

上海南房(集团)有限公司

2013 年公司债券 2015 年跟踪  
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第  
【702】号 01

增信方式: 银行流动性  
支持

债券剩余规模: 4 亿元

债券到期日期: 2019 年  
9 月 9 日

债券偿还方式: 每年付  
息, 分次还本, 第 3-6  
年分别偿还本金 25%

分析师

姓名:  
臧晓娜 刘书芸

电话:  
021-51035670

邮箱:  
zangxn@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

## 上海南房（集团）有限公司

### 2013 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 7 月 31 日	2014 年 6 月 23 日

#### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对上海南房（集团）有限公司（以下简称“上海南房”或“公司”）及其 2013 年 09 月 09 日发行的 4 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）2015 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司利润规模稳定，预收款对未来收入提供保障，经营活动现金流表现良好，银行流动性支持提供偿债保障等因素；同时我们也关注到了公司收入规模波动较大，项目开发资金压力较大，整体资产流动性一般，有息债务仍存在偿付压力等风险因素。

#### 正面:

- 公司利润规模保持稳定。公司动迁业务和存量房销售收入是公司利润的主要来源，但该部分业务规模不大，2014 年公司净利润为 8,893.01 万元。
- 公司预收款规模较大，对未来收入提供保障。2014 年士韵家园二标段集中销售，同时浦江公寓对外预售，期末公司预收房款增至 24.20 亿元，对未来收入提供保障。
- 现金生成能力持续较好。2014 年士韵家园、浦江公寓销售资金回笼规模较大，当年销售商品、提供劳务收到现金为 15.54 亿元，导致经营活动现金净流入 5.21 亿元。
- 银行流动性支持提供偿债保障。广发银行股份有限公司上海分行提供的流动性支持仍能为本期债券的偿付提供一定保障。

## 关注:

- **2014 年收入规模大幅下滑。**受项目结算进度影响，公司 2014 年确认的房屋出售收入大幅下滑 98.58%，动迁补偿业务收入下降 39.24%，进而导致公司营业收入相比上年下滑 82.34%。
- **在建项目存在资金压力。**截至 2014 年末，公司主要在建工程项目浦江公寓项目和五坊园三期合计未来仍需支出资金 19.77 亿元，公司在未来将仍然面临一定的资金压力。
- **资产流动性一般。**截至 2014 年末，公司资产中存货和固定资产合计占比 65.10%，整体资产流动性一般。
- **公司仍存在一定债务偿付压力。**截至 2014 年末，公司有息债务余额 8.79 亿元，相比上年下降 33.04%，但仍存在一定债务压力。

## 主要财务指标:

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产 (万元)	636,672.79	556,629.49	552,633.43
所有者权益合计 (万元)	223,558.27	207,527.32	192,013.94
有息债务 (万元)	87,934.89	131,318.89	150,013.00
资产负债率	64.89%	62.72%	65.25%
流动比率	1.58	2.04	1.72
速动比率	0.55	0.74	0.46
营业收入 (万元)	26,404.63	149,491.87	21,256.17
营业利润 (万元)	12,069.73	12,660.29	11,286.81
利润总额 (万元)	11,916.25	12,521.23	11,232.25
综合毛利率	64.54%	16.82%	68.71%
总资产回报率	2.00%	2.26%	2.18%
EBITDA (万元)	12,862.44	13,367.42	12,157.53
EBITDA 利息保障倍数	1.80	2.34	1.18
经营活动现金流净额 (万元)	52,081.84	41,552.77	86,864.14

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金【2012】3576号文件批准，公司于2013年09月09日发行4亿元公司债券，票面利率为6.70%。本期债券利率在债券存续期内固定不变。

本期债券每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第3、4、5、6计息年度末，分别按照债券发行总额25%、25%、25%、25%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自兑付日起不另计利息。本期债券首次付息日为2014年9月9日，公司已支付2014年度利息。

**表1 截至2015年4月30日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）**

本期兑付日期	期初本金余额	本金回售金额	利息支付	期末本金余额
2014年9月09日	40,000	-	2,680	40,000

资料来源：公司提供

截至2014年12月31日，本期债券募投项目已完成基本建设工作，正处于后期收尾工程阶段。本期债券募集资金使用情况如下表所示。

**表2 截至2014年12月31日公司募集资金使用情况（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	募集资金拟使用额度	项目已投资	募集资金已使用
上海市保障性住房三林基地 1 号地块“士韵家园”项目	278,800	40,000	268,469	40,000

