跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕970 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和贵公司公开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”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十四日

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 2019 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	3.94 亿元	5 年	AA	AA	2018 年 6 月 11 日

担保方式：无条件不可撤销连带责任保证担保

担保方：卧龙控股集团有限公司

跟踪评级时间：2019 年 6 月 4 日

主要财务数据

发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	41.21	57.62	61.14	65.16
所有者权益（亿元）	16.69	20.42	23.20	24.71
短期债务（亿元）	0.00	0.01	0.00	0.00
长期债务（亿元）	5.98	5.99	3.93	3.93
全部债务（亿元）	5.98	6.00	3.93	3.93
营业收入（亿元）	14.03	15.58	28.30	5.05
净利润（亿元）	0.80	3.56	6.74	1.51
EBITDA（亿元）	1.35	4.24	8.30	--
经营性净现金流（亿元）	8.66	14.52	2.74	4.03
营业利润率（%）	15.83	28.05	33.93	38.74
净资产收益率（%）	7.68	19.17	30.91	--
资产负债率（%）	59.51	64.56	62.06	62.07
全部债务资本化比率（%）	26.38	22.72	14.48	13.72
流动比率（倍）	2.13	1.59	1.51	1.51
EBITDA 全部债务比（倍）	0.23	0.71	2.11	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.98	7.66	19.17	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.34	1.08	2.11	--

担保方

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	252.67	284.40	301.78	309.09
所有者权益（亿元）	76.80	87.48	92.97	97.58
营业收入（亿元）	142.37	160.76	186.19	43.58
净利润（亿元）	4.00	10.86	11.26	4.83
资产负债率（%）	69.61	69.24	69.19	68.43

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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3、公司“13 卧龙债”3.93 亿元将于 2019 年 9 月到期，该部分已计入公司短期债务

评级观点

2018 年，卧龙地产集团股份有限公司（以下简称“公司”或“卧龙地产”）业务结构调整，由于游戏板块业务不属公司的主营业务方向，公司出售广州君海网络科技有限公司（以下简称“君海网络”）2%股权，该业务不再并表，未来公司将集中精力与资源做精做强房地产主业，着力现有地产项目去化的同时加大新项目开发力度，公司新开工面积和竣工面积较同期大幅增加。2018 年，公司收入和盈利均有较大幅度增长，债务负担较轻。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产行业仍将持续面临政策风险、公司土地储备规模较小、签约销售规模同比下降、部分项目面临一定去化压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司新开工项目投入销售，公司房地产业务有望取得增长，公司整体经营状况有望保持稳定。

“13 卧龙债”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。2018 年，卧龙集团经营情况良好，其担保对“13 卧龙债”的偿付仍有一定积极作用。

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“稳定”；同时“13 卧龙债”的债项信用等级为 AA。

优势

1．2018年，公司聚焦房地产主业，公司全年房地产项目结转收入和结转面积大幅增长，负债率较年初有所下降。

2．2018年，公司房地产项目销售均价稳步提升，毛利率较年初提升明显，盈利能力有所提高。

3．担保方卧龙集团2018年经营状况良好，其担保对“13卧龙债”的偿付仍有一定积极作

用。

关注

1．房地产行业受宏观政策调控影响大，公司房地产项目区域集中度较高，经营业绩易受当地房地产政策变化影响。

2．目前，公司土地储备规模较小，房地产业务后续发展面临一定不确定性；签约销售规模下滑，部分项目面临一定去化压力。

3．与国内大型地产企业相比，公司规模和资本实力仍属一般，在房地产行业兼并重组强者恒强的大趋势中，公司面临的冲击和竞争压力将加大。

分析师

罗星驰
电话：010--85172818
邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

王　彦
电话：010-85172818
邮箱：wangyan@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：

