

深圳市振业(集团)股份有限公司

2015 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：

 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>

## 深圳市振业（集团）股份有限公司 2015 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

报告编号：

鹏信评【2015】跟踪第  
【125】号 01

债券剩余规模：15 亿元

债券到期日期：2018 年  
03 月 13 日

债券偿还方式：按年付  
息，到期一次还本

分析师

姓名：  
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

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 05 月 22 日

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”）及其 2015 年 3 月 13 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2015 年度跟踪评级结果为：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 2014 年公司积极储备与开发商品房项目，商品房签约面积、签约金额均有所增长，项目回笼资金有所增加，且目前公司在建及拟建项目合计的规划建筑面积较大，未来业务持续性较好；但我们也关注到受宏观经济下行及房地产市场相对低迷等因素影响，公司未来商品房销售存在不确定性，且在建及拟建项目的后续开发投入将使其面临一定的资金压力等风险因素。

### 正面：

- 公司加快项目开发建设。2014 年，公司加快商品房项目开发建设，全年新开工面积 66.82 万平方米，竣工面积 58.91 万平方米，均较上年明显上升。
- 公司加大营销力度，项目销售及资金回笼情况相对较好。2014 年，公司实现签约面积 30.62 万平方米，同比增长了 31.36%；实现签约金额 32.28 亿元，同比增长了 16.32%；全年回笼资金 31.39 亿元，同比增长了 10.42%，项目销售与资金回笼情况相对较好。
- 公司积极储备土地，业务持续性较有保障。2014 年，公司储备土地投资 28.90 亿元（含湖南公司 2,200 万元拆迁款），其建筑面积合计 31.15 万平方米；截至 2014 年末，公司在建及拟建项目合计规划建筑面积超过 200 万平方米，且其区域布局相对分散，随着其后续的开发，公司未来业务持续性较有保障。

## 关注：

- **受宏观经济下行及行业相对低迷等因素影响，公司未来商品房销售存在不确定性。** 2014年，全国商品房销售面积、销售金额同比分别下降了7.6%和6.3%，70个大中城市新建住宅价格指数自2014年四季度以来同比有所下滑；受宏观经济下行与行业相对低迷等因素影响，公司未来商品房销售存在不确定性。
- **在建与拟建项目尚需投入资金量较大，公司面临一定资金压力。** 截至2014年末，主要在建项目尚需投入开发资金合计19.29亿元，拟建项目合计尚需投入超过100亿元（其中广州荔湾区地块10.15亿元剩余地价已于2015年4月支付），随着该等项目未来的开发投入，公司面临一定的资金压力。
- **公司有息负债有所攀升，未来两年面临一定的偿债压力。** 截至2015年3月末公司有息债务规模为45.39亿元，较2013年末增长了46.50%，占总负债的比例由2013年末的52.68%上升至58.61%；公司2015年、2016年需偿还本息合计分别为14.17亿元、13.98亿元，未来两年面临一定的偿债压力。

## 主要财务指标：

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
总资产（万元）	1,216,910.82	1,175,321.75	1,006,853.64	934,343.03
归属母公司的所有者权益合计（万元）	433,660.46	413,445.40	409,295.83	345,561.98
有息债务（万元）	453,882.66	349,600.00	309,828.00	125,204.50
资产负债率	63.63%	64.14%	58.42%	62.02%
流动比率	2.00	1.75	2.45	1.71
速动比率	0.77	0.49	0.72	0.43
营业收入（万元）	138,923.27	232,872.96	461,085.50	307,624.51
营业利润（万元）	28,138.42	67,127.98	92,382.03	84,311.18
利润总额（万元）	28,142.92	68,515.46	92,627.52	84,518.47
综合毛利率	33.26%	36.56%	33.21%	44.16%
总资产回报率	-	7.51%	10.16%	9.71%
EBITDA（万元）	-	85,317.34	101,729.24	87,886.44
EBITDA利息保障倍数	-	3.05	6.33	7.28
经营活动净现金流净额（万元）	-73,941.51	-109,795.40	-89,029.19	218,161.03

资料来源：公司2012-2014年审计报告及未经审计的2015年一季度报

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2015]169”号文核准，公司于2015年3月13日发行3年期的15亿元公司债券，票面利率为5.20%。

本期债券的起息日为2015年3月13日，到期日为2018年3月13日。本期债券按年付息，到期一次还本，2016年至2018年每年的3月13日为上一个计息年度的付息日。截至2015年3月末，本期债券尚未发生还本付息事项。

本期债券募集资金扣除发行费用后净额149,475万元，截至2015年4月30日已全部用于补充流动资金。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司的注册资本、总股本及业务结构均未发生明显变化。2014年，公司控股股东深圳市国资委及其一致行动人深圳市远致投资有限公司通过二级市场分别增持公司股份21,828,223股、26,999,740股，截至2014年末，控股股东深圳市国资委通过直接和间接方式持有股份占公司总股本的34%。

2014年，纳入公司合并范围的子公司共12家，较上年增加2家，具体情况见表1。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	变更原因
天津振业津滨房地产开发有限公司	100%	10,000	房地产开发	新设
广州市振发房地产开发有限公司	100%	30,000	房地产开发	新设

注：2014年4月30日，全资子公司天津市振业房地产开发有限公司出资设立天津振业津滨房地产开发有限公司；2014年10月16日，全资子公司深圳市振业房地产开发有限公司出资设立广州市振发房地产开发有限公司。

资料来源：公司提供

截至2015年3月31日，公司资产总额为121.69亿元，归属于母公司的所有者权益为43.37亿元，资产负债率为63.63%；2014年度，公司实现营业收入23.29亿元，利润总额6.85亿元，经营活动现金净流出10.98亿元；2015年1-3月，公司实现营业收入13.89亿元，利润总额2.81亿元，经营活动现金净流出7.39亿元。

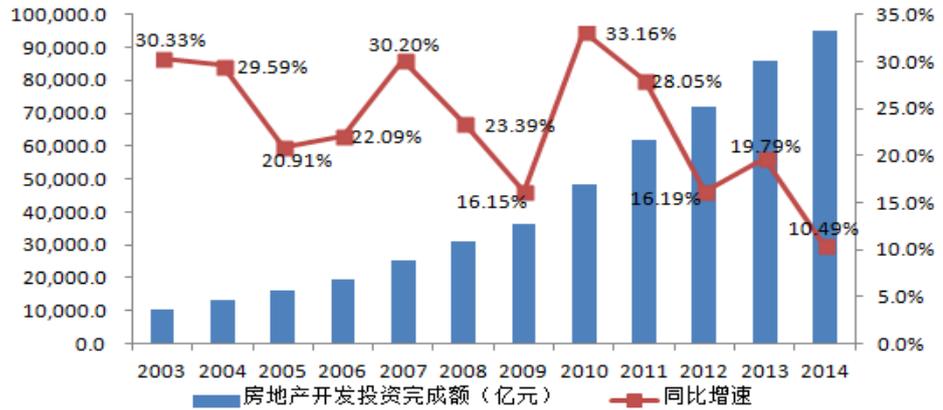
## 三、运营环境

### 2014年我国房地产行业开发投资增速放缓，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。

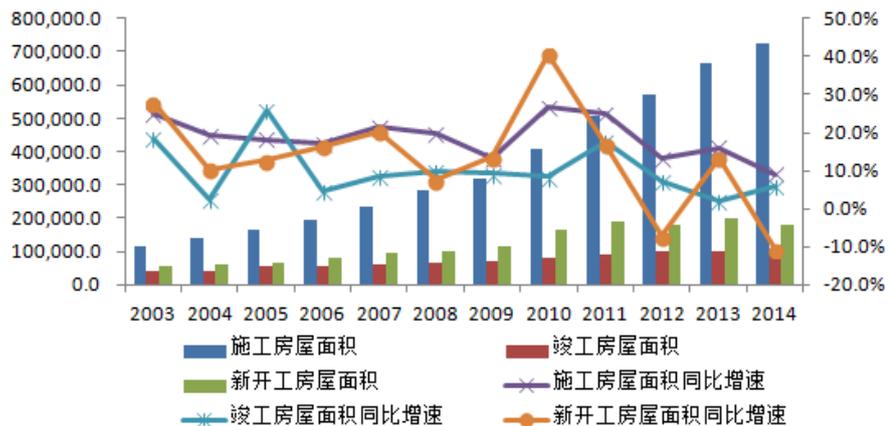
图1 2003-2014年全国房地产开发投资完成额及增速



资料来源：Wind资讯

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2 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）

