

上海南房(集团)有限公司

2013 年公司债券 2016 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【2016】跟踪第  
【926】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  
年分别偿还本金的 25%

分析师

姓名:  
李丹 刘书芸

电话:  
021-51035670

邮箱:  
lid@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司公司债券  
信用评级方法, 该评级  
方法已披露于公司官方  
网站。

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](http://www.pyrating.cn)

## 上海南房（集团）有限公司

### 2013 年公司债券 2016 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	2016 年 8 月 25 日	2015 年 7 月 31 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”）2016 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收入规模和利润规模大幅提升，预收款项规模较大，项目储备充足，为未来收入提供保障；公司经营活动现金流表现良好，银行流动性支持提供偿债保障；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等风险因素。

#### 正面:

- 公司收入规模和利润规模大幅提升。得益于士韵家园销售收入的结转，公司 2015 年实现营业收入 26.35 亿元，相比上年大幅上升 898.00%。其中房产销售业务实现收入 24.18 亿元，占营业收入比重的 91.76%，是公司利润的主要来源。2015 年公司净利润为 1.65 亿元，相比上年增加 85.07%。
- 公司预收款规模较大，项目储备充足，未来收入较有保障。2015 年末，公司预收房款为 8.22 亿元；同时，公司在建项目规模较大，总建筑面积合计 35.32 万平方米，未来收入较有保障。
- 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:

- **公司在建项目投资规模较大，未来存在一定的资金压力。**截至 2016 年 6 月底，公司主要在建工程项目五坊园三期和松江保障性住房项目合计未来仍需支出资金 38.89 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，受限资产规模较大。**截至 2015 年末，公司资产中存货和固定资产合计占比 54.94%，整体资产流动性一般。公司资产中使用受限资产账面价值共计 22.81 亿元，其中存货中开发成本 12.45 亿元、投资性房地产 0.82 亿元、固定资产中公房资产 9.54 亿元。
- **公司收入规模波动较大。**2015 年公司营业收入由 2014 年的 2.64 亿元大幅上升至 26.35 亿元，公司收入与当年项目的销售结转相关。2015 年公司预收房款相比 2014 年末有较大幅度的下降，且在建项目均预计在 2017 年开始销售，上述因素可能会引起公司营业收入的波动。
- **会计师事务所出具了具有保留意见的审计报告。**由于公司本年度将部分管理费用计入房地产开发成本，部分固定资产和投资性房地产未计提折旧，导致管理费用合计少记 1,670.31 万元，故北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）出具了有保留意见的审计报告。

## 主要财务指标:

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	553,552.91	636,672.79	556,629.49
所有者权益合计（万元）	247,730.89	223,558.27	207,527.32
有息债务（万元）	87,818.89	87,934.89	131,318.89
资产负债率	55.25%	64.89%	62.72%
流动比率	1.82	1.58	2.04
速动比率	0.86	0.55	0.74
营业收入（万元）	263,517.92	26,404.63	149,491.87
营业利润（万元）	20,681.91	12,069.73	12,660.29
利润总额（万元）	20,622.15	11,916.25	12,521.23
综合毛利率	13.22%	64.54%	16.82%
总资产回报率	3.47%	2.00%	2.26%
EBITDA（万元）	21,541.84	12,862.44	13,367.42
EBITDA利息保障倍数	4.24	1.80	2.34
经营活动现金流净额（万元）	19,467.18	52,081.84	41,552.77

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，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%。本期债券每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第3、4、5、6个计息年度末，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。本期债券付息日为每年度9月9日，公司已支付2014、2015年度利息。

**表1 截至2015年12月31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9日	40,000	-	2,680	40,000
2015年9月9日	40,000	-	2,680	40,000

资料来源：公司提供

截至2015年12月31日，本期债券募投项目已完成。本期债券募集资金使用情况如下表所示。

**表2 截至2015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	已使用募集资金
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，截至2016年7月31日，公司注册资本为153,460万元，控股股东为上海市住房保障和房屋管理局，控股比例100%。截至2015年12月31日，公司纳入合并范围子公司共有12家，较2014年公司合并范围新增1家子公司。公司合并报表范围变化情况详见下表。

**表3 2015年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

子公司名称	注册资本	主营业务	合并方式
上海士宸置业有限公司	2,500.00	经适房开发经营	新设

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

截至2015年12月31日，公司总资产为55.36亿元，所有者权益为24.77亿元，资产负债率为55.25%。2015年度，公司实现营业收入26.35亿元，利润总额2.06亿元，经营活动现金