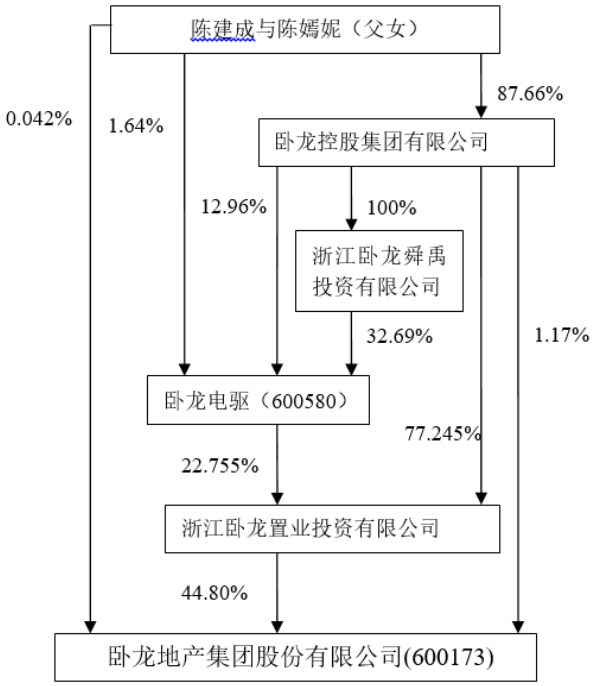
联合信用评级有限公司

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“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.SH，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的公司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。2007年9月，公司更名为“浙江卧龙地产股份有限公司”。2008年1月，公司更名为现名，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”。

公司于2018年2月6日和7月26日进行了股权激励和回购股份措施后，截至2019年3月底，公司总股本变更为701,118,224股，实际控制人为陈建成先生和陈嫣妮女士，两人为父女关系，合计持有公司46.01%的股权，公司控股股东为卧龙置业，持有公司44.80%的股权，截至2019年3月，卧龙置业累计质押公司无限售流通股23,600万股，占公司总股本的33.66%，公司股权结构如下图所示。

图1　截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018年，公司业务以房地产的开发与销售为主。公司下设人力行政部、财务部、运营管理部、发展投资部、工程技术部、基建小组和审计部等职能部门（详见附件1）。截至2018年底，公司员

工人数557人。

截至2018年底，公司合并资产总额61.14亿元，负债合计37.94亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计23.20亿元，其中归属于母公司所有者权益23.18亿元。2018年，公司实现营业收入28.30亿元，净利润（含少数股东损益）6.74亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润5.77亿元；经营活动产生的现金流量净额2.74亿元，现金及现金等价物净增加额-3.57亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额65.16亿元，负债合计40.44亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计24.71亿元，其中归属于母公司所有者权益24.70亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入5.05亿元，净利润（含少数股东损益）1.51亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润1.51亿元；经营活动产生的现金流量净额4.03亿元，现金及现金等价物净增加额4.25亿元。

公司注册地址：浙江省绍兴市上虞区经济开发区；法定代表人：陈嫣妮。

二、债券发行及募集资金使用情况

2014 年 4 月，经中国证监会证监许可[2014]398 号文核准，公司获准公开发行 6.00 亿元公司债券。2014 年 9 月 23 日，公司成功发行“卧龙地产集团股份有限公司 2013 年公司债券”，发行规模 6.00 亿元，票面利率为 9.07%，债券期限为 5 年，已于 2014 年 10 月 23 日在上海证券交易所上市（债券代码：122327.SH，债券简称：13 卧龙债）。截至 2018 年底，公司已投入“城中村”改造还建房建设项目 40,000.00 万元，投入保障性住房代建项目 19,520.00 万元，余额 0.00 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，2018 年 9 月 25 日公司支付了自 2017 年 9 月 23 日至 2018 年 9 月 22 日期间的利息，付息情况正常。

公司于 2018 年 8 月 13 日披露了《卧龙地产关于“13 卧龙债”公司债券票面利率不调整的公告》与《卧龙地产关于“13 卧龙债”公司债券回售的公告》，并分别于 2018 年 8 月 14 日、8 月 15 日、8 月 16 日、8 月 18 日和 8 月 22 日陆续披露了相关提示性公告。根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对“13 卧龙债”公司债券回售申报的统计，“13 卧龙债”本次有效回售申报数量为 206,131 手，回售金额为人民币 206,131,000.00 元（不含利息）。2018 年 9 月 25 日为本次回售申报的资金发放日，“13 卧龙债”公司债券在上海证券交易所上市并交易的数量变更为 393,869 手，债券余额 3.94 亿元。

