

跟踪评级公告

联合评字[2016]577 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卧龙地产集团股份有限公司主体长期信用状况和发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

卧龙地产集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

卧龙地产集团股份有限公司发行的“13 卧龙债”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月八日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

卧龙地产集团股份有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

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

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
13 卧龙债	10 亿元	5 年	AA	AA	2015 年 6 月 5 日

担保方：卧龙控股集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2016 年 6 月 8 日

主要财务数据

发行人

项 目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	44.51	44.02	41.86
所有者权益(亿元)	16.07	16.31	16.49
长期债务(亿元)	11.20	12.00	9.23
全部债务(亿元)	15.37	13.00	9.70
营业收入(亿元)	19.43	15.30	3.23
净利润(亿元)	2.54	0.61	0.18
EBITDA(亿元)	4.00	1.41	--
经营性净现金流(亿元)	4.52	4.71	1.06
营业利润率(%)	25.89	15.62	13.03
净资产收益率(%)	16.00	3.74	1.11
资产负债率(%)	63.90	62.94	60.60
全部债务资本化比率(%)	48.89	44.36	37.03
流动比率(倍)	2.52	2.70	2.50
EBITDA 全部债务比(倍)	0.26	0.11	-
EBITDA 利息倍数(倍)	2.29	1.58	-
EBITDA/代偿本金合计(倍)	0.67	0.23	--

担保方

项目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	184.98	232.55
所有者权益(亿元)	63.95	72.28
营业收入(亿元)	108.51	151.44
净利润(亿元)	6.90	5.38
资产负债率(%)	65.43	68.92

注：1、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；2、2016 年一季度财务报告未审计，相关指标未年化。

评级观点

跟踪期内，卧龙地产集团股份有限公司（以下简称“公司”或“卧龙地产”）加快开发进度，新开工面积大幅增长；签约销售面积及签约销售金额明显增加；同时新取得一定规模的土地储备，目前的在建及拟建项目能够为公司持续开发经营提供支撑。2015 年，公司经营活动现金流状况保持良好、债务规模有所减少，债务负担仍属适中水平。未来，随着公司房地产项目的陆续竣工和结转收入，公司整体经营状况有望保持稳定。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 2015 年营业收入及利润水平大幅下降、签约销售均价有所降低等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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，其担保对提升本次债券的信用水平仍具有显著积极作用。

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

优势

1. 2015 年，公司加快开发进度，新开工面积大幅增长；签约销售面积及签约销售金额明显增加。

2. 2015 年，公司新取得一定规模的土地储备，目前在建及拟建项目具备一定规模，项目主要分布在经济相对发达的二、三线城市，刚性需求潜力较大，能够为公司持续开发经营提供支撑。

3. 2015 年，公司经营活动现金流状况保持良好、债务规模有所减少，债务负担仍属适中水平。

4. 担保方卧龙集团2015年经营情况稳定，其担保对提升本次债券的信用水平仍具有显著的积极作用。

关注

1. 近年来，房地产业作为周期性行业受宏观经济和国家房地产调控政策等多重因素影响，存在一定的波动。

2. 2015年，受结转面积及结转收入下降的影响，公司营业收入及利润水平大幅下降；同时，销售房源二、三线项目占比增加，签约销售均价有所降低。

3. 担保方卧龙集团2015年负债规模增长较快，债务负担有所加重。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@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

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象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跟踪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，未因评级对象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评级对象相关资料主要由评级对象提供，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评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


李雷

联合信用评级有限公司

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”，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2015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44.49%的股权。经营范围无变化。截至2015年底，公司在职员工382人。

截至2015年底，公司合并资产总额44.02亿元，负债合计27.71亿元，所有者权益（含少数股东权益）16.31亿元。2015年，公司实现营业收入15.30亿元，净利润（含少数股东损益）0.61亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润0.60亿元，经营活动产生的现金流量净额4.71亿元，现金及现金等价物净增加额0.50亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额41.86亿元，负债合计25.37亿元，所有者权益（含少数股东权益）16.49亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入3.23亿元，净利润（含少数股东损益）0.18亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润0.18亿元，经营活动产生的现金流量净额1.06亿元，现金及现金等价物净增加额-2.31亿元。

二、债券概况

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“本次债券”）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2015年底，公司已投入“城中村”改造还建房建设项目40,000万元，投入保障性住房代建项目18876.55万元，余额643.45万元，上述募集资金使用情况与募集说明书承诺的用途、使用计划保持一致。13卧龙债每年付息一次，2015年9月23日支付了自2014年9月23日至2015年9月22日期间的利息，付息情况正常。

本次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。

三、行业分析

1. 行业概况

2015年，我国经济增速放缓，存在一定下行压力，但政府持续实行适度宽松的货币政策，连续降准降息，同时降低二套房首付比例，构建相对宽松的金融信贷环境，全国住宅市场整体价格涨幅明显增加，同比增长10%，但不同城市间及区域间住宅市场价格明显分化，一线城市房价涨幅继续扩大，二线城市涨幅有所收窄，去库存效果显现，而三四线城市楼市依然低迷，存量不减反增，去库存压力加大。

2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1%，增速较上年同期下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。房屋新开工面积154,454万平方米，比上年下降14%。2015年房地产行业波动较大，自2014年起房地产行业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。作为房地产市场景气度的前导指标，房地产开发投资增速的下降预示房地产开发商对未来房地产市场的谨慎态度和未来可售房源的下降。

