

跟踪评级公告

联合[2015]227 号

卧龙地产集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司发行的 13 卧龙债进行跟踪评级，确定：

卧龙地产集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，展望为“稳定”

卧龙地产集团股份有限公司发行的 13 卧龙债债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一五年六月五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

卧龙地产集团股份有限公司 2013 年公司债券跟踪评级分析报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA- 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA- 评级展望: 稳定

债项简称: 13 卧龙债

债项信用等级

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

上次评级时间: 2014 年 9 月 10 日

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 5 日

主要财务数据

卧龙地产

项 目	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	35.22	44.51	44.09
所有者权益(亿元)	15.69	16.07	16.27
长期债务(亿元)	6.67	11.20	12.63
全部债务(亿元)	11.10	15.37	15.80
营业收入(亿元)	10.17	19.43	2.95
净利润(亿元)	0.63	2.54	0.20
EBITDA(亿元)	0.86	4.00	--
经营性净现金流(亿元)	-0.58	4.52	-0.43
营业利润率(%)	17.61	25.89	19.03
净资产收益率(%)	4.05	16.00	1.25
资产负债率(%)	55.45	63.90	63.09
全部债务资本化比率(%)	41.43	48.89	49.27
流动比率	2.78	2.52	2.84
EBITDA 全部债务比	0.08	0.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.68	2.29	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.14	0.67	--

卧龙集团

项目	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	159.96	184.98
所有者权益(亿元)	58.45	63.95
营业收入(亿元)	83.16	108.51
净利润(亿元)	5.03	6.90
资产负债率(%)	63.46	65.43

注: 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 一季度数据未年化。

评级观点

跟踪期内, 卧龙地产集团股份有限公司(以下简称“卧龙地产”或“公司”)经营状况良好, 销售和利润均有所增长, 签约销售面积及签约销售金额明显增加, 目前的在建及可售项目储备能够为公司未来经营提供支撑。未来, 随着公司房地产项目的陆续竣工和结转收入, 公司的收入及利润规模有望保持稳定。同时, 联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)关注到公司债务规模增加、负债水平上升等不利因素。

本次债券由卧龙控股集团有限公司(以下简称“卧龙集团”或“集团”)提供全额不可撤销连带责任保证担保, 跟踪期内, 卧龙集团经营情况良好, 盈利能力提升, 其担保对提升本期债券的信用水平仍具有显著积极作用。

综上, 联合评级维持公司“AA-”的主体长期信用等级, 评级展望维持“稳定”, 同时维持“13 卧龙债”“AA”的债项信用等级。

优势

1. 2014 年, 房地产行业逐步从较低的景气度中恢复; 2015 年以来, 国家陆续出台新的调控政策, 有利于房地产行业的整体复苏。

2. 2014 年公司改进营销思路、加大楼盘去化速度, 年内公司签约销售面积及结转收入面积均较上年明显提升, 有利于提升公司的整体盈利能力及现金流的改善。

3. 2014 年末, 公司在建项目较多, 土地储备具备一定规模, 能够保证公司未来几年的发展需求。

4. 担保方卧龙集团 2014 年经营情况良好, 偿债能力较强, 其担保对提升本期债券的信用水平仍具有显著的积极作用。

关注

1. 房地产行业整体复苏前景仍具有不确定性。
2. 公司 2014 年没有新购入土地，应关注后续开发过程中公司土地储备的变化情况。
3. 跟踪期内，公司债务规模增加、负债水平上升，需关注由此带来的财务风险。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：luiht@unitedratings.com.cn

刘晓亮

电话：010-85172818

邮箱：liuxl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与卧龙地产集团股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与卧龙地产集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因卧龙地产集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的公司相关资料主要由卧龙地产集团股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

卧龙地产集团股份有限公司（以下简称“公司”或“卧龙地产”），原名黑龙江省牡丹江新材料科技股份有限公司，是经黑龙江省经济体制改革委员会以“黑体改复[1993]479号文”批准，由牡丹江水泥集团有限责任公司、黑龙江省达华经济贸易公司、哈尔滨市建筑材料总公司、黑龙江省交通物资公司及黑龙江省建筑材料总公司共同发起，采用定向募集方式于1993年7月设立的股份有限公司，设立时注册资本15,000万元。

1999年3月，经中国证券监督管理委员会“证监发行字[1999]27号文”批准，公司发行社会公众股8,000万股，发行完成后总股本增至23,000万元。同年4月15日上述社会公众股票在上海证券交易所挂牌上市，股票代码：600173，股票简称：牡丹江。

2007年1月，牡丹江水泥集团有限责任公司将持有公司5,511.96万股国有法人股股权进行公开司法拍卖，并由浙江卧龙置业集团有限公司（已更名为浙江卧龙置业投资有限公司，以下简称“卧龙置业”）竞拍取得。同年2月，公司与卧龙置业进行重大资产置换，并定向发行10,000万股人民币普通股用于购买卧龙置业的相关资产，公司注册资本增加到33,000万元。同年9月，公司更名为“浙江卧龙地产股份有限公司”。资产置换后公司经营范围变更为：房地产开发与经营，建筑工程、装饰装潢工程设计、施工，物业管理。

2008年1月，公司更名为“卧龙地产集团股份有限公司”，并换领了企业法人营业执照，股票简称变更为：ST卧龙。2008年2月28日上海证券交易所批准公司股票交易撤销特别处理，公司股票简称由“ST卧龙”改为“卧龙地产”，公司股票代码仍为600173。截至2014年底，公司总股本72,514.75万股，实际控制人为陈建成先生和陈嫣妮女士父女，合计持有公司44.23%的股权。

截至2014年底，公司在职员工435人。

截至2014年底，公司合并资产总额44.51亿元，负债合计28.44亿元，所有者权益（含少数股东权益）16.07亿元。2014年，公司实现营业收入19.43亿元，净利润（含少数股东损益）2.54亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润2.60亿元，经营活动产生的现金流量净额4.52亿元，现金及现金等价物净增加额6.91亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额44.09亿元，负债合计27.82亿元，所有者权益（含少数股东权益）16.27亿元。2015年1~3月，公司实现营业收入2.95亿元，净利润（含少数股东损益）0.20亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润0.20亿元，经营活动产生的现金流量净额-0.43亿元，现金及现金等价物净增加额-0.35亿元。