“13 卧龙债”由卧龙控股集团有限公司（以下简称“卧龙集团”）提供全额不可撤销连带责任保证担保。

三、行业分析

公司主营业务是房地产开发销售业务，因此行业分析主要针对房地产行业。

1．行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速高于 2017 年水平；其中，住宅投资 85,192 亿元，增长 13.40%，比上年提高 4 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.80%；办公楼投资 5,996 亿元，同比下降 11.30%；商业营业用房投资 14,177 亿元，同比下降 9.40%。整体看，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长背景下，房地产开发投资增速继续维持在高位。

土地供应方面，2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方

米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

2．市场供需

市场供需方面，2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

3．行业竞争

竞争格局方面，从市场集中度来看，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。从房企销售额来看，据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企世茂房地产、招商蛇口、华夏幸福、阳光城等销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2018 年，全国房地产开发投资保持较高增速；土地供应量继续上扬，成交楼面均价及溢价率继续走低；商品房销售增速在持续调控下继续回落；货币政策结构性宽松，房企融资环境有所改善；行业集中度进一步提升。

4．行业政策

在加快建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策导向下，2017年下半

年开始，政府积极推进租赁市场的建设发展，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的基本住房制度。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2019年3月，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

总体看，2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

5．行业关注

行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

进入2019年，从“政府工作报告”及住建部副部长倪虹近期在中国发展高层论坛上的发言来看，“房住不炒”的定位没变，房地产调控不会动摇，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。总体看，房地产调控政策短期内难以出现实质性放松。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6．行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，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

2018年，因公司第七届董事会、监事会届满，根据相关法律法规规定，选举第八届董事会、监事会成员，其中独立董事张志铭先生、史习民先生离任，选举杜兴强先生和陈林林先生为独立董事。

总体看，2018年，公司核心管理团队无重大变更事项，公司相关管理架构、管理制度延续以往模式，公司管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司向广州君志至简投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“君至投资”）出售持有的君海网络2%股权后，君海网络将不再纳入公司合并报表范围。因此，2018年，公司主营房地产开发与销售。2018年，公司主营业务收入同比增长82.15%至28.27亿元，实现净利润6.74亿元，同比增长89.57%，主要系结转项目毛利率上升以及实现投资收益1.51亿元共同影响所致。

从收入构成看，2018 年房地产销售收入仍是收入第一大来源，实现收入 19.99 亿元，同比增长 62.46%，主要系结转规模大幅增长所致，占主营业务收入比例为 70.70%，同比下降 8.57 个百分点。手机游戏业务实现收入 8.19 亿元，较上年增长 163.92%，主要系君海网络业务规模扩大，手机游戏同比收入增加所致，占比 28.99%，收入占比有所提升。物业管理收入 0.08 亿元，较上年下降 24.27%，占比 0.30%，占比较小。

从毛利率变化情况看，房地产销售业务毛利率同比上升 4.52 个百分点至 42.70%，主要系结转项目毛利率较高所致；手机游戏业务毛利率为 49.93%，同比上升 12.47 个百分点，处于较高水平，主要系君海网络业务规模扩大导致收入增加，同期成本增幅小于收入增幅所致。综上，公司主营业务毛利率同比上升 6.91 个百分点至 44.71%。

表 1　2016~2018 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	137,921.22	98.54	22.28	123,017.51	79.27	38.18	199,858.05	70.70	42.70
物业管理	1,974.88	1.41	17.91	1,120.03	0.72	5.16	848.18	0.30	12.49
手机游戏	--	--	--	31,046.18	20.01	37.46	81,935.81	28.99	49.93
其他	65.38	0.05	81.27	--	--	--	24.13	0.01	2.26
合计	**139,961.48**	**100.00**	**22.25**	**155,183.72**	**100.00**	**37.80**	**282,666.17**	**100.00**	**44.71**

资料来源：公司年报

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.05 亿元，同比减少 51.34%，主要系房地产结转收入较去年同期减少和君海网络游戏业务不计入公司合并报表范围所致；实现净利润 1.51 亿元，同比增长 8.07%，主要系投资收益和营业外收入增加。

