

深圳市振业(集团)股份有限公司

2015 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  
【48】号 02

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:  
易美连 王一峰

电话:  
0755-82872736

邮箱:  
yiml@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 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 05 月 05 日	2015 年 05 月 22 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 2016 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跟踪期内公司纳入合并报表范围的房地产项目及合作项目锦荟 Park 销售及资金回笼情况较好，且目前拥有一定的房地产项目储备，短中期业绩有保障，出租物业质量较佳，预计能为公司带来稳定的收入和利润；但我们也关注到公司房地产储备项目主要分布在二、三线城市且后续资金投入较大，面临较大的销售和资金压力，且公司土地储备不足，长期发展空间受限，资产受限比例较高且长期借款存在集中偿付压力等风险因素。

### 正面:

- 跟踪期内公司房地产项目销售及资金回笼情况较好。2015 年公司通过进一步完善营销体系，落实“以营销为龙头”的经营方针保证了重点项目的销售，全年累计实现合同销售面积 31.01 万平方米，合同销售金额 32.04 亿元，回笼现金 29.91 亿元，与 2014 年基本持平；2016 年 1-3 月公司实现签约面积 13.91 万平方米，签约金额 13.25 亿元，回笼现金 12.26 亿元，同比分别增长 184.12%、158.19%、86.61%。
- 合作项目锦荟 Park 2015 年销售状况较好，未来有望带来较好的投资收益。与深圳地铁集团合作开发的锦荟 Park 项目位于深圳市横岗区六约地铁口，公司对该项目住宅和公寓部分享有 70.00% 的收益权，其中住宅和公寓建筑面积分别为 22.554 万平方米、4.10 万平方米，2015 年该项目实现合同销售面积 7.22 万平方米，销售

金额 20.01 亿元，未来该项目结算后有望给公司带来较好投资收益。

- **公司房地产业务有一定项目储备，短中期业绩有保障，且出租物业质量较佳，能为公司带来稳定的收入和利润。**截至 2015 年底，公司竣工房地产项目剩余可售面积 18.50 万平方米，在建项目未来可售面积超过 80 万平方米，拟建项目规划建筑面积超过 100 万平方米，短中期业绩较有保障；截至 2015 年底公司在深圳市内拥有可供出租物业 13.60 万平方米，该等物业出租率高，2015 年为公司贡献收入 8,584.22 万元，毛利润 3,195.05 万元，未来有望持续给公司带来稳定的收入和利润。

### 关注：

- **房地产储备项目主要位于二、三线城市，面临的销售压力较大。**截至 2015 年底，公司 11 个在建和拟建项目中有 10 个位于二、三线城市，在目前国内二、三线城市房地产去库存压力依然较大的背景下，该等项目面临的销售压力较大。
- **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 2015 年底，公司主要在建和拟建的项目计划总投资 158.44 亿元，已完成投资 58.16 亿元，后续资金投入约 100.28 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司土地储备不足，长期发展空间受到一定限制。**公司目前除在建和拟建项目之外仅拥有深汕合作区鹅埠镇一宗二类居住用地，占地面积 86,747 平方米，土地储备不足，长期发展空间受限。
- **公司资产受限比例较高，长期借款存在较大的集中支付压力。**截至 2015 年底，公司货币资金、存货和投资性房地产等资产中所有权受限的资产合计达 41.06 亿元，占总资产的比重为 32.32%，受限比例较高，流动性一般，另外，根据公司长期借款偿还计划，公司长期借款 2018 年需偿还的本金达 14.22 亿元，集中支付压力较大。

### 主要财务指标：

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	1,278,111.71	1,270,350.42	1,175,321.75	1,006,853.64
归属母公司的所有者权益合计（万元）	444,093.11	439,308.02	413,445.40	409,295.83
有息债务（万元）	478,292.16	510,305.42	349,600.00	309,828.00
资产负债率	64.45%	64.62%	64.14%	58.42%
剔除预收款项后的资产负债率	59.43%	61.99%	59.09%	55.53%
流动比率	2.76	2.46	1.75	2.45
速动比率	0.57	0.48	0.49	0.72
营业收入（万元）	38,248.70	365,430.95	232,872.96	461,085.50

营业利润（万元）	5,837.04	59,210.28	67,127.98	92,382.03
利润总额（万元）	5,849.99	59,311.91	68,515.46	92,627.52
综合毛利率	44.31%	34.64%	36.56%	33.21%
总资产回报率	-	6.79%	7.51%	10.16%
EBITDA（万元）	-	86,401.18	85,317.34	101,729.24
EBITDA利息保障倍数	-	2.91	3.05	6.33
经营活动现金流净额（万元）	52,440.47	-30,366.26	-109,795.40	-89,029.19

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报财务报表，鹏元整理

## 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。2016年3月13日本期债券已完成首次利息兑付。

本期债券募集资金扣除发行费用后净额149,475万元，截至2016年4月末公司募集资金已全部用于补充流动资金和偿还银行贷款。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、总股本、合并范围未发生变化，主营业务仍为房地产开发和经营，实际控制人仍为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会，截至2016年3月31日，其通过直接和间接方式持有的股份占公司总股本的34.00%。

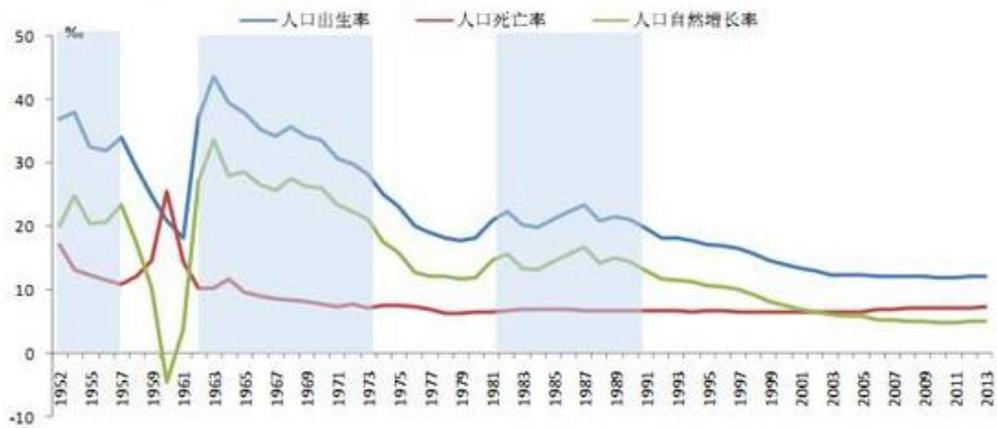
截至2016年3月31日，公司资产总额为127.81亿元，归属于母公司的所有者权益为44.41亿元，资产负债率和剔除预收款项后的资产负债率分别为64.45%、59.43%；2015年度，公司实现营业收入36.54亿元，利润总额5.93亿元，经营活动现金净流出3.04亿元；2016年1-3月，公司实现营业收入3.82亿元，利润总额0.58亿元，经营活动现金净流入5.24亿元。