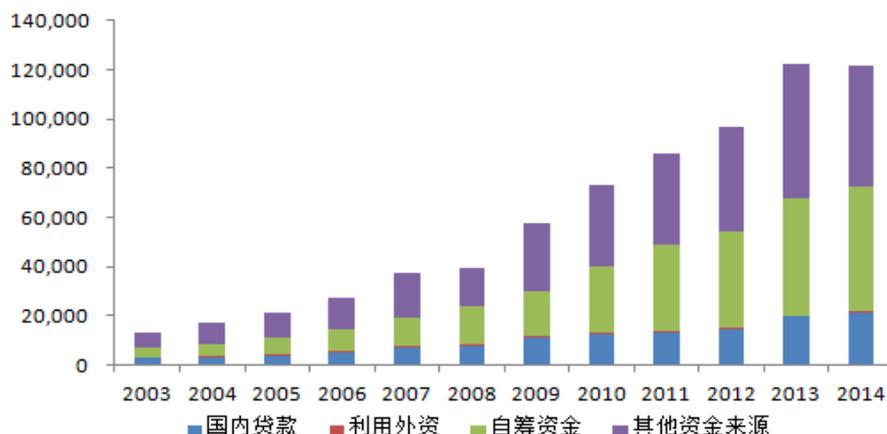


资料来源：Wind资讯

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。但受宏观经济下行及房地产市场相对低迷等因素影响，2014年，我国房企到位资金为121,991.48亿元，整体较上年略有下滑。其中，国内贷款21,242.61亿元，同比增长7.98%，较上年增速下滑了约25个百分点；自筹资金50,419.80亿元，同比增长6.31%，较上年增速下滑了约15个百分点；

利用外资639.26亿元，同比增长19.67%，较上年增速下滑了约13个百分点；其他资金（包括定金及预收款、个人按揭贷款等）49,689.81亿元，同比下滑了8.81%。

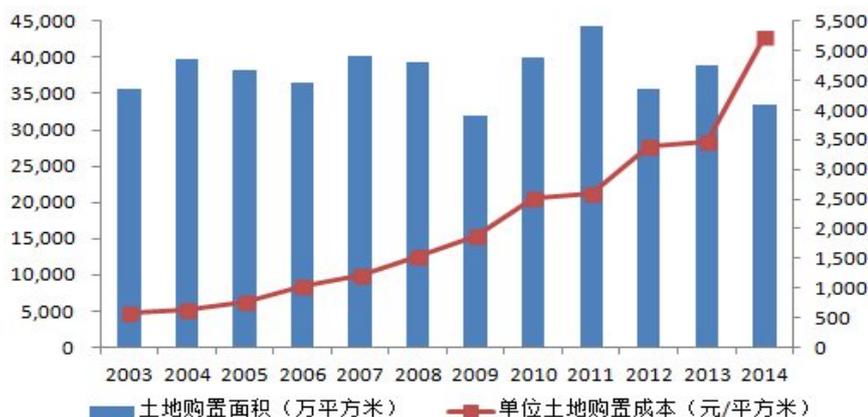
图3 2003-2014年房地产开发企业资金到位及构成情况（单位：亿元）



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4 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

2014年以来，我国房地产行业政策逐步以长效机制取代限购限贷等短期调控手段，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

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。2014年，随着宏观经济增速的放缓，我国房地产市场相对低迷，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%；全国商品房销售金额为76,292.41亿元，较上年同期下滑了6.31%。

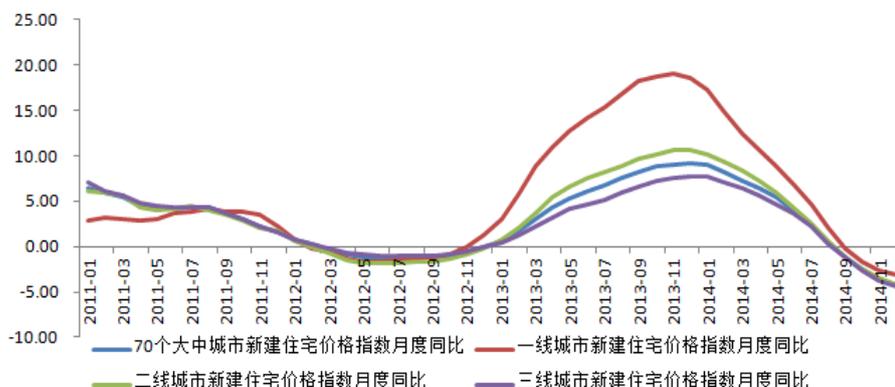
图5 2003-2014年商品房销售面积及其同比增速



资料来源：Wind资讯

同时，我国70个大中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、信贷收紧、利率普遍上浮，我国房地产成交量价则相对低迷。

图6 2011年1月-2015年1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

从政策方面来看，2014年，受房地产销售相对低迷、开发投资有所下滑等因素影响，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。

**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

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。

#### 四、经营与竞争

**2014年，公司积极储备土地及开发项目，并加大营销力度；但受项目自身周期等因素影响，结转收入有所下滑**

公司主要从事商品房开发与销售业务。2014年，公司加强深圳以外区域的土地资源储备，并加快推进项目的开发建设，使得当年土地投资支出及新开工面积、竣工面积均有所上升。具体来看，2014年，公司通过公开竞拍的方式先后获得天津滨海新区东区、广州荔湾区广钢新城及西安市浐灞区世博大道地块，新增土地总建筑面积合计31.15万平方米，储备土地投资28.90亿元（含0.22亿元湖南公司土地拆迁款）。同时，公司全面推行项目现场管理标准化，强化开发进度控制。2014年，天津启春里、东莞松湖雅苑、广西振业·尚府项目先后开工，西安振业·泊墅二期A组团、长沙振业城一期、振业峦山谷花园二期项目先后竣工，公司当年新开工面积66.82万平方米，竣工面积58.91万平方米，较上年均明显提升。

**表 3 近年公司商品房开发业务主要经营指标**

项目	2014年	2013年
新开工面积（万平方米）	66.82	13.30
竣工面积（万平方米）	58.91	38.96
签约面积（万平方米）	30.62	23.31
签约金额（亿元）	32.28	27.75
结转面积（万平方米）	20.65	35.37
结转金额（亿元）	22.46	45.30
期末已售未结转金额（亿元）	14.51	6.54
新增土地建筑面积（万平方米）	31.15	11.22
地块储备投资额（亿元）	28.90	12.59

资料来源：公司提供

在加快开发节奏的同时，公司及时调整营销思路，引入电商创新推广方式，加大项目

营销力度。2014年，在全国商品房销售面积、销售金额同比分别下降7.6%和6.3%的背景下，公司实现签约面积30.62万平方米，同比增长了31.36%；实现签约金额32.28亿元，同比增长了16.32%；全年回笼资金31.39亿元，同比增长了10.42%，项目销售与资金回笼情况相对较好。其中，主力销售的项目为振业峦山谷花园二期、长沙·振业城一期以及西安振业·泊墅二期，其销售金额分别为16.85亿元、5.21亿元、5.94亿元。