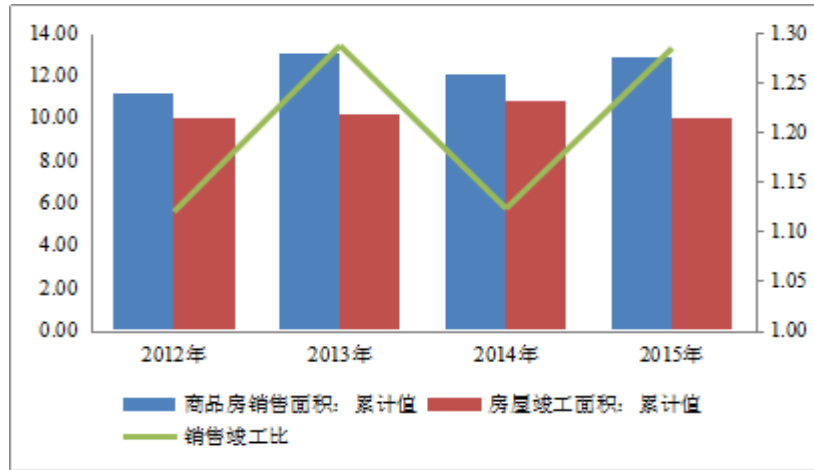
2015年，土地供应出现一定的下滑趋势。2015年，全国300个城市共推出土地31,686宗，同比下降14%；土地面积113,235万平方米，同比下降18%；出让金总额为21,793亿元，同比下降10%。土地需求减少，成交总量低位运行。2015年，全国300个城市共成交土地23,924宗，同比下降18%；成交面积85,671万平方米，同比下降21%。土地溢价率方面，2015年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，但土地供应量有所减少，土地市场溢价率相应有所好转，全国300个城市土地平均溢价率16%，较去年同期上升6个百分点。但土地市场分化明显，一线城市呈现上升态势，较同期上升2个百分点至27%；二线城市较上年同期上升10个百分点至17%；三四线城市较上年同期上升2个百分点至8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨19%至9,180元/平方米；二线城市同比上涨18%至1,565元/平方米；三四线城市同比上涨1%至751元/平方米。总体看，在去库存压力下，土地供求量均出现较大下滑；但城市分化比较明显，一、二线城市土地市场热度较高，三、四线城市土地市场相对较为疲软。

在开发资金来源状况上，2015年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A股再融资活跃，房企银行间市场中票发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015年，房地产开发企业到位资金125,203亿元，比上年增长2.6%。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资297亿元，下降53.6%；自筹资金49,038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12%。同时，房企通过发行公司债降低了融资成本，央企国企背景企业低成本公司债通道畅通，如中海地产发行的70亿元“15中海01”公司债，利率仅为3.4%，民营房企通过发行公司债，将融资成本控制在3%-7%之间，相较于过去信托渠道的融资方式成本也大大降低。2015年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道等特点，资金压力获得一定缓解。

在市场供需上，2013年份房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2013年全国商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.34%；其中，住宅销售面积11.57亿平方米，同比增长17.46%。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%，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%。2015年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，

整体销售仍以去库存为主。2015年，商品房销售面积12.85亿平方米，同比增长6.5%，增速比1-11月份回落0.9个百分点；商品房销售额87,281亿元，同比增长14.4%，增速回落1.2个百分点。其中，住宅销售额增长16.6%，办公楼销售额增长26.9%，商业营业用房销售额下降0.7%。

图1 2012~2015年全国商品住宅供求情况（单位：亿平方米）



数据来源：wind 资讯

销售价格上，2015年重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015年12月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10,980元/平方米，环比上涨0.74%。全国楼市保持平稳回升态势，12月百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨，且涨幅均继续扩大。其中，以深圳市为首的一线城市住宅平均价格仍呈快速增长态势，截至2015年底，一线城市房价为32,891.25元/平方米，同比增长17.2%。总体看，2015年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，一线城市房价呈快速增长态势。

从行业集中上看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，房地产行业集中度进一步提升。2015年，房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为16.87%和22.82%，前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到11.31%和14.62%。总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

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，在此背景下中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。

2015年上半年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于3月、8月和9月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。

2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月份，政府即出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转。但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

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015年三季度，按Wind资讯整体法¹计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。

市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。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。

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件，另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

¹ Wind 行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

转变盈利模式，挖掘全产业链服务价值

伴随中国房地产正从新房开发交易为主的市场逐步向以存量房交易为主转变，行业增长也由外向增长逐渐演变为内生驱动。为提前应对行业变化带来的挑战，房企 2015 年转型服务商力度空前，结合互联网挖掘上下游产业链服务价值、拓展服务型产业为客户提供更为全面的服务，成为其谋求突破的新风口。房企积极转型服务商，围绕现有客户资源，升级物业服务体系、拓展客户延伸服务，打造全产业链增值服务模式。

兼并重组，房企高效盘活存量、优化资源配置，开启行业整合新时代

2015 年，房地产市场运行环境日趋宽松，但房地产行业拐点已悄然来临，有效供给的挖掘和消费需求升级为行业带来结构性发展机会，技术、产品、业态等各类创新为主的“结构性改革”成为未来发展的主旋律，为行业新的发展动力。在此背景下，房企以互联网、资本为重要切入点，开启收购、并购与整合之路进行资源整合，以较低成本盘活存量，为房企规模化扩张、进一步做大做强提供契机。一是推进内部重组，集中优势资源壮大核心业务。二是借道存量市场兼并收购以扩大业务版图。房企兼并完成后，对资源、财务和管理的高效整合也能够实现双方资源互补，最大化企业价值。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演更重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期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型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、管理分析

2015 年 1 月 28 日，公司 2015 年第一次临时股东大会审议通过增补陈嫣妮女士为公司第六届董事会董事的议案、增补马亚军先生为公司第六届董事会董事的议案。目前已完成上述事项的工商备案工作。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