二、本次债券发行情况及募集资金用途

卧龙地产集团股份有限公司2013年公司债券（以下简称“13卧龙债”或“本期债券”）于2014年9月23日发行结束，票面利率为9.07%，债券期限为5年，起息日为2014年9月23日，并已于2014年10月23日在上海交易所上市交易，债券代码：122327.SH。本次债券募集资金总额6亿元，截至2014年末，公司已使用资金49,689.48万元，使用比例为83.48%，资金投向均为公司下属房地产项目开发用款。

截至本报告出具日，13卧龙债由于尚未到第一个付息日。

本次债券由卧龙控股集团集团有限公司提供全额不可撤销连带责任保证担保。

三、行业分析

1. 行业概况

2014年,我国房地产行业增速放缓。受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响,2014年全国房地产开发投资95,035.61亿元,名义同比增长10.49%,较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。房地产开发企业房屋施工面积72.6亿平方米,比上年增长9.2%,增幅同比下降6.9个百分点;新开工面积18.0亿平方米,比上年下降14.4%,增幅同比下降28.9个百分点。

土地价格方面,2014年土地市场先热后冷,量跌价升,整体呈现疲态。2014年,全国300个城市土地成交楼面均价1,234元/平方米,同比上涨6%,增速同比下降21个百分点。分季度看,2014年年初首月全国300城市即以44%的出让金同比涨幅取得良好开局,延续上一年翘尾行情,但仅两个月时间便迅速降温;受楼市渐冷传导,地方政府推地节奏放缓,房企资金压力加大,拿地日趋谨慎;二季度起地市逐渐下行,供求量降幅扩大,仅楼面均价维持小幅上涨;四季度,随着政策利好以及楼市逐步升温,房企抓住窗口期加大优质地块储备力度,一线城市率先反弹,地王频现,但年末升温难改全年疲态。从溢价率来看,低溢价率亦成为主流,2014年全国300个城市土地平均溢价率10%,较2013年同期下降5个百分点。

2014年,受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌,各地土地出让情况出现恶化,土地购置面积增速大部分月份均处于负增长态势。根据国家统计局数据,2014年,房地产开发企业土地购置面积33,383万平方米,比上年下降14.0%;土地成交价款10,020亿元,较上年增长1.0%。从土地成交价格来看,进入2014年土地成交均价呈波动增长态势,尤其是进入下半年,土地成交均价快速增长。

开发资金来源方面,据国家统计局数据显示,2014年房地产开发企业本年资金来源合计121,991亿元,比上年减少0.1%,增速较上年下降26.6个百分点。从具体来源看,国内贷款21,243亿元,比上年增长8.0%,增速较上年下降25.1个百分点;利用外资639亿元,增长19.7%,增速较上年下降13.1个百分点;自筹资金50,420亿元,增长6.3%,增速较上年下降15.0个百分点;其他资金49,690亿元,较上年减少8.8%,增速较上年下降37.7个百分点。

综上,土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素,近年受宏观调控和市场供需影响,土地价格有所波动,整体增速呈下降趋势。目前房地产业的资金来源较为紧张,作为资金密集型企业,房地产企业的资金压力可能持续。

从商品房市场供求情况看,2014年以来,随着限购逐步产生效果,全国商品房销售面积和销售金额均出现下降,如下图所示。2014年,商品房销售面积120,649万平方米,同比下降7.6%,增速较上年回落9.7个百分点,其中住宅销售面积下降9.1%;商品房销售额76,292亿元,同比下降6.3%,其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看,商品房竣工面积仍保持增长,2014年,住宅竣工面积107,459万平方米,同比增长5.9%,增速回落2.2个百分点;其中,住宅竣工面积8.09亿平方米,同比增长2.7%。总体看,我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

从销售价格看,根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示,2014年以来,由于各地限购的影响持续深化,全国百城住宅价格出现明显回落,2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米,环比下跌0.92%,连续第5个月下跌,跌幅扩大0.33个百分点。

总的来看,在我国经济平稳增长的背景下,2014年全国房屋平均销售价格有所回落,商品房供给仍保持增长,但房屋成交量有所下滑,我国住宅供求状态出现好转。

2014年,房地产行业集中度进一步提升。2014年房地产行业前10名企业和前20名企业销售

额占比分别提高到 16.92%和 22.79%，分别提高了 3.65 个和 4.54 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 8.79%和 13.65%，分别提高了 0.65 和 0.74 个百分点（详见下表）。

表 1 2013~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况 单位：%

项目	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	13.27	16.92
前 20 大企业销售额占比	18.25	22.79
前 10 大企业销售面积占比	8.37	8.79
前 20 大企业销售面积占比	11.12	13.65

资料来源：联合评级搜集整理。

总体看，房地产行业集中度不断提高，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。

2. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。2014 年，国家对房地产行业的调控节奏有所变化。

2014 年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2014 年 3 月，李克强总理在政府工作报告中提出“分类施策、分城施策”的概念后，各地区相继正式发文“开放限购”，截至 2014 年末，全国 46 个限购城市中，仅剩北上广深四个一线城市仍在执行限购政策。2014 年 9 月 30 日央行、银监会发布“央四条”，不仅重申首套房利率折扣下限为 7 折，而且在二套房的认定上提出，对拥有一套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房时，银行业金融机构执行首套房贷款政策，这意味着伴随着中国房地产市场调控多年的“限贷”政策全面取消。

总体看，目前房地产行业调控节奏有所变化，调控方向将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进。行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

3. 行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入 2014 年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，

三分之一为地价；地产商所获利润的 60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

4. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013 年 5 月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、管理分析

2014 年内，公司董事会成员、监事会成员及高级管理人员保持稳定。2015 年 1 月，陈建成先生辞去公司董事长、董事职务，范志龙先生辞去公司副董事长、董事职务，公司股东大会分别增补陈嫣妮女士、马亚军先生为公司第六届董事会董事，公司董事会选举陈嫣妮女士为公司董事长。

陈嫣妮女士，1982 年出生，金融研究生学历，2007 年至 2009 年，任上海卧龙国际商务股份有限公司财务总监，2011 年 9 月至 2014 年 9 月，任卧龙电气集团股份有限公司董事，2009 年至今任上海卧龙国际商务股份有限公司副总经理、卧龙控股集团有限公司董事长助理，现任公司董事长。

此外，公司无其他重大管理变更事项。整体来看，公司高管团队基本稳定，相关管理制度延续以往模式。

五、经营分析

2014 年，公司实现主营业务收入 19.41 亿元，较上年大幅增长 91.46%，主要是公司房地产销售业务增加较快所致。分业务来看，公司房地产销售业务收入较上年增长 93.15% 至 19.20 亿元，占公司 2014 年主营业务收入的 98.93%，该业务增长较快，主要是政府回购子公司土地收入及公司加大楼盘去化力度所致；物业管理业务实现收入 0.19 亿元，较上年下降 3.67%，该业务在公司主营业务收入中占 0.98%，占比较低。