净流入1.95亿元。

### 三、运营环境

**2015年上海市房地产开发投资增速前高后底，全年继续保持增长，商品房施工面积进一步下滑，新开工面积由升转降**

上海市房地产2014年前三季度经历了一轮调整，主要表现为开发投资增速回落和楼市销售减少，而从四季度开始的一系列刺激政策（包括降息、降准、降首付等），让上海市房地产市场开始回暖走高。

上海市2015年累计完成房地产开发投资3,468.94亿元，较2014年同比增长8.2%，增速较2014年回落5.5个百分点，其中房地产住宅投资为1,813.32亿元，较2014年同比增长5.1%，增速较2014年回落1.7个百分点。从2015年全年走势看，投资增速波动较大，2015年二季度达到峰值后，增速持续收窄。

图1 2014年9月-2016年7月上海市房地产开发投资情况（单位：亿元）



资料来源：wind资讯，鹏元整理

受此影响，上海市房屋施工面积增长速度进一步下滑。2015年，上海市房屋施工面积15,095万平方米，增长2.8%，增速较上年回落5.9个百分点。2015年上海新开工面积2,605万平方米，上海新开工面积转升为跌，增速回落至-6.4%。受2015年房地产市场火爆行情的影响，2016年初房屋新开工面积累计同比大幅上扬，但在2016年3月限购政策出台后明显回落。

图2 2014年9月-2016年7月上海市房屋新开工情况（单位：万平方米）



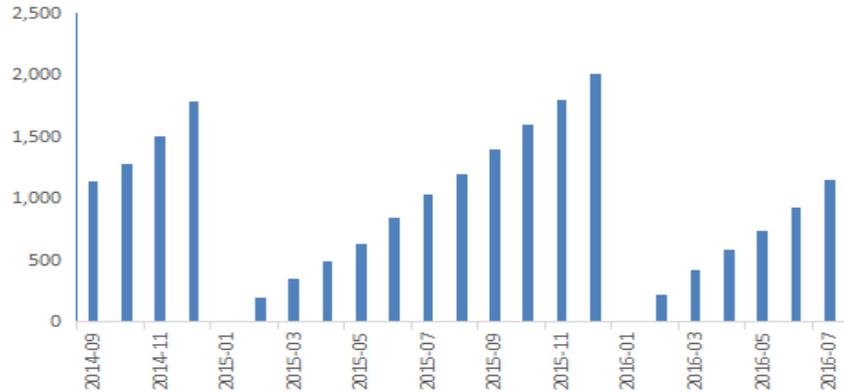
资料来源：wind 资讯，鹏元整理

**2015年上海市商品住宅销售面积及销售均价大幅上涨，但商品房供给增速放缓，市场总体呈现供不应求的态势**

截至2015年底，上海市商品住宅累计销售面积2,431.36万平方米，较2014年增长16.53%。2015年上海新建住宅均价持续12个月上涨，12月创历史新高，12月上海新建住宅均价达到36,935元/平方米。全年上海商品住宅销售价格均价达到32,284元/平方米，同比上涨19%，上海房价正式迈入3万元时代。从成交区域分布看，内环、内外环之间、外环以外成交面积占比分别为4.41%、19.39%、76.20%。

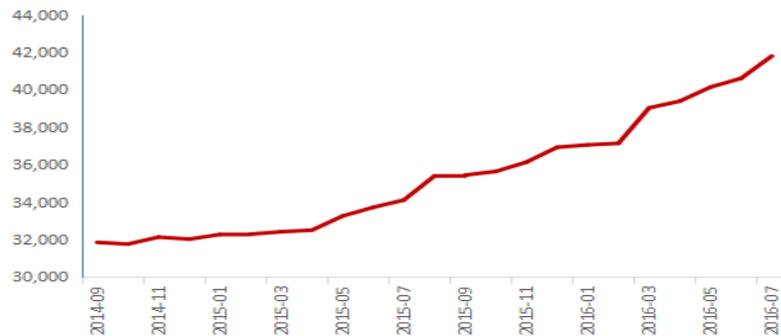
2016年初上海市房地产成交量和成交价格继续维持火热局面，为了抑制房地产过热势头，上海市政府2016年3月25日发布楼市调控新政，之后上海市商品房住宅销售面积累计同比增速开始回落，2016年7月商品房销售面积累计同比增速由4月的21.20%降至11.00%，调控效果显著，但增速依然较快，同时新建住宅价格则未受新政太多影响，价格持续走高。

