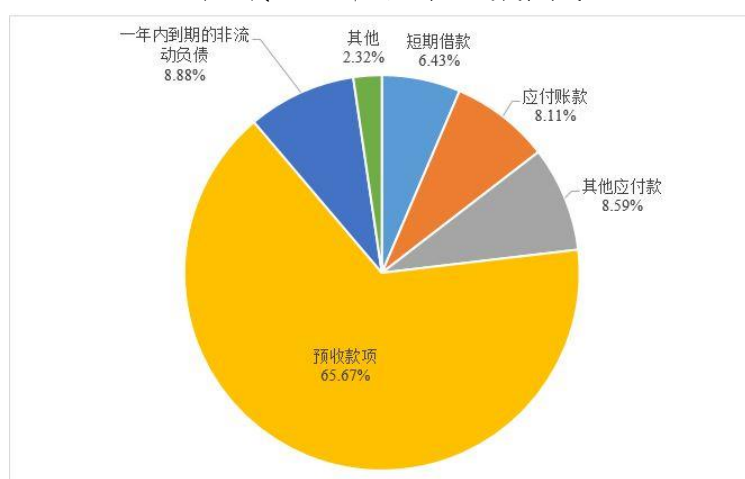
(1) 负债

近年来，公司负债及债务规模逐步扩大，债务负担有所加重，且 2020 年有一定集中偿付压力。

2017—2019 年，公司负债总额连续增长，年均复合增长 92.71%。截至 2019 年底，公司负债总额 332.64 亿元，较年初增长 70.17%，主要系流动负债增加所致；其中，流动负债占 85.76%，非流动负债占 14.24%，公司负债以流动负债为主。

2017—2019 年，公司流动负债连续增长，年均复合增长 114.02%。截至 2019 年底，公司流动负债 285.28 亿元，较年初增长 78.52%，主要系预收款项增加所致。公司流动负债构成如下图所示。

图8 截至2019年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长394.67%。截至2019年底，公司短期借款

¹ 公司存货中的星空里项目，受子公司宁波欢乐购广场开发有限公司在一起股权转让纠纷诉讼中负有连带责任的影响，截至 2019 年底法院查封标的公司 5,000 万元资产。

18.35亿元，较年初增长162.92%，短期借款增长较多，主要用于子公司浙江天苑景观建设有限公司业务发展所需的流动资金补充；公司短期借款由担保借款（占23.76%）、抵押担保借款（占76.19%）和短期借款利息（占0.05%）构成。

2017—2019年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长78.95%。截至2019年底，公司应付账款账面余额为23.13亿元，较年初增长56.18%，主要系应付工程及材料款增加所致。

2017—2019年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长103.62%，主要系随着公司推盘逐年增加，签约销售金额增加所致。截至2019年底，公司预收款项账面余额187.34亿元，较年初增长88.41%。公司较大规模的预收款项为其未来营业收入增长提供了较好的支撑。

公司其他应付款²主要由合营企业资金往来和少数股东往来款构成，少数股东借款不带息。2017—2019年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长229.30%。截至2019年底，公司其他应付款为24.54亿元，较年初下降0.77%。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长151.76%。截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债25.33亿元，较年初增长208.68%，主要系“15荣安债”转入所致。

2017—2019年，公司非流动负债连续增长，年均复合增长31.72%。截至2019年底，公司非流动负债47.35亿元，较年初增长32.76%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占96.10%）构成。

2017—2019年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长74.97%。截至2019年底，公司长期借款账面余额45.51亿元，较年初增长62.36%，主要系开发规模增加，融资相应增长所致。公司长期借款中，2021年到期的金额为18.77亿元，2022年到期的金额为21.13亿元，2023年及以后到期的金额为5.61亿元，期限分布较为均匀。

