

深圳市振业(集团)股份有限公司

2015 年公司债券信用评级报告



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。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

分析师

姓名:

林丽霞 雷巧庭
林丽霞 雷巧庭
电话:

0755-82871596

邮箱:

linlx@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

深圳市振业(集团)股份有限公司 2015 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级: AA

发行主体长期信用等级: AA

发行规模: 不超过 15 亿元(含)

评级展望: 稳定

债券期限: 不超过 5 年

评级日期: 2015 年 02 月 05 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对深圳市振业(集团)股份有限公司(以下简称“深振业”或“公司”)本次拟发行的不超过 15 亿元(含)公司债券(以下简称“本期债券”)的评级结果为 AA, 该级别反映了本期债券安全性很高, 违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司控股股东实力雄厚, 其近年商品房项目结转收入持续提升, 且多区域布局有利于降低单一市场波动风险, 同时公司在建及拟建项目较多, 业务持续性较有保障; 但我们也关注到公司短期内结转收入将有所下滑、受我国房地产市场波动较大等因素影响公司商品房项目未来销售情况存在不确定性以及随着在建与拟建项目的开发投入将面临较大的资金压力等风险因素。

正面:

- 控股股东实力雄厚。公司控股股东系深圳市国资委, 股东实力雄厚。
- 近年商品房项目结转收入持续提升, 多区域布局有利于降低单一市场波动风险。2011-2013 年公司分别实现商品房项目结转金额 25.47 亿元、29.77 亿元、45.30 亿元, 年均复合增长率为 33.36%; 同时, 2011-2013 年公司在广东省内结转收入占比分别为 100.00%、44.69%、29.49%, 区域集中度较快下降, 有利于降低单一市场波动风险。
- 在建及拟建项目较多, 业务持续性较有保障。目前公司在建及拟建项目较多, 截至 2014 年 9 月末, 公司主要在建项目规划建筑面积合计 120.38 万平方米, 主要拟建项目规划建筑面积合计 108.5 万平方米, 随着该等项目的后续投资开发, 公司未来业务持续性较有保障。
- 债务水平适中, 财务结构较为稳健。截至 2014 年 9 月末, 公司资产负债率、剔除

预收款项的资产负债率分别为 65.31%、58.50%，负债水平适中；同时，公司长期借款占有息负债的比例由 2011 年的 16.69% 上升至 2014 年 9 月末的 68.47%。综上，公司财务结构较为稳健。

关注：

- **受宏观经济与调控政策等因素影响，近年我国房地产行业波动较大。**受宏观经济形势与信贷、财税调控政策等因素影响，近年我国房地产行业波动较大，2014 年商品房销售面积与 70 个大中城市新建住宅价格指数有所下滑。
- **2014 年公司结转收入将有所下滑，且未来商品房项目销售存在不确定性。**受项目开发周期等因素影响，2014 年 1-9 月商品房项目结转收入为 5.91 亿元，同比下滑幅度约为 64%，预计全年结转收入将有所下滑；同时，受房地产行业波动较大等因素影响，公司未来商品房项目销售存在不确定性。
- **在建与拟建项目尚需投入较大，公司面临较大资金压力。**截至 2014 年 9 月末，公司主要在建项目尚需投入开发资金合计 254,530.98 万元，广州荔湾区地块尚需支付土地价款 101,500 万元，随着在建与拟建项目的后续开发投入，公司面临较大资金压力。
- **部分房地产开发项目销售相对缓慢。**完工产品惠阳·振业城二期 GH 组团、D 组团分别于 2011 年、2013 年竣工，因别墅类产品销售周期较长及周边同类产品的供给较多等原因销售相对缓慢，截至 2014 年 9 月末合计存货余额 24,358.91 万元，占完工开发产品的比例为 36.91%。
- **近年公司经营活动现金净流量波动较大，且未来两年面临一定的偿债压力。**受商品房项目销售情况与开发周期的影响，近年公司经营活动现金净流量波动较大，2011-2013 年及 2014 年 1-9 月分别为 119,856.53 万元、218,161.03 万元、-89,029.19 万元和 -94,125.50 万元；同时，公司 2015、2016 年需分别偿付借款本金 11.72 亿元、13.02 亿元，未来两年面临一定的偿债压力。

主要财务指标:

项目	2014年9月	2013年	2012年	2011年
总资产(万元)	1,155,734.15	996,816.00	934,343.03	832,197.41
归属于母公司所有者权益合计(万元)	391,814.21	409,295.83	345,561.98	279,864.23
资产负债率	65.31%	58.00%	62.02%	65.29%
有息负债比率	50.00%	53.59%	21.61%	38.66%
流动比率	1.95	2.50	1.71	1.39
速动比率	0.53	0.71	0.43	0.16
营业收入(万元)	64,985.44	461,085.50	307,624.51	258,927.53
营业利润(万元)	30,002.75	92,382.03	84,311.18	56,357.49
利润总额(万元)	31,403.68	92,627.52	84,518.47	56,425.50
综合毛利率	41.63%	33.21%	44.16%	52.37%
总资产回报率	-	10.21%	9.71%	7.43%
EBITDA(万元)	-	101,729.24	87,886.44	64,506.62
EBITDA 利息保障倍数	-	6.33	7.28	3.86
经营活动现金流净额(万元)	-94,125.50	-89,029.19	218,161.03	119,856.53

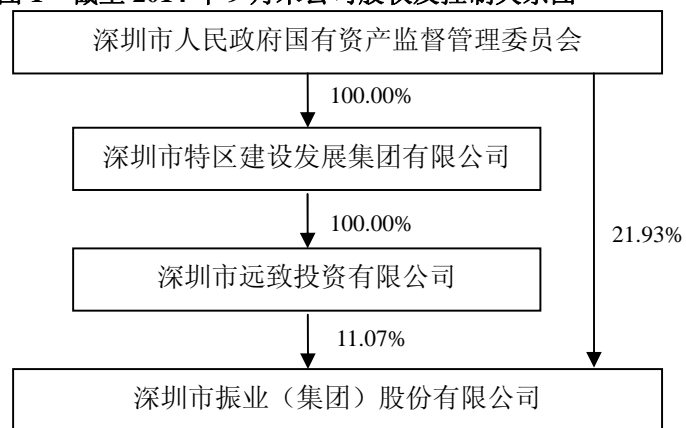
注: 有息负债比率=(短期借款+一年到期的非流动负债+长期借款)/总负债。

资料来源: 公司 2011-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年三季报, 鹏元整理

一、发行主体概况

公司经深圳市人民政府“深府办（1989）360号”文批准，由深圳市建设（集团）公司等作为发起人，于1989年5月25日以募集方式设立，公司首次发行人民币普通股69万股，初始注册资本690万元。1992年4月，经中国人民银行深圳分行“深银复字（1992）第059号”文批准，公司于深圳证券交易所上市。此后经多次增资及股权变更，截至2014年9月30日，公司注册资本与实收资本均为134,999.50万元。其中，深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）及其一致行动人深圳市远致投资有限公司合计持有公司股份44,549.83万股，占比33%，为公司实际控制人，公司股权控制关系如图1所示。

图1 截至2014年9月末公司股权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司主要从事房地产开发、销售与物业租赁、管理业务。截至2014年9月30日，纳入公司合并报表范围的子公司11家，其中，全资子公司8家，控股子公司3家。近年纳入公司合并报表范围的子公司情况见表1。

表1 近年纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

单位名称	业务性质	注册资本	持股比例	是否合并			
				2014年1-9月	2013年	2012年	2011年
广西振业房地产股份有限公司	房地产开发	15,000	97.36%	是	是	是	是
贵州振业房地产开发有限公司	房地产开发	3,000	100%	是	是	是	是
天津市振业资产管理有 限公司	资产经营及 房地产投资	28,000	100%	是	是	是	是

天津市振业房地产开发有限公司	房地产开发	15,000	100%	是	是	是	是
天津振业佳元房地产开发有限公司	房地产开发	10,000	100%	是	是	否	否
天津振业津滨房地产开发有限公司	房地产开发	10,000	100%	是	否	否	否
惠州市惠阳区振业创新发展有限公司	房地产开发	26,000	82%	是	是	是	是
东莞市振业房地产开发有限公司	房地产开发	10,000	100%	是	是	否	否
西安振业房地产开发有限公司	房地产开发	28,000	100%	是	是	是	是
深圳市振业房地产开发有限公司	房地产开发及自有物业租赁	30,000	100%	是	是	是	是
湖南振业房地产开发有限公司	房地产开发	15,000	80%	是	是	是	否

注：2014年4月30日，天津市振业房地产开发有限公司投资10,000万元成立天津振业津滨房地产开发有限公司，并持有其100%的股权。自天津振业津滨房地产开发有限公司成立之日纳入发行人的财务报表合并范围。

资料来源：公司提供

截至2013年末，公司资产总额996,816.00万元，归属于母公司所有者权益合计409,295.83万元，资产负债率为58.00%；2013年度，公司实现营业收入461,085.50万元，利润总额92,627.52万元，经营活动现金净流出89,029.19万元。

截至2014年9月30日，公司资产总额1,155,734.15万元，归属于母公司所有者权益合计391,814.21万元，资产负债率为65.31%；2014年1-9月，公司实现营业收入64,985.44万元，利润总额31,403.68万元，经营活动现金净流出94,125.50万元。

二、本期债券概况

债券名称：深圳市振业（集团）股份有限公司 2015 年公司债券；

发行总额：不超过 15 亿元（含）；

债券期限：不超过 5 年，可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种，具体期限构成与各期限品种的发行规模由股东大会授权董事会在发行前确定；