图 3 2014 年 9 月-2016 年 7 月上海市商品房住宅销售情况（单位：万平方米）



数据来源：wind 资讯，鹏元整理

图 4 2014 年 9 月-2016 年 7 月上海市新建住宅均价走势情况（单位：元/平方米）



数据来源：wind 资讯，鹏元整理

供给方面，市场需求旺盛，促使销供比上升为1.28，市场整体呈供不应求态势，上海商品住宅成交面积同比增加53%，新批上市面积同比下跌4%，去库存加速。

### 2015年政府出台了一系列利好房地产市场的政策，致使上海房价过快上涨，为了稳定房价，2016年3月上海市出台限购政策

2015年全国“两会”提出稳定住房消费，支持自住和改善需求，并将分类指导、因地施策作为房地产政策总基调。这一政策表述释放出强烈的宽松信号，对房地产行业进行支持和促进。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；2015年5次降息降准政策，信贷持续宽松；系列利好政策减轻了购房者在购房初期的资金压力，并刺激潜在购房需求特别是改善性需求加快释放。

同期上海也出台一系列政策，2015年4月15日起，上海购买首套住房或改善型第二套普通住房，个人最高贷款额度由40万元提高至60万元，家庭最高贷款额度由80万元提

高至 120 万元；2015 年 7 月 6 日，上海发布人才新政 20 条，对达到上海市居住证积分标准分值且缴纳个人所得税达到一定数额或职工社会保险缴费基数达到一定标准的非沪籍人员，定向微调住房限购政策。

一系列的刺激政策促使上海房价出现非理性上涨，上海市于 2016 年 3 月 25 日，出台限购政策，外地户口买房资格需缴纳社保的年限从 2 年改为 5 年，而且不能是单身；二套房首付比例普通住房为 50%，非普通住房 70%，以稳定房价。

#### 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、限价房和公共租赁住房。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，“十三五”规划纲要指出，我国将在今后5年内新建2,000万套保障性住房，城镇保障性住房覆盖率达到20%以上。

根据上海市“十三五”规划纲要，“十三五”时期新增供应各类保障性住房30万套左右，实施1,500万平方米老旧住房和居住小区综合改造，提高公建配套标准，增加公共空间，缓解做饭难、洗澡难、如厕难等急难愁问题，惠及30万户居民。2016年上海将新增供应5万套各类保障性住房，启动建设一批大型居住社区外围配套项目，出台共有产权保障住房管理办法，拆除中心城区二级旧里以下房屋55万平方米，完成郊区城镇旧区改造4万平方米，实施旧住房改造300万平方米。

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，公司主营业务未发生重大变化，仍以房屋开发出售、动拆迁、物业管理等业务为主。2015年公司实现营业收入26.35亿元，其中房产销售业务实现收入24.18亿元，占营业收入比重的91.76%，是公司最主要的收入来源。2015年士韵家园（本期债券募投项目）销售收入的结转使得房屋销售收入较2014年大幅上升2,710.59%，进而使公司营业收入相比上年增长898.00%。动迁业务<sup>1</sup>和物业管理业务<sup>2</sup>是公司营业收入的重要补充，2015年分别实现收入1.37亿元和0.37亿元。因“士韵家园”系保障房，毛利率偏低，在该部分

<sup>1</sup> 动迁业务包括动迁补偿和动拆迁劳务两部分。

<sup>2</sup> 物业管理业务包括公房管理、房屋维护、物业费和其他三个部分。

业务收入占比大幅增加的情况下，2015年公司综合毛利率相比上年下降51.32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	2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
房产销售	241,814.64	8.05%	8,603.70	61.81%
动迁补偿	11,413.98	95.75%	7,992.24	96.67%
动拆迁劳务	2,294.53	32.91%	2,181.46	28.03%
公房管理	2,400.54	25.08%	2,872.24	15.96%
房屋维护	688.79	61.57%	710.00	50.32%
物业费及其他	596.28	36.32%	310.65	-26.43%
房产出租	3,531.46	64.60%	3,252.68	71.17%
其他	777.71	19.00%	481.66	70.04%
<b>合计</b>	<b>263,517.92</b>	<b>13.22%</b>	<b>26,404.63</b>	<b>64.54%</b>

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

**2015年士韵家园项目基本结转完毕，使得公司房屋销售收入大幅上升，但该项目属于保障房项目，毛利率较低；未结算商品房项目未来可为公司带来较多收入，但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**

2015年公司确认的房屋销售收入为24.18亿元，主要来自于本期债券的募投项目士韵家园项目。士韵家园总共三个标段，二标段为政府动迁保障房，由政府一次性购买；一标段和三标段为经济适用房，向符合条件的居民直接出售。其中一标段已于2014年结转完毕，2015年二标段和三标段基本结转完毕。2015年士韵家园实现结算面积220,733平方米，回笼销售资金2.07亿元，实现房屋销售收入24.07亿元，由于士韵家园为保障性住房项目，毛利率较低，使得公司房产销售业务毛利率下降至8.05%。截至2015年末，士韵家园项目累计结算面积371,088平方米，累计实现收入36.12亿元，累计回笼资金35.84亿元；剩余住宅建筑面积15,658平方米，预计将于2016年结算完毕。公司保障性住房的销售是在政府指导价格下进行的，截至2015年末，士韵家园的出售均价为0.97万元/平方米。