2017—2019年，公司全部债务连续增长，年均复合增长67.81%，公司债务规模增长较快。截至2019年底，公司全部债务为88.85亿元，较年初增长72.43%，主要系短期借款增加所致；其中，短期债务³43.45亿元，较年初增长158.48%；长期债务⁴45.40亿元，较年初增长30.77%。截至2019年底，公司短期债务占48.90%，长期债务占51.10%，短期债务占比较高。从偿债指标来看，2017—2019年，公司资产负债率分别为67.88%、80.39%和83.13%，全部债务资本化比率分别为42.68%、51.94%和56.83%，逐年增长；长期债务资本化比率分别为38.74%、42.13%和40.22%，波动增长，公司债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

表16 截至2019年底公司有息债务到期分布情况（单位：亿元）

时间	到期借款金额	其中：到期债券金额
2020年	43.55	6.73
2021年	18.77	0.00
2022年及以后	26.74	0.00
合计	89.06	6.73

注：有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司负债总额348.16亿元，较年初增长4.67%，变化不大，仍以流动负债为主。有息债务方面，截至2020年3月底，公司全部债务合计88.71亿元，较年初下降0.15%，较年初变化不大；其中，短期债务43.34亿元（占48.85%）、长期债务45.37亿元（占51.15%），公司短期债务

² 其他应付款的计算中包括应付利息和应付股利

³ 计算短期债务时，2019年短期借款中的短期借款利息和一年内到期的非流动负债中的利息均已扣除

⁴ 计算长期债务时，2019年长期借款中的利息已扣除

占比较高。公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为83.54%、56.39%和39.81%，较年初分别提高0.41个百分点、下降0.44个百分点和下降0.40个百分点。

(2) 所有者权益

近三年，公司所有者权益规模持续增长，但未分配利润占比高，权益结构稳定性有待提高。

2017—2019年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长26.20%。截至2019年底，公司所有者权益为67.49亿元，较年初增长41.53%，主要系未分配利润增加所致；其中，归属于母公司所有者权益占比为99.35%，少数股东权益占比为0.65%。公司归属于母公司所有者权益中股本、资本公积和未分配利润分别占47.49%、-25.45%和75.95%；资本公积为负系历史原因造成，主要系2015年中期利润分配时，公司以资本公积金向全体股东每10股转增18股所致。公司所有者权益中未分配利润规模较大，权益结构稳定性有待提高。

截至2020年3月底，公司所有者权益为68.60亿元，较年初增长1.64%，规模及结构较年初变化不大。

4. 盈利能力

近三年，公司营业收入波动增长，净利润快速增长；公司盈利指标有所提升，整体盈利能力尚可，但投资收益对公司营业利润有一定影响。

2017—2019年，公司营业收入规模波动增长，三年分别为42.64亿元、39.68亿元和66.63亿元。2017—2019年，公司营业成本波动增长，年均复合增长10.20%。2017—2019年，公司净利润连续增长，年均复合增长80.07%；其中，2019年净利润同比大幅增长220.34%至17.56亿元，主要系收入增加及非经常损益规模增加等因素共同影响所致。

从期间费用来看，2017—2019年，随着公司业务规模扩大，公司费用总额不断增长，年均复合增长70.34%。2019年，公司发生期间费用6.88亿元，同比增长89.70%，主要系销售费用增加所致；其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为55.23%、25.85%和18.92%。2017—2019年，销售费用逐年增长，年均复合增长140.38%，主要系公司房屋销售签约销售额快速增长而增加广告宣传费所致。随着人员增加及工资成本上升，近三年公司管理费用逐年增长，年均复合增长52.05%。近三年，公司财务费用波动增长，年均复合增长17.41%；其中2018年财务费用同比下降2.15%至0.92亿元，主要系利息收入同比增加所致；2019年，财务费用同比增长40.90%至1.30亿元，主要系2019年公司融资规模上升，相应利息支出增加所致。2017—2019年，公司平均融资成本分别为5.56%、7.02%和6.20%。