债券利率：固定利率债券；

还本付息方式：存续期内每年付息一次，到期兑付本金，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

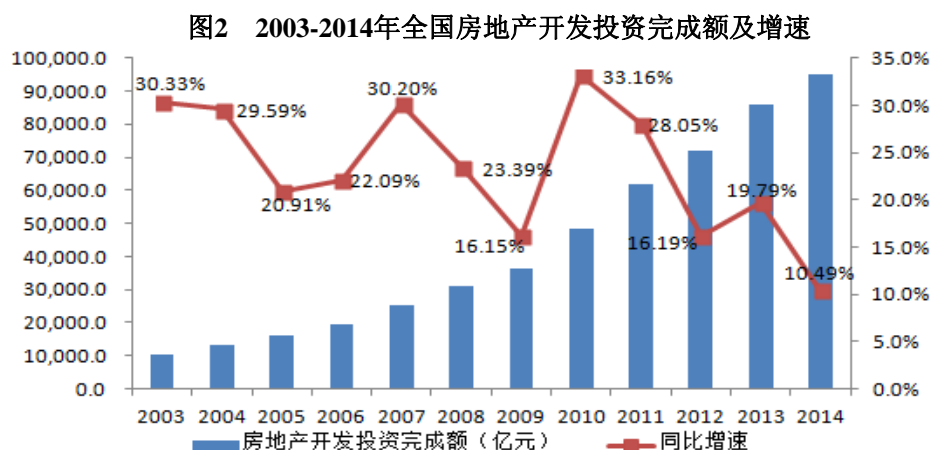
三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金不超过 15 亿元（含），募集资金扣除发行费用后拟用于偿还银行贷款、补充公司流动资金。

四、运营环境

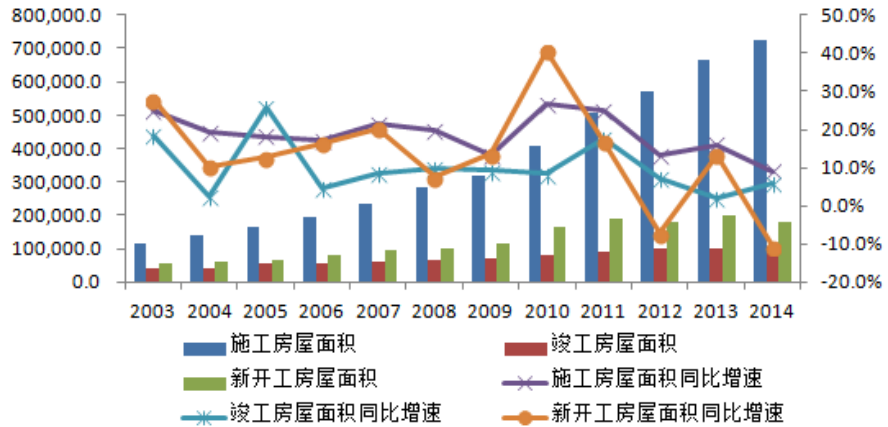
近年我国房地产行业开发投资持续增长，房企资金到位情况与投资意愿总体上有所改善，但2014年开发投资增速放缓，房企投资意愿有所下滑

近年随着经济的持续发展及城市化的推进，我国房地产开发投资规模持续快速增长，2003-2013年同比增速均维持在16%以上的水平。2014年，随着宏观经济增速的放缓，全国房地产开发投资完成额95,035.61亿元，同比增长10.49%，增速较上年下滑了9.3个百分点。



随着房地产开发投资的持续增长，2003-2013年全国房屋施工面积、竣工面积、新开工面积总体上均有所上升。但在2014年开发投资增速放缓的情况下，全国房屋施工面积为726,482.34万平方米，同比增长了9.15%，增速放缓；全国房屋新开工面积为179,592.49万平方米，同比下滑了10.74%。由于竣工存在一定的滞后效应，2014年全国房屋竣工面积为107,459.05万平方米，同比增长了5.94%，较上年增速略有上升。

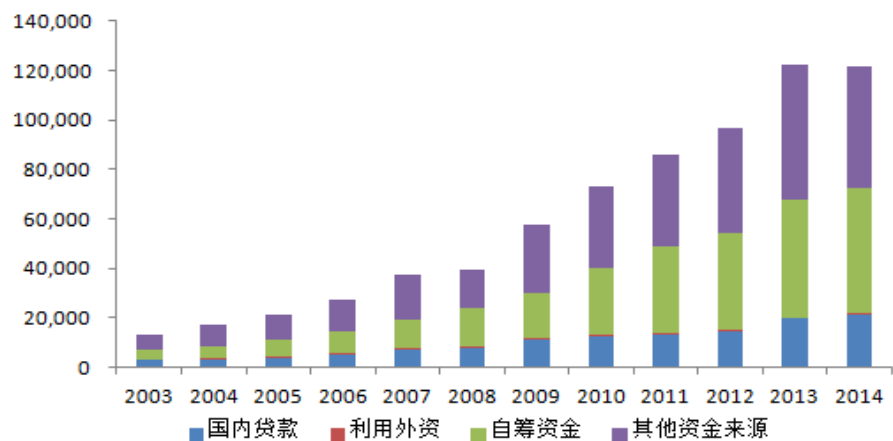
图3 2003-2014年全国商品房新开工、施工、竣工面积及增速（单位：万平方米）



资料来源：Wind资讯

随着投资开发的持续增长，2003-2013年房地产开发企业资金到位情况良好。2013年我国房地产开发企业到位资金122,122 亿元，比上年增长26.5%，增速比2012年提高13.8个百分点。其中，国内贷款19,673亿元，增长33.1%，和2012年相比提升19.9个百分点；自筹资金47,425亿元，增长21.3%，增速与2012年相比提升9.6个百分点；利用外资534亿元，增长32.8%，与2012年相比提升81.6个百分点；其他资金（包括定金及预收款、个人按揭贷款等）54,491亿元，增长28.9%，和2012年相比提升14.2个百分点。2014年，受其他资金同比下滑8.81%的影响，我国房企到位资金为121,991.48亿元，较上年略有下滑。

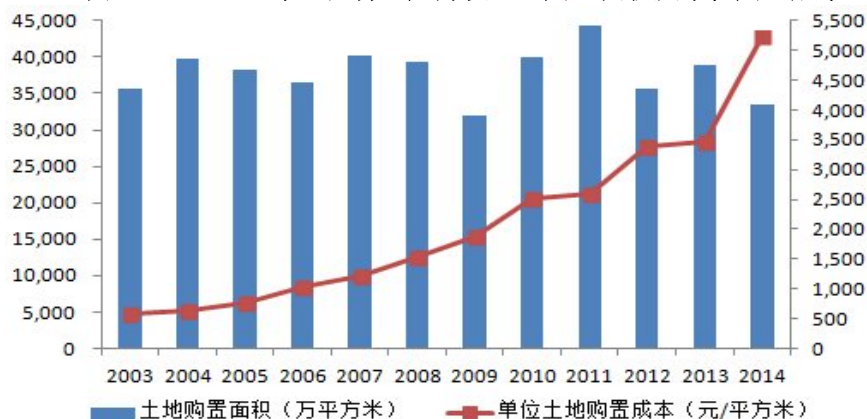
图4 2003-2014年房地产开发企业资金到位及构成情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯

受资金到位等因素影响，2013年房地产开发企业拿地意愿有所提升，全年土地购置面积为38,814万平方米，比上年增长了8.83%；2014年房地产开发企业拿地意愿有所下滑，全年土地购置面积为33,383万平方米，比上年下降了13.99%。

图5 2003-2014年全国房地产开发土地购置面积及单位购置成本



资料来源: Wind资讯

近年我国通过限购、限贷等手段调控房地产行业,受宏观经济与调控政策等因素影响,我国房地产市场需求波动较大;2014年以来长效机制逐步取代短期调控手段,有利于促进房地产行业的长期稳定发展,但短期不同区域的房企将进一步分化

在我国房地产市场快速发展过程中,行业投资开发急剧膨胀、房价非理性上涨以及供需矛盾日益突出等问题出现。为遏制部分城市房价过快上涨的势头,2009年末至2013年末,我国政府在差别化信贷、行政干预、财税政策、保障性住房、土地等方面陆续出台若干房地产行业调控政策。其中,2013年房地产调控政策整体延续了2012年的调控思路,限购、限贷政策继续实施,抑制房价上涨和加快保障性安居工程建设依然是房地产调控的重心。2013年2月的“国五条”以及地方重点城市据此纷纷出台的市场调控政策,均强调加强房地产调控力度、坚决抑制投机投资性购房以及增加普通商品住房及用地供应。

表2 2009-2014年我国房地产市场主要调控政策

年度	颁布单位	主要内容
2009	国务院	个人住房转让营业税征免时限由2年恢复到5年。
2009	国家五部委	开发商拿地首付款不得低于全部土地出让款的50%。
2010	国务院	增加保障性住房和普通商品住房有效供给,加快推进保障性安居工程建设,落实地方各级人民政府责任等五大方面共11条措施,简称“国十一条”。
2010	国务院	贷款购买第二套住房的家庭,贷款首付款不得低于50%,贷款利率不得低于基准利率的1.1倍。对购买首套住房且套型建筑面积在90平方米以上的家庭,贷款首付款比例不得低于30%。
2010	国务院	增加住房有效供给,实行更为严格的差别化住房信贷政策。
2010	中央和各地方政府相关部门	对不符合条件的外地居民和二次以上本地居民购房实行限购政策。
2011	国家七部委	各地要加大贯彻落实房地产市场宏观调控政策的力度,完善差别化的住房信贷政策;调整住房交易环节的契税和个人所得税优惠政策;切实增加住房有效供给;加大住房交易市场检查力度等,简称“新国十条”。
2011	国务院	进一步落实地方政府责任,加大保障性安居工程建设力度,调整完善相关税收政策,加强税收征管,强化差别化住房信贷政策,严格住房用地供应管理,合