资料来源：公司提供

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、控股股东、实际控制人未发生变化，仍为上海市住房保障和房屋管理局全资控股。截至2014年12月31日，公司纳入合并范围子公司共有11家，较2013年公司合并范围无变化。

截至2014年12月31日，公司总资产为636,672.79万元，所有者权益为223,558.27万元，资产负债率为64.89%。2014年度，公司实现营业收入26,404.63万元，利润总额11,916.25万元，经营活动现金净流入52,081.84万元。

## 三、运营环境

2014年上海市房地产开发投资增速前低后高，全年继续保持增长，住宅新开工面积有所下降，非住宅开工面积同比有所上升

在经历了2013年楼市交易繁荣、房价较快上涨后，2014年前三季度上海市房地产市场经历了一轮调整，主要表现为开发投资增速回落和楼市销售量减少。但在四季度限贷放松、普通商品住房标准调整及贷款利率下降等多重因素影响下，楼市出现回暖走势。

2014年，上海市房地产开发投资3,206.48亿元，比上年增长13.7%，增速较上年回落4.7个百分点。从全年走势看，投资增速呈现前三季度个位数增长，四季度达到两位数。全年房地产开发投资占全社会固定资产投资比重上升，达53.3%，分别比2013年和2012年高出3.4个和8个百分点。

图1 2014年上海市房地产开发投资情况



资料来源：中商情报网

从投资结构看，土地购置费快速增长。2014年，上海市房地产开发投资中建筑及安装工程投资2,076.59亿元，比上年增长9.8%，占全部房地产开发投资的64.8%；土地购置费873.61亿元，增长48.4%，成为拉动房地产开发投资增长的主要因素。

2014年上海市房地产开发投资增速较上年明显回落，且投资增长更多依赖土地购置费的快速增长。受此影响，上海市房屋施工面积仅个位数增长。2014年，上海市房屋施工面积14,690.18万平方米，比上年增长8.7%。其中，住宅8525.85万平方米，增长4.9%。

2014年，上海市房屋新开工面积2,782.02万平方米，比上年增长2.8%。其中，住宅1,547.29万平方米，下降5.8%；非住宅1,234.73万平方米，增长16.2%。10月起，上海市房屋新开工面积扭转了长达31个月同比下降的走势。同时，上海市房屋竣工面积自11月起也出现了同比增长。2014年，上海市房屋竣工面积2,313.29万平方米，比上年增长2.6%。其中，住宅1,535.55万平方米，增长8.3%。

表3 2014年上海市房屋新开工及竣工情况

指标	新开工面积		竣工面积	
	(万平方米)	增速 (%)	(万平方米)	增速 (%)
全部房屋	2,782.02	2.8	2,313.29	2.6
住宅	1,547.29	-5.8	1,535.55	8.3
办公楼	365.25	38.3	165.03	-6.2
商业营业用房	388.03	41.1	208.36	-17.8