此外，跟踪期内浦江公寓项目已完成建设。该项目位于上海市黄浦区薛家浜路159弄1、2号，毗邻南浦大厦，原世博园区，系外滩金融集聚带范围内的商品住宅项目，已于2014年5月18日取得预售证，120套全部对外预售，销售均价为5.5万/平方米，合同销售总金额超过10亿元，预收房款7.71亿元，预计将于2016年大规模结算，可为公司带来较多收入。

**表5 截至2015年12月31日各项目基本情况（单位：平方米、万元、万元/平方米）**

项目名称	结算面积		销售收入		回笼资金		出售均价	剩余 <sup>3</sup> 住宅面积	期末预收账款
	2015年	累计	2015年	累计	2015年	累计			
士韵家园	220,733	371,088	240,708	361,197	20,720	358,407	0.97	15,658	5,083
浦江公寓项目	0	0	0	0	55,427	77,080	5.5	4,625	77,080

资料来源：公司提供

截至2016年6月底，公司主要在建工程项目有2个，即五坊园三期项目和位于松江区佘山镇的保障房项目。其中五坊园三期为商品房项目，该项目位于黄浦区河南南路以西、陆家浜路以北、迎勋路以东、中华路以南，地理位置优越，根据搜房网信息，目前该区域新开盘房价均超过10万元/平方米。松江项目为保障性住房项目，根据《上海市经济适用住房管理试行办法》（沪府发【2009】29号文）文件的规定，经房屋所有权初始登记后满一年尚未出售的经济适用房，由政府指定的机构收购，继续用于经济适用住房的供应。五坊园三期项目和松江项目保障房项目总投资58.82亿元，截至2016年6月底，公司合计完成项目投资19.93亿元，未来仍需支出资金38.89亿元，面临较大的资金压力。上述项目均计划于2017年进行预售，目前工程建设整体进度良好；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。截至2016年6月底，公司土地储备共计13.94万平方米，相比2014年，新增了松江项目的三块土地，在一定程度上保障公司未来有关的业务的土地使用需求。

**表6 截至2016年6月30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	预期销售时间
五坊园三期	黄浦区	16,140	66,737	87,100	306,600	129,449	2017
松江项目	松江区佘山镇 18 街坊 42/1 丘	43,734	96,638	19,680	84,552	2,690	2017
	松江区佘山镇 18 街坊 42/3 丘	22,098	47,740	14,752	47,822	16,698	2017
	松江区佘山镇 18 街坊 48/5 丘	68,024	142,040	44,579	149,238	50,467	2017
合计	-	149,996	353,155	166,111	588,212	199,304	-

资料来源：公司提供

#### 动迁业务和物业管理业务为公司收入和利润提供一定补充

公司动迁业务分为动拆迁劳务和动迁补偿两方面，2015年共实现业务收入1.37亿元

<sup>3</sup>剩余住宅面积包括已售未结转和未售住宅面积。

元，相比上年上升34.74%。动拆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，年均拆迁户数1,000至3,000户左右。2015年公司完成了露香园、董家渡18号等地块的动拆迁工作，确认动拆迁劳务收入2,294.53万元，相比上年增加5.18%。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。截至2016年6月底，“五坊园”四期地块尚未开始进行动拆迁。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。2015年确认动迁补偿1.14亿元，相比上年增加42.81%。截至2015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。

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，公司主要管理原上海市南市区区域内（现属于上海市黄浦区）直管公房，截至2015年12月31日，公司拥有直管公房面积为1,361,286平方米，公司仅进行管理，按照政府核定价格，向使用者收取一定的管理和维修费用。2015年公司物业管理业务共实现收入3,685.61万元，较上年减少5.32%。此外，公司在黄浦区还拥有部分投资性房地产（商铺），2015年取得房产出租收入3,531.46万元。

## 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）审计的2014-2015年度审计报告，报告采用新会计准则编制。由于公司2015年度将部分管理费用计入房地产开发成本，部分固定资产和投资性房地产未计提折旧，导致管理费用合计少记1,670.31万元，故北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）出具了有保留意见的审计报告。除上述事项外，公司财务报表在所有重大方面均按照企业会计准则的规定编制，公允反映了2015年12月31日的财务状况及2015年度的经营成果和现金流量。

2015年公司审计报告合并范围新增了上海士宸置业有限公司（新设），截至2015年12月31日，纳入公司合并范围的子公司共有12家。

### 资产结构与质量

### 公司资产规模保持稳定，资产流动性一般

截至2015年12月31日，公司资产总计55.36亿元，相比上年减少13.06%，主要是由于存货规模大幅下降所致；流动资产是公司资产的主要组成部分，占比69.58%，相比上年下降6.07个百分点。