		理引导住房需求，落实住房保障和稳定房价工作的约谈问责机制等，简称“新国八条”。
2011	上海、重庆地方政府	在上海、重庆试点实施房产税征收工作。
2011	住建部	符合五项标准的二三线城市建议限购，台州、珠海等跟进。
2013	国务院	新“国五条”，进一步完善住房限购措施，充分发挥税收政策的调节作用。
2014	呼和浩特等城市放开限购	自6月呼和浩特发文取消限购以来，全国已有40多个城市相继取消或大幅度松绑限购（北上广深和三亚仍执行限购政策）。
2014	人民银行、银监会	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》：对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭，贷款购买二套住房可按照首套房贷政策执行；对于贷款购买首套普通自住房的家庭，最低首付款比例为30%，贷款利率下限为贷款基准利率0.7倍等
2014	住建部、财政部、人民银行	《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》：连续缴存6个月（原为12个月）即可申请公积金贷款，并取消四项收费。
2014	国务院	《不动产登记暂行条例》将于2015年3月施行，不动产登记信息将实现全面联网。

资料来源：公开资料

受宏观经济形势、货币环境与信贷、财税调控政策等因素影响，近年我国房地产市场需求波动较大。2010-2012年我国商品房销售面积增速持续放缓，随着人们对调控常态化的逐步适应，被压制的购房需求得到明显释放，2013年全国商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.29%，相比2012年增加15.52个百分点。随着宏观经济的放缓，2014年全国商品房销售面积减少至12.06亿平方米，同比下滑了7.58%。

图6 2003-2014年商品房销售面积及其同比增速

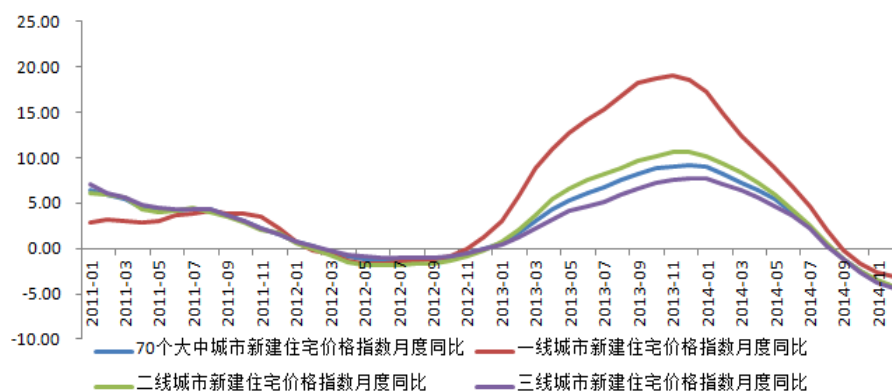


资料来源：Wind资讯

同时，我国70个大城市新建住宅价格指数当月同比在2012年3月至12月连续10个月持续下降后，自2013年1月至2014年8月持续增长，但2014年四季度又持续下降，价格波动较大。其中，2014年9月以来，二三线城市新建住宅价格指数当月同比下滑幅度大于一线城市。近年货币供应规模持续快速增长、市场资金面充裕是导致我国房地产市

场量价齐升的重要原因。2014年初至今，由于市场资金面趋于紧张、信贷缩紧、利率普遍上浮，我国房地产成交量价则相对低迷。

图7 2011年1月-2014年11月我国70个大中城市新建住宅价格指数月度同比增速(单位:%)



资料来源: Wind 资讯

2014年，我国宏观经济增速持续放缓，商品房销售面积与销售价格指数相对低迷，房地产开发投资有所下滑。受此影响，我国出台了一系列关于房地产市场发展的政策：年初提出“针对不同城市情况分类调控，增加中小套型商品房和共有产权住房供应，抑制投机投资性需求，促进房地产市场持续健康发展”；5月央行副行长在15家银行负责人座谈会上支持首套房贷（从利率和审贷流程方面）；6月以后呼和浩特等城市相继取消或放松限购；9月央行及银监会联合发文支持住房金融工作，推出房贷新政（调低房贷利率下限等）；10月住建部、财政部、人民银行联合发文放宽公积金贷款；12月国务院出台《不动产登记暂行条例》，将实现不动产登记信息的全面联网。此外，央行于2014年11月下调人民币存款与贷款基准利率，2015年1月降低存款准备金率，释放宽松的货币政策信号。从2014年以来的房地产行业政策来看，限购、限贷等手段逐渐退出，保障房建设、增加中小套型住房供给、不动产登记等长效机制逐步建立，有利于促进我国房地产行业的长期稳定发展。

但短期来看，不同城市量价走势和政策分化进一步加剧，一线城市和热点二线城市供不应求压力持续，多数二线城市供需均衡价格平稳；大多数三四线城市供应充足，部分城市需警惕供应过剩和价格下行风险，少数城市或将继续松绑政策鼓励需求，而毗邻核心城市的三四线城市量价仍有空间。受此影响，不同区域布局的房企将进一步分化：对于布局于一、二线城市的房企，其业绩将相对稳定；对于布局于三四线及以下城市的房企，其业绩将面临较大的不确定性。

五、公司治理与管理

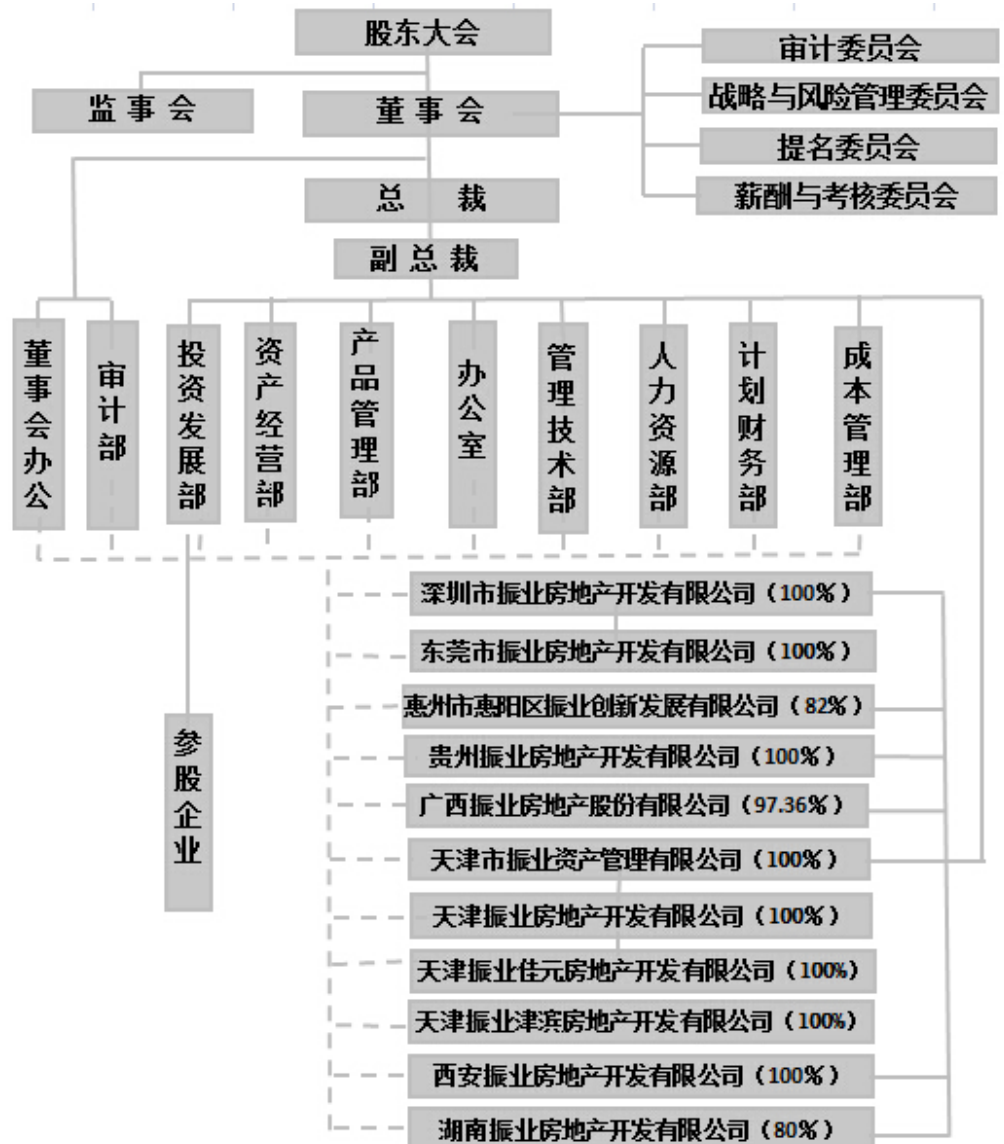
公司依据《公司法》、《公司章程》设立股东大会、董事会及监事会。公司董事会成员9名，其中独立董事3名，分别为企业经营管理、财务会计、法律方面的专业人士，可以为公司长期发展提供支持，维护股东权益。公司监事会由非董事和高管的股东代表与职工代表3名人员组成。董事会下设战略与风险管理、审计、薪酬与考核、提名四个专门委员会及董事会办公室、审计部。专门委员会按照法定程序及约定的议事细则开展工作，对总经理等高管人员的行为进行监督，维护股东利益，有利于降低所有权与经营权分离带来的风险。董事会办公室负责集团公司法人治理结构维护、信息披露事务及投资者关系管理等工作，审计部负责集团公司内部审计、控制及风险管理评价工作，协助处理审计委员会日常事务。

内部控制方面，公司建立了业务部门（子公司）定期测试、内控部门日常管理及审计综合检查等机制，制定了《振业纲领》、《内部控制手册》、《财务管控体系》、《房地产开发产品质量管理体系》等内部控制文件，以规范公司的日常运营。信息披露方面，公司2012年、2013年在深圳交易所的考核结果均为A³，信息披露真实、完整、及时。