从毛利率变化情况来看，房地产销售业务毛利率较上年提升 2.98 个百分点至 32.83%，主要是结转项目利润较高及政府回购子公司土地收入毛利率较高所致。

表 2 2013 年~2014 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、百分点）

项目	2013 年			2014 年			收入变化	毛利率变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
房产销售	99,405.12	98.06%	29.85%	192,000.89	98.93%	32.83%	93.15%	2.98
物业管理	1,964.82	1.94%	20.53%	1,892.63	0.98%	13.37%	-3.67%	-7.16
其他				184.90	0.10%	34.86%		34.86
合计	101,369.94	100.00%	29.67%	194,078.42	100.00%	32.64%	91.46%	2.97

资料来源：公司年报。

整体看，公司 2014 年经营情况良好，销售收入明显增加，毛利率有所提升。

项目储备情况

公司本着审慎的态度获取土地，2014 年内，由于行业景气度不高等原因，公司没有增加新的土地储备。截至 2014 年末，公司下属项目公司 9 家，合计拥有土地储备规划建筑面积 204.25 万平方米，其中在建面积 71.73 万平方米、待开发面积 132.52 万平方米。

项目建设情况

2014 年，公司为适应行业变化，放慢新开工进度，同时加快开发在建项目，如下表所示，2014 年公司新开工面积 31.88 万平方米，较上年下降 44.44%，新开工面积中，住宅占 82.18%，商铺占 5.52%；2014 年公司竣工面积 16.95 万平方米，较上年下降 30.42%，竣工面积中，住宅占 87.49%。2014 年末，公司在建项目面积 71.73 万平方米，较上年末增加 26.29%。

表 3 2014 年公司项目开发建设情况

项目	2013 年	2014 年
当期新开工面积（万平方米）	57.38	31.88
当期新开工项目数量（个）	3	2
期末在建面积（万平方米）	56.80	71.73
期末在建项目数量（个）	4	4
当期竣工面积（万平方米）	24.36	16.95

数据来源：公司提供

从公司在建项目的分布来看，主要分布在浙江省绍兴市、湖北省武汉市、广东省清远市和山东省青岛市，公司在建项目分布区域集中于少数几个城市。

项目销售情况

2014 年，公司加速去化存量房源，在保持传统营销优势的基础上，大力推动从坐销到行销的转变，推动垂直营销，走营销精细化路线，重视客户体验，取得了较好效果。2014 年，公司房地产销售情况整体上明显好于上年，如下表所示，2014 年公司实现签约销售面积 19.91 万平米，较

上年增加 38.36%，签约销售金额同比增加 46.06%，销售均价较上年略有上升。

表 4 2014 年公司销售情况

项目	2013 年	2014 年	变化率
签约销售面积（万平方米）	14.39	19.91	38.36%
签约销售金额（亿元）	9.9	14.46	46.06%
签约销售均价（万元/平方米）	0.69	0.73	5.80%
结转收入面积（万平方米）	15.79	30.93	95.88%
结转收入（亿元）	9.94	19.2	93.16%

资料来源：公司提供

从 2014 年末公司在售项目的销售情况来看，如下表所示，公司旗下项目中，天香华庭、绍兴卧龙、天香西园已经进入销售尾声，清远五洲项目、耀江神马项目、墨水湖置业项目尚有较多待售面积，是未来几年公司销售收入的主要来源。青岛嘉原盛和两湖置业尚处于规划中。无论从金额和面积角度看，公司可售项目资源能够满足公司未来几年的销售需求。

表 5 2014 年末公司在售项目情况（单位：万元，平方米）

项目	期内结转金额	累计结转金额	剩余可结转金额	期内结转面积	累计结转面积	剩余可结转面积
天香华庭	21,850.16	234,799.45	29,849.25	31,153.95	335,009.52	89,215.48
绍兴卧龙	2,418.88	135,794.41	5,743.13	3,339.20	288,044.73	22,340.29
清远五洲	8,034.11	86,189.69	32,456.27	17,526.62	175,725.76	1,197,374.24
天香西园	872.89	84,111.15	716.31	4,206.58	130,095.00	0
标准厂房		3,596.62	300.00		35,818.83	2,553.79
耀江神马	135,609.17	276,999.53	29,599.07	222,436.71	487,399.85	205,450.15
墨水湖置业	23,867.27	23,867.27	68,706.03	30,629.04	30,629.04	408,098.96
青岛嘉原盛						39,734.00
两湖置业						77,768.00
合计	192,652.48	845,358.12	167,370.06	309,292.10	1,482,722.73	2,042,534.91

资料来源：公司提供

注：清远五洲、耀江神马、墨水湖置业、青岛嘉原盛、两湖置业因规划还未定，上表中尚未结转金额系估算，仅供参考。

重大事项

为了第十届（武汉）国际园林艺术博览会建设的需要，武汉市土地整理储备中心园林建设分中心将公司全资子公司耀江神马实业（武汉）有限公司（以下简称“耀江神马”）的位于武汉东西湖区金山大道南、金南二路西部分国有土地使用权进行收回储备。上述地块土地证号为东国用（2007）第 280101007 号，土地面积 12.52 万平方米，土地用途为城镇混合住宅。储备补偿方式及费用：武汉市土地整理储备中心园林建设分中心应支付耀江神马的土地储备补偿款税后净额为 5.48 亿元人民币。

本次土地收储将给公司带来一定的收益，综合考虑各项成本后，对公司 2014 年度损益产生较大影响。

截至 2014 年末，公司全资子公司耀江神马与武汉市土地整理储备中心园林建设分中心已经签署相关补偿协议，耀江神马已收到土地补偿款 4.384 亿元。

未来发展

2015 年，公司将深刻研判政策及行业趋势，将以更务实的姿态，强化合作意识，立足城市化率处在 40%~50%之间的二、三线城市，加强设计降本能力，通过技术优化、新材料运用等方法

降低产品开发成本；研究各类型产品，打造可复制的系列产品，提高项目开发速度；加强基础研究和技术创新，开发符合市场需求的创新户型和创新产品；开发以刚需为主的中高档住宅；创新营销手段；打造一支管理水平高、专业技能强、市场反应快的管理团队，确保项目周转快，经济效益好。