## 三、运营环境

**受城镇化进度放缓和主要购房人群逐渐减少等因素影响，未来预计我国房地产市场需求将下降，房地产行业总体将呈下行趋势**

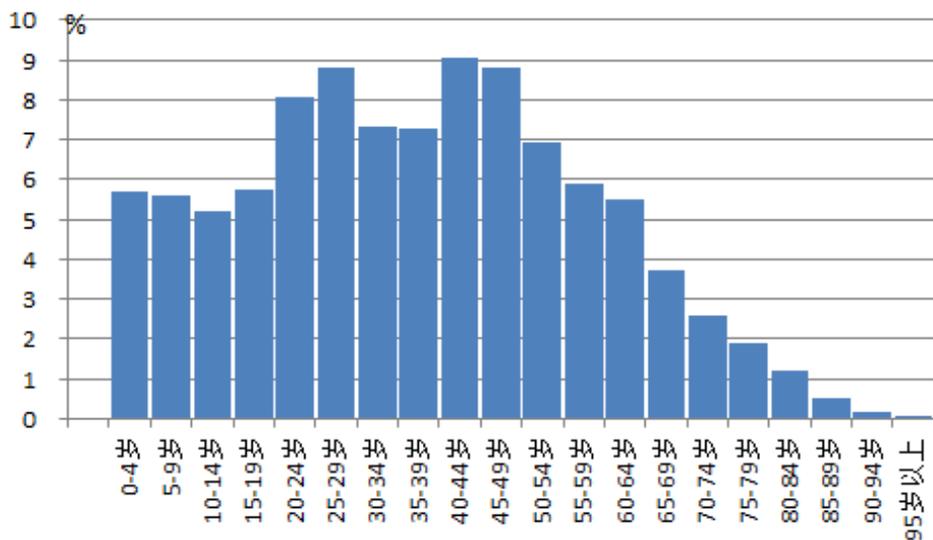
房地产业发展趋势与社会人口结构、城镇化进程息息相关。从人口总量看，近年来受人口出生率逐步下降的影响人口自然增长率呈逐步下降趋势。分年龄阶段看，20-30岁人群为首次购房的主要人群，30-40岁人群为置换型购房的主要人群，目前第一次生育高峰出生的人群已基本跨过了房屋置换的年龄，而第二次生育高峰出生的人群已全部进入首次购房的年龄，因此预计很长一段时间内适龄购房人口将减少。

图1 1952年以来国内人口出生率、死亡率和自然增长率



资料来源: Wind资讯, 鹏元整理

图2 2015年国内各年龄段人口占比



资料来源: Wind 资讯, 鹏元整理

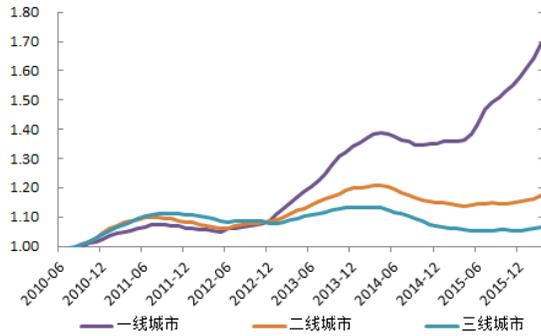
据国家统计局统计, 2015 年末国内城镇总人口的比重上升到 56.10%, 虽然该比重仍然大幅低于美国和日本的城市化水平, 但在我国农村人口剩余劳动力已经不多的情况下, 我国城镇化进度放缓将是大概率事件。人口增长率的下降、人口结构的变化以及城市化进程的放缓必然使得房地产需求下降, 从而使得房地产行业总体呈下降趋势。

由于人口流动、居民收入水平、投资性需求等因素存在较大差异, 目前我国房地产市场区域分化明显, 一线城市坚挺, 二、三线城市去库存压力大表现疲软

目前人口流动主要为从农村和欠发达城市向发达城市流动, 且发达城市的人均收入水

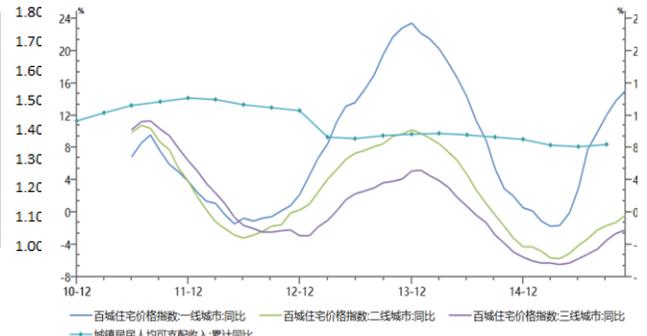
平较高，因此一线城市的房屋价格持续上升，二线城市房价增长乏力，三、四线城市的房价表现疲软。

图 3 一、二、三线城市房价定比变化<sup>1</sup>



资料来源：国家统计局，Wind 资讯，鹏元整理

图 4 房价增速和城镇居民收入增速



资料来源：国家统计局，Wind 资讯，鹏元整理

相对于全国居民收入的上涨，一线城市的房价上涨速度较快，而二、三线城市的房价上涨速度则总体较低。虽然一线城市的居民收入较高，但其工资收入对住房的购买力低于二、三线城市，支撑其高房价的另一重要因素是一线城市的投机性需求大。人口流入、居民收入高、医疗教育资源优势、市场的开放性等等因素都吸引资金投资于一线及二线发达城市的房地产。投资需求不同于刚需，其稳定性较差，容易造成价格和成交量的大幅波动。根据美国、日本等国家的经验，房地产泡沫总是与货币宽松相伴而生，2000年以来，国内货币供应量持续保持高速增长，2014年底开始，央行又连续推出降息降准等宽松措施，国内货币环境日益宽松，包括房地产在内的资产价格被连续推升；2015年下半年，股市的剧烈下跌驱动更多资金进入房地产市场，上海、深圳等一线城市的房价出现大幅上升。与此同时，经济较弱的二线城市以及三、四线城市的房价总体变化不大。

### 受宽松的房地产行业政策和货币政策刺激，2015年我国房地产行业短期复苏

2014年9月，在经济增长压力加大和楼市低迷的情况下，央行出台房贷新政，放宽二套房的首付及购房贷款限制，基本是之前信贷政策的全面松绑。同时2014年以来，各地限购政策放松，除北上广深四个一线城市外，全国各地地方政府均逐步取消限购措施。2015年全国两会提出“支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展”。2015年3月21日，国家住建部举行会议，要求各地增加住房公积金贷款额度，进一步降低门槛。2015年11月，住房公积金管理条例修订稿出台征求意见，公积金提取范围将更广泛，进一步向

<sup>1</sup> 以 2010 年 6 月的价格为基数 100。2010 年 6 月，百城住宅价格指数中，一线城市的平均房价为 20,799.50 元/平方米，二线城市的平均房价为 8,637.86 元/平方米，三线城市的平均房价为 6,396.15 元/平方米。

市场放出利好信息。国家对房地产市场的调控立场再次趋于软化和市场化，支持消费者的合理需求，力求房地产市场平稳增长；我们预期房地产市场，特别是一线城市的房地产市场将得到一定支撑。

2015年12月18日-21日，中央经济工作会议提出增强经济增长三大新动力，“允许农业转移人口等非户籍人口在就业地落户，使他们形成在就业地买房或长期租房的预期和需求”；同时将房地产去库存作为五大经济工作任务之一，通过政策配合促进房地产市场的回暖。

2016年2月，人民银行、银监会等部委推出新一轮宽松政策，在公积金账户利率、房屋交易税费等方面刺激房地产市场。但一系列的刺激政策促使一线城市房价快速上涨，上海、深圳于2016年3月推出限制政策以稳定房价。