由于主力销售项目振业峦山谷花园二期及长沙·振业城一期系2014年11月竣工，截至当年末部分已售楼盘未办妥入伙手续等因素，2014年，公司商品房结转面积及结转收入均明显下滑，分别为20.65万平方米、22.46亿元。但由于毛利率相对较高的深圳地区结转收入占比有所提高（主力结转项目为振业峦山谷花园二期），2014年商品房销售业务毛利率由2013年的32.93%上升至36.25%。截至2014年末，公司预收房款余额为14.51亿元，其中振业峦山谷花园二期、长沙·振业城一期项目的预售房款分别为7.19亿元、4.26亿元。随着该等项目的收入结转，2015年1-3月公司实现商品房结转收入13.70亿元，较上年同期大幅增长。

**表 4 近年公司营业收入构成与毛利率情况（单位：万元）**

项目	2015年1-3月		2014年		2013年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
商品房销售	136,963.77	33.15%	224,645.22	36.25%	452,986.61	32.93%
物业出租	1,959.49	41.03%	8,227.74	44.90%	8,098.89	49.07%
<b>合计</b>	<b>138,923.27</b>	<b>33.26%</b>	<b>232,872.96</b>	<b>36.56%</b>	<b>461,085.50</b>	<b>33.21%</b>

资料来源：公司提供

**表 5 2013-2014 年公司商品房开发业务结转收入项目明细情况（单位：万元）**

项目名称	2014年	2013年
振业峦山谷花园二期	87,995.81	0.00
西安振业·泊墅二期 A 组团	47,409.97	0.00
天津新博园	26,006.00	265,247.32
长沙振业城一期	22,912.00	0.00
西安振业·泊墅一期	15,812.60	37,923.00
振业城六-七期	12,563.07	90,484.70
星海名城七期	3,437.27	0.00
振业峦山谷花园一期	2,952.63	24,885.75
惠阳·振业城 D 组团	1,739.34	2,026.00
振业城四-五期	1,394.32	6,121.34
振业·青秀山 1 号	1,292.8	16,177.06
惠阳·振业城二期（GH 组团）	811.75	4,549.00
振业城二-三期	310.96	4,622.64
其他项目	6.70	949.80

<b>合计</b>	<b>224,645.22</b>	<b>452,986.61</b>
-----------	-------------------	-------------------

资料来源：公司提供

从区域分布来看，随着振业峦山谷花园二期等项目的结转，2014年公司在广东省、湖南省及陕西省的结转收入占比均有所提高，在天津市的结转收入占比有所下滑，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，公司广西振业·尚府、东莞松湖雅苑、天津启春里等在建项目以及西安世博大道、长沙·振业城二期等拟建项目顺利推进，该等项目的开发建设有利于公司未来区域布局的进一步分散。

**表 6 2013-2014 年公司商品房销售收入的区域分布（单位：万元）**

地区	2014 年			2013 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
广东省	111,205.86	49.50%	39.83%	133,588.67	29.49%	45.35%
广西省	1,298.20	0.58%	30.93%	16,227.46	3.58%	51.36%
湖南省	22,912.24	10.20%	33.26%	-	-	-
天津市	26,006.34	11.58%	28.48%	265,247.32	58.56%	24.37%
陕西省	63,222.58	28.14%	34.34%	37,923.16	8.37%	41.18%
<b>合计</b>	<b>224,645.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>36.25%</b>	<b>452,986.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>32.93%</b>

资料来源：公司提供

公司拥有一定的在建及拟建项目，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，且随着其开发投入，公司面临一定的资金压力

截至2014年末，公司主要在建项目5个，包括已开售的长沙振业城一期、西安振业·泊墅二期B组团项目以及未开售的天津·启春里、东莞·松湖雅苑、广西振业·尚府等项目。该等项目计划总投资合计46.12亿元，截至2014年末已投资额合计26.84亿元，规划建筑面积合计71.00万平方米，可售面积合计54.08万平方米。

从具体项目来看，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）。其中，B组团于2014年9月开盘，建筑类型以高层为主，截至2014年末已售面积0.69万平方米，销售相对缓慢，主要原因为：产品类型与A组团同质，两个组团合计放量相对较大，且A组团为现房销售，B组团为现房销售。长沙·振业城一期位于岳麓区枫林路与雷锋西大道交汇处，以中小户型高层为主，洋房、别墅为辅，该项目已于2013年11月开盘，截至2014年末已售面积6.53万平方米，销售速度尚可。天津·启春里项目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6月开工，预计2015年可开盘销售，预计总投资额为14.43亿元，截至2014年末投资进度达到60.83%。东莞·松湖雅苑位于寮步镇松山湖北部片区，以89平方米的三居室及

120-140平方米的四居室户型为主，还有部分190-240平方米的联排别墅，该项目已于2014年6月开工，预计2015年9月开盘销售；广西振业·尚府项目主要系中小户型高层建筑，于2014年7月开工。

**表 7 截至 2014 年末公司主要在建拟建项目情况**

项目名称	计划总投资 (万元)	已投资 (万元)	规划建筑面积 (万㎡)	可售面积 (万㎡)	已售面积 (万㎡)	开工时间
<b>主要在建项目:</b>						
东莞松湖雅苑项目	77,147.80	34,160.70	10.97	8.47	未开售	2014.06
长沙振业城一期	85,268.09	78,631.64	13.32	11.26	6.53	2013.05
西安振业·泊墅二期 B 组团	98,967.59	44,837.91	23.91	17.93	0.69	2013.01
天津启春里项目	144,324.79	87,789.81	13.34	9.50	未开售	2014.06
广西振业·尚府	55,525.81	22,937.52	9.46	6.92	未开售	2014.07
<b>小计</b>	<b>461,234.08</b>	<b>268,357.58</b>	<b>71.00</b>	<b>54.08</b>	-	-
<b>拟建项目:</b>						
长沙振业城二期	445,326.91	49,537.11	16.25	11.98	未开售	2015.03
西安世博大道地块	104,585	31,669.50	14.11	-	未开售	2015.01
天津铂雅轩项目	111,119.18	58,167.67	9.71	6.89	未开售	2015.05
广州振业广钢新城地块	323,376.73	101,625.26	16.68	-	未开售	-
惠阳·振业城二期	279,656	7,566.39	77.15	-	未开售	-
惠阳·振业城 F1 组团	22,678.56	3,579.91	-	-	未开售	-
<b>小计</b>	<b>1,286,742.38</b>	<b>252,145.84</b>	<b>133.90</b>	-	-	-

注：天津铂雅轩、广州广钢新城、西安世博大道项目对应的地块系2014年竞拍获得，长沙振业城二期地块系2010年获得，惠阳振业城项目地块系2009年以前获得。

资料来源：公司提供

2014年，公司积极加强土地储备，先后在天津滨滨开发区、广州市荔湾区、西安市浐灞区竞得土地3宗，土地价款合计28.68亿元，占地面积合计12.77万平方米，计容建筑面积合计31.15万平方米，相应项目的规划建筑面积合计40.50万平方米。截至2014年末，公司拟建项目6个，包括长沙振业城二期、西安世博大道、天津铂雅轩、广州振业广钢新城项目等，该等项目规划建筑面积合计超过130万平方米。截至2014年末，公司所有新增土地储备均已在拟建项目中列示，无其他储备土地。

考虑到目前公司拥有一定数量的在建及拟建项目，规划建筑面积合计超过200万平方米，公司未来业务持续性较有保障，且该等项目区域布局相对分散。但近年我国商品房市

场需求相对低迷，70个大中城市销售价格受宏观经济环境等因素影响有所下滑，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年末公司主要在建项目尚需投入开发资金合计19.29亿元，拟建项目合计尚需投入超过100亿元（其中广州荔湾区地块10.15亿元剩余地价已于2015年4月支付），随着在建及拟建项目未来的开发投入，公司面临一定的资金压力。