总体看，2014 年受益于项目结转增加和土地收储，公司收入规模和利润水平较上年明显提升；2014 年公司加大了销售力度，签约销售情况较 2013 年明显好转，预计随着收入逐步结转，公司盈利能力将保持较好水平。

六、财务分析

公司 2014 年度合并财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2014 年，公司的合并范围有所变化，但均为项目公司完成销售注销所致，公司 2014 年财务数据可比性较强。

截至2014年底，公司合并资产总额44.51亿元，负债合计28.44亿元，所有者权益（含少数股东权益）16.07亿元。2014年，公司实现营业收入19.43亿元，净利润（含少数股东损益）2.54亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润2.60亿元，经营活动产生的现金流量净额4.52亿元，现金及现金等价物净增加额6.91亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额44.09亿元，负债合计27.82亿元，所有者权益（含少数股东权益）16.27亿元。2015年1~3月，公司实现营业收入2.95亿元，净利润（含少数股东损益）0.20亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润0.20亿元，经营活动产生的现金流量净额-0.43万元，现金及现金等价物净增加额-0.35亿元。

1. 资产质量

截至2014年底，公司资产总额44.51亿元，较年初增长26.37%，主要是流动资产增加较快所致。从资产构成上看，公司的资产仍以流动资产（占资产总额的96.44%）为主，流动资产占比过高。

2014年末公司流动资产以存货、货币资金、应收账款、预付账款为主，占比分别为60.23%、21.20%、9.06%和7.13%。

2014年末公司存货账面价值25.85亿元，较上年末减少7.81%，主要是年内结转收入规模较大所致。公司年末存货余额中，拟开发土地、开发产品和开发成本各占37.86%、28.87%和32.77%，公司已对存货计提了839.82万元存货跌价准备，主要是天香西园车位、绍兴金湖湾项目出现一定滞销所致，考虑到公司存货主要位于武汉和清远，未来跌价可能性较小，跌价准备计提较充分。

截至2014年底，公司货币资金规模9.10亿元，较年初增长233.95%，主要是年内发行债券募集资金到账、销售回款较多以及收到土地补偿款所致。公司年末货币资金中，银行存款占99.90%，其他货币资金余额73.63万元，主要是按揭保证金和银行承兑汇票保证金组成。

截至2014年底，公司应收账款余额3.89亿元，较上年末增加524.52%，主要是当年武汉市政府收储公司土地导致应收政府土地回购尾款较多所致。在按照账龄计提坏账准备的应收账款中，一年以内的占99.99%，主要欠款方是武汉市政府，不能收回的可能性较小，公司已对应收账款计提了4.00万元坏账准备。

截至2014年底，公司预付款项余额3.06亿元，较年初增加491.10%，主要是年内预付大三角地块前期启动资金所致。

公司非流动资产规模不大，截至2014年底，公司非流动资产1.58亿元，较年初减少42.60%，

主要由可供出售金融资产（占28.41%）、投资性房地产（占28.83%）、商誉（占27.92%）和固定资产（占8.90%）构成。2014年末公司可供出售金融资产较上年减少68.97%，主要是年内处置联营企业股权所致，年末公司投资性房地产账面价值较年初变化不大，年末商誉较年初下降25.24%至0.44亿元，主要是公司年内针对子公司天香华庭计提0.15亿商誉减值所致。

截至2015年3月末，公司资产总计44.09亿元，较2014年末减少0.95%，资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产规模尚可，流动资产占较大比例，流动资产中存货是主要组成部分，资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

负债

截至2014年底，公司负债合计28.44亿元，较年初增长45.62%，以流动负债为主（占负债合计的59.88%）。

公司2014年底流动负债规模较年初增加45.70%，主要由于预收款项和应交税费增加所致。具体而言，2014年末公司预收款项余额5.02亿元，较年初增加225.11%，主要是公司销售规模提升导致预收款增加所致。公司应交税费3.10亿元，较年初增加262.06%，主要是公司利润增加导致应缴所得税增加所致。此外，公司2014年末短期借款0.47亿元，主要是公司增加银行借款。

2014年末，公司非流动负债较年初增加45.51%至11.41亿元，主要是公司增加长期借款以及发行本次公司债券所致。年末公司长期借款余额5.26亿元，较年初增加97%，将于2016年1至3月陆续到期。公司未来两年借款偿还压力较大。2014年末公司应付债券期末余额5.93亿元。

截至2014年底，公司长期债务、短期债务和全部债务分别为11.20亿元、4.17亿元和15.37亿元，其中长期债务增长较快，短期债务较上年末略有下降，综合影响导致全部债务较上年末增加38.49%。公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为63.90%、41.06%和48.89%，均较年初有所提升，主要是公司长期借款增加及发行公司债券导致债务负担加重所致。

截至2015年3月末，公司负债合计27.82亿元，较年初略减2.20%，债务结构略有变化，其非流动负债占比上升至46.12%，主要是公司继续增加长期借款所致，流动负债占比下降至53.88%，主要是因工程款结算导致应付账款下降以及一年内到期非流动负债规模下降所致。

总体看，跟踪期内，公司因长期借款增加，整体负债规模有所上升。

所有者权益

2014 年底公司所有者权益中，未分配利润占比 46.11%，股本占比 45.13%，资本公积占比 0.98%，盈余公积占比 7.73%，所有者权益构成较年初相比变动不大，稳定性一般。2015 年 3 月末，公司所有者权益合计 16.27 亿元，较 2014 年末增加 1.25 个百分点，所有者权益结构较 2014 年末变化不大。

总体看，公司权益稳定性一般。

3. 盈利能力

2014年，受达到确认收入条件的竣工房地产面积同比增长，以及武汉市土地整理储备中心园林建设分中心以税后净额为 5.48 亿元收储了公司全资子公司耀江神马面积12.5万平方米土地的影响，公司全年营业收入明显提升。2014年，公司实现营业收入19.43亿元，较上年同期增长了91.07%。由于土地出让利润率较高，公司2014年主营业务毛利率较上年提升2.97个百分点至32.64%。公司全年实现营业利润3.85亿元，较上年提升387.92%，实现净利润2.54亿元，同比增加

303.15%，归属于母公司所有者净利润2.60亿元，同比增加297.52%。

从期间费用上看，2014年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为0.42亿元、0.67亿元和199.85万元，较上年同期分别增长58.93%、9.38%和-14.08%。其中销售费用增幅较大，主要是为促进楼盘去化，公司投入较多广告费用所致；财务费用同比下降，主要是公司年内持有较多现金导致利息收入同比增加所致。公司费用收入比为5.70%，较上年下降3.13个百分点，主要是公司费用控制得当，以及本年收入增加较快所致。