流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货组成。截至2015年12月31日，公司货币资金为13.43亿元，主要为银行存款，不存在使用受限情况。其他应收款期末账面价值为2.62亿元，相比上年变动不大，主要是往来款，主要以1年以内期限为主。存货是公司资产最主要的构成部分，随着士韵家园等项目建设完成并销售，公司存货规模相比上年下降35.42%。公司存货主要由开发成本和库存商品组成，其中开发成本账面价值为17.65亿元，占存货86.86%，主要为五坊园项目、士韵家园项目和松江保障性住房项目，五坊园项目已用于中信银行3.00亿元长期借款抵押；库存商品包括未售完的士林华苑0.64亿元、士韵家园1.33亿元，还有部分区外零星房产。

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1.70亿元，主要系士林华苑一期项目的商铺，已用于民生银行1.00亿元短期借款抵押和广发银行7,000.00万元长期借款抵押。截至2015年12月31日，公司的固定资产为10.09亿元，主要系控股股东上海市住房保障和房屋管理局授权公司管理的位于上海市黄浦区部分地段的公有住房。

截至2015年末，公司资产中使用受限资产账面价值共计22.81亿元，其中存货中开发成本12.45亿元、投资性房地产0.82亿元、固定资产中公房资产9.54亿元。总体来看，公司整体资产流动性一般，受限资产规模较大。

**表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	134,309.49	24.26%	117,575.21	18.47%
其他应收款	26,162.30	4.73%	25,569.97	4.02%
存货	203,210.18	36.71%	314,672.58	49.42%
<b>流动资产合计</b>	<b>385,143.04</b>	<b>69.58%</b>	<b>481,634.60</b>	<b>75.65%</b>
可供出售金融资产	47,399.78	8.56%	36,023.05	5.66%
投资性房地产	17,037.48	3.08%	16,487.99	2.59%
固定资产	100,924.97	18.23%	99,810.53	15.68%
<b>非流动资产合计</b>	<b>168,409.87</b>	<b>30.42%</b>	<b>155,038.19</b>	<b>24.35%</b>
<b>资产总计</b>	<b>553,552.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>636,672.79</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

受保障房项目结算的影响，2015年公司收入规模大幅上升，但由于保障房毛利率较低，使得综合毛利率较上年大幅下降

2015年公司实现营业收入26.35亿元，其中房产销售业务实现收入24.18亿元，占营业收入比重的91.76%，是公司最主要的收入来源。2015年士韵家园项目的集中结转使得房屋销售收入较2014年大幅上升2,710.59%，进而使公司营业收入相比上年增长898.00%。2015年公司取得投资收益3,589.21万元，主要为公司处置上海齐力房地产有限公司取得的投资收益以及所持豫园商城的股息分红。2015年公司净利润为16,458.32万元，相比上年大幅上升85.07%，因士韵家园为保障房项目，在该部分业务收入占比大幅增加的情况下，2015年公司综合毛利率为13.22%，相比上年下降51.32个百分点。公司期间费用规模控制较好，近年变动不明显，在收入规模大幅上升的情况下，期间费用率呈现出明显的下降。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015年	2014年
营业收入	263,517.92	26,404.63
投资收益	3,589.21	600.57
营业利润	20,681.91	12,069.73
利润总额	20,622.15	11,916.25
净利润	16,458.32	8,893.01
综合毛利率	13.22%	64.54%
期间费用率	0.94%	8.13%
营业利润率	7.85%	45.71%
总资产回报率	3.47%	2.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 现金流

公司经营活动对投资活动和偿债净支出保障较好，但在建项目较多，公司未来仍将面临一定资金压力

2015年公司实现净利润1.65亿元，同比增长85.07%。公司2015年在售项目进行集中结转，因此公司存货减少11.36亿元，经营性应付项目亦大规模减少，同时经营性应收项目亦略有减少，因此相比2014年，2015年公司营运资本占用减少，经营活动现金流实现净流入1.95亿元，公司经营活动现金流表现尚可。

从公司投资活动看，2015年投资活动现金流入主要为处置可供出售金融资产取得的投资收益，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。

总体上，公司经营活动净现金流对投资活动和偿债净流出保障较好。由于公司五坊园三期、松江保障房项目仍处于建设期，截至2016年6月底，公司合计完成项目投资19.93亿元，未来仍需支出资金38.89亿元，面临一定的资金压力。