此外，公司于2013年11月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”），以合营的投资方式参与该项目的开发，预计未来可为其带来一定的投资收益。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年内开盘销售。该项目中标价款8.66亿元，截至2015年4月末该款项已支付完毕。

总体而言，2014年，公司积极储备土地与推进项目开发，同时加大项目营销力度，使得当年新开工、竣工面积与项目销售情况较好。但受项目自身开发周期等因素影响，当年结转面积与结转收入均有所下滑。在业务区域分布上，公司积极布局广东、广西、天津、湖南、陕西等区域市场，有利于降低单一市场波动风险。目前公司拥有一定的在建及拟建项目，其合计规划建筑面积较大，未来业务持续性较有保障。但受区域市场、宏观环境等因素影响，公司未来商品房项目的销售存在不确定性，且随着在建与拟建项目的后续开发投入，公司面临一定的资金压力。

#### **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交汇处，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。

2014年，公司实现物业出租收入8,227.74万元，较上年略有增长，其毛利率为44.90%，为公司收入与利润提供了一定补充。2015年1-3月，公司物业出租收入为1,959.49万元，与上年同期基本持平，毛利率为41.03%。

## 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瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年审计报告以及未经审计的2015年一季报，公司财务报表均按照新会计准则进行编制。2014年纳入合并范围的子公司共12家，较上年增加2家，具体情况见附录四。

2014年公司会计政策变更，将原资本公积中归属于其他综合收益的26,254.18万元调整至其他综合收益科目，使得相关科目2014年年初数有所调整。此外，公司将原直接冲减应交税费的预缴税款调整至预付款项科目，使得预付款项、应交税费2014年年初余额有所变动。下文分析中2013年数据以2014年年初数为准。

### 资产结构与质量

**公司资产规模稳步增长，存货去化整体尚可，但部分资产所有权受限，资产流动性一般**

2014年，主要由于负债规模的上升，公司总资产规模稳步增长，截至2014年末达到117.53亿元，同比增长了16.73%，2015年3月末持续上升至121.69亿元。随着预付土地价款等科目余额的增加，2014年公司流动资产占比有所上升。

随着项目开发资金与土地价款的支付，2014年末公司货币资金余额大幅下降至13.63亿元，其中含银行借款及向购房客户提供按揭担保支付的保证金（使用权受限）7,549.74万元。2014年公司预付款项大幅增加至12.34亿元，同比增长了511.36%，主要系预付了广州振业广钢新城地块部分土地出让金而尚未办好相应权证所致；随着该地块剩余土地出让金的预付，2015年3月末预付款项余额较快上升至22.19亿元。此外，公司2014年处置了所持有的中洲控股3,376.81万股股票（按公允价值计量），使得可供出售金融资产年末余额大幅减少；投资性房地产2014年末余额变动不大，其中用于借款抵押的资产余额为5.97亿元；随着公司投资的横岗项目投入增加，其他非流动资产2014年末余额较快上升。

**表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	156,190.28	12.83%	136,261.22	11.59%	205,104.93	20.37%
预付款项	221,905.23	18.24%	123,355.60	10.50%	20,177.13	2.00%
存货	608,510.31	50.00%	681,336.35	57.97%	551,161.21	54.74%
<b>流动资产合计</b>	<b>994,085.82</b>	<b>81.69%</b>	<b>947,379.09</b>	<b>80.61%</b>	<b>780,367.76</b>	<b>77.51%</b>

可供出售金融资产	603.67	0.05%	533.30	0.05%	43,634.44	4.33%
投资性房地产	107,780.22	8.86%	108,568.45	9.24%	111,180.85	11.04%
递延所得税资产	22,372.94	1.84%	26,717.35	2.27%	20,620.66	2.05%
其他非流动资产	91,614.89	7.53%	91,626.37	7.80%	48,318.42	4.80%
<b>非流动资产合计</b>	<b>222,825.01</b>	<b>18.31%</b>	<b>227,942.66</b>	<b>19.39%</b>	<b>226,485.88</b>	<b>22.49%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,216,910.82</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,175,321.75</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,006,853.64</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年一季报，鹏元整理

2014年，公司完工产品结转存货货值14.67亿元；同时，大力推进在建项目及拟建项目的开发建设，西安振业·泊墅二期A组团、长沙振业城一期、振业峦山谷花园二期项目先后完工，天津启春里项目、东莞松湖雅苑项目、广西振业·尚府项目先后开工，使得公司完工开发产品年末余额有所增加，在建开发产品年末余额下滑不大；此外，公司加大项目储备力度，先后取得天津津滨开发区、广州市荔湾区（尚未办妥土地权证）、西安市浐灞区地块，增加了公司的土地储备。受此影响，2014年末公司存货余额上升至68.13亿元，同比增长了23.62%。其中已用于借款抵押的存货年末余额为11.39亿元，占比16.71%，其流动性受到一定的限制。

**表 9 2013-2014 年公司存货构成（单位：万元）**

存货构成	2014 年		2013 年	
	账面价值	占比	账面价值	占比
完工开发产品	293,331.52	43.05%	100,355.53	18.21%
在建开发产品	244,722.05	35.92%	287,905.53	52.24%
拟开发产品	143,282.78	21.03%	162,900.15	29.56%
<b>合计</b>	<b>681,336.35</b>	<b>100.00%</b>	<b>551,161.21</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

整体来看，2014 年，公司在加快开发节奏与加强项目储备的情况下，总资产规模稳步增长，且存货去化速度尚可，但受别墅类项目开发周期较长及周转速度较慢等因素影响，惠阳振业城二期 GH 组团、D 组团去库存相对缓慢。此外，存货、投资性房地产等资产负债中，所有权受限的资产余额合计为 18.43 亿元，占总资产的比例为 15.68%，资产整体流动性一般。

**表 10 截至 2014 年末开发产品中去库存相对缓慢项目情况（万平方米、万元）**

项目	总可售面积	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	3.49	1.44	1,8601.8	13,987.78	2011.12
惠阳振业城二期 D 组团	1.60	0.48	6,663.40	10,175.76	2013.11
<b>合计</b>	<b>5.09</b>	<b>1.92</b>	<b>25,265.20</b>	<b>24,163.54</b>	-

资料来源：公司提供

## 资产运营效率

### 公司加大在建及拟建项目投入与储备土地投资，资产周转速度放缓

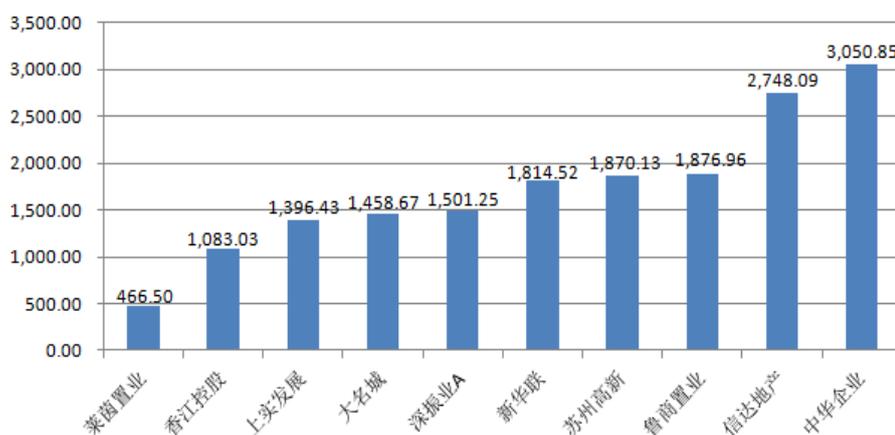
2014年，受公司项目开发周期及房地产行业相对低迷等因素影响，公司商品房项目结转面积及结转收入有所下滑；同时，公司加快推进在建及拟建项目的开发建设，并加大在天津、广州、西安区域的土地投资力度，使得存货、流动资产年末余额有所增长。受此影响，2014年公司存货周转天数由2013年的659.11天增加至1,501.56天，流动资产周转天数也有所上升，整体资产周转速度放缓。与同业收入规模相近的上市公司相比，2014年公司存货周转效率适中。