2015年1~3月，公司经营情况良好，实现营业收入2.95亿元，同比增加25.52%，但由于项目结算结构差异导致毛利率有所下降，一季度实现营业利润0.34亿元，同比下降1.97%，实现净利润0.20亿元，同比下降15.27%。

总体看，跟踪期内，公司经营情况良好，收入规模和盈利能力均有所提升。

4. 现金流

受公司销售规模和建设投入增加的影响，2014年公司经营性现金流入和流出分别为20.55亿元和16.04亿元，较2013年分别增加84.42%和36.74%。2014年公司经营性现金净流量为4.52亿元，较2013年多流入5.10亿元，主要公司获得土地收储补偿款导致现金流入较多所致。

投资活动方面，2014年公司投资活动流入1.26亿元主要是收回上海歌斐鸿卧投资中心（有限合伙）与上海歌斐鸿瀚投资中心（有限合伙）各5,000万投资款以及处置子公司收回的投资收益；投资活动流出1.97亿元，主要是收购控股子公司墨水湖置业40%的股权所致，2014年公司投资活动产生的现金流量净额为-0.71亿元。

筹资活动方面，2014年公司筹资活动现金流入为13.93亿元，较上年增加157.61%，主要为取得银行借款获得的现金以及发行公司债券募集资金；筹资活动现金流出为10.83亿元，较上年增加48.19%，主要为偿还银行借款和利息及支付股利所致，2014年公司筹资活动现金净额为3.10亿元。

2015年1~3月，实现经营性现金净流出0.43亿元，主要是预售收入比上年同期减少、支付工程款比上年同期增加所致；实现投资活动现金净流入163.46万元，主要是收到分红款；实现筹资活动现金净流入663.40万元，主要受公司增加银行借款和偿还借款影响。

总体看，2014年，公司经营活动现金流呈净入，现金流情况良好，但由于公司开发规模提升，导致筹资需求有所增加。

5. 偿债能力

2014年，公司整体负债规模有所提升，特别是发行公司债券后长期债务增加较快。从短期偿债指标来看，截至2014年底，公司流动比率和速动比率分别为2.52倍和1.00倍，流动比率有所下降，主要是预收款增加导致流动负债增加较快所致，速动比率有所提升，主要由于存货规模稳中有降所致。2014年，公司现金短期债务比2.18倍，较2013年明显提升，主要是2014年公司发行公司债及获得土地补偿款导致现金资产大幅增加所致，公司现金对短期债务的覆盖程度较高。整体上公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2014年，公司EBITDA为4.00亿元，较2013年大幅增长；EBITDA全部债务比由上年0.08倍增至0.26倍，EBITDA对全部债务的保障程度明显增强；EBITDA利息倍数由上年0.68增至2.29倍，EBITDA对利息支出的保障程度处于较高水平。公司长期偿债能力良好。

根据公司提供的中国人民银行2015年5月15日出具的企业信用报告，截至2015年5月15日，公司无未结清不良贷款，公司除对卧龙集团5,000万元担保外无对外担保。

总体看，由于公司盈利规模提升，其偿债能力明显改善且处于较强水平，或有风险不大。

七、债权保护分析

卧龙控股集团有限公司成立于 1984 年 9 月，由上虞曹娥街道联丰村村民委员会、上虞市曹娥街道蒿坝二村村民委员会、陈建成、李凤仙、王建乔、邱跃、陈永苗投资设立，前身为上虞县多速微型电机厂，2003 年改制为卧龙集团控股有限公司。经过一系列的股权变更，截至 2014 年末，卧龙集团注册资本为 80,800 万元，陈建成与陈嫣妮持有卧龙集团 87.66% 的股权，陈建成是卧龙集团的法定代表人和实际控制人。

卧龙集团主营电气制造、房地产开发和商贸金融投资等业务，是国家级重点高新技术企业。截至 2014 年末，卧龙集团合并范围产生一定变化，其中卧龙集团投资设立香港卧龙投资和卧龙融资租赁两家子公司，集团子公司卧龙置业下属 4 家项目公司完成销售业务并注销，集团子公司卧龙电气增加 6 家子公司。

截至 2014 年末，卧龙集团合并资产总额 184.98 亿元，负债合计 120.66 亿元，所有者权益（含少数股东权益）63.95 亿元。2014 年，卧龙集团实现营业收入 108.51 亿元，净利润（含少数股东损益）6.90 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 2.62 亿元。2014 年，集团经营性现金流量净额 9.82 亿元，现金等价物增加额 30.40 亿元。

1. 经营概况

2014，卧龙集团经营情况良好。全年实现收入 108.51 亿元，较上年增加 30.47%，实现营业利润 6.81 亿元，较上年增加 68.32%，实现净利润 8.25 亿元，较上年增加 67.92%。

电气制造业

电气制造业务主要包括电机及控制装置、变压器和蓄电池的生产和销售，是集团主要的收入利润来源。该业务主要由上市子公司卧龙电气运营。

电机及控制装置

集团围绕家用电机、工业电机、项目电机和驱动控制四大产品聚焦的战略，实现从电气产业向电机及控制产业方向的转变，做深做强电机及控制产业，并不断延伸国际业务。2014 年，集团实现电机及控制类产品销售收入 49.63 亿元，销售利润 10.35 亿元。集团国内工业电机已完成普通效率电机向高效节能电机的整体转型，超高效电机已全面产业化生产，成为国内高效节能电机的主要生产基地。

技术方面，集团欧洲电机制造板块已完成超高效电机（IE3）的全面切换。集团实现高效电机销售同比增长 47.09%。符合欧盟 IE4、中国新能效 1 级、美国 NEMA premium plus 标准等更高效率标准的产品投入研究开发，以引领市场技术发展方向，牢固树立技术领先者的地位。

2014 年，集团国内外制造企业多边协同实现良性发展，市场营销、生产制造、零部件采购等方面工作的全面深入并取得重大突破，协同效应逐渐显现。集团国内制造公司已经实现机座号 180 以上的国外 BROOK 超高效节能电机的产业化生产并成功打入北美市场；与奥地利 ATB 驱动技术股份公司合资的武汉奥特彼工厂也已经推动了欧洲煤矿用防爆电机产品的产业化进程；全集团超高效 IE3 节能电机统一设计协同项目已经完成主要机座号产品的样机制作及试验，并将投入产业化进程；在营销协同方面已经成功取得全球知名重要战略客户的资源共享；零部件采购方面，ATB 驱动股份国内采购已实质性启动，利用全集团大宗物料采购平台，有效降低产品的生产制造成本。