1. 经营概况

2015 年，公司实现主营业务收入 15.26 亿元，较上年下降 21.35%，主要是 2014 年武汉市土地整理储备中心园林建设分中心收储本公司全资子公司耀江神马实业（武汉）有限公司国有土地使用权，土地补偿款税后净额为 5.48 亿元人民币，并在当年确认收入。分业务来看，公司房地产销售业务收入较上年下降 21.67%至 15.04 亿元，占公司 2015 年主营业务收入的 98.53%；物业管理业务实现收入 0.21 亿元，较上年上升 8.46%，该业务在公司主营业务收入中占 1.34%，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下降 7.06 个百分点至 25.77%，主要是结转收入的产品结构变化所致。

表 1 2014 年~2015 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元，百分点）

项目	2014 年			2015 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	192,000.89	98.93%	32.83%	150,396.01	98.53%	25.77%	-21.67%	-7.06
物业管理	1,892.63	0.98%	13.37%	2,052.73	1.34%	13.55%	8.46%	0.18
其他	184.90	0.10%	34.86%	185.82	0.12%	40.23%	0.50%	5.37
合计	194,078.42	100.00%	32.64%	152,634.56	100.00%	25.62%	-21.35%	-7.02

资料来源：公司年报。

2. 业务运营

项目储备情况

2015 年，公司以挂牌方式取得浙江省绍兴市上虞区原卧龙大三角厂区 A、B 两地块，新增土地面积 80,743 平方米（土地面积），增加了公司的土地储备。公司 2015 年底土地储备约 205.43 万平方米（建筑面积），土地成本相对较低。公司项目主要分布在经济相对发达的二、三线城市，刚性需求潜力较大，为公司持续开发经营提供了良好的基础。截至 2015 年底，公司持有待开发土地的区域及土地面积见下表所示：

表 2 截至 2015 年底公司土地储备情况

序号	持有待开发土地的区域	持有待开发土地面积(平方米)	规划计容建筑面积(平方米)
1	绍兴	48,605.00	77,768
2	武汉	23,074.49	123,440
3	清远	213,019.68	680,872
4	青岛	39,734	39,734

资料来源：公司年报。

项目建设情况

2015 年，公司为适应行业变化，加快新开工进度，同时加快开发在建项目，如下表所示，2015 年公司新开工面积 41.96 万平方米，较上年上升 31.62%；2015 年公司竣工面积 31.11 万平米，较上年上升 95.34%。2015 年末，公司在建项目面积 87.54 万平米，较上年末增加 22.04%，主要系 2015 年新开工面积较多所致。

表 3 2015 年公司项目开发建设情况

项目	2014 年	2015 年
当期新开工面积（万平方米）	31.88	41.96
当期新开工项目数量（个）	2	3
当期竣工面积（万平方米）	16.95	33.11
期末在建面积（万平方米）	71.73	87.54
期末在建项目数量（个）	4	3

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。项目用地面积（土地面积）合计 167.81 万平方米，总建筑面积 391.66 万平方米，期末在建建筑面积 87.54 万平方米，集中在清远（占 35.38%）、武汉（占 34.96%）和绍兴（占 29.68%），见下表所示：

表 4 2015 年房地产开发投资情况

序号	地区	项目	经营业态	在建项目/ 新开工项目 /竣工项目	项目用地面积 (平方米)	项目规划计 容建筑面积 (平方米)	总建筑面积 (平方米)	在建建筑面 积(平方米)	已竣工面积 (平方米)
1	绍兴	天香华庭	住宅、商业	竣工项目	430,061.00	369,126.26	424,225.00	0	424,225.00
2	绍兴	绍兴卧龙	住宅、商业	竣工项目	139,212.00	257,521.00	310,385.00	0	310,385.00
3	清远	清远五洲	住宅、商业	在建项目	517,427.00	1,410,339.00	1,679,035.00	309,715.00	437,420.00
4	绍兴	标准厂房	工业	竣工项目	31,911.00	38,372.62	38,372.62	0	38,372.62
5	武汉	耀江神马	住宅、商业	竣工项目	236,375.00	457,953.00	530,357.00	0	447,692.00
6	武汉	墨水湖置业	住宅、商业	在建项目	154,030.00	438,728.00	528,248.00	305,967.00	158,900.00
7	青岛	青岛嘉原盛	商业	新开工项目	39,734.00	39,734.00	47,734.00	0	0
8	绍兴	两湖置业	住宅	新开工项目	48,605.00	77,607.00	98,474.00	0	0
9	绍兴	天香南园	住宅、商业	在建项目	80,743.00	201,857.00	259,798.00	259,798.00	0

数据来源：公司年报

项目销售情况

2015 年，公司紧紧抓住中央及地方各级政府多项政策出台的机会，狠抓销售，本着去化第一的原则，通过加强营销人员绩效激励、引进分销单位、开拓网络销售渠道等措施，完善了公司的营销网络，激发了营销人员的工作积极性，销售取得了较好的效果。2015 年，公司房地产销售情况整体上明显好于上年，如下表所示，2015 年公司实现签约销售面积 25.40 万平米，较上年增加 27.57%，主要是公司加大营销所致，签约销售金额同比增加 15.49%，销售均价较上年下降 9.59%，主要是销售产品结构变化所致。

表 5 2015 年公司销售情况

项目	2014 年	2015 年	变化率
签约销售面积（万平方米）	19.91	25.40	27.57
签约销售金额（亿元）	14.46	16.70	15.49
签约销售均价（万元/平方米）	0.73	0.66	-9.59
结转收入面积（万平方米）	30.93	24.80	-19.82
结转收入（亿元）	19.2	15.30	-20.31