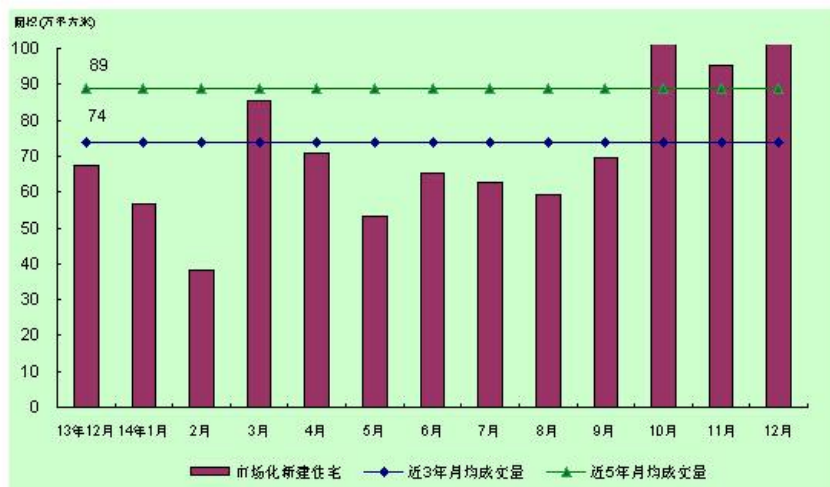
资料来源：公开资料，鹏元整理

### 2014年前三季度上海市房地产市场交易萎缩，在一系列楼市政策影响下，四季度楼市成交逐渐回暖

2014年，上海市严格贯彻落实国家和市级各项房地产调控政策措施，采取差别化住房信贷、税收、住房限购、增加土地供应等综合措施，抑制投资和投机性购房需求。由于房价上涨预期有所分歧，前三季度买卖双方持续观望，导致市场交易出现萎缩。一方面由于2013年上海市楼市交易繁荣，成交面积明显高于正常年份，导致基数较高；另一方面由于2014年前三季度市场经历了一轮调整，观望情绪浓厚，导致全年上海市新建房屋销售面积减少，降幅超一成。2014年，上海市新建房屋销售面积2,084.66万平方米，比上年下降12.5%。其中，住宅1,780.91万平方米，下降11.7%。

从成交结构看，市场化新建住宅成交减少是全市新建住宅销售面积下降的主要原因。2014年，上海市市场化新建住宅销售面积比上年下降26%，保障性住宅则增长6.2%。从历史成交量看，自2013年12月至2014年9月上海市市场化新建住宅单月成交面积连续10个月低于近5年来月均成交水平，受四季度出台的一系列楼市政策影响，2014年四季度市场化新建住宅月均成交面积超百万平方米。

图2 2014年上海市市场化新建住宅单月成交情况



资料来源：中商情报网

2015年三月末的“330房产新政”，降低了二套房首付比例，调整了房产交易的税收；四月中旬开始实施的公积金新政，提高了公积金贷款限额，这些政策均对房地产交易起到积极的刺激作用。

#### 上海市采取多种措施推进保障房建设工作，有利于保障性住房建设工作的进行

政府在调控房地产市场的同时，也加大了保障性住房的建设力度。目前我国住房保障体系主要包括四个部分，即经济适用房、廉租房、限价房和公共租赁房。2011年5月10日，住建部下发《关于公开城镇保障性安居工程建设信息的通知》，要求各省市、直辖市在规定期限内公布当地保障房建设年度计划，以及开工、竣工项目信息。此外，“十二五”规划纲要指出，我国将在今后5年内新建3,600万套保障性住房，使保障房覆盖率达到20%。

“十二五”期初，上海曾提出开工建设和筹措各类保障性住房6200万平方米、约92万套(间)的目标。据相关公开资料，2011年截至11月底，上海市新开工建设和筹措保障性安居工程约26.7万套；2012年完成新开工和筹措16.7万套；2013年完成11万套；2014年为13.9万套，“十二五”前四年完成的总量为68.3万套左右；2015年，上海提出的目标是开工和筹措11.5万套。

综合来看，近年来上海市政府持续加大保障性住房建设力度，有利于保障性住房建设工作的进行。

## 四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务仍旧以房屋开发出售、动拆迁、物业管理维护等业务为主。其中，受项目结算进度影响，公司2014年确认的房屋出售收入大幅下滑98.58%，动迁补偿业务收入下降39.24%，进而导致公司营业收入相比上年下滑82.34%；因房屋出售业务毛利率偏低，在该部分业务收入占比减少的情况下2014年公司综合毛利率为64.54%，相比上年提升47.72个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
房屋出售	1,706.87	-3.77%	119,943.82	4.64%
动迁补偿	7,992.24	96.67%	13,152.73	83.31%
动拆迁劳务	2,181.46	28.03%	1,803.83	27.96%
存量房销售	6,896.83	78.04%	8,938.73	69.77%
房屋维护	710.00	50.32%	489.79	32.73%
公房管理	2,872.24	15.96%	2,437.43	2.75%



物业费及其他	310.65	-26.43%	391.01	12.32%
房租收	3,252.68	71.17%	1,745.43	63.01%
其他	481.66	70.04%	589.12	84.99%
<b>合计</b>	<b>26,404.63</b>	<b>64.54%</b>	<b>149,491.87</b>	<b>16.82%</b>

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

跟踪期内，受士韵家园项目结算进度影响，公司房屋销售收入大幅下滑，未结算保障房项目未来仍可为公司带来较多收入，但该部分业务利润偏低；公司目前在建项目投资规模较大，仍然面临一定的资金压力