公司集团总部设立投资发展部、资产经营部、产品管理部、计划财务部、成本管理部等多个职能部门及多家子公司，负责日常业务的运营管理，各部门权责相对明晰。投资发展部主要负责公司战略规划、投资及产权管理、项目营销及策划定位、滚动开发计划等工作；资产经营部主要负责公司自有物业的产权管理及经营等工作；产品管理部主要负责公司房地产项目的规划设计及地区公司项目的施工质量监控管理；成本管理部主要负责公司房地产项目的招投标管理、成本合同及预结算管理。为开拓省内外区域市场，公司以投资设立或合并等方式，获得深圳、广西、陕西、天津、湖南等地区子公司的所有权，各子公司负责各区域房地产项目的具体开发。在管理上，区域子公司总经理及部门总监均由公司派任，对公司总裁、副总裁负责，关于投资开发及销售等具体业务情况需定期上报集团总部对应的职能部门。公司组织架构如图8所示。

³ 深圳交易所信息披露工作考核结果依据上市公司信息披露质量从高到低划分为A、B、C、D四个等级。

图 8 截至 2014 年 9 月 30 日公司组织架构图



资料来源：公司提供

公司员工的受教育程度整体较高，专业结构可较好地满足公司的运营需要。截至 2013 年 12 月 31 日，公司在岗员工 296 人。从教育程度来看，本科及以上学历的员工 215 名，占比 72.64%；大专、中专及以下学历的员工 81 名，占比 27.36%。从专业构成来看，工程管理类 123 人，占比 41.55%；营销管理类 34 人，占比 11.49%；其他专业 139 人，占比 46.96%。

近年公司积极调整经营策略，加快推进商品房项目的开发与销售，通过并购、竞拍等多方式多渠道加强土地资源储备。未来公司将继续整合资金、人力等方面的资源，推进广东省内重点城市与省外区域布局，加快公司在国内重点二线城市的项目开发与销售，降低

业务区域布局的集中度。

此外，公司注重投资者回报，近年均实施了现金分红，2011-2013年每股派息（含税）分别为0.04元、0.1元、0.16元，股利支付率分别为9.12%、20.83%、30.06%。

六、经营与竞争

公司主要从事商品房开发与销售业务，近年加快推进项目开发与销售。公司2010-2012年拿地较谨慎，2013年以来调整经营策略，加强土地资源储备。2011-2013年公司商品房销售收入分别为254,707.84万元、297,676.51万元、452,986.61万元，年均复合增长率为33.36%。2014年1-9月，主要受项目开发周期影响，公司无新项目竣工，收入主要来自项目尾盘销售，故当期结转收入为59,137.65万元，较上年同期约下滑了64%。从盈利能力来看，近年商品房销售的毛利率波动较大，其中2011年的毛利率相对较高，主要系当年结转项目星海名城七期（含写字楼及住宅）拿地较早，土地成本较低所致。此外，物业出租收入近年总体上有所增长，对收入与利润形成一定补充。

表 3 公司近年营业收入构成与毛利率情况（单位：万元）

项目	2014年1-9月		2013年		2012年		2011年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
商品房销售	59,137.65	41.40%	452,986.61	32.93%	297,676.51	43.93%	254,707.84	52.55%
物业出租	5,847.79	43.97%	8,098.89	49.07%	9,948.00	51.23%	4,219.69	41.70%
合计	64,985.44	41.63%	461,085.50	33.21%	307,624.51	44.16%	258,927.53	52.37%

资料来源：公司提供

近年公司项目销售情况较好，2011-2013年结转收入持续提升，但2014年收入将有所下滑；公司积极布局广东省以外的区域，有利于降低单一市场波动风险

近年来，公司积极加快开发节奏，先后开发了振业峦山谷花园一期、星海名城七期、振业城四-五期与六-七期、惠阳·振业城一期与二期、振业·青秀山1号、西安振业·泊墅一期、天津·新博园等项目。受2011-2012年谨慎拿地的经营策略与项目开发周期的影响，公司2011年、2012年新开工面积较高，而2013年与2014年1-9月新开工面积较低。同时，公司2011-2013年竣工面积有所提升，但2014年1-9月无竣工项目。

在加快开发节奏的同时，公司加大项目销售力度，2011-2013年分别实现销售面积24.34万平方米、33.84万平方米、23.31万平方米，销售金额30.73亿元、41.72亿元、27.75亿元，商品房项目整体销售情况较好。其中，2012年销售面积与销售金额同比增长较快，主要系天津·新博园与振业城六-七期项目销售较好所致。受益于项目开发与销售推进，2011-2013年公司分别实现结转面积17.46万平方米、27.74万平方米、35.37万平方米，

结转金额 25.47 亿元、29.77 亿元、45.30 亿元，年均复合增长率分别为 42.33% 和 33.36%。其中，公司 2011 年的结转金额主要来自振业城四-五期、星海名城七期、振业峦山谷花园一期项目，2012 年的结转金额主要来自西安振业·泊墅一期与振业·青秀山 1 号项目，2013 年的结转金额主要来自天津新博园与振业城六-七期项目。

表 4 2011-2013 年以及 2014 年 1-9 月公司商品房开发与销售业务主要经营指标

项目	2014 年 1-9 月	2013 年	2012 年	2011 年
当期新开工面积（万平方米）	23.91	13.30	53.50	35.84
当期竣工面积（万平方米）	0.00	38.96	39.00	18.19
当期销售面积（万平方米）	23.06	23.31	33.84	24.34
当期合同销售金额（亿元）	23.70	27.75	41.72	30.73
当期结转面积（万平方米）	4.20	35.37	27.74	17.46
当期结转金额（亿元）	5.91	45.30	29.77	25.47
期末已售未结转金额（亿元）	18.98	6.54	23.81	13.65
当期竞得地块面积（万平方米）	5.71	11.22	0.00	0.00
当期竞得地块总价（亿元）	25.85	12.59	0.00	0.00

注：期末已售未结转金额系期末预收款项余额，公司依据销售合同是否签订确认合同销售金额，依据销售资金是否已到账确认当期结转金额与期末预收款项余额。

资料来源：公司提供

表 5 2011-2013 年以及 2014 年 1-9 月公司结转收入项目明细（单位：万元）

项目名称	2014 年 1-9 月	2013 年	2012 年	2011 年
天津新博园	25,699.53	265,247.32	0.00	0.00
振业城六-七期	10,625.19	90,484.70	0.00	0.00
西安振业·泊墅一期	13,743.60	37,923.00	102,051.88	0.00
振业峦山谷花园一期	2,306.86	24,885.75	43,221.92	52,160.34
振业·青秀山 1 号	1,142.70	16,177.06	62,590.43	0.00
振业城四-五期	1,116.59	6,121.34	33,753.37	98,809.32
振业城二-三期	0.00	4,622.64	4,480.44	7,096.63
惠阳·振业城二期（GH 组团）	0.00	4,549.00	12,801.35	0.00
星海名城七期	3,437.78	0.00	38,425.21	86,274.84
惠阳·振业城 D 组团	1,060.00	2,026.00	0.00	0.00
惠阳·振业城一期	0.00	900	158.72	9,120.39
其他项目	5.40	49.80	193.19	1,246.32
合计	59,137.65	452,986.61	297,676.51	254,707.84

资料来源：公司提供

随着西安振业·泊墅二期、长沙·振业城一期、振业峦山谷花园二期等项目 2013 年下半年的新开盘，2014 年 1-9 月，公司实现商品房销售金额 23.70 亿元，较上年同期的 17.5

亿元增长了 35.43%。但因无新项目竣工，2014 年 1-9 月公司结转面积与结转金额来自尾盘销售，分别为 4.2 万平方米与 5.91 亿元，同比下滑幅度分别约为 72% 与 64%，预计公司 2014 年全年结转收入将有所下降。但截至 2014 年 9 月末公司预收房款余额合计 18.98 亿元，随着其中部分项目四季度的结转，预计全年结转面积与结转金额的同比下滑幅度将有所缓和。

从区域分布来看，近年来，公司通过并购、合作开发、参与土地竞拍等多方式加强土地储备，布局广东省以外的其他区域市场。2011-2013 年以及 2014 年 1-9 月，公司在广东省（深圳与惠州）的结转收入占比分别为 100.00%、44.69%、29.49% 与 31.36%，同时，随着振业·青秀山 1 号、西安振业·泊墅一期、天津·新博园等项目的收入结转，公司在广西省、陕西省以及天津市等省外市场的收入占比有所提升，业务收入的区域集中度有所下降，有利于降低单一区域市场波动带来的系统性风险。目前长沙·振业城项目顺利推进，且公司近两年在广东省内的东莞、广州以及南宁、天津、陕西等地持续加强土地资源储备，有利于公司未来区域布局的持续分散。

表 6 近年公司商品房销售收入的区域分布（单位：万元）

项目	2014 年 1-9 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
广东省	18,546.42	31.36%	133,588.67	29.49%	133,034.20	44.69%	254,707.84	100.00%
广西省	1,148.10	1.94%	16,227.46	3.58%	62,590.43	21.03%	0.00	0%
陕西省	13,743.60	23.24%	37,923.16	8.37%	102,051.88	34.28%	-	-
天津市	25,699.53	43.46%	265,247.32	58.56%	-	-	-	-
合计	59,137.65	100.00%	452,986.61	100.00%	297,676.51	100.00%	254,707.84	100.00%