资料来源：公司提供

从 2015 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。

表 6 2015 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	20,524.33	255,323.78	12,886.47	35,956.93	370,966.45	53,258.55
绍兴卧龙	2,006.28	137,800.69	4,102.94	2,451.51	290,496.24	19,888.78
清远五洲	38,958.91	125,148.60	38,477.09	92,271.47	267,997.23	1,105,102.77
标准厂房		3,596.62	300		35,818.83	2,553.79
耀江神马	15,892.11	220,373.16	12,769.28	19,900.84	507,300.69	185,549.31
墨水湖置业	73,014.38	96,881.65	53,522.12	97,475.14	128,104.18	310,623.82
青岛嘉原盛						39,734.00
两湖置业						77,768.00
天香南园						259,798.51
合计	150,396.01	839,124.50		248,055.89	1,600,683.62	2,054,277.53

注: 尚未结转金额: 清远、耀江、墨水湖、青岛、两湖因规划还未定, 很难测算尚未结转金额, 上表中尚未结转金额是根据 14 年末已开盘但尚未销售的存货金额, 仅供参考。

剩余可结转金额是已开盘但在 2015 年末未销售的可结转金额, 不包括未开发的项目。

剩余可结转面积 (土地储备面积) 是包括未开发的项目。

从 2015 年末公司在可供出售面积来看, 如下表所示, 公司旗下项目天香华庭、绍兴卧龙、清远五洲项目、耀江神马项目、墨水湖置业可供出售面积仍能够满足销售需要。

表 7 2015 年房地产销售情况

序号	地区	项目	经营业态	可供出售面积(平方米)	已预售面积(平方米)
1	绍兴	天香华庭	住宅、商业	12,960.02	1,096.00
2	绍兴	绍兴卧龙	住宅、商业	7,211.68	19,705.18
3	清远	清远五洲	住宅、商业	77,106.32	75,642.00
4	武汉	耀江神马	住宅、商业	6,168.00	17,629.18
5	武汉	墨水湖置业	住宅、商业	69,158.50	115,248.21

资料来源: 公司年报

总体看, 从可结转金额、可结转面积和可供出售面积看, 公司项目资源能够满足公司未来几年的销售需求。

房地产出租情况

2015 年, 公司房地产出租收入合计 195.19 万元, 出租收入较 2014 年增长 1.85%, 主要由清远五洲、天香华庭组成。

总体看, 公司房地产出租情况较好。

表 8 截至 2015 年底公司房地产出租情况

序号	地区	项目	经营业态	出租房地产的建筑面积(平方米)	出租房地产的租金收入	是否采用公允价值计量模式	租金收入/房地产公允价值(%)
1	清远	清远五洲	商业	9,970.87	123.91	是	2.82
2	清远	清远五洲	商业	4,796.43	67.49	否	不适用
3	绍兴	天香华庭	商业	640.70	3.79	否	不适用

资料来源: 公司年报

3. 未来发展

当前经济增速下行和房地产高库存压力下, 政府更加重视房地产在促进经济增长方面的重要

作用。未来政策仍将围绕鼓励刚性需求和改善性需求入市，促进房地产市场稳定发展。

公司深入研究各项政策及行业发展趋势，继续立足于城市化率处于 40%-50% 之间的二、三线城市，围绕“成本低、速度快、质量好”的要求，坚持抢抓订单不动摇，加快存货去化；采取多种市场化手段强化成本控制；进一步精简和完善内部管理体系，加快反应速度，提高工作效率；优化员工结构，提高员工综合素质，打造一支管理水平高、专业技能强、市场反应快的管理团队。2016 年，公司预计营业收入 13.08 亿元，新开工面积 29.05 万平方米，竣工面积 29.99 万平方米，保障业绩稳定增长。

总体看，随着项目开发的持续推进，公司未来经营状况将保持稳定。

六、财务分析

公司 2015 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。2015 年，公司的合并范围无变化，公司 2015 年财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 44.02 亿元，负债合计 27.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）16.31 亿元。2015 年，公司实现营业收入 15.30 亿元，净利润（含少数股东损益）0.61 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 0.60 亿元，经营活动产生的现金流量净额 4.71 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.50 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 41.86 亿元，负债合计 25.37 亿元，所有者权益（含少数股东权益）16.49 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.23 亿元，净利润（含少数股东损益）0.18 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 0.18 亿元，经营活动产生的现金流量净额 1.06 亿元，现金及现金等价物净增加额 -2.31 亿元。

1. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额 44.02 亿元，较年初下降 1.11%，主要是流动资产减少所致。从资产构成上看，公司的资产仍以流动资产（占资产总额的 95.22%）为主，流动资产占比过高。

2015 年末公司流动资产以存货、货币资金、应收账款为主，占比分别为 65.20%、22.89% 和 7.04%。2015 年，公司流动资产 41.91 亿元，较年初下降 2.36%。

截至 2015 年底，公司货币资金规模 9.59 亿元，较年初增长 5.43%，主要是销售回款较多所致。公司年末货币资金中，银行存款占 99.90%，其他货币资金余额 51.00 万元，主要是按揭保证金和银行承兑汇票保证金组成，受限比率较低。

截至 2015 年底，公司应收账款余额 2.95 亿元，较上年末减少 24.14%。在按照账龄计提坏账准备的应收账款中，一年以内的占 89.37%，不能收回的可能性较小；按单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款中客户一欠款 1.87 亿元，为政府征收公司土地后的应收政府土地回购尾款，坏账风险较小，按预计可收回金额现值单独测试，计提坏账准备 37.81 万元。公司共对应收账款计提了 153.57 万元坏账准备。

2015 年末公司存货账面价值 27.33 亿元，较上年末增加 5.69%。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 15.71%、29.26% 和 54.08%，公司已对存货计提了 1,153.11 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，存在一定减值风险。