2014年公司房产开发顺利进行，但受士韵家园项目结算进度影响，公司房屋销售收入大幅下滑。截至2014年末士韵家园项目基本完工，仅余少量工程尾款待支付；一标段、二标段大部分销售完毕，仅余少量尾盘未售，其中一标段分别于2013、2014年结转收入，预计二标段将于2015年开始陆续结转。2013年士韵家园项目一标段大部分结转收入，剩余少量房屋于2014年结转，当年实现结算面积1,555.17平方米，回笼销售资金11.56亿元，实现房屋销售收入1,319.94万元。截至2014年末，士韵家园项目累计结算面积150,354.66平方米，累计实现收入12.05亿元，累计回笼资金33.80亿元；剩余住宅建筑面积（包含已售未结转和未售部分）21.46万平方米，期末预收房款21.75亿元，预计将于2015、2016年大规模结算，仍可为公司带来较多收入。公司保障性住房的销售是在政府指导价格下进行的，2014年公司确认部分的保障性住房是统一按政府指导价格进行销售，其中部分销售单价维持上年水平，为8,100元/平方米；部分结算价格上调至8,900元/平方米进行销售。综合来看，由于士韵家园项目仍有较大规模工程尚未进行结算；所以预期未来公司该项业务的收入规模较为有保障。但因为保障房利润水平不高，随着项目开发成本的不断提升，公司房屋销售业务毛利率表现不佳。

**表5 截至2014年12月31日士韵家园基本情况（单位：平方米、万元）**

结算面积		销售收入		回笼资金		剩余住宅面积 <sup>1</sup>	期末预收款
当年	累计	当年	累计	当年	累计		
1,555.17	150,354.66	1,319.94	120,488.82	115,621.00	337,987.93	214,678.83	217,499.11

资料来源：公司提供

此外，跟踪期内公司没有完成新的开发项目。截至2014年末，公司主要在建工程项目有2个，均为商品房项目，即浦江公寓项目和五坊园三期项目，公司分别完成项目投资22,794万元和115,798万元，合计未来仍需支出资金19.77亿元，公司在未来将仍然面临一定的资金压力。浦江公寓项目于2014年5月18日取得预售证，120套全部对外预售，截至2014年末签约销售62套，销售均价5.5万/平米，合同销售金额4.78亿元，预收房款2.17亿元。五坊园三

<sup>1</sup> 剩余住宅面积包含已售未结转和未售住宅面积。

期计划于2016年进行预售，目前工程建设整体进度良好；预期若全部完成项目销售，则将会有效保障公司未来的收入规模，但存在一定的销售不确定性。从土地储备来看，目前公司土地储备主要集中在士林华苑二期，待开发土地使用权面积约5,538.80平方米，另外公司计划筹备五坊园四期项目，公司未来业务持续性可期。

**表6 截至2014年12月31日公司主要在建项目情况（单位：平方米、万元）**

项目名称	位置	占地面积	建筑面积	土地总成本	项目总投资	项目已投资	期末预收款
浦江公寓项目	黄浦区	5,538.80	28,411.60	7,765.00	29,700.00	22,794.00	21,653.00
五坊园三期	黄浦区	16,140.30	66,737.00	87,100.00	306,600.00	115,798.00	暂未预售

资料来源：公司提供

整体上看，受项目结算进度影响，2014年公司房屋销售收入大幅下滑，当年房屋销售回笼资金状况良好，未来收入较有保障。公司在建项目未来仍面临一定资金压力，同时销售存在一定的不确定性。

#### 公司动迁业务和存量房销售收入是公司利润的主要来源，但该部分业务规模不大

公司动迁业务分为动迁劳务和动迁补偿两方面，2014年实现业务收入10,173.70万元，相比上年下降31.98%。动迁劳务是指公司根据政府拆迁计划，代为进行拆迁工作，并取得一定劳务报酬，2014年公司完成新签约拆迁客户585户，拆迁面积约28,152.26平方米，确认动拆迁劳务收入为2,181.46万元，相比上年增长20.93%，但该部分业务收入规模偏小。动迁补偿是公司拥有的部分使用权房被拆迁，从而获得一定拆迁补偿。2014年公司存量公房拆迁面积为3,048.08平方米，确认动拆迁补助7,992.24万元，相比上年减少39.24%。截至2014年12月31日，公司仍持有少量存量公房可供动拆迁，预计短期内存量公房拆迁补助将保持稳定，但是不具有可持续性。2013年12月16日，上海市旧区改造工作领导小组确认《关于申请确认旧城区改建项目房屋征收范围的函》（黄建交【2013】147号），将“五坊园”四期地块列入黄浦区房屋征收范围。该地块的动拆迁工作将主要由公司组织，因此未来动拆迁劳务收入将会持续稳定。