资料来源：公司提供

公司在建及拟建项目较多，业务持续性较有保障；但受区域市场及宏观环境等因素影响，项目销售存在不确定性，且随着该等项目的开发投入，公司面临较大的资金压力

截至 2014 年 9 月末，公司在建项目主要包括振业峦山谷花园二期、西安振业·泊墅二期、长沙振业城一期等已开售项目以及天津·启春里、东莞·松湖雅苑等未开售项目。此外，公司积极加强项目储备，2014 年先后在天津津滨开发区、广州市荔湾区、西安市浐灞区竞得土地 3 宗，占地面积合计 12.77 万平方米，规划建筑面积合计 32.38 万平方米，土地价款 286,800 万元。考虑到 2014 年 9 月末公司主要在建项目规划建筑面积合计 120.38 万平方米，主要拟建项目规划建筑面积合计 108.5 万平方米，随着在建与拟建项目的后续投资开发，公司未来业务持续性较有保障。

从具体项目来看，振业峦山谷花园二期位于龙岗区宝荷路和沙荷路交汇处，于 2011 年 3 月开工，以中小户型住宅为主，预计将于 2014 年 11 月竣工。该项目已于 2013 年 12

月开盘，截至 2014 年 9 月末已售面积 9.56 万平方米，销售金额 128,317.05 万元。西安振业·泊墅二期位于北二环东延线广安路，户型面积大多为 90-140 平方米，分 A、B 两个组团开发（A 组团、B 组团分别于 2012 年 8 月、2013 年 1 月开工，预计分别于 2014 年 9 月、2015 年 11 月竣工）。该项目已于 2013 年 8 月开盘，截至 2014 年 9 月末已售面积 8.14 万平方米，销售金额 56,106.88 万元。长沙·振业城一期位于岳麓区枫林路与雷锋西大道交汇处，已于 2012 年 12 月开工，以中小户型高层为主，洋房、别墅为辅，部分洋房预计将于 2014 年 11 月竣工。该项目已于 2013 年 11 月开盘，截至 2014 年 9 月末已售面积 4.7 万平方米，销售金额 51,903.98 万元。已开工未开售的在建项目主要有天津·启春里、东莞·松湖雅苑与广西振业·尚府。其中，天津·启春里位于红桥区双环路与佳宁道交口东北侧，户型面积以 90 平方米以下为主，2014 年 5 月开工，预计 2015 年可开盘销售；东莞·松湖雅苑位于寮步镇松山湖北部片区，建筑类型主要系低层及别墅等；广西振业·尚府位于南宁市大学东路与鲁班路交叉口，主要系中小户型高层建筑。

考虑到近年我国商品房销售面积与 70 个大中城市销售价格受宏观经济环境及调控政策等因素影响波动较大，且 2014 年以来国内商品房市场需求相对低迷，公司在建及拟建项目未来的销售存在不确定性。同时，截至 2014 年 9 月末公司主要在建项目尚需投入开发资金合计 254,530.98 万元，广州荔湾区地块尚需支付土地价款 101,500 万元，随着土地价款的清缴以及在建与拟建项目未来的开发投入，公司面临较大的资金压力。

表 7 截至 2014 年 9 月末公司主要在建项目情况

项目名称	计划总投资 (万元)	已投资 (万元)	规划建筑面积 (万 m ²)	可售面积 (万 m ²)	已售面积 (万 m ²)	开工时间
振业峦山谷花园二期	218,078.78	207,014.66	32.61	23.81	9.56	2011.03
西安振业·泊墅二期 A 组团	75,673.70	62,944.14	17.72	30.39	8.14	2012.08
西安振业·泊墅二期 B 组团	102,205.80	32,338.91	23.91			2013.01
长沙振业城一期	98,278.42	83,486.31	13.65	11.30	4.70	2013.05
惠阳·振业城商务中心	20,387.85	9,651.30	2.03	1.88	未开售	2008.05
天津·启春里	138,108.75	87,028.27	9.93	9.50	未开售	2014.05
东莞·松湖雅苑	82,113.85	31,922.56	10.97	8.40	未开售	2014.06
广西振业·尚府	55,525.81	21,455.83	9.56	8.73	未开售	2014.07
合计	790,372.96	535,841.98	120.38	94.01	22.40	

资料来源：公司提供

表 8 截至 2014 年 9 月末公司拟建项目储备土地情况

位置	取得时间	占地面积 (万平方米)	规划建筑面积 (万平方米)	土地价款 (万元)	已付地价 (万元)
广东省惠州市惠阳区	2009 年	5.80	--	3,309	3,309
湖南省长沙市岳麓区	2012 年	32.64	76.12	39,969	39,969
天津津滨开发区	2014 年	2.86	7.15	55,500	55,500
广州市荔湾区	2014 年	2.85	11.12	203,000	101,500
西安市浐灞区	2014 年	7.06	14.11	28,300	28,300
合计		51.21	108.50	330,078	228,578

注：1、惠州地块于 2010 年取得权证，权证号为国用 2010 第 2200034 号地，用于惠州·振业城 F 组团项目开发，其规划建筑面积未确定；2、长沙地块于 2010 年以前取得，并于 2012 年取得权证，权证号长国用 2012 第 67251-67259 号，用于长沙·振业城二期及后续项目开发。

资料来源：公司提供

此外，公司于 2013 年 11 月以 8.66 亿元中标深圳地铁集团横岗车辆段综合物业开发项目的合作开发项目（以下简称“横岗项目”），截至 2014 年末已支付合同价款 4.33 亿元，其余 50% 尚未支付。该项目总占地面积约 11.12 万平方米，总建筑面积 32.2 万平方米，其中住宅、商务公寓建筑面积分别为 22.55 万平米、4.10 万平米，其余为商业物业及其他配套面积，公司以中标价款为对价获得住宅和商务公寓 70% 的权益。该项目用地权证登记在深圳地铁集团有限公司名下，以其名义申请项目立项、报批报建、开发建设、物业租售等手续，而项目的开发、建设管理及会计核算等具体事宜由双方共同委派人员组建的非注册法人公司负责。该项目分两期开发，其中一期项目的土石方及边坡处理工程已于 2013 年年末开工，目前工程建设顺利推进，预计将于 2015 年 9 月开盘销售。

物业出租为公司收入与利润提供了较好的补充

公司物业出租收入包括深圳商品房项目的配套商业物业租金收入与配套停车场车位收入等，其中振业大厦、星海商业广场、宝丽大厦、振业梅苑等物业贡献了租金收入。公司可出租物业地理位置相对较好，其中振业大厦位于深圳市罗湖区宝安南路，可出租面积 2.57 万平方米，出租率较高；星海商业广场处于前海路与深南大道并汇处，于 2012 年 6 月顺利开业运营，可出租面积 3.55 万平方米，为公司首个综合型商业项目。

2011-2013 年，公司物业出租收入分别为 4,219.69 万元、9,948.00 万元、8,098.89 万元，总体上有所上升，为公司的收入与利润提供了一定补充。其中，2012 年物业出租的收入主要系当年新增了星海商业广场租金收入及竣工入伙的商品房项目停车场车位费收入所致，而当年毛利率的提升主要系新开业运营的星海商业广场毛利率相对较高所致。2014 年 1-9 月，公司物业出租收入为 5,847.79 万元⁴，较上年同期的 5,567.13 万元略有上升。

⁴ 由于占物业出租业务比重较大的停车场车位收入的结算时间在年底，故每年 1-9 月的收入占全年收入的比例不高。

总体而言，近年公司加快推进项目开发与销售，整体项目销售情况较好，2011-2013年结转收入持续提升，但主要受项目开发周期等因素影响，预计2014年结转收入有所下滑。在业务区域分布上，公司积极布局广东省以外的市场，有利于降低单一市场波动风险。此外，公司多方式加强土地资源储备，目前在建及拟建项目较多，未来业务持续性较有保障。但受区域市场、宏观经济与调控政策等因素影响，未来商品房项目销售情况存在不确定性，且随着剩余土地价款、横岗项目剩余投资款的支付以及在建与拟建项目的开发投入，公司面临较大的资金压力。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析是基于公司提供的经中审国际会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2011年审计报告、经中瑞岳华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012年审计报告、经瑞华会计师事务所⁵（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013年审计报告及未经审计的2014年三季度财务报告，以上报告均按照新会计准则进行编制。截至2014年9月末，纳入公司合并范围的子公司共计11家，2011-2013年及2014年1-9月公司合并范围变更情况见表1。

资产结构与质量

公司资产规模平稳增长，存货去化整体较好，但部分项目销售相对缓慢，且部分资产已用于借款抵押

近年公司资产规模平稳增长，2011-2013年年均复合增长率为9.44%，截至2014年9月末，公司资产总额为115.57亿元。结构上以流动资产为主，近年存货占比总体上有所下滑。

公司流动资产主要由货币资金、预付款项与存货构成。截至2014年9月末，货币资金余额为169,481万元，占总资产比重为14.66%，无使用权受限资金。2011年因到期归还的银行借款金额较大，货币资金余额较少。2014年9月末公司预付款项为85,133.73万元，较2013年末明显提升，主要系广州地块、西安地块的竞拍保证金。

⁵ 瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）是由原中瑞岳华会计师事务所和原国富浩华会计师事务所于2013年4月合并成立。

表 9 公司近年主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014 年 9 月末		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	比重	金额	占比
货币资金	169,481.00	14.66%	205,104.93	20.58%	183,135.94	19.60%	67,251.53	8.08%
预付款项	85,133.73	7.37%	10,139.50	1.02%	9,700.00	1.04%	8,450.00	1.02%
存货	702,810.83	60.81%	551,161.21	55.29%	576,441.04	61.69%	623,945.92	74.98%
流动资产合计	961,949.29	83.23%	770,330.13	77.28%	772,692.70	82.70%	702,545.80	84.42%
可供出售金融资产	9,006.39	0.78%	43,634.44	4.38%	34,324.61	3.67%	23,746.14	2.85%
投资性房地产	109,349.67	9.46%	111,180.85	11.15%	90,151.28	9.65%	76,087.08	9.14%
递延所得税资产	26,279.27	2.27%	20,620.66	2.07%	34,356.21	3.68%	26,363.20	3.17%
其他非流动资产	48,597.97	4.20%	48,318.42	4.85%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动资产合计	193,784.86	16.77%	226,485.88	22.72%	161,650.32	17.30%	129,651.61	15.58%
资产总计	1,155,734.15	100.00%	996,816.00	100.00%	934,343.03	100.00%	832,197.41	100.00%