公司非流动资产规模不大，截至 2015 年底，公司非流动资产 2.10 亿元，较年初增加 32.80%，主要由可供出售金融资产（占 19.02%）、投资性房地产（占 21.99%）、商誉（占 12.20%）、固定

资产（占5.34%）和其他流动资产（占36.83%）构成，主要是其他非流动资产的增长，为保障房款项，其余变化不大。

截至2016年3月末，公司资产总计41.86亿元，较2015年末减少4.90%，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，存货存在一定减值风险，资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

负债

截至2015年底，公司负债合计27.71亿元，较年初下降2.59%，以流动负债为主（占负债合计的55.94%）。

公司2015年底流动负债规模较年初下降8.99%，主要由于短期借款和一年内到期的非流动负债减少所致。具体而言，2015年末公司应付账款余额4.37亿元，较年初增加20.67%，主要是公司加快开发，1年以内的应付工程款增加所致。公司预收款项余额6.09亿元，较年初增加21.28%，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3.44亿元，较年初增加11.05%，主要是公司利润增加导致应缴所得税增加所致。

2015年末，公司非流动负债较年初增加6.98%至12.21亿元，主要是公司增加长期借款所致。年末公司长期借款余额6.06亿元，较年初增加15.17%，分别于2017年1月、2017年11月和2018年2月偿还，不存在集中兑付风险。2015年末公司应付债券期末余额6.06亿元，为“13卧龙债”。

截至2015年底，公司长期债务、短期债务和全部债务分别为12.00亿元、1.00亿元和13.00亿元，其中长期债务增长7.23%，短期债务较上年末大幅下降76.05%，综合影响导致全部债务较上年末下降15.39%。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62.94%、42.40%和44.36%，资产负债率、全部债务资本化比率较年初有所下降，主要是全部债务下降所致；长期债务资本化比率有所提升，主要是公司长期借款增加所致。公司债务负担有所减弱，债务结构得以优化，公司债务水平尚可。

截至2016年3月末，公司负债合计25.37亿元，较年初略减8.45%，债务结构略有变化，其非流动负债占比减少至37.16%，主要是公司减少长期借款所致，流动负债占比上升至62.84%，主要是预收款项增加所致。

总体看，跟踪期内，整体负债规模有所下降，但债务结构和资产结构不匹配。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益16.31亿元，较年初增长1.51%。2015年底公司所有者权益中，未分配利润占比43.62%，股本占比44.48%，资本公积占比0.97%，盈余公积占比10.93%，归属于母公司所有者权益合计16.30亿元，所有者权益构成较年初相比变动不大，稳定性一般。2016年3月末，公司所有者权益合计16.49亿元，较2015年末增加1.12%，所有者权益结构较2015年末变化不大。

总体看，公司权益稳定性一般。

3. 盈利能力

2015年，公司实现营业收入15.30亿元，较上年同期下降了21.27%。主要是2014年武汉市土地整理储备中心园林建设分中心收储本公司全资子公司耀江神马实业（武汉）有限公司国有土地使用权，土地补偿款税后净额为5.48亿元人民币，并在当年确认收入所致。公司2015年主营

业务毛利率较上年下降 7.02 个百分点至 25.62%，主要是结转收入的产品结构变化所致。公司全年实现营业利润 1.22 亿元，较上年下降 68.38%，实现净利润 0.61 亿元，同比下降 76.18%，归属于母公司所有者净利润 0.60 亿元，同比下降 76.77%。

从期间费用上看，2015 年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 0.30 亿元、0.60 亿元和 0.10 亿元，较上年同期分别变化 -27.98%、-10.52% 和 408.51%。其中销售费用降幅较大，主要是广告费支出减少所致；财务费用同比增加，主要是公司费用化利息支出增加所致。公司费用收入比为 6.54%，较上年增加 0.85 个百分点，主要是公司本年收入减少所致。

2016 年 1~3 月，公司经营情况良好，实现营业收入 3.23 亿元，同比增加 9.55%，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 0.25 亿元，同比下降 25.71%，实现净利润 0.18 亿元，同比下降 9.23%。

总体看，公司经营情况较好，但盈利能力有所下降。

4. 现金流

受公司销售规模和建设投入增加的影响，2015 年公司经营性现金流入和流出分别为 20.08 亿元和 15.37 亿元，较 2014 年分别减少 2.30% 和 4.17%。2015 年公司经营性现金净流量为 4.71 亿元，较 2014 年增加 4.35%，主要是公司收回代垫款项所致。

投资活动方面，2015 年公司投资活动现金流量净额 0.12 亿元，较 2014 年的 -0.71 亿元由负转正，主要是 2014 年收购少数股权所致。

筹资活动方面，2015 年公司筹资活动现金流入为 6.06 亿元，较上年减少 56.50%，主要为 2014 年发行公司债券募集资金较多以及 2015 年取得借款下降所致；筹资活动现金流出为 10.40 亿元，较上年减少 3.99%，主要为偿还银行借款和利息及支付股利增加所致，2015 年公司筹资活动现金净额为 -4.34 亿元。

2016 年 1~3 月，实现经营性现金净流入 1.06 亿元；实现投资活动现金净流入 0.02 亿元；实现筹资活动现金净流出 3.39 亿元。

总体看，2015 年，受益于公司房地产销售情况较好，公司经营活动现金流呈净入，经营现金流状况保持良好。

5. 偿债能力

2015 年，公司整体负债规模有所下降。从短期偿债指标来看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 2.70 倍和 0.94 倍，均变化不大，其中流动比率较上年上升 0.18，主要是短期债务减少导致流动负债减少较快所致；速动比率较上年下降 0.06，主要是存货增长较多所致。2015 年，公司现金短期债务比 9.59 倍，较 2014 年明显提升，主要是 2015 年公司短期债务减少所致，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，2015 年，公司 EBITDA 为 1.41 亿元，较 2014 年大幅下降，主要是公司利润总额下降所致，EBITDA 中利润总额占比 86.22%，计入财务费用的利息支出占比 11.57%；EBITDA 全部债务比由上年 0.26 倍降至 0.11 倍，EBITDA 利息倍数由上年 2.29 降至 1.58 倍，EBITDA 对全部债务及利息支出的保障程度下降明显。