存量房主要是公司为安置和投资需求购入的房屋。2014年，公司存量房销售36套，销售面积3,067.23平方米，销售均价16,038元/平方米，实现存量房销售收入6,896.83万元。截至2014年12月31日，公司剩余存量商品房6套，建筑面积共计943.09平方米。目前公司暂无大规模购入房产计划，存量房规模明显下降，该项收入的持续性一般。

公司物业管理业务主要包括公房管理、房屋维护和物业费等，全年实现业务收入3,892.88万元，较上年增长17.32%。其中，公房管理收入、房屋维修收入和物业费仍是物业管理业务的主要构成。截至2014年12月31日，公司共有公租房面积为1,425,008平方米，相

比2012年下降110,374平方米，主要系根据上海市黄浦区建设和交通委员会《关于区府办[2012]0682号抄告单的拟处意见》，政府通过补偿形式减少相关的公租房所致。

综合来看，2014年公司动迁业务和存量房销售业务收入均有所下滑，物业管理业务收入保持稳定，该部分业务是公司利润的主要来源，但业务规模不大。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年审计报告，报告采用新会计准则编制。2014年，公司根据新修订的企业会计准则对部分科目进行重新核算，同时将未取得权证的房产由无形资产调整至固定资产核算，并追溯调整，因此分析中2013年数据参考期初数。

### 资产结构与质量

#### 跟踪期内，公司资产规模保持稳定，资产流动性较为一般

截至2014年12月31日，公司资产总计63.67亿元，相比上年增长14.38%；其中，流动资产是公司资产的主要组成部分，占比75.65%，基本与2013年保持一致。

流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货组成。截至2014年12月31日，公司货币资金为117,575.21万元，不存在使用受限情况。其他应收款主要是往来款，主要以1年以内期限为主，相比上年变动不大。存货是公司资产最主要的构成部分，随着房产项目建设投入，公司存货规模相比上年增长19.29%。存货中开发成本共计29.77亿元，其中士韵家园项目期末余额15.14亿元，五坊园、浦江公寓等项目的开发成本约14亿元。截至2014年末，公司共计土地储备资产146,709.80平方米，相比2013年没有变化。在一定程度上仍能保障公司未来有关的业务的土地使用需求。

非流动资产主要由可供出售金融资产、投资性房地产和固定资产构成。可供出售金融资产中以豫园商城股票为主，当年期末余额增长主要为公允价值增长所致；投资性房地产为16,487.99万元，主要系士林华苑一期项目的商铺。截至2014年12月31日，公司的固定资产为99,810.53万元，主要以直管公房为主。

截至2014年末，公司资产中使用受限资产账面价值共计11.79亿元，其中存货中开发成本2.21亿元、固定资产中公房资产9.54亿元、房屋建筑物325.92万元。

**表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	117,575.21	18.47%	117,821.04	21.17%
其他应收款	25,569.97	4.02%	24,754.75	4.45%
存货	314,672.58	49.42%	263,789.77	47.39%
其他流动资产	18,017.98	2.83%	0.00	0.00%
流动资产合计	481,634.60	75.65%	412,815.60	74.16%
可供出售金融资产	36,023.05	5.66%	23,998.61	4.31%
投资性房地产	16,487.99	2.59%	16,965.96	3.05%
固定资产	99,810.53	15.68%	99,927.24	17.95%
非流动资产合计	155,038.19	24.35%	143,813.88	25.84%
资产总计	636,672.79	100.00%	556,629.49	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

跟踪期内，受保障房项目部分结算的影响，公司收入规模大幅下滑，但公司利润规模保持稳定，预收房款对未来收入提供保障

2014年公司营业收入为26,404.63万元，相比上年大幅下滑82.34%，主要系当年士韵家园项目结算面积大幅减少；公司动迁业务和存量房销售收入是公司利润的主要来源，但该部分业务规模不大，2014年公司净利润为8,893.01万元，相比上年小幅下降2.42%，公司利润规模变动不大。2014年士韵家园二标段集中销售，同时浦江公寓对外预售，期末公司预收房款增至24.20亿元，对未来收入提供保障。因保障住房销售利润偏低，在士韵家园项目结转收入减少的情况下，2014年公司综合毛利率再次提升至64.54%。