**表 1 2015 年至今中国房地产行业主要调控政策一览**

时间	政策名称/地区	主要内容	性质
2015 年 3 月	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》	住房公积金贷款购买的首套自住房，最低首付款为 20%；二套自住房，最低首付款为 30%	松
2015 年 11 月	《住房公积金管理条例》	放宽公积金提取条件，可发行住房公积金个人住房贷款支持证券，或者通过贴息等方式融资	松
2016 年 2 月 2 日	《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》	在不实施限购的城市对首套房首付比例最低降至两成，二套房首付比例最低可付三成	松
2016 年 2 月 17 日	《关于完善职工住房公积金账户存款利率形成机制的通知》	将职工住房公积金账户存款利率，由现行按照归集时间执行活期和三个月存款基准利率，调整为统一按一年期定期存款基准利率执行	松
2016 年 2 月 19 日	《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》	对个人购买前两套住房给予降低契税优惠；对个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。	松
2016 年 3 月	上海	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%	紧
2016 年 3 月	深圳	家庭名下无房但近 2 年内有住房贷款记录的或在本市已有一套住房但已结清住房贷款的，贷款首付最低 4 成，非深圳户口购房，社保缴满年限由 1 年提高到 3 年	紧

资料来源：中商情报网、鹏元整理

2015年，我国中央银行5次<sup>2</sup>下调存贷款基准利率，使得大型存款类金融机构存款准备金率从年初的21.00%，下降到年末的17.50%；中小型存款类金融机构存款准备金率从年初的18.00%，下降到年末的15.50%。2015年，我国中央银行5次下调存贷款基准利率，其中一年期贷款基准利率从年初的5.60%下调到年末的4.35%。

<sup>2</sup> 包括 2015 年 6 月 27 日中央银行有针对性地对金融机构实施定向降准。

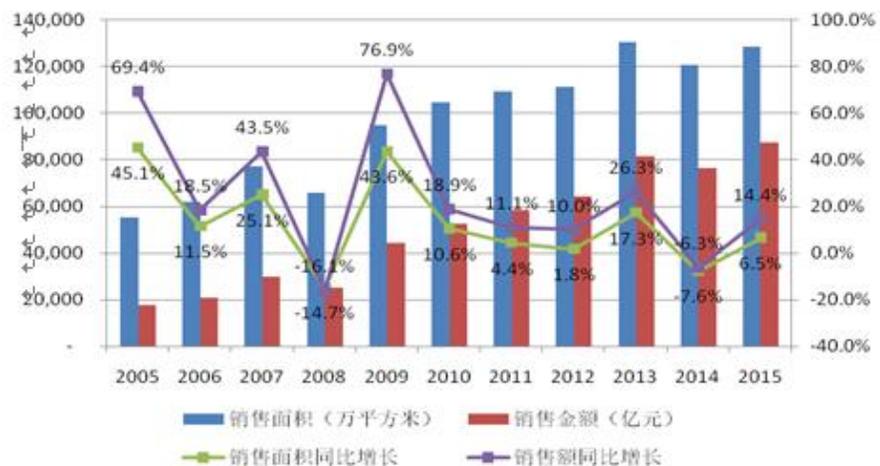
表 2 2015 年国内调整存贷款基准利率和存贷款基准利率情况

日期	货币政策	主要内容
2月4日	降低存款准备金率	下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
3月1日	下调存贷款基准利率	下调金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.35%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.5%，个人住房公积金贷款五年以下（含五年）利率为3.5%，五年以上为4.0%。
4月20日	降低存款准备金率	下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点。
5月10日	下调存贷款基准利率	下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.25%。
6月27日	定向降准并调存贷款基准利率	有针对性地金融机构实施定向降准。金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.85%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。
8月25日	下调存贷款基准利率并降低存款准备金率	金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.75%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整；下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
10月23日	下调存贷款基准利率并降低存款准备金率	金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.35%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.5%；其他各档次贷款及存款基准利率、人民银行对金融机构贷款利率相应调整；个人住房公积金贷款利率保持不变。

资料来源：公开资料

受宽松的房地产行业政策和货币政策刺激，我国房地产行业短期复苏。2015年，我国商品房销售面积128,495万平方米，比上年增长6.5%，仅略低于2013年，处于历史第二高位；商品房销售额为87,281亿元，同比增长14.4%，超越2013年成为历史新高点。

图5 2005-2015年我国商品房销售面积、金额及其同比变化情况



资料来源：Wind资讯

## 四、经营与竞争

公司以房地产开发经营为主营业务，目前业务区域已扩展至深圳、广州、天津、南宁、长沙、惠州、西安、东莞等地，产品类别涉及普通居民住宅、商用物业、别墅等多种类型。2015年公司实现营业收入365,430.95万元，较2014年同比增长56.92%，收入结构与2014年基本一致，以房地产销售收入为主，其占比达到97.65%，物业租赁收入小幅提升，但增长幅度不大。2016年1-3月由于房地产业务结算面积的减少，公司实现营业收入38,248.70万元，较上年同期下降72.47%。

2015年公司房地产销售的毛利率变化不大，但物业租赁业务毛利率下降了7.68个百分点，主要原因为：1）部分出租房产已过房产税免征期，税费增加；2）部分商业物业装修改造工程款支出增加。但是由于物业租赁业务收入占比较小，2015年公司综合毛利率与2014年相比变化不大。

**表3 2014-2016年1季度公司营业收入构成及各业务毛利率情况（单位：万元）**

项目	2016年1-3月		2015年		2014年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售	36,167.19	45.61%	356,846.73	34.58%	224,645.22	36.25%
物业租赁	2,081.51	21.85%	8,584.22	37.22%	8,227.74	44.90%
合计	<b>38,248.70</b>	<b>44.31%</b>	<b>365,430.95</b>	<b>34.64%</b>	<b>232,872.96</b>	<b>36.56%</b>

资料来源：公司提供

2015年公司土地储备以及项目开发的节奏大幅放缓，在售项目的签约和资金回笼状况与2014年基本持平，但受益于结算资源的增加，公司房地产销售收入大幅增长。2016年1-3月，受结算面积大幅减少的影响，公司房地产销售收入较上年同期缩水明显

2015年尽管我国房地产市场总体有所回暖，但区域市场分化严重，公司绝大部分主要在售项目均位于去库存压力较大的二、三线城市，基于谨慎性考虑，公司放慢了土地储备以及项目开发的节奏，全年仅通过招拍挂的方式取得广西振业·邕江雅苑项目用地，该地块占地面积13,424.80平方米，成交总价15,910.60万元，位于南宁市青秀区英华路南侧，土地用途为城镇住宅、批发零售，建筑容积率按合同约定不高于3.0不低于2.0；全年仅新开工面积27万平方米，较2014年同比下降59.59%，新开工的项目包括惠阳·振业城二期Q组团、长沙振业城东西组团、天津铂雅轩项目。

项目销售和资金回笼方面，2015年公司通过进一步完善营销体系，落实“以营销为龙头”的经营方针保证了重点项目的销售，全年累计实现合同销售面积31.01万平方米，合同

销售金额32.04亿元，回笼现金29.91亿元，与2014年基本持平。其中，销售的主力项目包括深圳振业峦山谷花园二期、东莞松湖雅苑、西安振业·泊墅一期和二期、长沙振业城一期和二期、天津启春里，销售金额分别为14.30亿元，1.89亿元、4.26亿元、7.03亿元、1.49亿元。