总体看，2018 年，受公司房地产业务结转收入增加和手机游戏业务收入大幅增长的影响，公司主营业务收入和毛利率水平均有所上升，公司剥离游戏业务后，整体收入受到影响而减少，但或将使公司更专注于主业发展。

2. 房地产业务

公司房地产业务运行模式未发生改变，以开发住宅为主，继续立足于二、三线城市，公司项目仍主要集中在武汉、清远、绍兴三个区域。

2018 年 4 月 3 日，公司全资子公司绍兴市上虞区卧龙天香南园房地产开发有限公司（以下简称“天香南园”）通过浙江省土地使用权网上交易系统，以人民币 73,940.67 万元竞得绍兴市上虞区滨江新城 22 号地块 5.77 万方的国有建设用地使用权，项目建筑面积 13.77 万平方米。截至 2019

年 3 月底，公司土地储备占地面积 20.03 万平方米，规划计容建筑面积 57.42 万平方米，土地储备位于清远地区。公司土地储备规模较小，较难满足未来持续开发需求。

表 2　截至 2019 年 3 月底公司土地储备情况（单位：平方米）

持有待开发土地的区域	持有待开发土地面积	规划计容建筑面积
清远	200,367	574,216

资料来源：公司提供

2018 年，公司主要侧重于现有项目的建设和去化。2018 年，公司房地产新开工面积 32.21 万平方米，较上年大幅提高，当期竣工面积 38.87 万平方米，期末在建面积 72.93 万平方米。2019 年 1~3 月，公司无新开工面积和当期竣工面积，期末在建面积 72.93 万平方米。

表 3　2016~2018 年以及 2019 年 1~3 月公司项目开发建设情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
当期新开工面积（万平方米）	14.60	9.85	32.21	0.00
当期新开工项目数量（个）	2	1	2	0
期末在建面积（万平方米）	83.38	79.49	72.93	72.93
期末在建项目数量（个）	4	5	6	6
当期竣工面积（万平方米）	18.77	13.74	38.87	0.00

数据来源：公司提供

从区域分布来看，公司在建项目主要分布绍兴市、武汉市、清远市，集中度较高。截至 2019 年 3 月底，公司在建项目规划建筑面积合计 109.45 万平方米，预计总投资 100.95 亿元，已完成投资 71.86 亿元，尚需投资 29.09 亿元。

表 4　截至 2019 年 3 月底公司房地产在建项目投资情况（单位：平方米，万元）

地区	项目	经营业态	项目状态	规划计容建筑面积	预计总投资	已投资	尚需投资
绍兴	天香南园	住宅、商业	在建项目	80,743.00	120,000.00	76,664.06	43,335.94
绍兴	东方郡	住宅、商业	在建项目	57,291.70	127,000.00	83,656.00	43,344.00
武汉	耀江神马	住宅、商业	在建项目	236,375.00	110,000.00	110,000.00	--
武汉	墨水湖置业	住宅、商业	在建项目	154,030.00	280,000.00	205,756.39	74,243.61
清远	清远五洲	住宅、商业	在建项目	517,427.00	317,484.00	200,879.79	116,604.21
绍兴	两湖置业	住宅、商业	在建项目	48,605.00	55,000.00	41,666.00	13,334.00
合计	--	--	--	**1,094,471.70**	**1,009,484.00**	**718,622.24**	**290,861.76**

数据来源：公司年报

销售方面，2018 年，公司重点项目按计划如期开盘，如天香南园三期顺利开盘，清远五洲博文苑项目等。2018 年，公司实现签约销售面积 16.88 万平方米，签约销售金额 20.89 亿元，较去年同期下降 23.42%，主要系公司推盘速度有所下降、部分项目的车位和商铺去化较慢，同时受房地产行业调控政策整体影响所致；结转收入面积 22.46 万平方米，结转收入 19.99 亿元；受益于公司近期推出楼盘地理位置尚可，公司签约销售均价大幅提高至 1.24 万元/平米。2019 年 1~3 月，公司实现签约销售面积 7.74 万平方米，签约销售金额 9.08 亿元。