公司期间费用规模控制较好，近年变动不明显，但是在收入规模下降的情况下期间费用率呈现出明显的上升。考虑到公司士韵家园项目未结算面积较大，公司未来收入较为有保障。

**表8 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2014年	2013年
营业收入	26,404.63	149,491.87
营业利润	12,069.73	12,660.29
利润总额	11,916.25	12,521.23
净利润	8,893.01	9,113.62
综合毛利率	64.54%	16.82%
期间费用率	8.13%	1.34%

营业利润率	45.71%	8.47%
总资产回报率	2.00%	2.26%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 现金流

**跟踪期内，公司经营活动现金流稳定净流入，但在建项目未来仍将面临一定资金压力**

2014年土韵家园、浦江公寓销售资金回笼规模较大，当年销售商品、提供劳务收到现金为15.54亿元，导致经营活动现金净流入5.21亿元，公司现金生成能力持续较好。由于公司浦江公寓、五坊园三期项目仍处于建设期，未来公司仍会面临一定资金压力。从公司投资活动看，近年公司对外投资活动不活跃，投资活动产生的现金流规模较小，对公司总体现金流影响不大。近两年公司偿还债务支付现金持续超过当年筹资资金流入，筹资活动现金流持续表现为净流出。

**表9 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2014年	2013年
收现比	5.89	0.13
销售商品、提供劳务收到的现金	155,427.48	18,758.39
收到其他与经营活动有关的现金	3,692.46	130,211.45
经营活动现金流入小计	159,119.94	148,969.85
购买商品、接收劳务支付的现金	70,524.48	49,040.11
支付其他与经营活动有关的现金	2,876.75	44,240.10
经营活动现金流出小计	107,038.10	107,417.08
经营活动产生的现金流量净额	52,081.84	41,552.77
投资活动产生的现金流量净额	-408.22	953.48
筹资活动产生的现金流量净额	-51,919.46	-30,645.82
现金及现金等价物净增加额	-245.84	11,860.42

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

**公司有息债务规模和剔除预收款后资产负债率下降，但仍存在一定偿付压力**

2014年公司所有者权益稳定增长，预收款增长带动公司负债规模增长较快，2014年末公司负债与所有者权益比率增至184.79%。公司负债中流动负债占比73.57%。

**表10 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2014年	2013年
负债总额	413,114.52	349,102.17
所有者权益	223,558.27	207,527.32

负债与所有者权益比率	184.79%	168.22%
资料来源：公司审计报告，鹏元整理		

流动负债主要有短期借款、应付账款、预收账款和其他应付款组成。其他应付款主要是公司收到的尚未支付的动迁补偿费。2014年士韵家园二标段集中销售，期末公司预收房款增至24.20亿元。应付账款主要系公司应付在建项目的工程材料款，2014年有所下降。由于公司在建项目投入规模较大，存在一定的资金压力，银行借款和发行债券是公司的主要资金来源。截至2014年12月31日，公司共有长期借款37,116万元，短期借款10,000万元，均相比2013年有所下降，分别占公司负债合计的8.98%和2.42%；应付债券主要是“13沪南房债”，本金4亿元，票面利率6.7%，于2016年-2019年每年还本1亿元。

**表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	10,000.00	2.42%	12,500.00	3.58%
应付账款	29,160.79	7.06%	55,459.82	15.89%
预收款项	242,035.45	58.59%	17,911.83	5.13%
其他应付款	20,797.33	5.03%	111,222.63	31.86%
流动负债合计	303,948.64	73.57%	202,112.02	57.89%
长期借款	37,116.00	8.98%	78,000.00	22.34%
应付债券	40,818.89	9.88%	40,818.89	11.69%
长期应付款	24,131.04	5.84%	23,866.07	6.84%
非流动负债合计	109,165.89	26.43%	146,990.15	42.11%
负债合计	413,114.52	100.00%	349,102.17	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

由于公司偿还部分债务，截至2014年末，公司有息债务余额8.79亿元，相比上年下降33.04%。2014年公司资产负债率和剔除预收款后的资产负债率分别为64.89%、43.35%，公司实际债务偿付压力有所下降；EBITDA利息保障倍数为1.8，相比2013年减少了0.54，公司对债务利息保障程度略有下滑。整体来看，公司有息债务规模下降，但仍存在一定债务压力。