表 11 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2014年	2013年
存货周转天数	1,501.56	659.11
流动资产周转天数	1,335.47	606.29
总资产周转天数	1,686.72	757.81

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告

图 7 2014 年部分上市房企存货周转天数比较（单位：天）



资料来源：Wind 资讯

## 盈利能力

### 受项目开发周期等因素影响，公司营业收入及利润水平有所下滑

2014年，在宏观经济增速放缓、房地产行业销售低迷等环境下，公司及时调整营销思路，有针对性地制定营销策略，使得深圳天峦、西安泊墅、长沙振业城等项目销售情况较好，使得当年合同销售面积、合同销售金额同比分别增长了31.36%、16.32%。但主要受项目开发周期等因素影响，公司当年商品房项目结转面积和结转金额分别下降了41.62%、

50.42%，使得当年营业收入明显减少至23.29亿元，同比下滑了49.49%。截至2014年末，公司预收款项余额为14.51亿元，一定程度上锁定了公司的短期业绩。2015年1-3月，公司实现营业收入13.89亿元，较2014年一季度的2.63亿元大幅增加。

2014年，营业收入规模的缩减带来利润水平的下滑，公司营业利润及利润总额明显下降。但受益于商品房项目毛利率较高的深圳地区结转收入占比提高，公司综合毛利率由2013年的33.21%上升至2014年的36.56%；同时，公司处置大部分按公允价值计量的可供出售金融资产，带来投资收益的增加。受此影响，公司营业利润、利润总额的同比下降幅度分别为27.34%、26.03%，较营业收入的下滑幅度小，且销售净利率有所提高。与同业规模相近的上市房企相比，2014年公司销售毛利率与营业利润率相对较高。

**表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2015年1-3月	2014年	2013年
营业收入	138,923.27	232,872.96	461,085.50
投资收益	-11.48	31,593.84	877.97
营业利润	28,138.42	67,127.98	92,382.03
利润总额	28,142.92	68,515.46	92,627.52
净利润	21,051.71	51,245.36	69,800.91
综合毛利率	33.26%	36.56%	33.21%
期间费用率	5.66%	11.02%	3.78%
销售净利率	15.15%	22.01%	15.14%
总资产回报率	-	7.51%	10.16%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年一季报，鹏元整理

**表 13 2014 年公司与部分上市房企盈利能力比较（单位：亿元、%）**

公司简称	营业收入	销售毛利率	期间费用率	营业利润率
鲁商置业	56.82	22.35	6.34	6.77
大名城	53.80	35.43	9.72	15.14
信达地产	48.50	35.79	17.16	19.32
中华企业	44.15	22.18	33.44	-3.61
香江控股	44.07	35.86	13.11	10.06
上实发展	38.03	32.98	10.27	31.44
莱茵置业	37.17	15.95	3.85	5.21
苏州高新	35.75	25.69	19.44	0.56
新华联	35.01	25.44	13.13	12.45
<b>深振业 A</b>	<b>23.29</b>	<b>36.56</b>	<b>11.02</b>	<b>28.83</b>

资料来源：Wind 资讯

## 现金流

### 公司土地投资与项目开发支出金额较大，对外部融资仍较为依赖

2014年，公司加大营销力度，实现销售面积及销售金额的增长，使得全年商品房项目回笼资金31.39亿元，较上年度增长10.42%，带来经营活动现金流入的增加。同时，公司加快推进在建及拟建项目的开发建设，并加大储备土地投资力度，使得经营活动现金流出较上年明显增加，公司经营活动表现为10.98亿元的现金净流出。

2014年公司投资活动现金流入主要系当年处置可供出售金融资产实现的投资收益，随着横岗项目剩余投资款的支付，公司未来投资支出将有所增加。2014年公司筹资活动现金流入与现金流出规模差异不大，经营活动所需资金主要来自营运资金；为支持土地投资及项目开发建设等资金需求，2015年3月，公司成功发行了本期债券，募集资金15亿元，使得2015年1-3月筹资活动现金净流入规模较大，公司经营活动对筹资活动仍较为依赖。目前公司在建及拟建项目尚需投入的资金量较大，随着该等项目的推进及合作项目剩余投资款的支付，公司仍面临一定的资金压力。

**表 14 近年公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2015年1-3月	2014年	2013年
经营活动现金流入小计	107,532.59	315,871.83	288,677.98
其中：销售商品、提供劳务收到的现金	70,997.80	313,916.00	284,281.86
经营活动现金流出小计	181,474.10	425,667.23	377,707.17
其中：购买商品、接受劳务支付的现金	129,322.25	357,164.26	278,956.45
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-73,941.51</b>	<b>-109,795.40</b>	<b>-89,029.19</b>
投资活动现金流入小计	0.00	42,132.31	4,385.07
投资活动现金流出小计	2,003.62	3,789.52	48,560.83
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-2,003.62</b>	<b>38,342.79</b>	<b>-44,175.76</b>
筹资活动现金流入小计	149,475.00	112,932.55	216,795.50
筹资活动现金流出小计	50,746.21	116,507.25	66,077.10
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>98,728.79</b>	<b>-3,574.70</b>	<b>150,718.40</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>22,785.22</b>	<b>-75,026.04</b>	<b>17,501.58</b>

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年一季度

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息负债规模有所攀升，未来两年面临一定的偿债压力

为支持在建及拟建项目的开发与储备土地的投资，公司负债规模有所增加，截至2015年3月末为77.44亿元，较2013年末增长了31.66%，使得负债与所有者权益比率明显上

升。从结构上看，有息债务规模进一步攀升，公司流动负债的占比总体有所上升。

**表 15 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2015年3月	2014年	2013年
负债总额	774,359.75	753,875.17	588,162.76
所有者权益	442,551.07	421,446.58	418,690.88
负债与所有者权益比率	174.98%	178.88%	140.48%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年一季报，鹏元整理

公司债务压力主要来自短期借款、长期借款（含一年内到期的非流动负债）、应付债券，截至2015年3月末公司有息债务规模为45.39亿元，较2013年增长了46.50%，占总负债的比例由2013年末的52.68%上升至58.61%。其中，短期借款余额2亿元，信用借款及票据借款各为1亿元；长期借款（含一年内到期的长期借款）系有息负债的最大组成部分，信用借款、保证借款、抵押借款余额分别为7.32亿元、12.35亿元、13.29亿元，借款期限大多在2-3年，利率类型以浮动利率为主，前五名大额借款均在2016年底之前到期；应付债券系本期债券，期限3年，票面利率为5.20%，利率水平相对较低。总的来看，公司2015年、2016年需偿还本息合计分别为14.17亿元、13.98亿元，未来两年面临一定的偿债压力。

**表 16 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	20,000.00	2.58%	20,000.00	2.65%	10,000.00	1.70%
应付账款	105,768.57	13.66%	118,012.94	15.65%	120,519.50	20.49%
预收款项	77,310.06	9.98%	145,070.01	19.24%	65,396.09	11.12%
应交税费	76,383.32	9.86%	83,190.46	11.04%	68,071.21	11.57%
其他应付款	53,276.34	6.88%	51,524.74	6.83%	8,842.35	1.50%
一年内到期的非流动负债	157,800.00	20.38%	116,700.00	15.48%	40,000.00	6.80%
<b>流动负债合计</b>	<b>497,704.88</b>	<b>64.27%</b>	<b>540,444.63</b>	<b>71.69%</b>	<b>317,970.06</b>	<b>54.06%</b>
长期借款	126,600.00	16.35%	212,900.00	28.24%	259,828.00	44.18%
应付债券	149,482.66	19.30%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>276,654.88</b>	<b>35.73%</b>	<b>213,430.54</b>	<b>28.31%</b>	<b>270,192.70</b>	<b>45.94%</b>
<b>负债合计</b>	<b>774,359.75</b>	<b>100.00%</b>	<b>753,875.17</b>	<b>100.00%</b>	<b>588,162.76</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	453,882.66	58.61%	349,600.00	46.37%	309,828.00	52.68%