根据公司提供的中国人民银行 2016 年 5 月 8 日出具的企业信用报告，截至 2016 年 5 月 8 日，公司无未结清不良贷款，

截至 2015 年 12 月底，公司有对外担保 16.05 亿元，担保总额占公司净资产比例的 98.40%，全部是为购买商品房地产业主的按揭贷款提供担保，或有风险不大。

2015 年，公司共获得银行授信 6.06 亿元，已使用 6.06 亿元，公司均按时支付利息和归还本金，公司间接融资渠道有待拓展。

总体看，由于公司盈利规模下降，其偿债指标明显弱化，无不良信贷记录，2015 年公司土地储备规模、在建项目增加，偿债能力仍属较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达9.59亿元，约为“13卧龙债”本金合计（6亿元）的1.60倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达16.31亿元，约为债券本金合计（6亿元）的2.72倍，公司较大规模的现金类的按期偿付起到积极的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司 EBITDA 为1.41亿元，约为债券本金合计（6亿元）的0.24倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度较强。

从现金情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入为20.08亿元，约为债券本金合计（6亿元）的3.35倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到随着公司房地产项目的陆续竣工和结转收入，公司整体经营状况有望保持稳定，联合评级认为，公司对“13卧龙债”的偿还能力很强。

八、债权保护分析

本次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。

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 2015 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 2015 年末，卧龙集团合并资产总额 232.55 亿元，负债合计 160.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）72.28 亿元。2015 年，卧龙集团实现营业收入 151.44 亿元，净利润（含少数股东损益）5.38 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 1.64 亿元。2015 年，卧龙集团经营性现金流量净额 17.64 亿元，现金等价物增加额 4.51 亿元。

1. 经营概况

坚持聚焦电机主业和实现制造业、金融投资、贸易服务业合理布局是卧龙集团的基本战略部署。2015，卧龙集团经营情况良好。全年实现营业总收入 151.44 亿元，较上年增加 39.57%，实现营业利润 5.87 亿元，较上年减少 13.87%，实现净利润 5.38 亿元，较上年减少 22.07%。2015 年，电机及控制装置收入 66.04 亿元，较上年增长 33.15%，收入占比为 43.61%，为公司收入的主要来源，毛利率上升至 24.45%，得益于客户结构和产品结构联动调整优化和制造工厂机器换人、降本增效工作的持续推进。贸易收入 45.90 亿元，较上年增长 128.36%，收入占比为 30.31%，为公司收入的第二大来源，2015 年毛利率下降至 4.42%，主要是行业不景气所致。

表 9 2014~2015 年卧龙集团营业收入及毛利率（单位：万元、%、%）

项目	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电机及控制装置	496,048.83	45.72	20.87	660,394.20	43.61	24.45
蓄电池	38,575.76	3.56	14.06	36,239.69	2.39	18.07
特种变压器	84,341.93	7.77	27.76	85,870.41	5.67	23.65
利息收入	10,581.95	0.98	82.01	10,829.41	0.72	83.53
房产销售	192,000.89	17.69	32.83	150,396.01	9.93	25.77
贸易	201,002.57	18.52	6.80	458,985.31	30.31	4.42
其他	46,365.79	4.27	5.93	73,833.10	4.88	8.85
其他业务收入	16,141.47	1.49	39.97	37,822.35	2.50	24.29
合计	1,085,059.19	100.00	20.92	1,514,370.50	100.00	17.97

资料来源：卧龙集团审计报告

（1）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，是卧龙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

卧龙集团围绕家用电机、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。2015 年，卧龙集团实现电机及控制类产品销售收入 66.04 亿元，同比增加 33.15%。卧龙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。

2015 年，卧龙集团电机产业不断做强做大，已形成家用电机、工业电机、项目电机合理配置的三大产品布局，电机产业综合竞争实力位居国内第一、世界第五。制造业新产品销售收入比重不断上升。高效节能电机、BLDC 电机、新能源汽车电机等产品均取得了较好的产业化成果。铁路牵引变压器牢牢占据市场主导地位。卧龙集团过机器换人项目提高生产制造智能化水平和人均劳动产出。营销协同方面，国内外电机企业多边协同工作日趋频繁。ATB 集团开拓中国市场，以及协同电控本部和清江电机拓展欧洲市场均实现了可喜的进展。生产制造与技术协同方面，电控本部、清江电机和南防集团之间通过成品电机及零部件 OEM 业务的协同，实现产品、资源、成本方面的全方位合作和优势互补。零部件采购方面，ATB 中国区采购协同业务处于稳步增长阶段，并逐步拥有了较为稳定的供应商体系，为实现在中国的大规模采购打下基础。内生发展方面：浙江卧龙开山电机有限公司厂区建设项目已经竣工验收，将建成卧龙空压机配套用电机的研发、制造基地。浙江卧龙伺服电机有限公司已于 5 月份筹建，将建成卧龙控制电机产品的主要生产基地。浙江卧龙希尔机器人有限公司正式运营并实现销售，为进一步开拓中国市场打好了基础。7 月份，卧龙电气与上海大郡动力控制技术有限公司合资成立新能源电机公司，促进了新能源汽车电机业务的快速发展和战略布局。

变压器及蓄电池业务

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，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。2015 年，集团变压器业务实现销售收入 8.59