2016年1-3月公司通过竞拍方式以人民币10,844.00万元取得深汕特别合作区鹅埠镇一宗二类居住用地，占地面积86,747.00平方米，按合同约定容积率 $\leq 2.50$ ；无新开工和竣工项目；实现签约面积13.91万平方米，签约金额13.25亿元，回笼现金12.26亿元，分别同比增长184.12%、158.19%、86.61%。

**表4 2014-2016年1季度公司房地产开发业务主要经营指标**

项目	2016年1-3月	2015年	2014年
新开工面积（万平方米）	0.00	27.00	66.82
竣工面积（万平方米）	0.00	27.00	58.91
签约面积（万平方米）	13.91	31.01	30.62
签约金额（亿元）	13.25	32.04	32.28
回笼现金（亿元）	12.26	29.91	31.39
结转面积（万平方米）	2.87	30.59	20.65
结转金额（亿元）	3.69	35.68	22.46
新增土地面积（万平方米）	8.67	1.34	31.15
地块储备投资额（亿元）	1.08	1.59	28.90

资料来源：公司提供

项目结算方面，伴随着西安振业·泊墅二期B组团、长沙振业城一期高层的竣工结算，以及存量竣工项目深圳振业峦山谷花园二期的顺利销售，公司结转房地产销售收入35.68亿元，同比增长58.85%，结算项目明细如下表所示。2016年1-3月由于结算资源的减少，公司结转房地产销售收入3.62亿元，较上年同期下降73.59%。

**表5 2014-2015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	2015年	2014年
振业峦山谷花园二期	205,533.95	87,995.81
西安振业·泊墅二期 A 组团	23,079.56	47,409.97
西安振业·泊墅二期 B 组团	19,601.19	0.00
天津新博园	6,930.24	26,006.00
长沙振业城一期	78,222.64	22,912.00
西安振业·泊墅一期	8,807.08	15,812.60
振业城六、七期	5,492.98	12,563.07
星海名城七期	0.00	3,437.27
振业峦山谷花园一期	292.15	2,952.63

惠阳·振业城二期 D 组团	5,369.92	1,739.34
振业城四、五期	377.43	1,394.32
振业·青秀山 1 号	966.13	1,292.8
惠阳·振业城二期 (GH 组团)	784.00	811.75
振业城二、三期	645.88	310.96
其他项目	743.58	6.70
<b>合计</b>	<b>356,846.73</b>	<b>224,645.22</b>

资料来源：公司提供

### 2015年公司合作开发的锦荟Park项目签约状况较好，该项目未来有望给公司带来较好的投资收益

2013年公司与深圳市地铁集团有限公司（以下简称“深圳地铁集团”）就横岗车辆段综合物业-锦荟Park项目签订合作开发协议，该项目位于深圳市龙岗区横岗街道六约片区，与深圳市龙岗线六约地铁站相距不到500米。根据协议，该项目用地登记在深圳地铁集团名下，以深圳地铁集团的名义申请项目立项、报批报建、开发建设、物业租售等手续，公司主要负责建设管理。双方采取以下投资模式：公司向深圳地铁集团支付86,636.84万元，获得住宅、商务公寓和配套物业70.00%的收益权，而商业物业及车位由深圳地铁集团负责全部投资，产权归深圳地铁集团所有。截至2015年12月31日，公司已支付合同价款86,636.84万元，项目启动资金5,000.00万元，合计91,636.84万元<sup>3</sup>。根据协议，锦荟Park项目住宅建筑面积22.554万平方米，商务公寓建筑面积4.10万平方米。该项目已于2015年7月开工建设，其中一期已售罄，销售均价约2.70万元/平方米，2015年实现合同销售面积7.22万平方米，合同销售金额20.01亿元，但是由于该项目不纳入合并报表范围，因此2015年未计入公司销售数据而体现收益，待项目结算后计入投资收益。该项目二期预计将于2016年5月7日开盘，开盘价未定。总体而言，该项目总体质量较好，目前销售也较为顺畅，后续有望给公司带来较好的投资收益。

公司目前有一定项目储备，短中期业绩有保障，但储备项目主要分布二、三线城市且后续投资支出较大，面临较大的销售和资金压力，长期来看，受公司规模偏小和土地储备不足影响发展空间受限

截至2015年底公司预收房款账面余额8.76亿元，竣工在售的项目共有6个，分别为深圳振业峦山谷花园二期、西安振业·泊墅一期A组团、西安振业·泊墅一期B组团、西安振业·泊墅二期、长沙振业城一期和天津·新博园项目，可售面积总计103.34万平方米，截至2015

<sup>3</sup>根据协议若项目回笼资金或无法满足银行融资条件，住宅和公寓部分由公司与地铁集团按 3:7 比例提供投资贷款。

年底已销售84.84万平方米，剩余可售面积为18.50万平方米。在建和拟建项目方面，截至2015年底，公司主要在建和拟建的项目共有11个，该等项目计划总投资158.44亿元，已完成投资58.16亿元，后续资金投入约100.00亿元，面临较大的资金压力。其中在建项目6个，未来可售面积超过80万平方米，拟建项目5个，规划建筑面积超过100万平方米。土地储备方面，除2016年1季度新竞拍的鹅埠镇地块之外，公司无其他储备土地。基于以上情况，我们认为公司短中期业绩有一定保障，但从长期来看，公司土地储备不足，整体规模偏小，发展前景存在较大不确定性。另外，我们也注意到公司目前的储备项目主要分布在惠州、东莞、西安等二、三线城市，面临的销售压力依然较大。

**表 6 截至 2015 年底公司已竣工在售项目情况（单位：万平方米）**

项目名称	可售面积	截至 2015 年底 已销售面积	竣工时间
振业峦山谷花园二期	23.81	22.46	2014.11
西安振业·泊墅一期	18.52	17.96	2012.06
西安振业·泊墅二期 A 组团	12.46	10.2	2014.9
西安振业·泊墅二期 B 组团	17.93	4.19	2015.11
长沙振业城一期	11.26	10.97	2014.11（洋房）2015.11、别墅
天津·新博园	19.36	19.06	2013.10
<b>合计</b>	<b>103.34</b>	<b>84.84</b>	-

资料来源：公司提供

**表 7 截至 2015 年底公司主要在建和拟建项目情况（单位：万元，万平方米）**

项目名称	项目现状	预计总投资	已完成投资	规划建 筑面积	可售面 积	已售面 积
惠阳·振业城二期	在建	279,656.00	7,216.11	72.21	未确定	2.94
东莞松湖雅苑项目	在建	77,147.80	49,319.05	10.97	8.53	1.99
长沙振业城二期	在建	152,885.03	45,666.07	25.7	20.8	4.57
广西振业·尚府	在建	55,525.81	35,268.35	9.46	6.92	1.99
天津启春里项目	在建	144,324.79	104,401.74	13.34	9.5	0.98
天津铂雅轩项目	在建	111,119.18	63,250.01	9.71	6.89	0.00
惠阳·振业城 F1 组团	拟建	22,200.00	3,608.93	未确定	未确定	0.00
广州广钢新城项目	拟建	306,348.71	212,596.02	16.68	未确定	0.00
西安世博大道项目	拟建	104,585.00	40,776.63	19.32	未确定	0.00
长沙振业城剩余组团	拟建	292,441.88	2,941.27	55.72	未确定	0.00
广西振业·邕江雅苑	拟建	38,169.36	16,526.51	未确定	未确定	0.00
<b>合计</b>		<b>1,584,403.56</b>	<b>581,570.69</b>	-	-	<b>12.47</b>