表 5　2016 年至 2019 年 1~3 月公司房地产销售情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
签约销售面积（万平方米)	25.45	31.54	16.88	7.74

签约销售金额（亿元)	18.36	27.28	20.89	9.08
签约销售均价（万元/平方米）	0.72	0.86	1.24	1.17
结转收入面积（万平方米)	18.66	14.87	22.46	4.38
结转收入（亿元）	13.79	12.33	19.99	5.02

资料来源：公司提供

截至 2018 年底公司，公司可售项目主要天香南园、东方郡、两湖置业、清远五洲、墨水湖置业和耀江神马，已预售面积 17.62 万平方米，剩余可供出售面积合计 12.52 万平方米，公司剩余可供出售规模较去年同期有所提升。

表 6　截至 2018 年底公司主要可供出售房地产项目情况（单位：平方米）

序号	地区	项目	经营业态	已预售面积	剩余可供出售面积
1	绍兴	天香南园	住宅、商业	73,767.08	22,713.00
2	绍兴	东方郡	住宅、商业	36,172.01	18,930.00
3	绍兴	两湖置业	住宅、商业	37,900.92	14,964.00
4	清远	清远五洲	住宅、商业	14,763.12	27,769.00
5	武汉	墨水湖置业	住宅、商业	6,241.07	12,590.00
6	武汉	耀江神马	住宅、商业	7,396.00	28,235.00
合计	--	--	--	**176,240.20**	**125,201.00**

资料来源：公司年报

从公司年报存货开发产品明细来看，截至 2018 年底，公司存货账面价值 33.43 亿元，其中开发产品账面价值 8.79 亿元，主要是一些去化较慢的商铺和车位。具体来看，五洲世纪城一二期尚有开发产品 7,924.60 万元，主要系周边基础设施尚未完善导致公司尚未推出相关商铺的销售工作；墨水湖边尚有开发产品 5.33 亿元，规模较大；清远万商豪苑一二期尚有开发产品 2.06 亿元。由于公司墨水湖边项目和清远万商豪苑项目总价相对较高，因此存在一定去化压力。

表 7　截至 2018 年底公司存货开发产品情况（单位：万元）

项目名称	竣工时间	年初余额	本期增加金额	本期减少金额	期末余额
卧龙花园一期	1998 年	9.07	0.00	0.00	9.07
卧龙花园二期	1998 年	13.99	0.00	0.00	13.99
五洲世纪城一期	2012 年	1,452.26	0.00	434.31	1,017.95
五洲世纪城二期	2015 年	8,255.17	0.00	1,348.52	6,906.65
武汉丽景湾一期	2005 年	851.22	0.00	36.42	814.8
武汉丽景湾二期	2009 年	157.89	0.00	49.18	108.71
武汉丽景湾四期	2012 年	222.09	0.00	190.95	31.14
武汉丽景湾六期	2014 年	387.00	0.00	321.59	65.41
墨水湖边	2014 年至 2018 年	23,006.64	62,892.32	32,630.66	53,268.30
天香南园一期	2018 年	0.00	46,302.98	44,943.81	1,359.17
天香南园（华庭）	2007 年至 2013 年	4,240.34	104.61	550.68	3,794.28
清远万商豪苑二期	2018 年	0.00	38,353.32	32,214.34	6,138.98
清远万商豪苑一期	2018 年	0.00	14,417.02	0.00	14,417.02
合计	--	**38,595.67**	**162,070.25**	**112,720.46**	**87,945.47**

资料来源：公司年报

总体看，2018 年，公司房地产业务方面主要侧重于现有项目的去化，同时加大新项目的开工力度；得益于重点项目如期开盘，公司签约销售均价同比大幅增长。但公司现有土储规模一般且较为集中，对公司房地产业务后续的发展产生较大制约，公司房地产业务后续发展存在一定不确定性。同时，公司尚有一定规模的开发产品尚未去化完毕，存在一定的去化压力。