**表9 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2015年	2014年
净利润	16,458.32	8,893.01
营运资本变化	5,677.69	42,842.99
其中：存货减少（减：增加）	113,620.24	-43,591.57
经营性应收项目的减少（减：增加）	4,563.51	-18,167.02
经营性应付项目的增加（减：减少）	-112,506.07	104,601.58
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>19,467.18</b>	<b>52,081.84</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>3,730.48</b>	<b>-408.22</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-6,463.37</b>	<b>-51,919.46</b>
现金及现金等价物净增加额	16,734.28	-245.84

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

**公司各项偿债指标均有所改善，盈利对利息支出和债务本金的保障程度较好**

2015年公司所有者权益稳定增长，士韵家园销售收入的结转使得公司负债规模有所下降，2015年末公司负债与所有者权益比率由2014年的184.79%降至123.45%，净资产对负债的保障能力较2014年有所上升。

**表10 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2015年	2014年
负债总额	305,822.02	413,114.52
所有者权益	247,730.89	223,558.27
负债与所有者权益比率	123.45%	184.79%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

从公司负债的结构来看，公司负债以流动负债为主。流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款以及一年内到期的非流动负债组成。短期借款为民生银行的抵押借款。截至2015年末，公司应付账款为7.64亿元，较上年增长162.11%，主要为士韵家园暂估成本（5.16亿元）和士林华苑配套成本（1.51亿元）。预收款项主要来自于浦江

公寓，还有少部分来自于士韵家园。其他应付款主要为往来款、工程保证金等。一年内到期的非流动负债为广发银行的抵押借款以及2016年需要偿还的部分本期债券本金。

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2015年12月31日，公司共有长期借款30,000万元，短期借款10,000万元，相比2014年基本一致，分别占公司负债合计的9.81%和3.27%；应付债券主要是本期债券，本金4亿元，票面利率6.7%，公司将于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	2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	10,000.00	3.27%	10,000.00	2.42%
应付账款	76,434.29	24.99%	29,160.79	7.06%
预收款项	82,163.17	26.87%	242,035.45	58.59%
其他应付款	22,716.56	7.43%	20,797.33	5.03%
一年内到期的非流动负债	17,000.00	5.56%	-	0.00%
<b>流动负债合计</b>	<b>211,764.81</b>	<b>69.24%</b>	<b>303,948.64</b>	<b>73.57%</b>
长期借款	30,000.00	9.81%	37,116.00	8.98%
应付债券	30,818.89	10.08%	40,818.89	9.88%
长期应付款	23,142.74	7.57%	24,131.04	5.84%
<b>非流动负债合计</b>	<b>94,057.21</b>	<b>30.76%</b>	<b>109,165.89</b>	<b>26.43%</b>
<b>负债合计</b>	<b>305,822.02</b>	<b>100.00%</b>	<b>413,114.52</b>	<b>100.00%</b>
有息债务	87,818.89	28.72%	87,934.89	21.29%

资料来源：公司2014-2015年审计报告，鹏元整理

截至2015年末，公司有息债务余额8.78亿元，与上年相比差别不大，占公司负债总额的28.72%，整体看来，公司有息负债规模较小，且公司货币资金充足，偿付压力不大。

**表12 截至2015年12月31日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2016年	2017年	2018年	2019年及以后
短期借款	10,000	-	-	-
一年内到期的非流动负债	17,000	-	-	-
长期借款	-	-	-	30,000
应付债券	-	10,000	10,000	10,000
<b>合计</b>	<b>27,000</b>	<b>10,000</b>	<b>10,000</b>	<b>40,000</b>

资料来源：公司提供

从偿债指标来看，资产负债率由2014年的64.89%下降至2015年的55.25%。2015年公司的流动比率和速动比率较上年均有所上升，短期偿债能力有所提高。2015年公司利润总额大幅提升，有息负债规模基本保持不变，公司EBITDA利息保障倍数增至4.24，盈利对利息支出和债务本金的保障程度较好。

**表13 公司偿债能力指标**

指标名称	2015年	2014年
资产负债率	55.25%	64.89%
流动比率	1.82	1.58
速动比率	0.86	0.55
EBITDA（万元）	21,541.83	12,862.44
EBITDA利息保障倍数	4.24	1.80
有息债务/EBITDA	4.08	6.84

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，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

2015年，得益于士韵家园项目的集中结转，公司营业收入和利润规模大幅上升；公司预收款规模较大，项目储备充足，未来收入较有保障；公司资产规模保持稳定，经营现金流表现良好，公司各项偿债指标均有所改善，盈利对利息支出和债务本金的保障程度较好；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，公司在建项目投资规模较大，面临一定的资金压力；资产整体流动性较为一般，受限资产规模较大；综合毛利率大幅下降，受项目销售结算的影响，收入规模波动较大；会计师事务所出具了有保留意见的审计报告。