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年三季度报

存货作为总资产的最大构成部分，包括完工开发产品、在建开发产品及拟开发产品。截至 2014 年 9 月末，公司存货为 702,810.83 万元，较上年末增长了 27.51%，主要系储备项目进入建设施工阶段使得投入增加所致。随着近年项目整体上销售较好，公司完工开发产品账面价值较快下滑，截至 2014 年 9 月末为 65,987.03 万元。其中，别墅类产品惠阳·振业城二期 GH 组团、D 组团合计已售面积占可售面积比例为 37%，销售相对缓慢（其销售情况见表 11），截至 2014 年 9 月末合计存货余额 24,358.91 万元，占完工开发产品存货余额的比例为 36.91%。其销售相对缓慢的主要原因为：别墅类产品销售单价及总价较高，销售周期相对较长，且周边同类楼盘供给较多，竞争激烈。此外，截至 2014 年 9 月末未完工的新城花园存货余额为 5,271.71 万，因其所在土地的使用权登记在其他公司名下而无法进行实质性变现，已计提跌价准备 3,843.25 万元。受公司投资开发节奏及土地储备计划的影响，公司近年在建开发产品及拟开发产品账面价值波动较大，其中，2014 年 9 月末在建开发产品的较快增长主要因当年拟开发产品逐渐进入施工建设阶段所致，而 2013 年拟开发产品的大幅增长则因当年土地储备的较快增长所致。

表 10 公司近年存货构成明细（单位：万元）

项目	2014 年 9 月末		2013 年		2012 年		2011 年	
	账面价值	占比	账面价值	占比	账面价值	占比	账面价值	占比
完工开发产品	65,987.03	939%	100,355.53	1821%	125,107.93	2170%	128,181.97	2054%
在建开发产品	543,970.67	7740%	287,905.53	5224%	389,280.36	6753%	419,344.57	6721%
拟开发产品	92,853.13	1321%	162,900.15	2956%	62,052.75	1076%	76,419.39	1225%
合计	702,810.83	10000%	551,161.21	10000%	576,441.04	10000%	623,945.92	10000%

资料来源：公司提供

表 11 截至 2014 年 9 月末去库存相对缓慢的完工开发产品情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	建筑面积	可售面积	已售面积	已售金额	存货余额	竣工时间
惠阳振业城二期 GH 组团	4.38	3.49	1.44	18,601.00	14,114.17	2011.12
惠阳振业城二期 D 组团	2.15	1.51	0.41	5,763.20	10,244.74	2013.12
合计	6.53	5.00	1.85	24,364.20	24,358.91	-

资料来源：公司提供

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、投资性房地产、递延所得税资产与其他非流动资产构成。可供出售金融资产系公司持有的上市公司中洲控股、鄂武商 A、交通银行流通股，2011-2013 年末其余额受市价的波动而有所波动，2014 年 9 月末其余额的较快下滑主要系当年出售了其持有的中洲控股股票所致。投资性房地产为公司的出租物业，使用成本模式进行后续计量，因公司分别于 2011 年、2012 年先后将星海名城七期负一至六楼、峦山谷一期商业物业确认为投资性房地产，其余额近年较快攀升，截至 2013 年末为 111,180.85 万元，其中部分物业已用于银行借款抵押。递延所得税资产主要由在建项目的预提土地增值税和预售项目的预缴所得税构成，其规模随着各项目土地增值税及所得税的预缴清缴变动而增减变化。

总体来看，公司资产规模平稳增长，存货去化整体较好，但惠阳·振业城二期 GH 组团、D 组团项目销售相对缓慢。同时，截至 2013 年末公司用于银行借款抵押受限的资产规模合计为 92,083.87 万元，未来融资空间受到一定限制。

资产运营效率

近年公司存货周转速度加快，总资产周转效率有所提高

商品房的开发周期（从拿地到竣工结转的时长）主要取决于项目开工前的批复进度、开工后的建设开发进度以及竣工后的销售结转速度，该周期影响公司的存货周转效率。在 2012-2013 年相对较好的市场环境下，公司调整经营策略，加快投资开发节奏并加大项目销售力度，使得存货周转天数由 2011 年的 1,768.51 天下降至 2013 年的 659.11 天，也促使总

资产周转天数由2011年的1,174.17天下降至2013年的753.89天，资产运营效率有所提升。与2014年主体级别为AA的同行业上市公司相比，近年公司存货周转速度相对较快。

此外，随着近年在建项目开发速度的提升，项目工程款的结算速度加快，公司应付账款周转天数总体上有所下降。

表 12 2011-2013 年公司资产运营效率（单位：天）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
存货周转天数	659.11	1,257.88	1,768.51
应付账款周转天数	136.50	217.98	191.64
总资产周转天数	753.89	1,033.65	1,174.17

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告

表 13 2014 年主体级别 AA 的房地产上市公司近年存货周转天数比较（单位：天）

公司	2013 年	2012 年	2011 年
深振业	659.10	1,257.86	1,768.17
福星股份	827.97	837.60	837.99
万通地产	940.44	637.06	753.30
中粮地产	1,372.47	1,585.90	2,040.82
渝开发	1,722.49	2,491.35	1,301.52
苏州高新	1,729.94	2,207.23	1,949.11
万业企业	1,849.95	2,528.09	3,166.23
凤凰股份	1,899.74	1,665.90	1,425.18
华发股份	1,971.52	2,841.36	1,496.26
中华企业	2,027.03	3,817.60	2,779.92
新黄浦	3,116.88	2,169.98	1,547.06
格力地产	3,269.75	4,171.49	4,301.08

注：表 16 中深振业近年存货周转天数因计算中四舍五入处理与本表数据存在微小差异。

资料来源：Wind 资讯

盈利能力

近年公司营收平稳增长，盈利能力相对较强

近年来，公司调整经营策略，积极推进商品房项目的开发销售与结转，实现了营业收入的持续平稳增长，2011-2013年营收分别为258,927.53万元、307,624.51万元、461,085.50万元，年均复合增长率为33.44%。2014年1-9月，由于无新项目竣工，公司商品房项目结转收入来自尾盘销售，故当期营业收入为64,985.44万元，同比下滑59.75%。考虑到2014年9月末公司预收款项余额为18.98亿元，随着其中部分项目在四季度的结转，2014年全年业绩同比下滑幅度或较三季度有所缓和。

从盈利能力来看，2011-2013年，公司综合毛利率有所下滑，其中2011年的综合毛利率处于较高水平，主要系当年结转的星海名城七期拿地较早、土地成本较低所致。但由于公司费用控制能力有所提升，期间费用率由2011年的8.78%下降至2013年的3.78%，公司销售净利润率的下滑幅度较小。2014年1-9月，公司土地资源储备及项目开发的资金需求较大，使得有息负债规模及财务费用较快上升，同时营业收入明显下滑，公司期间费用率大幅提高。但主要受益于出售其持有的中洲控股股票带来的投资收益，公司销售净利润率提升至36.68%的较高水平。从2014年主体级别为AA的同行业上市公司2013年盈利能力来看，公司盈利能力相对较强。

表 14 公司近年主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2014年1-9月	2013年	2012年	2011年
营业收入	64,985.44	461,085.50	307,624.51	258,927.53
营业利润	30,002.75	92,382.03	84,311.18	56,357.49
利润总额	31,403.68	92,627.52	84,518.47	56,425.50
综合毛利率	41.63%	33.21%	44.16%	52.37%
期间费用率	23.57%	3.78%	5.65%	8.78%
销售净利润率	36.68%	15.14%	20.47%	16.77%
总资产回报率	-	10.21%	9.71%	7.43%

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年三季度报

表 15 2014 年主体级别 AA 的地产上市公司 2013 年盈利能力比较（单位：万元）

项目	营业总收入	销售毛利率	期间费用率	销售净利润率
中粮地产	1,017,864.01	30.26%	11.50%	9.03%
福星股份	766,268.24	25.97%	6.89%	8.89%
华发股份	701,712.55	30.75%	7.78%	7.80%
中华企业	675,794.31	41.01%	17.64%	7.00%
深振业 A	461,085.50	33.21%	3.78%	15.14%
苏州高新	339,324.36	24.55%	13.77%	8.37%
万通地产	329,925.12	38.70%	13.69%	15.36%
格力地产	216,360.14	41.23%	11.72%	16.23%
万业企业	182,759.29	32.55%	8.11%	10.67%
凤凰股份	161,615.20	42.45%	9.11%	13.85%
渝开发	92,368.66	25.66%	18.73%	9.89%
新黄浦	85,745.06	27.64%	17.18%	27.77%

资料来源：Wind 资讯

现金流

近年公司经营活动现金净流量波动较大，随着在建与储备项目的开发推进，其面临较大的资金压力

受商品房项目销售情况与开发周期的影响，近年公司经营活动现金流量净额波动较大。其中，2012年经营活动现金净流入较2011年增加了82.02%，主要系天津新博园、深圳振业城六七期等项目销售房款增加所致；2013年，公司销售房款较上年有所减少，同时，购置储备土地（东莞、天津、南宁地块）以及项目工程投入增加，使得经营活动现金净流出89,029.19万元；2014年1-9月，公司商品房销售项目回款较上年同期有所减少，同时随着在建项目的投入以及天津储备土地价款、广州和西安地块竞拍保证金的支付，公司经营活动表现为94,125.50万元的现金净流出。