注：惠阳振业城二期Q组团和剩余组团目前可售面积未定

资料来源：公司提供

从具体项目来看，西安振业·泊墅B组团于2014年9月开盘，2015年11月竣工，建筑类型以高层住宅为主，截至2015年末已售面积4.19万平方米，销售相对缓慢，主要原因为：产品类型与A组团同质。惠阳·振业城二期项目位于广东省惠州市惠阳区，其中G、H组团建筑类型均为联排别墅，分别于2011年底和2013年11月份竣工，去化速度较为缓慢，截至2015年底已销售面积占可售面积的比重不足60.00%。东莞松湖雅苑位于东莞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，2015年11月开始预售，截至2015年底去化率为23.33%。长沙振业城二期位于岳麓区梅溪湖北路与雷锋西大道交汇处，建筑类型为高层住宅，主力户型120平方米，其中西组团已于2015年9月开始预售，东组团预计将于2016年8月开始预售。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，2015年9月开始预售，主力户型为90平方米。天津启春里项目位于天津市红桥区，项目类型为高层，于2015年9月开始预售。天津铂雅轩项目位于滨海新区开发区，项目类型为高层，预计将于2016年5月开始预售。

**公司出租物业主要分布在深圳市内，地理位置较好，2015年出租率仍维持较高水平，给公司带来了稳定的收入和利润**

公司在深圳市内拥有一定体量的商业物业及配套停车场，该等物业主要包括振业大厦、宝丽大厦、振业梅苑等，其中振业大厦位于深圳市罗湖区宝安南路，截至2015年底可供出租面积为2.44万平方米，星海名城处于前海路与深南大道并汇处，于2012年6月顺利开业运营，2015年底可供出租面积为6.22万平方米，为公司最大的综合型商业项目。

**表 8 截至 2015 年底公司持有的主要物业情况（单位：平方米）**

物业名称	可供租赁面积	地理位置
星海名城	62,174.62	深圳市南山区前海大道与深南大道交汇处
峦山谷	25,017.88	深圳市南山区宝荷路与沙河路交汇处
振业大厦	24,430.12	深圳市罗湖区宝安南路 2014 号
宝丽大厦	4,709.33	深圳市罗湖区宝安南路 2046 号
宝泉庄	4,560.00	深圳市罗湖区桂园路
振业梅苑	4,038.77	深圳市福田区上梅林中康路振业梅苑综合楼
振业城	3,909.94	深圳龙岗区横岗六约深惠路北侧
翠海花园	3,031.62	福田区香蜜湖侨香路与农园路交汇处
<b>合计</b>	<b>131,872.28</b>	-

资料来源：公司提供

2015年受益于可供出租面积的增加以及部分物业租金单价的上涨，公司实现出租收入8,584.22万元，同比增长4.33%。

**表 9 2014-2015 年公司物业租赁业务主要经营数据（单位：平方米）**

项目	2015 年	2014 年
可供出租面积	135,950.70	134,556.16
出租率	99.81%	98.78%

资料来源：公司提供

## 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2014-2015年审计报告以及未经审计的2016年一季度，公司财务报表均按照新会计准则进行编制。2015年及2016年1季度纳入合并范围的子公司均为12家，与上年相比无变化，具体情况如附录四所示。

### 资产结构与质量

**跟踪期内，公司资产规模进一步增长，但资产受限比例较高，流动性一般**

跟踪期内，公司资产规模进一步提升，2016年3月末达到127.81亿元，较2014年增长8.75%，资产结构依然以流动资产为主，其占总资产的比重为81.44%。

公司资产主要由货币资金、预付账款，存货、投资性房地产和其他非流动资产构成。截至2015年底公司货币资金余额17.79亿元，其中0.45亿元为向购房客户提供按揭担保支付的保证金和工程质量保证金，使用权受限。预付账款主要为预付土地款，2015年末较2014年末减少85.32%，主要系上年预付广州市国土资源和房屋管理局土地价款10亿元，本年完成交割转入存货所致。公司投资性房地产主要表现为星海名城、振业大厦等出租物业，以成本模式进行后续计量，跟踪期内受计提折旧的影响，科目余额略有下滑，2015年末有账面价值达5.89亿元的资产已用于借款抵押，占投资性房地产期末账面价值的55.31%。其他非流动资产为公司支付的与深圳市地铁集团合作开发的横岗锦荟Park项目的投资款，2014年以来该科目余额略有下滑，主要原因为目前该项目处于预售阶段，尚未结转收入，该项目公司表现亏损，公司按照权益法确认投资损失调减非流动资产账面价值。

**表 10 2014-2016 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

货币资金	180,076.38	14.09%	177,870.27	14.00%	136,261.22	11.59%
预付账款	21,143.01	1.65%	18,112.11	1.43%	123,355.60	10.50%
存货	826,290.90	64.65%	840,602.09	66.17%	681,336.35	57.97%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,040,924.06</b>	<b>81.44%</b>	<b>1,047,066.23</b>	<b>82.42%</b>	<b>947,379.09</b>	<b>80.61%</b>
投资性房地产	120,402.98	9.42%	106,483.47	8.38%	108,568.45	9.24%
其他非流动资产	90,751.58	7.10%	91,233.24	7.18%	91,626.37	7.80%
<b>非流动资产合计</b>	<b>237,187.65</b>	<b>18.56%</b>	<b>223,284.19</b>	<b>17.58%</b>	<b>227,942.66</b>	<b>19.39%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,278,111.71</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,270,350.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,175,321.75</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季报，鹏元整理

随着长沙振业城二期、天津铂雅轩项目、西安世博大道、广州振业广钢新城地块等项目的陆续建设及投入，2015年公司存货规模进一步增长，期末达到84.06亿元，较2014年末增长23.38%，其中完工开发产品、在建开发产品和拟建开发产品分别占比24.31%、39.84%、35.85%，另外，有账面价值为34.72亿元的资产已用于借款抵押，流动性受到限制。

**表 11 2014-2015 年公司存货构成（单位：万元）**

存货构成	2015 年		2014 年	
	账面价值	占比	账面价值	占比
完工开发产品	204,347.83	24.31%	293,331.52	43.05%
在建开发产品	334,907.11	39.84%	244,722.05	35.92%
拟开发产品	301,347.15	35.85%	143,282.78	21.03%
<b>合计</b>	<b>840,602.09</b>	<b>100.00%</b>	<b>681,336.35</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2014-2015 年年审计报告，鹏元整理

整体来看，2015 年以来随着公司规模的逐步扩大，公司资产规模稳步提升，但货币资金、存货和投资性房地产等资产中所有权受限的资产截至 2015 年末合计达 41.06 亿元，占总资产的比重为 32.32%，资产整体受限比例较高，流动性一般。

## 资产运营效率

### 2015年公司资产周转速度提升，存货去化速度较好

2015年得益于房地产业务结算资金的增加，以及投资性房地产可供租赁面积的增加及部分物业租金单价的上涨，公司营业收入同比增长56.92%，与此同时，基于谨慎性考虑公司放慢了土地储备和项目开发建设的节奏。受以上两方面因素的影响，2015年公司存货周转天数、流动资产和总资产的周转天数较上年均大幅缩短。与部分上市房企<sup>4</sup>相比，2015年公司存货周转效率较高。