变压器及蓄电池业务

2014 年，受益于国家基础建设投入持续加大，集团变压器业务得到快速发展，尤其是高速铁路牵引变压器和地铁用整流变压器产品，盈利能力大幅提升，变压器业务产品毛利率同比提升 4 个百分点。此外，集团 500kV 超高压变压器和 330kV 级有载调压整流变压器分别完成产品科技成果鉴定，其技术水平分别达到国内领先和国际先进水平，其中 330kV 级有载调压整流变压器实现产业化销售。2014 年，集团变压器业务实现销售收入 8.43 亿元，同比增加 12.10%。

集团电源产品大力调整优化产品结构，在保证三大运营商通讯用电源订单快速增长的基础上，大力开拓 UPS、汽车起动、储能等领域电源重点客户市场，成效显著。2014 年实现销售收入 3.86 亿元，同比增加 52.58%

房地产业

参见发行人经营分析。

总体看，卧龙集团 2014 年经营情况良好，收入利润明显提升。未来随着集团销售地产项目结转收入和机电业务进一步拓展市场，集团盈利能力有望得到提升。

2. 财务情况

卧龙集团 2014 年财务数据经山东和信会计师事务所（特殊有限合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2014 年末，卧龙集团合并资产总额 184.98 亿元，负债合计 120.66 亿元，所有者权益（含少数股东权益）63.95 亿元。2014 年，卧龙集团实现营业收入 108.51 亿元，净利润（含少数股东损益）6.90 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 2.62 亿元。2014 年，集团经营性现金流量净额 9.82 亿元，现金等价物增加额 30.40 亿元。

表 6 卧龙地产集团主要财务指标

项 目	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	159.96	184.98
所有者权益(亿元)	58.45	63.95
长期债务(亿元)	26.50	37.74
全部债务(亿元)	75.06	85.09
营业收入(亿元)	83.16	108.51
净利润(亿元)	5.03	6.90
EBITDA(亿元)	9.75	12.34
经营性净现金流(亿元)	3.18	9.82
营业利润率(%)	20.66	19.47
净资产收益率(%)	9.05	11.28
资产负债率(%)	63.46	65.43
全部债务资本化比率(%)	56.22	57.09
流动比率	1.54	1.65
EBITDA 全部债务比	0.13	0.15
EBITDA 利息倍数(倍)	2.51	2.62

资料来源：卧龙集团审计报告

资产质量

从资产情况看，2014 年集团资产总额 184.98 亿元，较年初增加 15.64%。其中非流动资产占 27.03%，流动资产占 72.97%，以流动资产为主。

2014 年末，集团流动资产中货币资金（占 25.93%）、应收账款（占 19.77%）和存货（占 29.19%）

为主。集团货币资金年末余额 35.00 亿元，规模较大，较年初增加 16.66%，主要是 2014 年集团销售额提升，销售回款增加所致；货币资金中，银行存款占 87.27%，其他货币资金占 12.66%。年末应收账款余额 26.68 亿元，较上年末增加 30.15%，其中一年以内的应收账款占年末应收账款余额的 92.78%，集团已累计计提 1.39 亿元应收账款坏账准备。集团年末存货账面价值 30.40 亿元，较年初变化不大，主要由房地产业务的开发产品和开发成本以及机电业务的库存商品、在产品和原材料构成，集团已累计计提 0.55 亿元存货跌价准备。

2014 年末集团非流动资产总额 50.00 亿元，较年初小幅增加 5.43%，以可供出售金融资产（占 13.63%）、固定资产（占 53.52%）和无形资产（占 13.73%）为主。集团年末可供出售金融资产账面价值 6.82 亿元，较年初增加 9.98%，主要是集团年内投资绍兴银行股份有限公司和浙江省龙信股权投资合伙企业（有限合伙）投资单位，导致以成本计量的可供出售权益工具增加所致。集团年末固定资产净额 26.76 亿元，较年初增加 14.02%，主要是房屋建筑物和机械设备增加所致，年末集团固定资产原值 35.00 亿元，累计计提折旧 8.24 亿元，固定资产成新率 76.46%，成新率尚可。年末集团无形资产账面价值 6.86 亿元，较年初增加 22.67%，主要是专有技术和土地使用权增加所致。

总体看，集团资产规模较大，以流动资产为主；流动资产中货币资金规模较高，但存货变现能力一般；非流动资产以固定资产为主，成新率尚可；公司整体资产质量良好。

负债及所有者权益

从负债情况看，2014 年末集团负债总额 120.66 亿元，较年初增加 18.88%，其中非流动负债合计 32.03%，流动负债合计 67.97%，以流动负债为主。年末流动负债 82.02 亿元，以短期借款（占 33.45%）、应付票据（占 11.61%）、应付账款（占 24.95%）、预收款项（占 7.61%）和一年内到期的非流动负债（9.60%）为主。年末集团短期借款余额 27.44 亿元，较年初小幅下降 3.31%，以保证借款为主。年末应付票据余额 9.52 亿元，较年初增加 35.07%，主要是银行承兑汇票增加所致。年末应付账款账面余额 20.46 亿元，较年初增加 29.58%，其中一年内应付账款占 93.15%。年末预收款项 6.24 亿元，较年初增加 59.36%，主要是集团房地产销售增加导致预收款增加所致。年末一年内到期流动负债余额 78.73 亿元，较年初增加 56.66%，主要是一年内到期的长期借款增加。

2014 年末非流动负债合计 38.64 亿元，较年初增加 35.55%，主要是 2014 年卧龙地产发行公司债券以及集团发行中期票据导致集团应付债券增加所致。集团年末非流动负债以长期借款（占 51.07%）、应付债券（占 34.62%）和长期应付款（占 11.97%）组成。集团年末长期借款中，保证借款占 63.46%；年末应付债券余额 13.38 亿元，主要由本次债券 6.00 亿元、集团 2014 年第一期中期票据 7.00 亿元以及按照摊余成本法计提利息和溢折价摊销组成。

2014 年末，卧龙集团资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 65.43%、57.09%和 37.11%，均较上年末小幅上升，但仍处于合理水平。

所有者权益

2014 年末，集团所有者权益合计 63.95 亿元，其中归属母公司所有者权益占 40.99%。年末归属母公司所有者权益中，股本占 30.83%，资本公积占 19.68%，盈余公积占 6.64%，未分配利润占 42.85%。集团所有者权益中，少数股东权益占比较高，占 60.32%，归属母公司所有者权益中未分配利润占比较高，集团权益稳定性有待提升。