从利润构成看，2017—2019年，公司投资收益分别为0.66亿元、-1.19亿元和2.46亿元，分别占当期营业利润的比例为10.08%、-16.75%和11.50%，投资收益对公司营业利润有一定影响；其中2018年投资收益亏损主要系权益法核算的长期股权投资收益为负，合作开发项目亏损主要系项目目前暂未交付，且部分权益法单位需确认股东借款利息所致；2019年投资收益由负转正，主要系合作项目交付结转所致。2017—2019年，公司资产减值损失分别为0.82亿元、0.50亿元和-0.37亿元，主要为坏账损失，占营业利润比重分别为12.47%、7.05%和1.71%，资产减值损失对利润的影响逐年减小。2019年，公司新增信用减值损失-0.79亿元，主要为对其他应收款的坏账损失；同时，公司新增公允价值变动收益1.06亿元，占营业利润的比重为4.95%，主要由其他非流动金融资产公允价值变动产生，对公司利润影响不大。

从盈利指标来看，2017—2019年，公司营业利润率分别为21.31%、30.95%和38.71%，逐年增长，主要系结转项目毛利率上升所致。2017—2019年，公司总资本收益率分别为9.68%、8.31%和15.47%，总资产报酬率分别为6.34%、4.68%和7.33%，净资产收益率分别为13.69%、12.17%和30.49%；上述

三项指标均在2018年有所下降，主要系所有者权益和全部债务增加所致；在2019年有一定程度上升，主要系结转收入增加所致。与国内同行业房地产开发类上市公司比较，公司各项盈利指标均处于行业较高水平。

表17 2019年房地产开发类上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券名称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
景瑞地产	21.29	13.86	3.39
美好置业	29.89	0.92	0.32
鑫苑（中国）	28.35	8.74	1.50
中庚集团	19.42	2.60	3.66
荣安地产	41.61	32.98	7.02

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

2020年1—3月，公司实现营业收入4.99亿元，同比下降73.28%，主要系受新冠肺炎疫情影响公司无新竣工交付楼盘，且余房交付量少所致；公司实现净利润0.14亿元，同比下降97.57%。

5. 现金流

受公司销售回款增长的影响，2019年公司经营活动现金流转为净流入；公司投资活动现金流量净额主要受理财产品波动影响；受融资需求扩大的影响，筹资活动现金流量净额持续净流入，考虑到公司在建和拟建项目未来仍有一定资金支持压力，公司仍存在一定的融资需求。

从经营活动情况来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入量分别为372.61亿元、276.09亿元和396.48亿元，波动增长，主要系收到往来款波动增加所致；其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为54.59亿元、98.04亿元和162.48亿元，年均复合增长72.53%，主要系房屋销售资金回笼不断增加所致。2017—2019年，公司经营活动现金流出波动增长，分别为375.23亿元、303.24亿元和391.80亿元，波动增长，其中购买商品、接受劳务支付的现金分别为45.51亿元、106.76亿元和139.22亿元，年均复合增长74.90%，主要系公司土地支出增加所致。受上述因素影响，2017—2019年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-2.62亿元、-27.16亿元和4.68亿元，2019年转为净流入状态。

从投资活动情况来看，公司投资活动现金流入和流出主要受理财产品变动的影响。2017—2019年，公司投资活动现金流入量分别为376.04亿元、45.45亿元和43.32亿元，连续下降，年均复合下降66.06%；公司投资活动现金流出分别为380.82亿元、40.14亿元和34.15亿元，连续下降，年均复合下降70.05%。近三年，公司投资活动现金净流量分别为-4.78亿元、5.31亿元和9.17亿元。