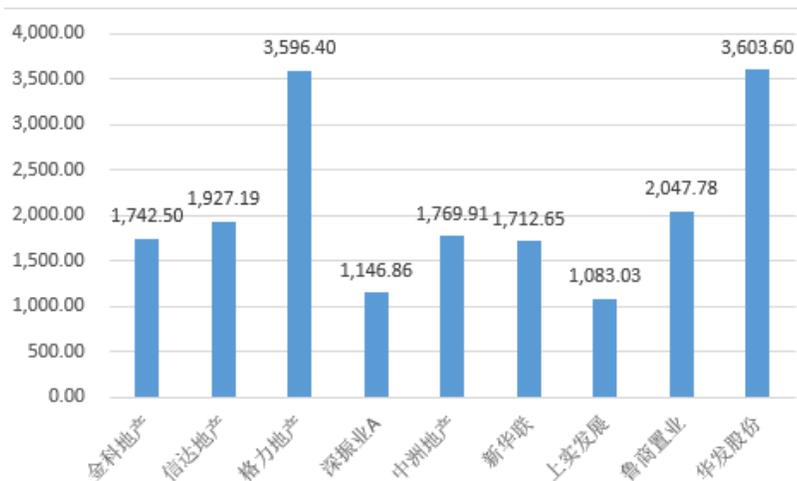
<sup>4</sup> 选取的可比上市公司为已公布 2015 年年报，且信用资质与深振业较为相近的上市房企

表 12 2014-2015 年公司主要资产运营效率指标 (单位: 天)

项目	2015 年	2014 年
存货周转天数	1,147.03	1,501.56
流动资产周转天数	982.40	1,335.47
总资产周转天数	1,204.66	1,686.72

资料来源: 公司 2014-2015 年审计报告

图 5 2015 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

公司盈利能力较好, 但收入和利润规模偏小, 受项目结算周期的影响, 2015年公司营业收入增长较快, 但2016年1季度收入和利润下滑明显

2015年公司实现营业收入365,430.95万元, 较2014年增加132,557.99万元, 其中由于结算资金的增加公司房地产销售收入较上年增长132,201.51万元, 受益于可供出租面积的增加以及部分物业租金单价的提升, 公司物业租赁收入较上年增长356.48万元。2016年1-3月, 由于房地产业务结算面积的大幅缩小, 公司实现营业收入38,248.70万元, 较上年同期减少72.47%。

利润方面, 虽然2015年公司综合毛利率与期间费用率与2014年相比变化不大, 但营业利润率、营业利润、利润总额和净利润均有不同程度的下滑, 主要原因为公司2014年处置了较多按公允价值计量的可供出售金融资产, 带来了较多的投资收益, 而2015年投资净损益表现为负数。2016年1-3月由于营业收入的减少公司净利润规模相应缩减, 较上年同期下降76.28%。与部分上市房企相比, 2015年公司收入和净利润规模略偏小, 但是销售毛利率

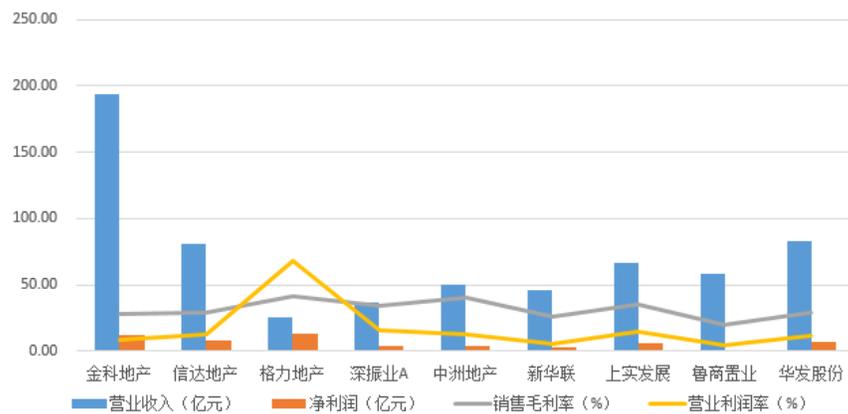
和营业利润率表现较好。

表 13 2014-2016 年 3 月公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年
营业收入	38,248.70	365,430.95	232,872.96
投资净损益	-481.66	-341.40	31,593.84
营业利润	5,837.04	59,210.28	67,127.98
利润总额	5,849.99	59,311.91	68,515.46
净利润	4,993.04	43,878.59	51,245.36
综合毛利率	44.31%	34.64%	36.56%
期间费用率	19.24%	10.47%	11.02%
营业利润率	15.26%	16.20%	28.83%
总资产回报率	-	6.79%	7.51%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季报，鹏元整理

图 6 2015 年部分上市房企营业收入、净利润、销售毛利率和营业利润率



资料来源：Wind 资讯

## 现金流

2015年公司经营活动和投资活动依然存在较大的资金缺口，本期债券的发行提供了较好的资金支持，未来随着在建和拟建项目的逐步推进，公司仍面临较大的资金压力

2015年公司经营活动产生的现金流量净额依然表现为净流出，但净流出规模大幅减少，主要原因为：1) 2015年公司房地产开发业务共实现签约面积31.01万平方米，签约金额32.04亿元，回笼资金29.91亿元，与2014年基本持平，另外，虽然公司租赁业务可供出租面积有所增加，但增长幅度不大，给公司带来的增量现金流入有限，因此2015年公司销售商品、提供劳务收到的现金与2014年相比变化不大。2) 土地储备以及新开工项目的减少使得公司

购买商品、接受劳务支付的现金较上年下降26.12%。

投资活动现金流方面，随着公司对横岗锦荟Park项目剩余投资款的支付，公司投资活动产生的现金流量净额表现为大额净支出。筹资活动方面，2015年3月，公司成功发行了本期债券，募集资金15亿元，使得筹资活动现金净流入规模较大。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，公司未来仍面临一定的资金压力。

**表 14 2014-2016 年 3 月公司主要现金流量情况（单位：万元）**

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年
经营活动现金流入小计	117,490.33	308,327.40	315,871.83
其中：销售商品、提供劳务收到的现金	108,116.42	304,676.65	313,916.00
经营活动现金流出小计	65,049.86	338,693.66	425,667.23
其中：购买商品、接受劳务支付的现金	35,985.95	263,866.43	357,164.26
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>52,440.47</b>	<b>-30,366.26</b>	<b>-109,795.40</b>
投资活动现金流入小计	0.00	5,085.55	42,132.31
投资活动现金流出小计	15.42	45,689.05	3,789.52
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-15.42</b>	<b>-40,603.50</b>	<b>38,342.79</b>
筹资活动现金流入小计	55,087.36	351,685.15	112,932.55
筹资活动现金流出小计	105,760.13	233,078.71	116,507.25
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-50,672.77</b>	<b>118,606.44</b>	<b>-3,574.70</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>1,750.10</b>	<b>47,660.26</b>	<b>-75,026.04</b>

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季报

### 资本结构与财务安全性

公司负债水平一般，长期借款存在较大的集中支付压力

跟踪期内，随着本期债券的成功发行以及银行借款的增加，公司负债规模进一步攀升，2016年3月末达到82.37亿元，较2014年末增长9.26%。与此同时，受益于内部盈余的增加，公司所有者权益也有所提升，2016年3月末达到45.44亿元，较2014年末增长7.82%。总体来看，跟踪期内，公司产权比例总体保持稳定，所有者对债务的覆盖程度一般。

**表 15 2014-2016 年 3 月公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
负债总额	823,701.90	820,837.91	753,875.17
所有者权益	454,409.81	449,512.52	421,446.58
产权比率	181.27%	186.85%	178.88%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季报，鹏元整理