注：1、有息债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券；2、一年内到期的非流动负债均为一年内到期的长期借款。

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年一季报，鹏元整理

**表 17 截至 2014 年末长期借款（含一年内到期）前五名明细情况（单位：万元）**

贷款单位	借款起始日	借款终止日	年末数
<b>一年内到期的长期借款：</b>			
建行深圳市分行	2012/8/30	2015/8/29	35,000.00
中行深圳东部支行	2013/10/9	2015/10/9	20,000.00
平安银行深圳红宝支行	2012/4/12	2015/3/18	15,000.00
中行深圳东部支行	2013/10/31	2015/10/9	10,000.00
中行深圳东部支行	2014/3/14	2015/10/9	9,200.00
<b>合计</b>			<b>89,200.00</b>
<b>其他长期借款：</b>			
建行深圳市分行	2013/5/23	2016/2/29	40,000.00
招商银行长沙八一路支行	2013/6/24	2016/6/24	28,000.00
华兴银行深圳分行	2014/6/18	2017/6/17	26,000.00
建行深圳市分行	2013/10/12	2016/2/29	20,000.00
建行深圳市分行	2014/3/10	2016/2/29	20,000.00
<b>合计</b>			<b>134,000.00</b>

资料来源：公司 2014 年审计报告

**表 18 截至 2014 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年以后
本金	136,700	128,200	31,000	53,700
利息	5,046	11,558	6,063	27,661
<b>合计</b>	<b>141,746</b>	<b>139,758</b>	<b>37,063</b>	<b>81,361</b>

资料来源：公司提供

此外，公司应付账款2014年末变动不大，预收款项2014年末为14.51亿元，同比增长了121.83%，其中西安振业·泊墅二期A组团、振业峦山谷花园二期、长沙·振业城一期三个项目预售房款合计12.95亿元，随着振业峦山谷花园二期等项目的收入结转，2015年3月末其余额有所下滑。2014年末其他应付款余额主要系公司尚未支付的横岗项目剩余投资款，该款项已于2015年4月支付。

随着有息债务及其他应付款的攀升，公司资产负债率由2013年末的58.42%上升至2015年3月末的63.63%，与收入规模相近的上市房企相比，公司负债水平相对较低。随着流动负债的增加，公司流动比率与速动比率有所下降，流动资产对流动负债的覆盖减弱。同时，利润水平的下降及利息支出的增加带来EBITDA利息保障倍数的下降，公司偿债能力有所减弱。随着在建及拟建项目的后续投入以及债务的到期偿付，未来两年公司外部融资需求仍较大。

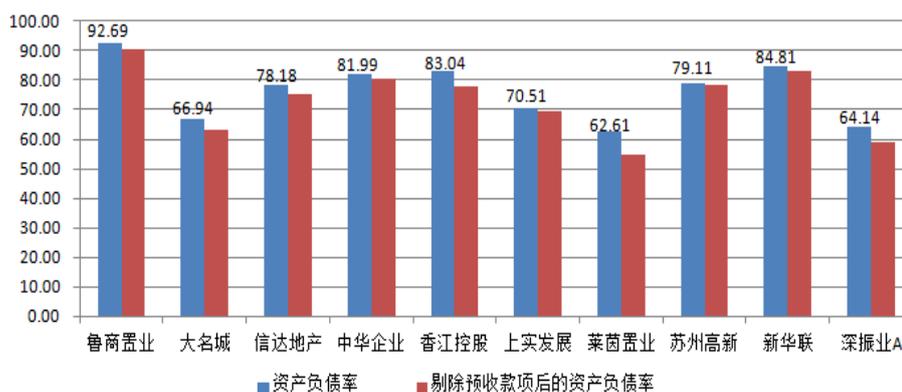
表 19 公司偿债能力指标

指标名称	2015 年 3 月	2014 年	2013 年
资产负债率	63.63%	64.14%	58.42%
剔除预收款项的资产负债率	61.17%	59.09%	55.53%
流动比率	2.00	1.75	2.45
速动比率	0.77	0.49	0.72
EBITDA (万元)	-	85,317.34	101,729.24
EBITDA 利息保障倍数	-	3.05	6.33

注：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：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年一季度报，鹏元整理

图 8 2014 年公司与部分上市房企负债水平比较（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

## 六、评级结论

2014年，公司加强深圳以外区域的土地资源储备，并加快推进项目的开发建设，使得当年土地投资支出及新开工面积、竣工面积均有所上升；同时，公司加大项目营销推广力度，使得公司商品房签约面积、签约金额均有所增长，售楼回笼资金有所增加。此外，物业出租收入及毛利率相对稳定，为公司收入与利润提供一定的补充。截至2014年末，公司预收款项余额较多，一定程度上锁定了短期业绩，且公司拥有一定的在建及拟建项目，合计的规划建筑面积较大，未来业务持续性较好。

但我们也注意到，2014年，受项目自身开发周期等因素影响，公司商品房结转面积及结转金额均明显下滑，同时，考虑到近年宏观经济增速放缓及房地产市场相对低迷等因素影响，公司未来楼盘的销售及资金回笼存在不确定性。此外，公司在建及拟建项目尚需投入资金量较大，存在一定的外部融资需求，且公司有息负债有所攀升，未来两年面临一定的偿债压力。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级AA和本期债券信用等级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3月	2014年	2013年	2012年
货币资金	156,190.28	136,261.22	205,104.93	183,135.94
应收账款	1,697.44	1,602.51	1,749.99	1,333.53
预付款项	221,905.23	123,355.60	20,177.13	9,700.00
其他应收款	5,782.55	4,823.41	2,174.49	2,082.19
存货	608,510.31	681,336.35	551,161.21	576,441.04
流动资产合计	994,085.82	947,379.09	780,367.76	772,692.70
可供出售金融资产	603.67	533.30	43,634.44	34,324.61
投资性房地产	107,780.22	108,568.45	111,180.85	90,151.28
固定资产	386.73	418.63	539.70	539.09
无形资产	0.00	0.00	2,053.21	2,108.71
长期待摊费用	66.56	78.56	138.59	170.42
递延所得税资产	22,372.94	26,717.35	20,620.66	34,356.21
其他非流动资产	91,614.89	91,626.37	48,318.42	0.00
非流动资产合计	222,825.01	227,942.66	226,485.88	161,650.32
<b>资产总计</b>	<b>1,216,910.82</b>	<b>1,175,321.75</b>	<b>1,006,853.64</b>	<b>934,343.03</b>
短期借款	20,000.00	20,000.00	10,000.00	5,000.00
应付账款	105,768.57	118,012.94	120,519.50	112,995.83
预收款项	77,310.06	145,070.01	65,396.09	238,141.34
应付职工薪酬	2,859.21	2,882.04	4,999.02	4,442.42
应交税费	76,383.32	83,190.46	68,071.21	78,842.02
应付利息	4,078.61	2,835.66	48.33	0.00
应付股利	228.77	228.77	93.56	0.00
其他应付款	53,276.34	51,524.74	8,842.35	13,048.55
一年内到期的非流动负债	157,800.00	116,700.00	40,000.00	0.00
流动负债合计	497,704.88	540,444.63	317,970.06	452,470.14
长期借款	126,600.00	212,900.00	259,828.00	120,204.50
应付债券	149,482.66	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	322.83	0.00
递延所得税负债	572.22	530.54	10,041.87	6,772.20
非流动负债合计	276,654.88	213,430.54	270,192.70	126,976.70
<b>负债合计</b>	<b>774,359.75</b>	<b>753,875.17</b>	<b>588,162.76</b>	<b>579,446.84</b>
股本	134,999.50	134,999.50	134,999.50	128,570.96
资本公积	48,432.16	48,432.16	48,241.68	67,513.49
其他综合收益	387.90	335.12	26,254.18	0.00