表 16 公司近年现金流情况（单位：万元）

项目	2014年1-9月	2013年	2012年	2011年
销售商品、提供劳务收到的现金	192,970.66	284,281.86	409,055.75	312,375.88
收到其他与经营活动有关的现金	81,926.38	4,396.13	3,700.76	6,947.41
经营活动现金流入小计	274,897.04	288,677.98	412,756.51	319,323.29
购买商品、接受劳务支付的现金	245,197.47	278,956.45	108,513.99	122,870.79
支付其他与经营活动有关的现金	87,643.32	15,233.13	12,827.43	11,951.09
经营活动现金流出小计	369,022.54	377,707.17	194,595.48	199,466.76
经营活动现金流量净额	-94,125.50	-89,029.19	218,161.03	119,856.52
投资活动现金流量净额	33,827.41	-44,175.76	591.29	777.28
筹资活动现金流量净额	29,138.56	150,718.40	-102,867.98	-219,816.66
其中：取得借款收到的现金	83,200.00	216,795.50	108,239.00	30,465.50
偿还债务支付的现金	15,628.00	32,172.00	193,100.00	228,400.00
现金及现金等价物净增加额	-31,156.52	17,501.58	115,884.41	-99,202.30

注：2011-2013年汇率变动对现金及现金等价物的影响均非零。

资料来源：公司2011-2013年审计报告及未经审计的2014年三季度报

近年公司投资活动现金流量净额对整体现金流的影响不大。其中，2013年投资活动现金流出扩大主要系支付横岗项目投资款所致，而2014年1-9月投资活动现金流入的增加主要系公司出售中洲控股股票收回投资所致。随着横岗项目剩余投资款的支付及其一期项目的开售，公司未来投资活动现金流出与流入将有所增加。

2011-2012年，随着房地产行业调控加强，公司开发节奏放缓，拿地谨慎，新增借款金额较少。同时，项目销售回笼资金增加，偿还债务支付的现金上升，使得筹资活动分别表现为219,816.66万元、102,867.98万元的现金净流出。2013年，为加强土地资源储备与推进在建项目的开发建设，公司取得借款大幅增加，且偿还借款减少，筹资活动表现为

150,718.40万元的现金净流入。2014年1-9月，公司借款的新增金额大于其减少金额，故筹资活动仍表现为现金净流入。随着在建项目的建设推进与储备项目的开发投入、银行借款的到期偿付，公司面临较大的资金压力。

资本结构与财务安全性

公司负债水平适中，财务结构较为稳健；但随着未来的项目开发投入及借款到期偿付，公司面临一定的偿债压力

近年公司总负债规模逐年上升，截至2014年9月末为754,836.18万元。随着利润的积累和股东投入资本的增加，2011-2013年公司所有者权益较快提升，使得负债与所有者权益比率总体上有所下降。从结构来看，公司负债以流动负债为主，但近年以长期债务融资为主，非流动负债占比明显上升，负债期限结构有所改善，同时，长期借款占有息负债的比例由2011年的16.69%上升至2014年9月末的68.47%，财务结构较为稳健。

表 17 公司近年资本结构（单位：万元）

项目	2014年9月末	2013年	2012年	2011年
总负债	754,836.18	578,125.12	579,446.84	543,304.44
其中：流动负债	493,349.17	307,932.43	452,470.14	504,461.24
非流动负债	261,487.01	270,192.70	126,976.70	38,843.20
所有者权益	400,897.97	418,690.88	354,896.18	288,892.97
负债与所有者权益比率	188.29%	138.08%	163.27%	188.06%

资料来源：公司2011-2013年审计报告及未经审计的2014年三季度报

表 18 公司近年主要负债构成（单位：万元）

项目	2014年9月末		2013年		2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10,000.00	132%	10,000.00	1.73%	5,000.00	0.86%	0.00	0.00%
应付账款	100,404.98	1330%	120,519.50	20.85%	112,995.83	19.50%	95,017.28	17.49%
预收款项	189,804.17	25.15%	65,396.09	11.31%	238,141.34	41.10%	136,537.66	25.13%
应交税费	70,067.04	9.28%	58,033.57	10.04%	78,842.02	13.61%	79,816.48	14.69%
一年内到期的非流动负债	109,000.00	14.44%	40,000.00	6.92%	0.00	0.00%	175,000.00	32.21%
流动负债合计	493,349.17	65.36%	307,932.43	53.26%	452,470.14	78.09%	504,461.24	92.85%
长期借款	258,400.00	34.23%	259,828.00	44.94%	120,204.50	20.74%	35,065.50	6.45%
非流动负债合计	261,487.01	34.64%	270,192.70	46.74%	126,976.70	21.91%	38,843.20	7.15%
负债合计	754,836.18	100.00%	578,125.12	100.00%	579,446.84	100.00%	543,304.44	100.00%

注：一年内到期的非流动负债均为一年内到期的银行借款。
 资料来源：公司2011-2013年审计报告及未经审计的2014年三季度报

公司经营性负债主要由应付账款、预收款项、应交税费和其他应付款构成。应付账款为公司在建开发产品的暂估应付工程款，2012、2013年因大部分工程尚未办理结算未达到约定付款条件，其余额有所上升，截至2014年9月末为100,404.98万元。预收款项为公司未结转的预售房款，2012年末其余额较快上升，同比增长74.41%，主要系天津新博园、深圳振业城六七期项目销售情况较好但未达到结转条件所致，2013年末随着该等项目的收入结转其余额较快下滑。截至2014年9月末，其余额为189,804.17万元，其中振业峦山谷花园二期、西安振业·泊墅二期、长沙振业城一期三个项目的余额分别为77,292.21万元、49,497.47万元、49,167.56万元，合计占比92.70%。应交税费2013年的明显下滑主要系星海名城五、六期土地增值税的清缴所致。

短期借款、长期借款（含一年内到期的非流动负债）系公司偿债压力的主要来源，近年来公司有息负债比率总体上较快上升。其中，短期借款系向控股股东深圳市国资委的1年期借款，年利率为6%，该借款截至2014年末已按期偿付，且公司于2014年12月以5.6%的年利率向深圳市国资委借入1亿元1年期借款。随着经营策略的调整及开发节奏的加快，公司长期借款（含一年内到期的非流动负债）近年有所上升，截至2014年9月末为367,400万元，其利率介于6%-8%之间，期限大多为2-3年（明细情况见表19）。从借款的本金偿还计划来看，公司2015年、2016年需偿付的借款本金分别为117,200万元、130,200万元，未来两年存在一定的偿债压力。

表 19 截至 2014 年 9 月末公司借款明细情况（单位：万元）

贷款公司	借款起始日	借款终止日	利率	金额
短期借款：				
市国资委	2013.12.03	2014.12.03	6.00%	10,000
一年内到期的非流动负债：				
兴业行深圳分行	2011.12.23	2014.12.20	7.38%	40,000
平安银行红宝支行	2012.04.12	2015.03.18	7.87%	34,000
建行深圳市分行	2012.08.30	2015.08.29	6.15%	35,000
小计				109,000
长期借款前五名：				
建行深圳市分行	2013.05.23	2016.02.29	6.77%	80,000
中行沙头角支行	2013.10.09	2015.10.09	6.77%	39,200
湖南招行八一路支行	2013.06.24	2016.06.24	7.38%	30,000
华兴银行深圳分行	2014.06.18	2017.06.17	7.63%	26,000
西安招行未央路支行	2013.07.04	2016.07.03	6.77%	20,200

小计				195,400.00
其他长期借款小计				63,000.00
借款合计				377,400.00

资料来源：公司提供

表 20 公司借款本金偿还计划（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年及以后
到期本金合计	117,200	130,200	80,000

资料来源：公司提供

因负债规模增长的同时，公司利润积累、股东投入资本均有所提高，近年公司资产负债率总体上变动不大。截至2014年9月末，公司资产负债率、剔除预收款项的资产负债率分别为65.31%、58.50%，与2014年主体级别为AA的同行业上市公司相比，负债水平适中。但是，公司近年有息负债比率有所上升，截至2014年9月末为50.00%，且大多有息负债在未来两年内到期，公司中短期偿债压力加大。从偿债能力指标来看，2012年随着公司利润水平的提升，EBITDA利息保障倍数明显提升，但2013年公司有息负债规模的上升带来利息支出的增加，使得EBITDA利息保障倍数由2012年的7.28下降至2013年的6.33。考虑到公司在建项目及拟建项目的建设资金投入，以及未来两年有息负债的到期偿付，公司面临一定的偿债压力。

表 21 公司近年主要偿债指标

项目	2014 年 1-9 月	2013 年	2012 年	2011 年
资产负债率	65.31%	58.00%	62.02%	65.29%
有息负债比率	50.00%	53.59%	21.61%	38.66%
流动比率	1.95	2.50	1.71	1.39
速动比率	0.53	0.71	0.43	0.16
EBITDA(万元)	-	101,729.24	87,886.44	64,506.62
EBITDA 利息保障倍数	-	6.33	7.28	3.86

注：有息负债比率=（短期借款+长期借款+一年内到期的长期借款）/负债合计。

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年三季报

表 22 2014 年主体级别 AA 的地产上市公司 2014 年 9 月末负债水平比较

项目	资产负债率	剔除预收款项的资产负债率
万业企业	48.67%	37.62%
渝开发	57.33%	53.17%
新黄浦	64.27%	62.85%
深振业 A	65.31%	58.50%
福星股份	68.83%	64.63%
万通地产	70.68%	67.42%
凤凰股份	74.12%	71.29%
中粮地产	78.33%	73.00%

华发股份	78.76%	76.74%
中华企业	79.68%	77.51%
苏州高新	80.86%	80.13%
格力地产	81.84%	80.65%

注：1、剔除预收款项的资产负债率=（总负债-预收款项）/（总资产-预收款项）。

资料来源：Wind 资讯

八、或有事项

截至2014年9月末，可能使公司资产减少的未决诉讼主要为新城花园合作建房纠纷。但因未决诉讼涉案金额较少，对公司业务影响不大。

经2003年12月广东省高级人民法院作出终审判决，公司分得新城花园已建成的8栋房产中的6栋，但因分得房产所在的土地使用权登记在其他公司名下而无法进行转让等实质性变现处理。截至2014年9月末，该项目的存货余额为5,271.71万元，公司已计提跌价准备3,843万元，公司未就分割、拍卖、共同开发等可行性方案与相关方取得一致意见，存货价值存在下降的风险。