从筹资活动情况来看，2017—2019年，公司筹资活动产生的现金流入分别为26.41亿元、65.22亿元和95.66亿元，连续增长，年均复合增长90.33%，主要系公司扩大经营规模导致融资需求扩大所致。2017—2019年，公司筹资活动产生的现金流出分别为18.66亿元、34.34亿元和57.47亿元，连续增长，年均复合增长75.50%，主要系偿还债务增加所致。综上，2017—2019年，公司筹资活动现金净额分别为7.75亿元、30.87亿元和38.19亿元。

2020年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额-3.46亿元，投资活动产生的现金流量净额1.87亿元，筹资活动产生的现金流量净额-0.06亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力较强；考虑到公司存货规模较大、预收款项规模持续增长等因素，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标来看，2017—2019年，公司流动比率分别为1.94倍、1.42倍和1.31倍，连续

下降，主要系预收款项增加所致；公司速动比率分别为 0.68 倍、0.33 倍和 0.44 倍，呈波动下降态势。2017—2019 年，公司现金短期债务比分别为 1.74 倍、1.07 倍和 1.61 倍，波动下降，现金类资产对短期债务的保障程度较好。公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 8.00 亿元、9.10 亿元和 23.92 亿元，连续增长，主要系公司利润总额增长所致。2019，公司 EBITDA 主要由利润总额（占 89.35%）和计入财务费用的利息支出（占 9.25%）构成。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 5.48 倍、3.08 倍和 4.13 倍，波动下降，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可。2017—2019 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.25 倍、0.18 倍和 0.27 倍，波动增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2020 年 3 月底，公司共取得银行综合授信额度 203.46 亿元，已使用 68.21 亿元；此外，公司作为上市公司，直接融资渠道通畅。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额合计 20.87 亿元，占净资产的比重为 30.92%，系对杭州荣福置业有限公司、桐乡荣金置业有限公司和宁波涌韬置业有限公司等关联企业的连带责任担保；其中部分被担保企业由于项目未竣工交付或未销售等原因，目前暂无收入，公司存在一定或有负债风险。

表 18 截至 2020 年 3 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	合同余额	担保起始日	担保到期日	担保类型	与公司关系 (是否为关联方)
宁波涌韬置业有限公司	10,731	2018/11/1	2020/10/31	连带责任担保	是
乐清昌悦置业有限公司	4,500	2018/10/26	2020/10/25	连带责任担保	是
台州经开方远荣安置业有限公司	4,250	2019/8/15	2021/8/14	连带责任担保	是
台州椒江方远荣安置业有限公司	5,985	2019/10/15	2021/10/14	连带责任担保	是
杭州滨沁房地产开发有限公司	2,739	2019/12/17	2021/12/16	连带责任担保	是
杭州荣福置业有限公司	140,000	2019/12/19	2021/12/18	连带责任担保	是
桐乡荣金置业有限公司	35,000	2019/11/25	2021/11/24	连带责任担保	是
温州金耀房地产开发有限公司	5,500	2018/11/24	2020/11/23	连带责任担保	是
合计	208,705	--	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司子公司宁波欢乐购广场开发有限公司在一起股权转让纠纷诉讼中负有连带责任，涉案金额 5,000 万元，目前诉讼正在开庭审理中，公司存在一定的或有负债风险。

根据公司提供的温州银行 2020 年 5 月 6 日出具的企业信用报告（机构信用代码：G1033020300077720B），公司无未结清信贷；已结清信贷中，存在 5 笔垫款、关注类 1 笔、不良类 15 笔。根据公司提供的说明，上述不良记录均是公司借壳上市前原上市公司时期产生。

7. 母公司财务分析

母公司资产以其他应收款、长期股权投资和货币资金为主，整体债务负担较轻，所有者权益稳定性较好；母公司层面无实际业务，净利润主要来源为投资收益。

截至 2019 年底，母公司资产总额 184.86 亿元，较年初增长 31.34%，主要系流动资产增加所致。从资产结构来看，母公司资产主要由其他应收款（143.34 亿元）、长期股权投资（24.81 亿元）和货币资金（15.47 亿元）构成。