亿元，同比增加 1.97%。变压器板块中，电力变压器业务需求下降对毛利率产生负面影响。

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。2015 年实现销售收入 3.62 亿元，同比减少 6.06%，主要受下游需求影响。

（2）房地产业

参见卧龙地产经营分析。

总体看，卧龙集团 2015 年经营情况良好。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，卧龙集团盈利能力有望得到提升。

2. 财务情况

卧龙集团 2015 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。2015 年，卧龙集团合并未发生变更。

截至 2015 年末，卧龙集团合并资产总额 232.55 亿元，负债合计 160.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）72.28 亿元。2015 年，卧龙集团实现营业收入 151.44 亿元，净利润（含少数股东损益）5.38 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 1.64 亿元。2015 年，集团经营性现金流量净额 17.64 亿元，现金等价物增加额 4.51 亿元。

表 10 卧龙集团主要财务指标

项 目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	184.98	232.55
所有者权益(亿元)	63.95	72.28
长期债务(亿元)	37.74	53.30
全部债务(亿元)	85.09	113.71
营业收入(亿元)	108.51	151.44
净利润(亿元)	6.90	5.38
EBITDA(亿元)	13.72	14.29
经营性净现金流(亿元)	9.82	17.64
营业利润率(%)	19.47	16.67
净资产收益率(%)	11.28	7.90
资产负债率(%)	65.43	68.92
全部债务资本化比率(%)	57.09	61.14
流动比率	1.65	1.53
EBITDA 全部债务比	0.15	0.13
EBITDA 利息倍数(倍)	2.91	3.39

资料来源：卧龙集团审计报告

资产质量

从资产情况看，2015 年集团资产总额 232.55 亿元，较年初增加 25.72%。其中非流动资产占 30.75%，流动资产占 69.25%，以流动资产为主。

截至 2015 年末，卧龙集团流动资产中货币资金（占 24.51%）、应收账款（占 21.37%）和存货（占 30.20%）为主。

截至 2015 年末，卧龙集团货币资金年末余额 39.47 亿元，规模较大，较年初增加 12.79%，主要是 2015 年卧龙集团销售额提升，销售回款增加所致；货币资金中，银行存款占 88.35%，其他

货币资金占 11.55%。

截至 2015 年末，卧龙集团应收账款余额 34.42 亿元，较上年末增加 29.00%，主要是应收账款增长所致，其中一年以内的应收账款占年末应收账款余额的 89.28%，卧龙集团已累计计提 2.44 亿元应收账款坏账准备。

截至 2015 年末，卧龙集团年末存货账面价值 48.63 亿元，较年初增长 23.44%，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，存在一定的跌价风险，卧龙集团已累计计提 0.57 亿元存货跌价准备。

截至 2015 年末，卧龙集团非流动资产总额 71.50 亿元，较年初大幅增加 43.02%，以可供出售金融资产（占 12.11%）、固定资产（占 44.86%）、无形资产（占 14.37%）和商誉（占 14.79%）为主。

截至 2015 年末，卧龙集团可供出售金融资产账面价值 8.66 亿元，较年初增加 26.99%，主要是集团年内投资浙江民营企业联合投资股份有限公司和中信并购投资基金深圳合伙企业，导致以成本计量的可供出售权益工具增加所致。

截至 2015 年末，卧龙集团固定资产净额 32.08 亿元，较年初增加 19.88%，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 47.06 亿元，累计计提折旧 14.98 亿元，固定资产成新率 68.17%，成新率尚可。

截至 2015 年末，卧龙集团无形资产账面价值 10.27 亿元，较年初增加 49.67%，主要是专有技术和土地使用权增加所致。年末集团商誉账面价值 11.55 亿元，较年初增加 311.41%，主要是子公司卧龙电气股份有限公司合并南阳防爆集团股份有限公司所致。

总体看，卧龙集团资产规模较大，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

从负债情况看，2015 年末卧龙集团负债总额 160.27 亿元，较年初增加 32.42%，其中非流动负债合计 34.32%，流动负债合计 65.68%，以流动负债为主。

截至 2015 年末，卧龙集团流动负债 105.27 亿元，以短期借款（占 36.83%）、应付票据（占 13.27%）、应付账款（占 22.06%）和预收款项（占 9.44%）为主。

截至 2015 年末，卧龙集团短期借款余额 38.77 亿元，较年初大幅上涨 41.31%，主要是增加借款所致，以保证借款为主。

截至 2015 年末，卧龙集团应付票据余额 13.97 亿元，较年初增加 46.69%，主要是银行承兑汇票增加所致。

截至 2015 年末，卧龙集团应付账款账面余额 23.22 亿元，较年初增加 13.48%，其中一年内应付账款占 89.84%。

截至 2015 年末，卧龙集团预收款项 9.93 亿元，较年初增加 59.18%，主要是集团房地产销售增加导致预收款增加所致。

截至 2015 年末非流动负债合计 55.00 亿元，较年初增加 40.99%，主要是 2015 年长期借款和应付债券增加所致。卧龙集团年末非流动负债以长期借款（占 50.72%）和应付债券（占 37.91%）组成。卧龙集团年末长期借款中，保证借款占 54.11%；年末应付债券余额 13.38 亿元，主要由 13 卧龙债 6.00 亿元、集团 2014 年第一期中期票据 7.50 亿元、集团 2015 年第一期中期票据 4.00 亿元、集团 2015 年第二期中期票据 3.50 亿元组成。