总体看，集团负债规模较大，以流动负债为主，集团债务负担适中，权益稳定性一般。

盈利能力

从盈利情况看，受年内集团机电业务销售增加和房地产业务结转收入增加及土地出让收入提

升的影响，2014 年集团实现营业收入 108.51 亿元，同比增加 30.47%，实现营业利润 6.81 亿元，同比增加 68.12%，净利润（含少数股东损益）6.90 亿元，同比增加 67.92%。受益于利润增加，集团 2014 年总资产收益率、总资本回报率和净资产收益率分别为 4.89%、4.78%和 11.28%，均较 2013 年有所提升，且处于较好水平。

总体看，集团盈利能力良好。

现金流

2014 年，集团经营活动产生的现金流入为 103.82 亿元，较上年增加 10.97%，主要是集团销售情况较好导致回款增加所致，受此影响，集团经营活动现金净流入 9.82 亿元，较上年增加 208.31%。从现金收入比看，近两年集团现金收入比分别为 102.18%和 91.18%，获现能力有所下降。

2014 年，集团投资活动现金净流出 4.73 亿元，主要是年内收回投资收到的现金较上年减少 56.93%所致。筹资活动现金净流出 0.41 亿元，主要是年内偿还债务支付的现金较上年增加 19.51%所致。

整体看，集团经营性现金流规模较大，且呈现净流入状态；集团投资规模较大，对现金有一定需求，需要通过筹资现金流予以支撑。

偿债能力

从偿债能力情况看，从债务规模来看，2014 年卧龙集团总债务 85.09 亿元，较上年末增加 13.37%，主要是长期债务增加较快。年末总债务中，长期债务 37.74 亿元，债务结构尚属合理。从偿债能力指标来看，2014 年卧龙集团流动比率和速动比率分别为 1.65 和 1.17，均较上年有所提升，且处于较高水平。EBIDA 全部债务比由上年的 0.13 倍上升至 0.15 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 2.51 倍上升至 2.62，反应出其偿债能力有所提升。

整体看，集团偿债能力较上年有所提升。

八、综合评价

跟踪期内，卧龙地产经营状况良好，销售和利润均有所增长，签约销售面积及签约销售金额明显增加，在建及可售项目储备能够为公司未来经营提供支撑。未来，随着公司房地产项目的陆续竣工和结转收入，公司的收入及利润规模有望保持稳定。同时，联合评级也关注到公司债务规模增加、负债水平上升等不利因素。

本期债券由卧龙控股集团有限公司提供全额不可撤销连带责任保证担保，跟踪期内，卧龙集团经营情况良好，盈利能力提升，其担保对提升本期债券的信用水平仍具有显著积极作用。

综上，联合评级维持公司“AA-”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，同时维持“13 卧龙债”“AA”的债项信用等级。

附件 1-1 卧龙地产集团股份有限公司
 2013 年~2015 年 3 月合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动资产：				
货币资金	27,251.41	91,005.80	233.95	87,513.04
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款	6,227.30	38,890.78	524.52	35,957.17
预付款项	5,177.72	30,605.56	491.10	29,879.85
应收利息				
应收股利				
其他应收款	5,350.07	4,641.51	-13.24	3,982.45
存货	280,447.17	258,549.71	-7.81	263,844.98
待摊费用				
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	168.80	5,575.79	3,203.12	4,288.87
流动资产合计	324,622.47	429,269.14	32.24	425,466.36
非流动资产：				
可供出售金融资产	14,500.00	4,500.00	-68.97	4,500.00
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资				
投资性房地产	4,557.22	4,565.82	0.19	4,565.82
固定资产	1,607.74	1,410.28	-12.28	1,334.30
生产性生物资产				
油气资产				
在建工程				
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	32.60	32.60	0.00	32.60
开发支出				
商誉	5,914.10	4,421.60	-25.24	4,057.86
长期待摊费用	195.00	21.60	-88.92	14.40
递延所得税资产	787.55	887.37	12.67	887.37
其他非流动资产				
非流动资产合计	27,594.21	15,839.27	-42.60	15,392.35
资产总计	352,216.68	445,108.41	26.37	440,858.71

附件 1-2 卧龙地产集团股份有限公司
 2013 年~2015 年 3 月合并资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动负债：				
短期借款	0.00	4,700.00		4,700.00
交易性金融负债				
应付票据	270.76	45.27	-83.28	45.27
应付账款	38,685.87	36,216.10	-6.38	25,426.38
预收款项	15,453.63	50,241.88	225.11	51,958.81
应付职工薪酬	59.64	539.33	804.32	253.06
应付福利费				
应交税费	8,562.06	30,999.69	262.06	30,704.04
应付利息	575.48	3,916.04	580.49	3,999.41
应付股利	2.93	3.20	9.22	3.20
其他应付款	9,289.93	6,661.64	-28.29	5,783.45
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	44,000.00	37,000.00	-15.91	27,000.00
其他流动负债				
流动负债合计	116,900.30	170,323.16	45.70	149,873.61
非流动负债：				
长期借款	26,710.00	52,620.00	97.00	66,920.00
应付债券	0.00	59,330.22		59,358.67
长期应付款	40,000.00	0.00	-100.00	0.00
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债	11,705.19	2,150.04	-81.63	2,006.64
其他非流动负债				
非流动负债合计	78,415.19	114,100.26	45.51	128,285.31
负债合计	195,315.49	284,423.42	45.62	278,158.92
所有者权益：				
股本	72,514.75	72,514.75	0.00	72,514.75
资本公积	7,792.51	1,580.57	-79.72	1,580.57
减：库存股				
其他综合收益	6.66	6.66	0.00	6.66
专项储备				
盈余公积	11,993.44	12,420.05	3.56	12,420.05
未分配利润	54,097.74	74,099.47	36.97	76,125.22
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	146,398.44	160,614.84	9.71	162,640.59
少数股东权益	10,496.09	63.48	-99.40	52.53
所有者权益合计	156,901.19	160,684.99	2.41	162,699.79
负债和所有者权益总计	352,216.68	445,108.41	26.37	440,858.71