盈余公积	104,165.47	104,165.47	88,140.16	77,384.98
未分配利润	145,675.42	125,513.13	111,660.30	72,092.55
归属于母公司股东权益合计	433,660.46	413,445.40	409,295.83	345,561.98
少数股东权益	8,890.61	8,001.19	9,395.05	9,334.21
<b>股东权益合计</b>	<b>442,551.07</b>	<b>421,446.58</b>	<b>418,690.88</b>	<b>354,896.18</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,216,910.82</b>	<b>1,175,321.75</b>	<b>1,006,853.64</b>	<b>934,343.03</b>

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年一季度报

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012年
<b>一、营业总收入</b>	<b>138,923.27</b>	<b>232,872.96</b>	<b>461,085.50</b>	<b>307,624.51</b>
其中：营业收入	138,923.27	232,872.96	461,085.50	307,624.51
<b>二、营业总成本</b>	<b>110,773.37</b>	<b>197,338.82</b>	<b>369,581.44</b>	<b>224,040.50</b>
其中：营业成本	92,719.90	147,745.74	307,943.56	171,773.06
营业税金及附加	10,121.40	23,549.25	44,143.29	34,292.15
销售费用	842.37	7,386.96	6,734.18	10,433.65
管理费用	1,379.53	6,391.33	7,212.11	6,230.07
财务费用	5,639.56	11,889.23	3,459.82	725.39
资产减值损失	70.61	376.31	88.49	586.17
加：投资收益	-11.48	31,593.84	877.97	727.17
<b>三、营业利润</b>	<b>28,138.42</b>	<b>67,127.98</b>	<b>92,382.03</b>	<b>84,311.18</b>
加：营业外收入	5.12	1,432.11	589.69	232.42
减：营业外支出	0.62	44.63	344.20	25.13
其中：非流动资产处置损失	0.62	4.76	4.87	8.41
<b>四、利润总额</b>	<b>28,142.92</b>	<b>68,515.46</b>	<b>92,627.52</b>	<b>84,518.47</b>
减：所得税费用	7,091.21	17,270.10	22,826.61	21,561.93
<b>五、净利润</b>	<b>21,051.71</b>	<b>51,245.36</b>	<b>69,800.91</b>	<b>62,956.54</b>
其中：归属于母公司股东的净利润	20,162.29	50,803.07	69,608.58	61,715.08
少数股东损益	889.43	442.29	192.34	1,241.46
六、其他综合收益的税后净额	52.77	-25,919.06	6,982.37	7,938.71
<b>七、综合收益总额</b>	<b>21,104.49</b>	<b>25,326.29</b>	<b>76,783.28</b>	<b>70,895.24</b>
其中：归属于母公司股东的综合收益总额	20,215.06	24,884.01	76,590.95	69,653.78
归属于少数股东的综合收益总额	889.43	442.29	192.34	1,241.46

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年一季度报

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项目	2015年1-3月	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	70,997.80	313,916.00	284,281.86	409,055.75
收到其他与经营活动有关的现金	36,534.79	1,955.83	4,396.13	3,700.76
经营活动现金流入小计	107,532.59	315,871.83	288,677.98	412,756.51
购买商品、接受劳务支付的现金	129,322.25	357,164.26	278,956.45	108,513.99
支付给职工以及为职工支付的现金	1,898.40	9,704.16	8,350.22	7,619.82
支付的各项税费	17,274.91	37,804.28	75,167.37	65,634.24
支付其他与经营活动有关的现金	32,978.54	20,994.53	15,233.13	12,827.43
经营活动现金流出小计	181,474.10	425,667.23	377,707.17	194,595.48
经营活动产生的现金流量净额	-73,941.51	-109,795.40	-89,029.19	218,161.03
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	0.00	41,485.69	0.00	6.46
取得投资收益收到的现金	0.00	506.52	877.97	727.17
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	140.09	3,507.10	1.19
投资活动现金流入小计	0.00	42,132.31	4,385.07	734.83
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3.62	689.52	242.41	143.54
投资支付的现金	2,000.00	3,100.00	48,318.42	0.00
投资活动现金流出小计	2,003.62	3,789.52	48,560.83	143.54
投资活动产生的现金流量净额	-2,003.62	38,342.79	-44,175.76	591.29
三、筹资活动产生的现金流量：				
取得借款收到的现金	149,475.00	108,200.00	216,795.50	108,239.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	4,732.55	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	149,475.00	112,932.55	216,795.50	108,239.00
偿还债务支付的现金	45,200.00	68,428.00	32,172.00	193,100.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,546.21	46,168.91	28,972.70	17,141.51
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	1,910.34	4,932.40	865.47
筹资活动现金流出小计	50,746.21	116,507.25	66,077.10	211,106.98
筹资活动产生的现金流量净额	98,728.79	-3,574.70	150,718.40	-102,867.98
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	1.55	1.27	-11.87	0.07
五、现金及现金等价物净增加额	22,785.22	-75,026.04	17,501.58	115,884.41
加：期初现金及现金等价物余额	125,611.48	200,637.52	183,135.94	67,251.53
六、期末现金及现金等价物余额	148,396.70	125,611.48	200,637.52	183,135.94

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年一季度报

### 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	51,245.36	69,800.91	62,956.54
加：资产减值准备	376.31	88.49	586.17
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,292.03	3,008.69	1,969.01
无形资产摊销	0.00	55.49	55.49
长期待摊费用摊销	80.03	92.49	111.71
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-1,295.45	-0.82	8.41
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	1.86	0.00	0.00
财务费用（收益以“-”号填列）	13,428.55	5,956.92	1,231.68
投资损失（收益以“-”号填列）	-31,593.84	-877.97	-727.17
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-6,096.69	13,735.54	-7,993.00
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	-871.64	942.21	348.27
存货的减少（增加以“-”号填列）	-115,621.83	22,325.35	43,423.55
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-113,605.94	-1,036.75	-1,992.73
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	90,865.85	-203,119.74	118,183.10
经营活动产生的现金流量净额	-109,795.40	-89,029.19	218,161.03
现金的期末余额	125,611.48	200,637.52	183,135.94
减：现金的期初余额	200,637.52	183,135.94	67,251.53
现金及现金等价物净增加额	-75,026.04	17,501.58	115,884.41