3．重大事项

公司于2018年12月19日召开2018年第四次临时股东大会，审议通过了《关于转让广州君海网络科技有限公司2%股权暨关联交易的议案》，同意公司以人民币3,935.51万元现金向关联方君至投资出售持有的君海网络2%股权。2018年12月25日，君海网络已完成工商变更登记手续。本次交易实施前，公司持有君海网络51%股权，交易完成后，公司持有君海网络49%股权，君海网络将不再纳入公司合并报表范围。

4．经营关注

公司土地储备规模较小，房地产业务后续发展面临较大瓶颈

截至 2019 年 3 月底，公司土地储备规模 20 余万方，规模较小，按 2018 年公司新开工面积 32.21 万平方米计算，公司土地储备较难满足公司未来开发需求，对公司房地产业务后续发展形成较大制约。

公司房地产项目中尚有项目存在一定去化压力

公司存货开发产品中，存在一定竣工时间较早的项目，目前仍有一定规模尚未去化完毕，公司位于武汉的墨水湖边项目存在一定去化压力。

公司房地产项目区域集中度较高，受当地房地产政策变化影响较大

公司房地产项目集中在武汉、清远、绍兴，三、四线城市占比较集中，当地房地产调控政策对公司房地产业务影响较大。

5．未来发展

在“房住不炒”定位下，房地产行业逐渐改变以快速扩大土地储备提升规模的方式，房企更加重视内部管理和运营的精细化。2018 年，公司出售君海网络股权后，游戏板块业务不属公司的主营业务方向，公司将集中精力与资源做精做强房地产业务，加快项目开发与产品去化，提高资金效率，增强客户服务意识，以高强度、高效率、高质量实现快周转、好口碑，提高公司盈利能力，促使房地产业务健康有序发展。

总体看，公司对未来发展方向进行了一定调整，未来将专注于地产板块的发展。但公司现有土地储备及开发规模均较小，难以发挥规模优势，未来地产业务发展存在一定不确定性。

六、财务分析

公司 2018 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。公司财务报表按照财政部最新颁布的《企业会计准则》进行编制。2018 年，公司处置了君海网络 2%的股权，对价折合人民币 3,935.51 万元，君海网络不在纳入公司合并报表范围，公司合并范围变化较大，财务数据可比性一般。

截至2018年底，公司合并资产总额61.14亿元，负债合计37.94元，所有者权益（含少数股东权益）合计23.20亿元，其中归属于母公司所有者权益23.18亿元。2018年，公司实现营业收入28.30亿元，净利润（含少数股东损益）6.74亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润5.77亿元；经营

活动产生的现金流量净额2.74亿元，现金及现金等价物净增加额-3.57亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额65.16亿元，负债合计40.44亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计24.71亿元，其中归属于母公司所有者权益24.70亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入5.05亿元，净利润（含少数股东损益）1.51亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润1.51亿元；经营活动产生的现金流量净额4.03亿元，现金及现金等价物净增加额4.25亿元。

1．资产质量

截至2018年底，公司资产总额61.14亿元，较年初增长6.10%，流动资产和非流动资产均有增长。其中流动资产占83.41%，非流动资产占16.59%，非流动资产占比有所提升。

截至2018年底，公司流动资产50.99亿元，较年初增长3.69%；主要由货币资金（占29.87%）和存货（占65.57%）构成。公司货币资金15.23亿元，较年初减少18.56%，主要系当期君海网络不纳入公司合并范围所致；构成主要以银行存款为主，占比99.34%，受限货币资金0.10亿元，受限规模较小。截至2018年底，公司存货账面价值33.43亿元，较年初增长30.18%，主要系新增加地块所致。其中拟开发土地、开发产品和开发成本各占4.97%、26.29%和67.22%，公司本年度尚未对存货计提跌价准备；存货中部分开发产品主要以车库和底商构成为主，项目去化周期较长，面临一定去化压力。

截至2018年底，公司非流动资产10.15亿元，较年初增长20.14%，主要系长期股权投资大幅增长所致；主要由长期股权投资（占91.47%）和投资性房地产（占4.42%）构成。公司投资性房地产0.45亿元，较年初变动很小；长期股权投资9.28亿元，较年初增长61.14倍，主要系对君海网络改为联营企业投资所致。