**表12 公司偿债能力指标**

指标名称	2014年	2013年
有息债务（万元）	87,934.89	131,318.89
资产负债率	64.89%	62.72%
剔除预收款后的资产负债率	43.35%	61.48%
流动比率	1.58	2.04
速动比率	0.55	0.74

EBITDA（万元）	12,862.44	13,367.42
EBITDA利息保障倍数	1.80	2.34
有息债务/EBITDA	6.84	9.82

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

广发银行股份有限公司上海分行提供的流动性支持仍能为本期债券的偿付提供一定的保障

公司与广发银行股份有限公司上海分行签订的《流动性支持贷款协议》中约定：在本期债券存续内，当公司对本期债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，广发银行股份有限公司上海分行承诺在每次付息和本金兑付首日前七个工作日给予公司不超过本期债券本息偿还的流动性支持贷款（具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准），该流动性支持贷款仅用于为本期债券偿付本息，以解决公司本次债券本息偿付困难。

## 七、评级结论

2014年，受工程结算进度影响，公司房屋销售收入大幅下滑；动迁业务、存量房销售业务、物业管理业务是公司利润的主要来源，公司利润总额变动不大；公司资产规模保持稳定，期末预收房款对未来收入提供保障，经营现金流表现良好，银行流动性支持持续提供偿债保障。

同时我们也注意到，跟踪期内，公司收入规模下滑明显，在建项目投资规模较大，面临较大的资金压力；资产整体流动性较为一般。此外，有息债务规模仍然较大，存在一定的偿债压力。

因此，综合考虑上述因素，鹏元决定维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
货币资金	117,575.21	117,821.04	105,960.62
应收账款	5,791.67	6,422.42	91.82
预付款项	7.19	27.62	0.17
其他应收款	25,569.97	24,754.75	1,863.73
存货	314,672.58	263,789.77	298,070.36
其他流动资产	18,017.98	-	-
流动资产合计	481,634.60	412,815.60	405,986.70
可供出售金融资产	36,023.05	23,998.61	18,861.84
长期股权投资	-	-	3,653.12
投资性房地产	16,487.99	16,965.96	16,988.80
固定资产	99,810.53	99,927.24	99,702.32
固定资产清理	-	1.00	-
无形资产	2,153.88	2,317.92	2,806.59
长期待摊费用	5.24	27.53	49.82
递延所得税资产	557.48	557.48	557.48
其他非流动资产	-	19.05	4,026.77
非流动资产合计	155,038.19	143,813.88	146,646.73
资产总计	636,672.79	556,629.49	552,633.43
短期借款	10,000.00	12,500.00	37,500.00
应付账款	29,160.79	55,459.82	29,586.33
预收款项	242,035.45	17,911.83	142,262.97
应付职工薪酬	21.53	22.15	33.21
应交税费	1,621.29	4,786.29	2,959.91
应付股利	2.78	2.78	2.78
其他应付款	20,797.33	111,222.63	23,942.43
其他流动负债	309.47	206.53	-
流动负债合计	303,948.64	202,112.02	236,287.62
长期借款	37,116.00	78,000.00	112,513.00
应付债券	40,818.89	40,818.89	-
长期应付款	24,131.04	23,866.07	7,894.59
递延所得税负债	7,099.96	4,305.19	3,924.28
非流动负债合计	109,165.89	146,990.15	124,331.87
负债合计	413,114.52	349,102.17	360,619.49
实收资本（或股本）	153,460.00	153,460.00	153,460.00
资本公积	1,088.33	1,088.33	6,466.40
其他综合收益	21,299.89	12,915.59	-



盈余公积	3,802.44	3,093.70	2,232.12
未分配利润	42,040.13	35,190.58	28,044.35
归属于母公司所有者权益合计	221,690.79	205,748.20	190,202.86
少数股东权益	1,867.48	1,779.11	1,811.08
所有者权益（或股东权益）合计	223,558.27	207,527.32	192,013.94
负债和所有者权益（或股东权益）总计	636,672.79	556,629.49	552,633.43