从结构上看，跟踪期内，公司刚性债务压力逐步增大，2016年3月底，有息债务规模达

到47.83亿元，较2014年末增长36.81%，占总负债的比重为58.07%。其中短期借款1亿元为票据借款，一年内到期的非流动负债和长期借款全部为保证借款或抵押借款，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。从偿还期限来看，2018年公司长期借款需偿还本金14.22亿元，面临较大的集中支付压力。

**表 16 2014-2016 年 3 月公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10,000.00	1.21%	20,000.00	2.44%	20,000.00	2.65%
应付账款	100,936.07	12.25%	127,972.87	15.59%	118,012.94	15.65%
预收款项	157,923.34	19.17%	87,620.23	10.67%	145,070.01	19.24%
应交税费	73,871.55	8.97%	76,370.84	9.30%	83,190.46	11.04%
其他应付款	8,540.92	1.04%	8,776.06	1.07%	51,524.74	6.83%
一年内到期的非流动负债	16,068.00	1.95%	96,018.00	11.70%	116,700.00	15.48%
<b>流动负债合计</b>	<b>377,167.00</b>	<b>45.79%</b>	<b>425,838.81</b>	<b>51.88%</b>	<b>540,444.63</b>	<b>71.69%</b>
长期借款	296,229.51	35.96%	244,692.15	29.81%	212,900.00	28.24%
应付债券	149,657.71	18.17%	149,595.27	18.22%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>446,534.90</b>	<b>54.21%</b>	<b>394,999.10</b>	<b>48.12%</b>	<b>213,430.54</b>	<b>28.31%</b>
<b>负债合计</b>	<b>823,701.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>820,837.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>753,875.17</b>	<b>100.00%</b>
<b>有息债务</b>	<b>478,292.16</b>	<b>58.07%</b>	<b>510,305.42</b>	<b>62.17%</b>	<b>349,600.00</b>	<b>46.37%</b>

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季报，鹏元整理

**表 17 截至 2015 年末公司长期借款偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年以后
本金	69,300	142,242	6,900	14,000	6,000	6,250

资料来源：公司提供

此外，公司应付账款2015年变化不大，预收款项2015年末为8.76亿元，较2014年下降39.60%，主要原因为房地产项目回笼的现金与2014年基本持平但结转的收入大幅增加，随着横岗锦荟Park项目剩余投资款的支付，公司其他应付款大幅下降。

偿债指标方面，2015年公司资产负债率、剔除预收款项后的资产负债率、EBITDA利息保障倍数与2014年相比变化不大，随着流动负债的下降，公司流动比率有所回升，但速动比率仍维持原来水平。与部分上市房企相比，公司负债率相对较低。

**表 18 2014-2016 年 3 月公司主要偿债能力指标**

指标名称	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
资产负债率	64.45%	64.62%	64.14%
剔除预收款项的资产负债率	59.43%	61.99%	59.09%

流动比率	2.76	2.46	1.75
速动比率	0.57	0.48	0.49
EBITDA（万元）	-	86,401.18	85,317.34
EBITDA 利息保障倍数	-	2.91	3.05

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 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季报，鹏元整理

**表 19 截至 2015 年末部分上市房企的偿债能力指标**

可比公司	资产负债率（%）	剔除预收款项后的资产负债率（%）	流动比率	产权比率
金科地产	83.95	77.76	1.44	6.24
信达地产	83.24	80.65	1.96	5.14
格力地产	80.78	79.58	2.01	4.26
<b>深振业 A</b>	<b>64.62</b>	<b>61.99</b>	<b>2.46</b>	<b>1.87</b>
中洲地产	77.19	69.93	1.72	3.38
新华联	80.05	78.56	1.70	4.60
上实发展	79.79	78.13	1.96	4.56
鲁商置业	93.06	91.19	1.22	15.14
华发股份	79.30	77.38	2.52	6.20

资料来源：Wind 资讯

## 六、评级结论

2015年以来公司通过进一步完善营销体系，落实“以营销为龙头”的经营方针保证了重点项目的销售，使得房地产项目的签约和资金回笼状况依然表现较好。截至2015年底，公司房地产业务仍有一定项目储备，短中期业绩有保障，且出租物业质量较佳，预计持续能为公司带来稳定的收入和利润。与此同时，公司合作项目锦荟Park质量较佳，2015年销售状况较好，未来有望给公司带来较好的投资收益。

但我们也关注到公司目前房地产储备项目主要位于二、三线城市，面临的销售压力较大，且在建与拟建项目尚需投入资金较多，面临一定资金压力。另外，公司规模偏小，土地储备不足，长期发展空间受到一定限制，且资产受限比例较高，长期借款存在较大的集中支付压力。

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	2016年3月	2015年	2014年	2013年
货币资金	180,076.38	177,870.27	136,261.22	205,104.93
应收账款	1,367.31	1,489.87	1,602.51	1,749.99
预付款项	21,143.01	18,112.11	123,355.60	20,177.13
其他应收款	12,046.46	8,991.90	4,823.41	2,174.49
存货	826,290.90	840,602.09	681,336.35	551,161.21
<b>流动资产合计</b>	<b>1,040,924.06</b>	<b>1,047,066.23</b>	<b>947,379.09</b>	<b>780,367.76</b>
可供出售金融资产	562.02	689.68	533.30	43,634.44
投资性房地产	120,402.98	106,483.47	108,568.45	111,180.85
固定资产	316.64	337.45	418.63	539.70
无形资产	0.00	0.00	0.00	2,053.21
长期待摊费用	312.15	329.25	78.56	138.59
递延所得税资产	24,842.29	24,211.10	26,717.35	20,620.66
其他非流动资产	90,751.58	91,233.24	91,626.37	48,318.42
<b>非流动资产合计</b>	<b>237,187.65</b>	<b>223,284.19</b>	<b>227,942.66</b>	<b>226,485.88</b>
<b>总资产合计</b>	<b>1,278,111.71</b>	<b>1,270,350.42</b>	<b>1,175,321.75</b>	<b>1,006,853.64</b>
短期借款	10,000.00	20,000.00	20,000.00	10,000.00
应付票据	6,336.94	0.00	0.00	0.00
应付账款	100,936.07	127,972.87	118,012.94	120,519.50
预收款项	157,923.34	87,620.23	145,070.01	65,396.09
应付职工薪酬	2,216.12	2,195.63	2,882.04	4,999.02
应交税费	73,871.55	76,370.84	83,190.46	68,071.21
应付利息	1,045.29	6,656.40	2,835.66	48.33
应付股利	228.77	228.77	228.77	93.56
其他应付款	8,540.92	8,776.06	51,524.74	8,842.35
一年内到期的非流动负债	16,068.00	96,018.00	116,700.00	40,000.00
<b>流动负债合计</b>	<b>377,167.00</b>	<b>425,838.81</b>	<b>540,444.63</b>	<b>317,970.06</b>
长期借款	296,229.51	244,692.15	212,900.00	259,828.00
应付债券	149,657.71	149,595.27	0.00	0.00
预计负债	171.67	171.67	0.00	322.83
递延所得税负债	476.01	540.00	530.54	10,041.87
<b>非流动负债合计</b>	<b>446,534.90</b>	<b>394,999.10</b>	<b>213,430.54</b>	<b>270,192.70</b>
<b>负债合计</b>	<b>823,701.90</b>	<b>820,837.91</b>	<b>753,875.17</b>	<b>588,162.76</b>
实收资本(或股本)	134,999.50	134,999.50	134,999.50	134,999.50