九、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司日常经营所产生的现金流入对本期债券的偿付具有一定的保障。2011-2013年及2014年1-9月公司的营业收入分别为258,927.53万元、307,624.51万元、461,085.50万元和64,985.44万元；净利润分别为43,411.70万元、62,956.54万元、69,800.91万元和23,838.69万元；经营活动现金流量净额分别为119,856.53万元、218,161.03万元、-89,029.19万元和-94,125.50万元。截至2014年9月末公司商品房项目存货账面价值702,810.83万元，在建及拟建项目可售面积较大，该等项目未来的销售可为公司回笼资金，从而为本期债券的偿付提供保障。

此外，公司可通过其他途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿还。公司可通过在资本市场增发或银行借款等外部融资渠道筹集应急偿债资金，截至2014年9月末，公司拥有建设银行深圳分行、兴业银行深圳分行等银行的授信总额为435,500万元，其中已使用授信额度377,400万元，剩余可使用的授信额度为58,100万元。

但我们也注意到，公司商品房在建及拟建项目的销售情况受宏观经济及货币环境、行业调控政策、区域市场状况以及项目开发进度等因素影响，存在一定的不确定性。同时，可能存在因公司经营状况变化等原因而未达到授信条件的可能。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项 目	2014年9月	2013年	2012年	2011年
货币资金	169,481.00	205,104.93	183,135.94	67,251.53
应收账款	1,644.20	1,749.99	1,333.53	0.00
预付款项	85,133.73	10,139.50	9,700.00	8,450.00
其他应收款	2,879.53	2,174.49	2,082.19	2,898.35
存货	702,810.83	551,161.21	576,441.04	623,945.92
流动资产合计	961,949.29	770,330.13	772,692.70	702,545.80
可供出售金融资产	9,006.39	43,634.44	34,324.61	23,746.14
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	358.30
投资性房地产	109,349.67	111,180.85	90,151.28	76,087.08
固定资产	453.42	539.70	539.09	696.32
无形资产	0.00	2,053.21	2,108.71	2,164.20
长期待摊费用	98.15	138.59	170.42	236.37
递延所得税资产	26,279.27	20,620.66	34,356.21	26,363.20
其他非流动资产	48,597.97	48,318.42	0.00	0.00
非流动资产合计	193,784.86	226,485.88	161,650.32	129,651.61
资产总计	1,155,734.15	996,816.00	934,343.03	832,197.41
短期借款	10,000.00	10,000.00	5,000.00	0.00
应付账款	100,404.98	120,519.50	112,995.83	95,017.28
预收款项	189,804.17	65,396.09	238,141.34	136,537.66
应付职工薪酬	1,929.64	4,999.02	4,442.42	4,326.34
应交税费	70,067.04	58,033.57	78,842.02	79,816.48
应付利息	2,617.62	48.33	0.00	0.00
应付股利	228.77	93.56	0.00	174.20
其他应付款	9,296.94	8,842.35	13,048.55	13,589.28
一年内到期的非流动负债	109,000.00	40,000.00	0.00	175,000.00
流动负债合计	493,349.17	307,932.43	452,470.14	504,461.24
长期借款	258,400.00	259,828.00	120,204.50	35,065.50
预计负债	0.00	322.83	0.00	0.00
递延所得税负债	3,087.01	10,041.87	6,772.20	3,777.70
非流动负债合计	261,487.01	270,192.70	126,976.70	38,843.20
负债合计	754,836.18	578,125.12	579,446.84	543,304.44
实收资本	134,999.50	134,999.50	128,570.96	98,900.74
资本公积	48,506.83	74,495.87	67,513.49	59,574.79
盈余公积	88,140.16	88,140.16	77,384.98	67,588.18
未分配利润	114,695.49	111,660.30	72,092.55	53,800.52
归属于母公司所有者权益合计	391,814.21	409,295.83	345,561.98	279,864.23
少数股东权益	9,083.75	9,395.05	9,334.21	9,028.74

所有者权益合计	400,897.97	418,690.88	354,896.18	288,892.97
负债和所有者权益总计	1,155,734.15	996,816.00	934,343.03	832,197.41

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年三季度报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年1-9月	2013年	2012年	2011年
营业总收入	64,985.44	461,085.50	307,624.51	258,927.53
营业收入	64,985.44	461,085.50	307,624.51	258,927.53
营业总成本	60,676.41	369,581.44	224,040.50	203,589.37
营业成本	37,930.01	307,943.56	171,773.06	123,317.67
营业税金及附加	7,203.10	44,143.29	34,292.15	57,738.42
销售费用	4,501.45	6,734.18	10,433.65	9,660.14
管理费用	3,809.98	7,212.11	6,230.07	7,387.60
财务费用	7,006.10	3,459.82	725.39	5,677.24
资产减值损失	225.77	88.49	586.17	-191.70
投资收益（损失以“-”号填列）	25,693.71	877.97	727.17	1,019.33
营业利润	30,002.75	92,382.03	84,311.18	56,357.49
加：营业外收入	1,441.57	589.69	232.42	653.71
减：营业外支出	40.65	344.20	25.13	585.70
其中：非流动资产处置净损失	0.78	4.87	8.41	12.09
利润总额	31,403.68	92,627.52	84,518.47	56,425.50
减：所得税费用	7,564.99	22,826.61	21,561.93	13,013.80
净利润	23,838.69	69,800.91	62,956.54	43,411.70
归属于母公司所有者的净利润	23,960.11	69,608.58	61,715.08	43,396.79
少数股东损益	-121.42	192.34	1,241.46	14.91
加：其他综合收益	-20,781.95	6,982.37	7,938.71	-4,849.93
综合收益总额	3,056.74	76,783.28	70,895.24	38,561.77
归属于母公司所有者的综合收益总额	3,178.16	76,590.95	69,653.78	38,546.85
归属于少数股东的综合收益总额	-121.42	192.34	1,241.46	14.91

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年三季度报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014年1-9月	2013年	2012年	2011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	192,970.66	284,281.86	409,055.75	312,375.88
收到其他与经营活动有关的现金	81,926.38	4,396.13	3,700.76	6,947.41
经营活动现金流入小计	274,897.04	288,677.98	412,756.51	319,323.29
购买商品、接受劳务支付的现金	245,197.47	278,956.45	108,513.99	122,870.79
支付给职工以及为职工支付的现金	7,794.59	8,350.22	7,619.82	6,921.62
支付的各项税费	28,387.16	75,167.37	65,634.24	57,723.27
支付其他与经营活动有关的现金	87,643.32	15,233.13	12,827.43	11,951.09
经营活动现金流出小计	369,022.54	377,707.17	194,595.48	199,466.76
经营活动产生的现金流量净额	-94,125.50	-89,029.19	218,161.03	119,856.53
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	33,600.86	0.00	6.46	0.00
取得投资收益收到的现金	506.52	877.97	727.17	1,019.33
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	136.30	3,507.10	1.19	0.48
收到其他与投资活动有关的现金	1,500.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	35,743.68	4,385.07	734.83	1,019.80
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	660.60	242.41	143.54	242.52
投资支付的现金	55.67	48,318.42	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	1,916.27	48,560.83	143.54	242.52
投资活动产生的现金流量净额	33,827.41	-44,175.76	591.29	777.28
三、筹资活动产生的现金流量：				
取得借款收到的现金	83,200.00	216,795.50	108,239.00	30,465.50
筹资活动现金流入小计	83,465.14	216,795.50	108,239.00	30,465.50
偿还债务支付的现金	15,628.00	32,172.00	193,100.00	228,400.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	38,698.59	28,972.70	17,141.51	21,882.16
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	4,932.40	865.47	0.00
筹资活动现金流出小计	54,326.59	66,077.10	211,106.98	250,282.16
筹资活动产生的现金流量净额	29,138.56	150,718.40	-102,867.98	-219,816.66
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	3.01	-11.87	0.07	-19.45
五、现金及现金等价物净增加额	-31,156.52	17,501.58	115,884.41	-99,202.30

加：期初现金及现金等价物余额	200,637.52	183,135.94	67,251.53	166,453.83
六、期末现金及现金等价物余额	169,481.00	200,637.52	183,135.94	67,251.53

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年三季报

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	69,800.91	62,956.54	43,411.70
加：资产减值准备	88.49	586.17	-191.70
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,008.69	1,969.01	1,581.63
无形资产摊销	55.49	55.49	55.49
长期待摊费用摊销	92.49	111.71	124.89
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-0.82	8.41	12.09
财务费用	5,956.92	1,231.68	6,338.55
投资损失	-877.97	-727.17	-1,019.33
递延所得税资产减少	13,735.54	-7,993.00	-8,439.76
递延所得税负债增加	942.21	348.27	0.00
存货的减少	22,325.35	43,423.55	-60,999.32
经营性应收项目的减少	-1,036.75	-1,992.73	-2,444.93
经营性应付项目的增加	-203,119.74	118,183.10	141,427.21
经营活动产生的现金流量净额	-89,029.19	218,161.03	119,856.53
现金的期末余额	200,637.52	183,135.94	67,251.53
减：现金的期初余额	183,135.94	67,251.53	166,453.83
现金及现金等价物净增加额	17,501.58	115,884.41	-99,202.30

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告

附录四 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

附录五 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对发行主体开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，在受评债券存续期内发行主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据发行主体信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整发行主体信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据发行主体公开信息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或终止评级。

本评级机构将及时在网站（ www.pyrating.cn ）公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。