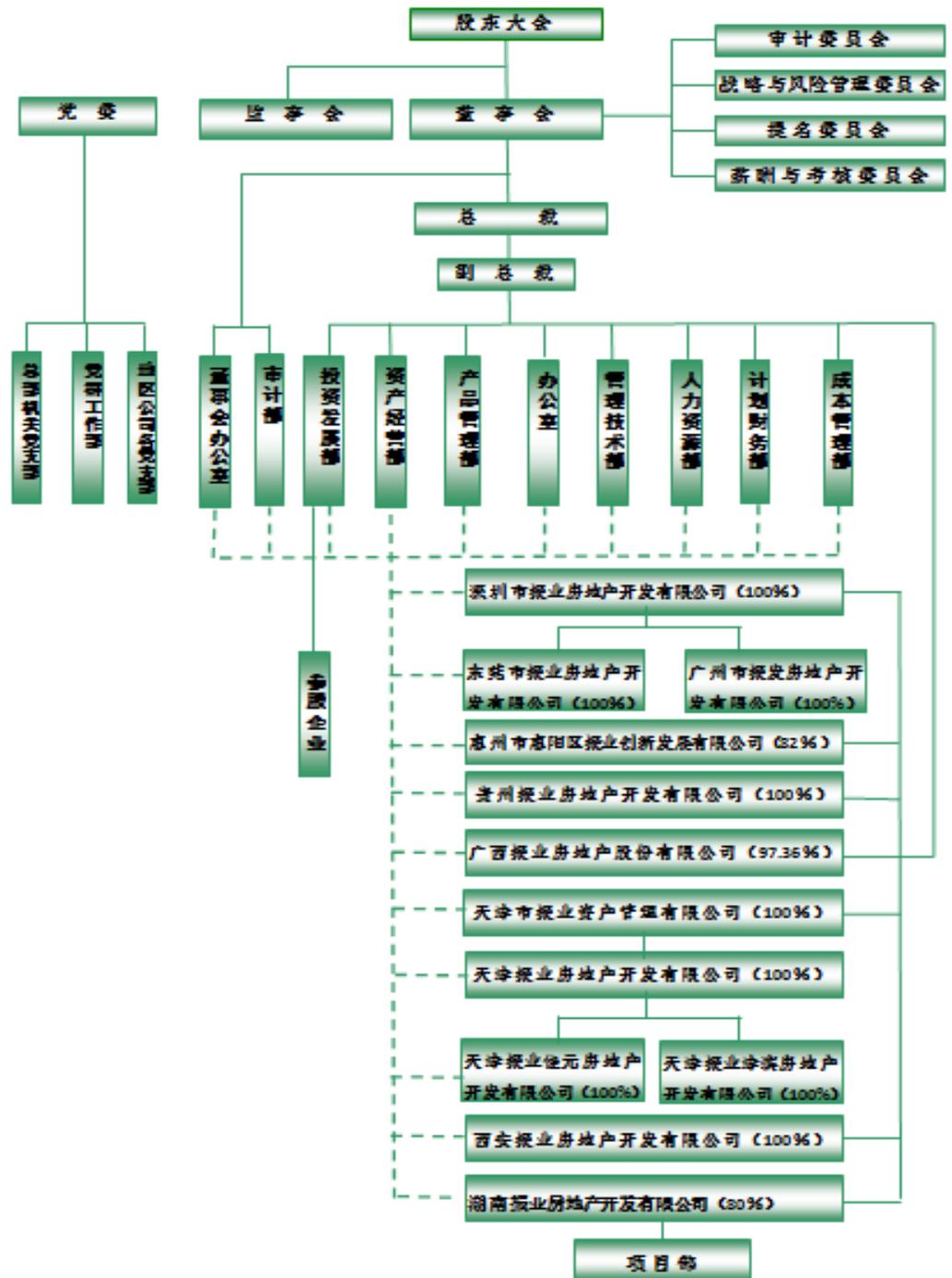
资料来源：公司2012-2014年审计报告

#### 附录四 近年纳入公司合并范围的子公司明细情况（单位：万元）

单位名称	业务性质	注册 资本	持股 比例	是否合并			
				2015年 1-3月	2014 年	2013 年	2012 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	是	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
广州市振发房地产开发有限公司	房地产开发	30,000	100%	是	是	否	否

资料来源：公司提供

附录五 截至2014年末公司组织结构图



资料来源：公司提供

## 附录六 截至2014年末公司完工及在建开发产品明细(单位:万元)

完工开发产品-项目	开工时间	预计竣工时间	预计投资总额	期末余额
惠阳•振业城二期	2010.09	-	279,656.00	7,485.46
西安振业•泊墅二期 A 组团	2012.1	2014.09	71,216.04	0.00
西安振业•泊墅二期 B 组团	2013.1	2015.11	98,967.59	44,837.91
长沙振业城一期	2013.05	2015.11	85,268.09	37,643.22
振业峦山谷花园二期	2011.03	2014.11	226,472.43	0.00
惠阳•振业城商务中心	2008.05	2015.07	20,387.85	9,867.43
广西振业•尚府	2014.07	2016.11	55,525.81	22,937.52
天津启春里项目	2014.06	2016.11	144,324.79	87,789.81
东莞松湖雅苑项目	2014.06	2016.04	77,147.80	34,160.70
<b>合计</b>			<b>1,058,966.40</b>	<b>244,722.05</b>
开发产品-项目	竣工时间	本期增加	本期减少	期末余额
新城花园		0.00	0.00	5,271.71
星海名城五期	2006.05	0.00	0.00	426.22
振业城二-三期	2009.1	0.00	182.62	347.04
振业峦山谷花园一期	2010.11	99.54	2,084.71	556.84
星海名城六期	2007.12	0.00	0.00	112.24
星海名城七期	2011.09	0.00	781.10	0.00
北海宝丽一期	1995	0.00	0.00	6.01
振业•中央华府(北海)	2009.03	0.00	3.35	51.73
惠阳•振业城一期	2010.11	1.67	0.00	357.50
振业城四-五期	2011.03	0.00	628.49	508.00
惠阳•振业城二期(GH 组团)	2011.12	617.67	744.06	13,987.78
惠阳•振业城二期(D 组团)	2013.1	255.34	958.50	10,175.76
振业•青秀山 1 号	2012.01	0.00	892.36	1,902.15
西安振业•泊墅一期	2012.06	0.00	8,589.60	13,638.18
天津•新博园	2013.1	0.00	18,649.45	12,541.83
振业城六-七期	2013.03	0.00	5,806.52	5,969.24
长沙振业城一期	2014.11	40,988.42	15,291.19	25,697.23
西安振业•泊墅二期 A 组团	2014.09	71,216.04	32,919.91	38,296.13
振业峦山谷花园二期	2014.11	226,472.43	59,143.25	167,329.19
<b>合计</b>		<b>339,651.12</b>	<b>146,675.13</b>	<b>297,174.77</b>

资料来源:公司 2014 年审计报告

## 附录七 截至2014年末公司预收款项明细（单位：万元）

项目名称	期末余额	未结转原因
星海名城六期	507.44	未办妥入伙手续
振业城二-三期	82.03	未办妥入伙手续
振业城四-五期	239.95	未办妥入伙手续
振业峦山谷花园一期	246.99	未办妥入伙手续
惠阳·振业城一期	178.31	未办妥入伙手续
惠阳·振业城二期	1,425.60	未办妥入伙手续
西安振业·泊墅一期	3,452.27	未办妥入伙手续
振业·青秀山 1 号	117.11	未办妥入伙手续
天津·新博园	2,524.33	未办妥入伙手续
振业城六-七期	3,564.60	未办妥入伙手续
西安振业·泊墅二期 A 组团	14,907.24	未办妥入伙手续
西安振业·泊墅二期 B 组团	3,046.11	未办妥入伙手续
振业峦山谷花园二期	71,913.30	未办妥入伙手续
长沙·振业城一期	42,638.38	未办妥入伙手续
<b>合计</b>	<b>144,843.66</b>	

资料来源：公司 2014 年审计报告

## 附录八 主要财务指标

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
存货周转天数(天)	-	1,501.56	659.11	1,257.88
流动资产周转天数(天)	-	1,335.47	606.29	863.20
总资产周转天数(天)	-	1,686.72	757.81	1,033.65
综合毛利率	33.26%	36.56%	33.21%	44.16%
期间费用率	5.66%	11.02%	3.78%	5.65%
销售净利率	15.15%	22.01%	15.14%	20.47%
总资产回报率	-	7.51%	10.16%	9.71%
负债与所有者权益比率	174.98%	178.88%	140.48%	163.27%
有息负债(万元)	453,882.66	349,600.00	309,828.00	125,204.50
资产负债率	63.63%	64.14%	58.42%	62.02%
剔除预收款项的资产负债率	61.17%	59.09%	55.53%	49.02%
流动比率	2.00	1.75	2.45	1.71
速动比率	0.77	0.49	0.72	0.43
EBITDA(万元)	-	85,317.34	101,729.24	87,886.44
EBITDA 利息保障倍数	-	3.05	6.33	7.28

## 附录九 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

## 附录十 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。