截至 2015 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 68.92%、

61.14%和 42.44%，均较上年末小幅上升，主要是公司债务增加所致，债务负担较重，仍处于可控水平。

总体看，卧龙集团负债规模较大，以流动负债为主，债务负担较重，仍处于可控水平。

所有者权益

2015 年末，卧龙集团所有者权益合计 72.28 亿元，较年初增长 13.03%，主要是未分配利润的增长，其中归属母公司所有者权益占 35.12%。年末归属母公司所有者权益中，股本占 31.83%，资本公积占 15.98%，盈余公积占 7.34%，未分配利润占 49.47%。卧龙集团所有者权益中，少数股东权益占比较高，占 64.88%，归属母公司所有者权益中未分配利润占比较高，卧龙集团权益稳定性有待提升。

总体看，卧龙集团权益稳定性一般。

盈利能力

从盈利情况看，受年内卧龙集团机电业务销售和贸易收入增加的影响，2015 年卧龙集团实现营业收入 151.44 亿元，同比增加 39.57%，实现营业利润 5.87 亿元，同比减少 13.87%，净利润（含少数股东损益）5.38 亿元，同比减少 22.07%，主要是及 2015 年下半年宏观经济下行所致。由于利润减少，卧龙集团 2015 年总资产报酬率、总资本收益率和净资产收益率分别为 5.18%、5.73% 和 7.90%，均较 2014 年有所下降，仍处于较好水平。

总体看，卧龙集团盈利能力有所下降，仍处于较好水平。

现金流

2015 年，卧龙集团经营活动产生的现金流入为 151.28 亿元，较上年增加 45.72%，主要是卧龙集团销售情况较好导致回款增加所致，经营活动产生的现金流出为 133.64 亿元，较上年增加 42.17%，主要是购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。受此影响，卧龙集团经营活动现金净流入 17.64 亿元，较上年增加 79.63%。从现金收入比看，近两年卧龙集团现金收入比分别为 91.18% 和 93.06%，获现能力有所提升。

2015 年，卧龙集团投资活动现金净流出 27.26 亿元，净流出规模较上年增长 475.95%，主要是投资支付的现金和取得子公司支付的现金增加所致。筹资活动现金净流入 14.87 亿元，由负转正，主要是取得借款收到的现金增加所致。

整体看，卧龙集团经营性现金流规模较大，且呈现净流入状态；卧龙集团投资规模较大，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，2015 年卧龙集团总债务 113.71 亿元，较上年末增加 33.63%，主要是长期债务增加较快。年末总债务中，长期债务 53.30 亿元，债务结构尚属合理。从偿债能力指标来看，2015 年卧龙集团流动比率和速动比率分别为 1.53 倍和 1.07 倍，均较上年有所下降，且处于较高水平。EBITDA 全部债务比由上年的 0.16 倍下降至 0.13 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 2.91 倍下增至 3.39 倍，卧龙集团各项偿债指标仍属较强。

截至 2015 年 12 月 31 日，卧龙集团对集团外公司担保 2.37 亿元，为商品房房业主的按揭贷款提供担保的余额为 16.05 亿元，共计占净资产比重为 25.48%。

根据卧龙集团提供的中国人民银行 2016 年 3 月 21 日出具的企业信用报告，截至 2016 年 3 月 21 日，卧龙集团无未结清不良贷款，

整体看，卧龙集团偿债能力较上年有所下降，但仍属较强。

3. 担保效果评价

以2015年末财务数据测算,“13卧龙债”发行规模(6亿元)占担保方卧龙集团资产总额的2.58%、所有者权益总额的8.30%,整体占比较低,卧龙集团对债券的保护程度较好。

九、综合评价

跟踪期内,公司加快开发进度,新开工面积大幅增长;签约销售面积及签约销售金额明显增加;同时新取得一定规模的土地储备,目前的在建及拟建项目能够为公司持续开发经营提供支撑。2015年,公司经营活动现金流状况保持良好、债务规模有所减少,债务负担仍属适中水平。未来,随着公司房地产项目的陆续竣工和结转收入,公司整体经营状况有望保持稳定。同时,公司2015年营业收入及利润水平大幅下降、签约销售均价有所降低等因素对公司信用水平带来了不利影响。

本次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,盈利能力稳定,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,联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA-”,评级展望维持“稳定”;同时维持“13卧龙债”的债项信用等级为“AA”。

附件1 卧龙地产集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	44.51	44.02	41.86
所有者权益（亿元）	16.07	16.31	16.49
短期债务（亿元）	4.17	1.00	0.47
长期债务（亿元）	11.20	12.00	9.23
全部债务（亿元）	15.37	13.00	9.70
营业收入（亿元）	19.43	15.30	3.23
净利润（亿元）	2.54	0.61	0.18
EBITDA（亿元）	4.00	1.41	--
经营性净现金流（亿元）	4.52	4.71	1.06
应收账款周转次数(次)	8.59	4.46	--
存货周转次数（次）	0.48	0.43	--
总资产周转次数（次）	0.49	0.35	0.08
现金收入比率（%）	102.06	113.17	143.54
总资本收益率（%）	9.66	2.53	--
总资产报酬率（%）	9.88	3.11	--
净资产收益率（%）	16.00	3.74	1.11
营业利润率（%）	25.89	15.62	13.03
费用收入比（%）	5.70	6.54	5.26
资产负债率（%）	63.90	62.94	60.60
全部债务资本化比率（%）	48.89	44.36	37.03
长期债务资本化比率（%）	41.06	42.40	35.88
EBITDA 利息倍数（倍）	2.29	1.58	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.26	0.11	--
流动比率（倍）	2.52	2.70	2.50
速动比率（倍）	1.00	0.94	0.74
现金短期债务比（倍）	2.18	9.59	15.50
经营现金流动负债比率（%）	26.51	30.40	6.65
EBITDA/代偿本金合计（倍）	0.67	0.23	--

附件 2 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 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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 / 本期公司债券到期偿还额
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 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

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 3 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。