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	2015年	2014年	2013年
货币资金	134,309.49	117,575.21	117,821.04
应收账款	6,848.96	5,791.67	6,422.42
预付款项	7,138.14	7.19	27.62
其他应收款	26,162.30	25,569.97	24,754.75
存货	203,210.18	314,672.58	263,789.77
其他流动资产	7,473.97	18,017.98	-
<b>流动资产合计</b>	<b>385,143.04</b>	<b>481,634.60</b>	<b>412,815.60</b>
可供出售金融资产	47,399.78	36,023.05	23,998.61
长期股权投资	-	-	-
投资性房地产	17,037.48	16,487.99	16,965.96
固定资产	100,924.97	99,810.53	99,927.24
固定资产清理	-	-	1.00
无形资产	1,989.47	2,153.88	2,317.92
长期待摊费用	500.70	5.24	27.53
递延所得税资产	557.48	557.48	557.48
其他非流动资产	-	-	19.05
<b>非流动资产合计</b>	<b>168,409.87</b>	<b>155,038.19</b>	<b>143,813.88</b>
<b>资产总计</b>	<b>553,552.91</b>	<b>636,672.79</b>	<b>556,629.49</b>
短期借款	10,000.00	10,000.00	12,500.00
应付账款	76,434.29	29,160.79	55,459.82
预收款项	82,163.17	242,035.45	17,911.83
应付职工薪酬	22.48	21.53	22.15
应交税费	3,120.74	1,621.29	4,786.29
应付股利	2.85	2.78	2.78
其他应付款	22,716.56	20,797.33	111,222.63
一年内到期的非流动负债	17,000.00	-	-
其他流动负债	304.72	309.47	206.53
<b>流动负债合计</b>	<b>211,764.81</b>	<b>303,948.64</b>	<b>202,112.02</b>
长期借款	30,000.00	37,116.00	78,000.00
应付债券	30,818.89	40,818.89	40,818.89
长期应付款	23,142.74	24,131.04	23,866.07
递延所得税负债	10,095.57	7,099.96	4,305.19
<b>非流动负债合计</b>	<b>94,057.21</b>	<b>109,165.89</b>	<b>146,990.15</b>
<b>负债合计</b>	<b>305,822.02</b>	<b>413,114.52</b>	<b>349,102.17</b>
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	1,088.33

其他综合收益	30,286.72	21,299.89	12,915.59
盈余公积	4,948.31	3,802.44	3,093.70
未分配利润	56,025.66	42,040.13	35,190.58
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>245,809.01</b>	<b>221,690.79</b>	<b>205,748.20</b>
少数股东权益	1,921.88	1,867.48	1,779.11
<b>所有者权益（或股东权益）合计</b>	<b>247,730.89</b>	<b>223,558.27</b>	<b>207,527.32</b>
<b>负债和所有者权益（或股东权益）总计</b>	<b>553,552.91</b>	<b>636,672.79</b>	<b>556,629.49</b>

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
<b>一、营业总收入</b>	<b>263,517.92</b>	<b>26,404.63</b>	<b>149,491.87</b>
其中：营业收入	263,517.92	26,404.63	149,491.87
<b>二、营业总成本</b>	<b>246,425.22</b>	<b>14,935.46</b>	<b>137,395.91</b>
其中：营业成本	228,688.49	9,363.27	124,354.33
营业税金及附加	15,270.56	3,426.31	11,028.06
销售费用	10.94	85.54	18.71
管理费用	2,595.17	2,241.96	2,175.39
财务费用	-139.94	-181.62	-184.38
投资收益（损失以“-”号填列）	3,589.21	600.57	564.32
<b>三、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	<b>20,681.91</b>	<b>12,069.73</b>	<b>12,660.29</b>
加：营业外收入	105.79	22.57	28.56
减：营业外支出	165.56	176.06	167.62
<b>四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）</b>	<b>20,622.15</b>	<b>11,916.25</b>	<b>12,521.23</b>
减：所得税费用	4,163.83	3,023.24	3,407.61
<b>五、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>16,458.32</b>	<b>8,893.01</b>	<b>9,113.62</b>
归属于母公司所有者的净利润	16,343.92	8,792.26	9,088.01
少数股东损益	114.40	100.75	25.61