截至 2019 年底，母公司负债合计 138.23 亿元，较年初增长 40.95%，主要系流动负债增加所致。从负债结构来看，母公司负债全部为流动负债，主要由其他应付款（130.47 亿元）和一年内到期的

非流动负债（6.93 亿元）构成。截至 2019 年底，母公司全部债务为 6.93 亿元，为将于 2020 年 8 月 7 日到期的“15 荣安债”。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 74.78%，全部债务资本化比率为 12.94%，整体看，债务负担较轻。

截至 2019 年底，母公司所有者权益 46.63 亿元，较年初增长 9.25%，主要系未分配利润增加所致；母公司所有者权益主要由股本（31.84 亿元）、资本公积（7.27 亿元）和未分配利润（5.79 亿元）构成。

2019 年，母公司实现营业收入 1.19 亿元，净利润为 6.80 亿元，主要来源为投资收益。

2019 年，母公司经营活动现金流净额为 18.85 亿元，投资活动现金流净额为-6.27 亿元，筹资活动现金流净额为-0.50 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务合计 89.99 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 6.20 亿元（含），相对于目前公司债务规模，本期债券发行对公司整体债务水平影响一般。

以 2020 年 3 月底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 6.20 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 83.78%、58.05%和 42.92%，较年初分别增加 0.24 个百分点、1.66 个百分点和 3.11 个百分点，债务负担有所增加，但仍处于可控水平。考虑到本期发行债券的募集资金将用于偿还公司债券，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础，公司 2019 年 EBITDA 为 23.92 亿元，为本期债券发行额度（6.20 亿元）的 3.86 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；2019 年公司经营活动产生的现金流入 396.48 亿元，为本期债券发行额度（6.20 亿元）的 63.95 倍；销售商品、提供劳务收到的现金 162.48 亿元，为本期债券发行额度（6.20 亿元）的 26.21 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为区域房地产开发企业，在综合实力、品牌知名度、在建项目的规模等方面具有较强的区域竞争优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