附件 2 卧龙地产集团股份有限公司

2013 年~2015 年 3 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~3 月
一、营业收入	101,717.03	194,347.78	91.07	29,522.85
减: 营业成本	71,328.77	130,764.42	83.33	20,956.14
营业税金及附加	12,480.41	13,258.05	6.23	2,947.44
加: 其他业务利润				
销售费用	2,626.58	4,174.52	58.93	775.15
管理费用	6,120.13	6,694.23	9.38	1,164.56
财务费用	232.61	199.85	-14.08	15.43
资产减值损失	1,037.34	1,951.83	88.16	459.56
加: 公允价值变动收益	-6.68	8.61	-228.93	0.00
投资收益	0.00	1,156.28		163.46
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	7,884.51	38,469.78	387.92	3,368.04
加: 营业外收入	89.57	350.57	291.38	10.21
减: 营业外支出	598.64	210.87	-64.78	23.48
其中: 非流动资产处置损失	1.26	12.84	919.70	0.00
三、利润总额	7,375.44	38,609.48	423.49	3,354.76
减: 所得税费用	1,072.75	13,200.25	1,130.51	1,339.96
四、净利润	6,302.70	25,409.24	303.15	2,014.80
其中: 归属于母公司所有者的净利润	6,540.43	25,999.83	297.52	2,025.76
少数股东损益	-237.73	-590.59	148.43	-10.95
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益	0.09	0.36	298.33	0.03
(二) 稀释每股收益	0.09	0.36	298.33	0.03
六、其他综合收益	-13.33	0.00	-100.00	0.00
七、综合收益总额	6,289.37	25,409.24	304.00	2,014.80
归属于母公司所有者的综合收益总额	6,527.10	25,999.83	298.34	2,025.76
归属于少数股东的综合收益总额	-237.73	-590.59	148.43	-10.95

附件 3 卧龙地产集团股份有限公司

2013 年~2015 年 3 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~3 月
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	102,121.50	198,355.05	94.23	34,946.37
收到的税费返还	2.43	0.00	-100.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	9,319.25	7,163.53	-23.13	2,162.48
经营活动现金流入小计	111,443.18	205,518.58	84.42	37,108.85
购买商品、接受劳务支付的现金	90,258.74	104,158.93	15.40	33,176.96
支付给职工以及为职工支付的现金	3,724.84	4,216.83	13.21	1,067.38
支付的各项税费	13,011.61	19,806.66	52.22	3,738.97
支付其他与经营活动有关的现金	10,276.26	32,180.03	213.15	3,445.16
经营活动现金流出小计	117,271.46	160,362.45	36.74	41,428.46
经营活动产生的现金流量净额	-5,828.28	45,156.13	-874.78	-4,319.62
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	0.00	10,000.00		0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	2,616.32		163.46
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	8.80	17.89	103.40	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	8.80	12,634.21	143,540.67	163.46
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	636.59	280.04	-56.01	0.00
投资支付的现金	0.00	19,450.00		0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	636.59	19,730.04	2,999.35	0.00
投资活动产生的现金流量净额	-627.79	-7,095.83	1,030.28	163.46
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金				
发行债券所收到的现金	0.00	59,520.00		0.00
取得借款收到的现金	49,900.00	74,650.00	49.60	33,970.00
收到其他与筹资活动有关的现金	4,179.29	5,142.02	23.04	0.00
筹资活动现金流入小计	54,079.29	139,312.02	157.61	33,970.00
偿还债务支付的现金	52,315.00	91,040.00	74.02	29,670.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	15,563.56	16,857.88	8.32	3,636.60
支付其他与筹资活动有关的现金	5,186.36	374.25	-92.78	0.00
筹资活动现金流出小计	73,064.92	108,272.13	48.19	33,306.60
筹资活动产生的现金流量净额	-18,985.62	31,039.89	-263.49	663.40
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	-100.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	-25,441.70	69,100.20	-371.60	-3,492.76
加: 期初现金及现金等价物余额	47,273.67	21,831.97	-53.82	90,932.16
六、期末现金及现金等价物余额	21,831.97	90,932.16	316.51	87,439.41

附件 4 卧龙地产集团股份有限公司
2013 年~2014 年合并现金流量表补充资料

（单位：人民币万元）

补充资料	2013 年	2014 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	6,302.70	25,409.24	303.15
加：资产减值准备	1,037.34	1,951.83	88.16
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	295.92	312.23	5.51
无形资产摊销	0.00	0.00	
长期待摊费用摊销	150.14	307.96	105.12
待摊费用减少（减：增加）	0.00	0.00	0.00
预提费用增加（减：减少）	0.00	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-3.06	12.81	-519.40
固定资产报废损失	0.00	0.00	
公允价值变动损失	-64.15	-8.61	-86.58
财务费用	776.81	788.39	1.49
投资损失	0.00	-1,156.28	
递延所得税资产减少	207.72	-99.82	-148.06
递延所得税负债增加	-1,183.88	-9,555.14	707.11
存货的减少	-45,021.77	35,765.01	-179.44
经营性应收项目的减少	31,462.60	4,647.22	-85.23
经营性应付项目的增加	224.66	-13,218.70	-5,983.86
其他	-13.33	0.00	-100.00
经营活动产生的现金流量净额	-5,828.28	45,156.13	-874.78

附件 5 卧龙地产集团股份有限公司

2013 年~2014 年主要财务指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
经营效率			
应收账款周转次数(次)	19.36	8.59	0.79
存货周转次数(次)	0.28	0.48	0.08
总资产周转次数(次)	0.30	0.49	0.07
现金收入比率(%)	100.40	102.06	118.37
盈利能力			
总资本收益率(%)	2.63	9.00	0.63
总资产报酬率(%)	2.37	9.88	0.76
净资产收益率(%)	4.05	16.00	1.25
主营业务毛利率(%)	29.67	32.64	-
营业利润率(%)	17.61	25.89	19.03
费用收入比(%)	8.83	5.70	6.62
财务构成			
资产负债率(%)	55.45	63.90	63.09
全部债务资本化比率(%)	41.43	48.89	49.27
长期债务资本化比率(%)	29.83	41.06	43.70
偿债能力			
EBITDA 利息倍数(倍)	0.68	2.29	-
EBITDA 全部债务比(倍)	0.08	0.26	-
经营现金债务保护倍数(倍)	-0.05	0.29	-0.03
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.06	0.25	-0.03
流动比率(倍)	2.78	2.52	2.84
速动比率(倍)	0.38	1.00	1.08
现金短期债务比(倍)	0.62	2.18	2.76
经营现金流动负债比率(%)	-4.99	26.51	-2.88
经营现金利息偿还能力(倍)	-0.46	2.58	-
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.51	2.18	-
本次公司债券偿债能力			
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.14	0.67	-

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
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
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。