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	26,404.63	149,491.87	21,256.17
其中：营业收入	26,404.63	149,491.87	21,256.17
二、营业总成本	14,935.46	137,395.91	10,104.23
其中：营业成本	9,363.27	124,354.33	6,650.50
营业税金及附加	3,426.31	11,028.06	1,396.49
销售费用	85.54	18.71	1.54
管理费用	2,241.96	2,175.39	2,090.23
财务费用	-181.62	-184.38	-41.14
资产减值损失	-	3.78	6.61
投资收益（损失以“-”号填列）	600.57	564.32	134.88
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	12,069.73	12,660.29	11,286.81
加：营业外收入	22.57	28.56	3.31
减：营业外支出	176.06	167.62	57.88
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	11,916.25	12,521.23	11,232.25
减：所得税费用	3,023.24	3,407.61	3,092.91
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	8,893.01	9,113.62	8,139.34
归属于母公司所有者的净利润	8,792.26	9,088.01	8,127.79
少数股东损益	100.75	25.61	11.55

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、经营活动产生的现金流量：	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	155,427.48	18,758.39	128,551.13
收到其他与经营活动有关的现金	3,692.46	130,211.45	2,923.69
经营活动现金流入小计	159,119.94	148,969.85	131,474.81
购买商品、接收劳务支付的现金	70,524.48	49,040.11	30,928.63
支付给职工以及为职工支付的现金	5,378.19	4,074.72	4,254.75
支付的各项税费	28,258.68	10,062.15	7,460.56
支付其他与经营活动有关的现金	2,876.75	44,240.10	1,966.74
经营活动现金流出小计	107,038.10	107,417.08	44,610.68
经营活动产生的现金流量净额	52,081.84	41,552.77	86,864.14
二、投资活动产生的现金流量：	-	-	-
收回投资收到的现金	21.47	-	-
取得投资收益收到的现金	600.57	545.28	183.89
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	2.41	0.30	-
收到其他与投资活动有关的现金	-	491.82	-
投资活动现金流入小计	624.44	1,037.40	183.89
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	165.82	83.92	306.05
投资支付的现金	866.85	-	-
投资活动现金流出小计	1,032.66	83.92	306.05
投资活动产生的现金流量净额	-408.22	953.48	-122.16
三、筹资活动产生的现金流量：	-	-	-
取得借款所收到的现金	26,000.00	129,500.00	63,673.13
筹资活动现金流入小计	26,000.00	129,500.00	63,673.13
偿还债务所支付的现金	69,384.00	149,013.00	99,227.13
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	8,535.46	11,132.82	12,193.17
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	12.38	49.00	16.19
筹资活动现金流出小计	77,919.46	160,145.82	111,420.29
筹资活动产生的现金流量净额	-51,919.46	-30,645.82	-47,747.17
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-245.84	11,860.42	38,994.81
加：期初现金及现金等价物余额	117,821.04	105,960.62	66,965.81
六、期末现金及现金等价物余额	117,575.21	117,821.04	105,960.62

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	8,893.01	9,113.62	8,139.34
加：资产减值准备	-30.23	3.78	6.61
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	717.93	703.10	708.38
无形资产摊销	205.97	120.80	197.43
长期待摊费用摊销	22.29	22.29	19.47
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.22	1.65	-
投资损失	-600.57	-564.32	-134.88
存货的减少	-43,561.34	44,641.81	-27,235.27
经营性应收项目的减少	-18,167.02	-8,318.12	-2,469.39
经营性应付项目的增加	104,601.58	-4,143.29	107,535.13
其他	-	-28.56	97.31
经营活动产生的现金流量净额	52,081.84	41,552.77	86,864.14
现金的期末余额	117,575.21	117,821.04	105,960.62
减：现金的期初余额	117,821.04	105,960.62	66,965.81
现金及现金等价物净增加额	-245.84	11,860.42	38,994.81

资料来源：公司审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
综合毛利率	64.54%	16.82%	68.71%
期间费用率	8.13%	1.34%	9.65%
营业利润率	45.71%	8.47%	53.10%
总资产回报率	2.00%	2.26%	2.18%
收现比	5.89	0.13	6.05
负债与所有者权益比率	184.79%	168.22%	187.81%
有息债务（万元）	87,934.89	131,318.89	150,013.00
资产负债率	64.89%	62.72%	65.25%
提出预收款后的资产负债率	43.35%	61.48%	53.21%
流动比率	1.58	2.04	1.72
速动比率	0.55	0.74	0.46
EBITDA（万元）	12,862.44	13,367.42	12,157.53
EBITDA 利息保障倍数	1.80	2.34	1.18
有息债务/EBITDA	6.84	9.82	12.34

资料来源：公司审计报告、鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	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+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	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
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。