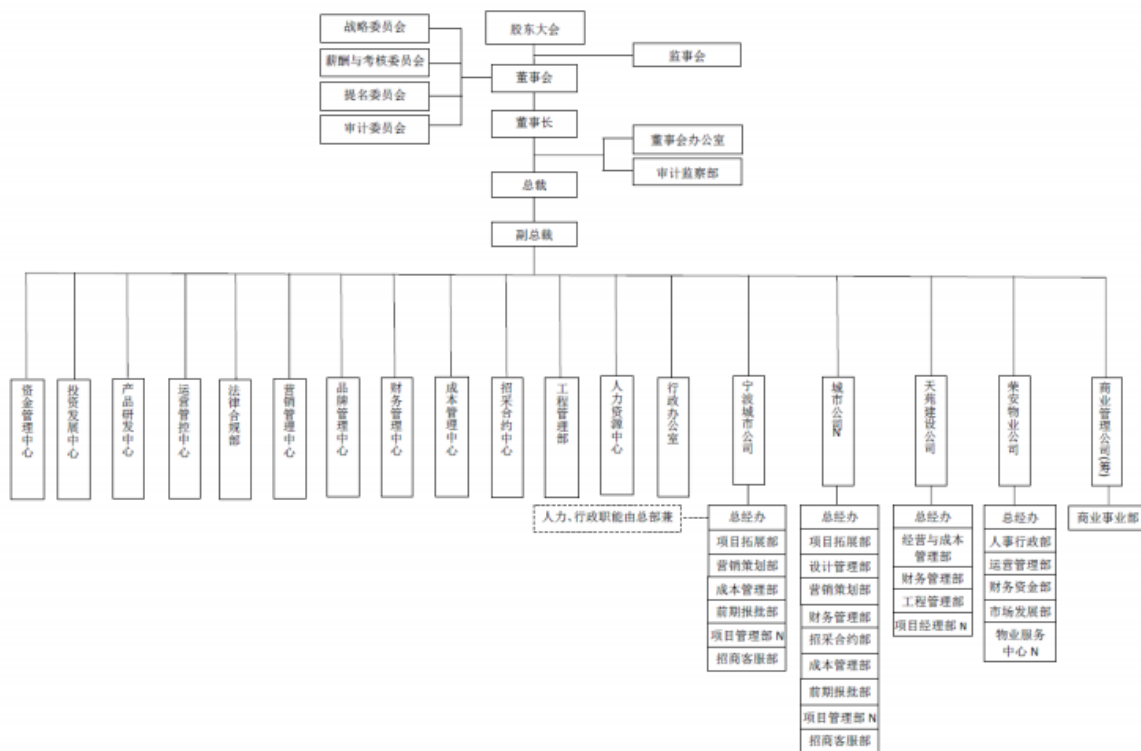
九、综合评价

公司作为上市房地产开发企业，具备项目开发经验丰富、较高的区域品牌知名度等优势。近年来，公司业务逐步拓展至省内优质二线城市和省外核心城市，销售规模逐年增加，对未来收入结转形成有力保障；公司债务负担处于合理水平，盈利水平较高。同时联合评级关注到行业竞争激烈、公司部分项目土地成本较高、存在一定的资金支出压力和融资需求、资产受限比例较高以及债务结构有待优化等因素对公司信用状况产生的不利影响。

未来，随着公司在建项目逐步实现销售及交付，公司收入规模有望保持稳定。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 截至 2019 年底荣安地产股份有限公司 组织结构图



附件 2 荣安地产股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	131.95	243.16	400.13	416.76
所有者权益（亿元）	42.38	47.69	67.49	68.60
短期债务（亿元）	4.75	16.81	43.45	43.34
长期债务（亿元）	26.80	34.72	45.40	45.37
全部债务（亿元）	31.55	51.53	88.85	88.71
营业收入（亿元）	42.64	39.68	66.63	4.99
净利润（亿元）	5.42	5.48	17.56	0.14
EBITDA（亿元）	8.00	9.10	23.92	--
经营性净现金流（亿元）	-2.62	-27.16	4.68	-3.46
流动资产周转次数（次）	0.39	0.23	0.22	--
存货周转次数（次）	0.42	0.21	0.18	--
总资产周转次数（次）	0.35	0.21	0.21	--
现金收入比率（%）	128.01	247.10	243.86	479.17
总资本收益率（%）	9.68	8.31	15.47	--
总资产报酬率（%）	6.34	4.68	7.33	--
净资产收益率（%）	13.69	12.17	30.49	--
营业利润率（%）	21.31	30.95	38.71	29.44
费用收入比（%）	5.56	9.14	10.33	17.72
资产负债率（%）	67.88	80.39	83.13	83.54
全部债务资本化比率（%）	42.68	51.94	56.83	56.39
长期债务资本化比率（%）	38.74	42.13	40.22	39.81
EBITDA 利息倍数（倍）	5.48	3.08	4.13	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.18	0.27	--
流动比率（倍）	1.94	1.42	1.31	1.29
速动比率（倍）	0.68	0.33	0.44	0.40
现金短期债务比（倍）	1.74	1.07	1.61	1.61
经营现金流动负债比率（%）	-4.20	-16.99	1.64	-1.15
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.29	1.47	3.86	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2019 年短期债务中，短期借款和一年内到期的非流动负债中的应付利息已扣除；计算长期债务时的长期借款利息已扣除；3. 2020 年一季度未经审计，相关指标未年化

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 销售费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债 + 拆入资金

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 荣安地产股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年荣安地产股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

荣安地产股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。荣安地产股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注荣安地产股份有限公司的相关状况，如发现荣安地产股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如荣安地产股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至荣安地产股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送荣安地产股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年六月十日