资本公积金	48,432.16	48,432.16	48,432.16	48,241.68
其它综合收益	356.66	452.40	335.12	26,254.18
盈余公积金	110,444.50	110,444.50	104,165.47	88,140.16
未分配利润	149,860.29	144,979.45	125,513.13	111,660.30
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>444,093.11</b>	<b>439,308.02</b>	<b>413,445.40</b>	<b>409,295.83</b>
少数股东权益	10,316.70	10,204.49	8,001.19	9,395.05
<b>所有者权益合计</b>	<b>454,409.81</b>	<b>449,512.52</b>	<b>421,446.58</b>	<b>418,690.88</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1,278,111.71</b>	<b>1,270,350.42</b>	<b>1,175,321.75</b>	<b>1,006,853.64</b>

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季报

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
<b>一、营业总收入</b>	<b>38,248.70</b>	<b>365,430.95</b>	<b>232,872.96</b>	<b>461,085.50</b>
营业收入	38,248.70	365,430.95	232,872.96	461,085.50
<b>二、营业总成本</b>	<b>31,929.99</b>	<b>305,879.27</b>	<b>197,338.82</b>	<b>369,581.44</b>
营业成本	21,299.15	238,834.29	147,745.74	307,943.56
营业税金及附加	3,233.22	28,281.05	23,549.25	44,143.29
销售费用	691.63	8,812.48	7,386.96	6,734.18
管理费用	1,206.90	6,463.30	6,391.33	7,212.11
财务费用	5,459.54	22,977.63	11,889.23	3,459.82
资产减值损失	39.56	510.53	376.31	88.49
加：投资净收益	-481.66	-341.40	31,593.84	877.97
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-481.66	-393.13	-10.47	0.00
<b>三、营业利润</b>	<b>5,837.04</b>	<b>59,210.28</b>	<b>67,127.98</b>	<b>92,382.03</b>
加：营业外收入	16.84	636.54	1,432.11	589.69
减：营业外支出	3.90	534.91	44.63	344.20
其中：非流动资产处置净损失	0.00	4.77	4.76	4.87
<b>四、利润总额</b>	<b>5,849.99</b>	<b>59,311.91</b>	<b>68,515.46</b>	<b>92,627.52</b>
减：所得税	856.95	15,433.32	17,270.10	22,826.61
<b>五、净利润</b>	<b>4,993.04</b>	<b>43,878.59</b>	<b>51,245.36</b>	<b>69,800.91</b>

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季报

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	108,116.42	304,676.65	313,916.00	284,281.86
收到的税费返还	3,507.01	0.00	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	5,866.90	3,650.75	1,955.83	4,396.13
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>117,490.33</b>	<b>308,327.40</b>	<b>315,871.83</b>	<b>288,677.98</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	35,985.95	263,866.43	357,164.26	278,956.45
支付给职工以及为职工支付的现金	1,747.29	8,391.74	9,704.16	8,350.22
支付的各项税费	13,664.57	53,099.66	37,804.28	75,167.37
支付其他与经营活动有关的现金	13,652.05	13,335.83	20,994.53	15,233.13
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>65,049.86</b>	<b>338,693.66</b>	<b>425,667.23</b>	<b>377,707.17</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>52,440.47</b>	<b>-30,366.26</b>	<b>-109,795.40</b>	<b>-89,029.19</b>
收回投资收到的现金	0.00	5,000.00	41,485.69	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	85.55	506.52	877.97
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	0.00	140.09	3,507.10
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>0.00</b>	<b>5,085.55</b>	<b>42,132.31</b>	<b>4,385.07</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	15.42	370.63	689.52	242.41
投资支付的现金	0.00	45,318.42	3,100.00	48,318.42
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>15.42</b>	<b>45,689.05</b>	<b>3,789.52</b>	<b>48,560.83</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-15.42</b>	<b>-40,603.50</b>	<b>38,342.79</b>	<b>-44,175.76</b>
取得借款收到的现金	55,087.36	202,210.15	108,200.00	216,795.50
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	4,732.55	0.00
发行债券收到的现金	0.00	149,475.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>55,087.36</b>	<b>351,685.15</b>	<b>112,932.55</b>	<b>216,795.50</b>
偿还债务支付的现金	93,500.00	191,100.00	68,428.00	32,172.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	12,260.13	41,388.69	46,168.91	28,972.70
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	590.02	1,910.34	4,932.40
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>105,760.13</b>	<b>233,078.71</b>	<b>116,507.25</b>	<b>66,077.10</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-50,672.77</b>	<b>118,606.44</b>	<b>-3,574.70</b>	<b>150,718.40</b>
<b>汇率变动对现金的影响</b>	<b>-2.18</b>	<b>23.58</b>	<b>1.27</b>	<b>-11.87</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>1,750.10</b>	<b>47,660.26</b>	<b>-75,026.04</b>	<b>17,501.58</b>
期初现金及现金等价物余额	173,271.74	125,611.48	200,637.52	183,135.94
期末现金及现金等价物余额	175,021.84	173,271.74	125,611.48	200,637.52

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度

### 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	43,878.59	51,245.36	69,800.91
加：资产减值准备	510.53	376.31	88.49
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,328.52	3,292.03	3,008.69
无形资产摊销	0.00	0.00	55.49
长期待摊费用摊销	78.62	80.03	92.49
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	4.77	-1,295.45	-0.82
固定资产报废损失	0.00	1.86	0.00
财务费用	23,624.74	13,428.55	5,956.92
投资损失	341.40	-31,593.84	-877.97
递延所得税资产减少	2,506.25	-6,096.69	13,735.54
递延所得税负债增加	-29.63	-871.64	942.21
存货的减少	-153,796.02	-115,621.83	22,325.35
经营性应收项目的减少	103,728.32	-113,605.94	-1,036.75
经营性应付项目的增加	-54,542.33	90,865.85	-203,119.74
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-30,366.26</b>	<b>-109,795.40</b>	<b>-89,029.19</b>

资料来源：公司2013-2015年审计报告

## 附录四 2013-2016年3月纳入公司合并范围的子公司明细（单位：万元）

单位名称	业务性质	注册资本	持股比例	是否合并			
				2016年1-3月	2015年	2014年	2013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责任公司	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	是	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	是	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	是	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	是
广州市振发房地产开发有限公司	房地产开发	30,000	100%	是	是	是	否

资料来源：公司提供

## 附录五 主要财务指标

项目	2016年3月	2015年	2014年
存货周转天数(天)	-	1,147.03	1,501.56
流动资产周转天数(天)	-	982.40	1,335.47
总资产周转天数(天)	-	1,204.66	1,686.72
综合毛利率	44.31%	34.64%	36.56%
期间费用率	19.24%	10.47%	11.02%
营业利润率	15.26%	16.20%	28.83%
总资产回报率	-	6.79%	7.51%
产权比率	181.27%	186.85%	178.88%
有息债务(万元)	478,292.16	510,305.42	349,600.00
资产负债率	64.45%	64.62%	64.14%
剔除预收款项的资产负债率	59.43%	61.99%	59.09%
流动比率	2.76	2.46	1.75
速动比率	0.57	0.48	0.49
EBITDA(万元)	-	86,401.18	85,317.34
EBITDA 利息保障倍数	-	2.91	3.05

## 附录六 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
	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。