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013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	98,600.33	155,427.48	18,758.39
收到其他与经营活动有关的现金	7,607.41	3,692.46	130,211.45
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>106,207.74</b>	<b>159,119.94</b>	<b>148,969.85</b>
购买商品、接收劳务支付的现金	70,897.05	70,524.48	49,040.11
支付给职工以及为职工支付的现金	4,392.31	5,378.19	4,074.72
支付的各项税费	7,660.19	28,258.68	10,062.15
支付其他与经营活动有关的现金	3,791.01	2,876.75	44,240.10
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>86,740.56</b>	<b>107,038.10</b>	<b>107,417.08</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>19,467.18</b>	<b>52,081.84</b>	<b>41,552.77</b>
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	37.10	21.47	-
取得投资收益收到的现金	3,746.84	600.57	545.28
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	137.46	2.41	0.30
收到其他与投资活动有关的现金		-	491.82
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>3,921.39</b>	<b>624.44</b>	<b>1,037.40</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	151.91	165.82	83.92
投资支付的现金	39.00	866.85	-
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>190.91</b>	<b>1,032.66</b>	<b>83.92</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>3,730.48</b>	<b>-408.22</b>	<b>953.48</b>
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款所收到的现金	40,000.00	26,000.00	129,500.00
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>40,000.00</b>	<b>26,000.00</b>	<b>129,500.00</b>
偿还债务所支付的现金	40,116.00	69,384.00	149,013.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	6,347.37	8,535.46	11,132.82
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	59.93	12.38	49.00
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>46,463.37</b>	<b>77,919.46</b>	<b>160,145.82</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-6,463.37</b>	<b>-51,919.46</b>	<b>-30,645.82</b>
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>16,734.28</b>	<b>-245.84</b>	<b>11,860.42</b>
加：期初现金及现金等价物余额	117,575.21	117,821.04	105,960.62
<b>六、期末现金及现金等价物余额</b>	<b>134,309.49</b>	<b>117,575.21</b>	<b>117,821.04</b>

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，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	2015年	2014年	2013年
净利润	16,458.32	8,893.01	9,113.62
加：资产减值准备	-	-30.23	3.78
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	761.38	717.93	703.10
无形资产摊销	153.06	205.97	120.80
长期待摊费用摊销	5.24	22.29	22.29
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-7.35	0.22	1.65
投资损失	-3,589.21	-600.57	-564.32
存货的减少	113,620.24	-43,591.57	44,641.81
经营性应收项目的减少	4,563.51	-18,167.02	-8,318.12
经营性应付项目的增加	-112,506.07	104,601.58	-4,143.29
其他	-	-	-28.56
经营活动产生的现金流量净额	19,467.18	52,081.84	41,552.77
现金的期末余额	134,309.49	117,575.21	117,821.04
减：现金的期初余额	117,575.21	117,821.04	105,960.62
现金及现金等价物净增加额	16,734.28	-245.84	11,860.42

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2015年	2014年	2013年
综合毛利率	13.22%	64.54%	16.82%
期间费用率	0.94%	8.13%	1.34%
营业利润率	7.85%	45.71%	8.47%
总资产回报率	3.47%	2.00%	2.26%
收现比	0.37	5.89	0.13
负债与所有者权益比率	123.45%	184.79%	168.22%
有息债务(万元)	87,818.89	87,934.89	131,318.89
资产负债率	55.25%	64.89%	62.72%
流动比率	1.82	1.58	2.04
速动比率	0.86	0.55	0.74
EBITDA(万元)	21,541.83	12,862.44	13,367.42
EBITDA 利息保障倍数	4.24	1.80	2.34
有息债务/EBITDA	4.08	6.84	9.82

资料来源：公司2013-2015年审计报告、鹏元整理

## 附录五 合并财务报表的合并范围（单位：万元）

子公司名称	业务性质	注册资本	投资额	取得方式 <sup>4</sup>
上海南市房地产经营有限公司	房产开发经营等	5,000.00	5,000.00	1
上海浩城置业有限公司	房地产开发经营等	2,000.00	1,264.00	1
上海齐锦物业有限公司	物业管理	100.00	100.00	3
上海市南房屋动拆迁有限公司	动拆迁服务等	1,000.00	1,000.00	1
上海市黄浦第三房屋征收服务事务 所有限公司	房屋征收补偿	1,000.00	1,000.00	1
上海士林置业有限公司	房地产开发经营	2,000.00	2,000.00	1
上海南房绿化灭蚁管理服务中心	绿化工程养护等	30.00	30.00	1
上海南房集团应急维修服务中心	房屋维修	20.00	20.00	1
上海南房集团顺高楼宇设备工程有 限公司	电梯等楼宇设备工程	150.00	60.00	1
上海南房集团物业管理有限公司	物业管理房屋维修	500.00	500.00	1
上海士韵置业有限公司	经适房开发经营	2,000.00	55,760.00	1
上海士宸置业有限公司	经适房开发经营	2,500.00	56,323.00	1

资料来源：公司2014-2015年审计报告、鹏元整理

<sup>4</sup> 注：取得方式（1）投资设立；（2）同一控制下的企业合并；（3）非同一控制下的企业合并；（4）其他

## 附录六 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及 财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + 1 \text{年内到期的非流动负债}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$

## 附录七 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。