截至2018年底，公司所有权或使用权受限的资产为货币资金0.10亿元，主要为子公司绍兴市卧龙两湖置业有限公保函保证金存款，除此之外不存在其他受限、质押情况，受限资产占比低。

截至2019年3月底，公司资产规模65.16亿元，较年初增长6.57%，资产构成较年初变动较小。

总体看，2018年，公司资产规模较年初增长，但资产规模仍属一般；资产构成仍以流动资产为主，货币资金较充裕，受限规模较小；存货中部分开发产品项目去化周期较长，面临一定去化压力。整体看，公司资产质量一般。

2．负债及所有者权益

负债

截至2018年底，公司负债合计37.94亿元，较年初增长1.99%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占比89.29%，非流动负债占比10.71%，流动负债占比较年初上升5.93个百分点。

截至2018年底，公司流动负债33.88亿元，较年初增长9.24%，主要系预售房款增加导致预收款项增长，以及公司应交税费增加所致；主要由应付账款（占比19.69%）、预收款项（占比64.87%）和应交税费（占比13.64%）构成。

截至2018年底，公司应付账款账面价值6.67亿元，较年初增长2.12%，主要系应付工程款增加所致。公司预收款项为21.98亿元，较年初增加4.52%，主要系银湖湾、墨水湖二期、五期、上虞东方郡和天香南园项目预收房款大幅增长所致；公司应交税费4.62亿元，较年初增长61.23%，主要系应交土地增值税增加所致。

截至2018年底，公司非流动负债4.06亿元，较年初减少34.35%，主要系公司2018年“13卧龙债”部分回售所致，主要由应付债券（占比96.48%）构成。公司应付债券期末余额3.93亿元，为“13卧龙债”，将于2019年9月到期。

截至2018年底，公司全部债务3.93亿元，较年初减少34.58%，主要系公司债券回售所致，公司“13卧龙债”将于2019年9月到期，已调整为短期债务，公司债务全部为短期债务。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62.06%、0.00%和14.48%，较年初分别下降2.50个百分点、22.69个百分点和8.21个百分点，债务指标较年初有所下降。

截至2019年3月底，公司负债合计40.44亿元，较年初增长6.60%，主要系公司预收房款增加所致。随着预收款项由年初21.98亿元增长12.83%至24.79亿元，流动负债占比较年初提高0.65个百分点至89.94%。公司全部债务合计3.93亿元，较年初变化不大，全部为短期债务，债务结构较年初变化很小。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为62.07%、13.72%和0.00%，较年初分别增长0.01个百分点、下降0.75个百分点和0.00个百分点。

总体看，2018年，公司债务规模有所下降，由于净资产规模增长且长期债务大幅减少，公司债务负担指标较年初有所下降，但公司债务全部为短期债务，“13卧龙债”2019年9月将面临到期，公司存在一定的集中偿付压力。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）23.20 亿元，较年初增长 13.60%，主要系盈余公积和未分配利润增长所致。其中归属于母公司所有者权益 23.18 亿元（占比 99.95%）。归属于母公司所有者权益中，股本占比 31.39%、盈余公积占比 10.29%、未分配利润占比 62.37%。截至 2018 年底，股本较年初变动不大，盈余公积较年初增长 16.76%，主要系本年计提盈余公积 0.30 亿元，以及君海网络由成本法转权益法后调整期初盈余公积 0.04 亿元所致。未分配利润较年初增长 48.13%，主要系利润累积所致；少数股东权益较年初减少 99.05%，主要系处置君海网络股权所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益）24.71 亿元，较年初增长 6.53%，所有者权益构成较年初变动不大。

总体看，2018 年，得益于利润规模的增长，公司所有者权益规模较年初有所增长，所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性仍较弱。

3．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 28.30 亿元，同比增长 81.62%，主要系结转项目规模增长所致；实现净利润 6.74 亿元，同比增长 89.57%，主要系结转收入增长的同时结转项目毛利率有所提升，以及处置长期股权投资产生投资收益增长所致；归属于母公司所有者净利润 5.77 亿元，同比增长 83.23%。

从期间费用上看，2018年公司费用总额2.36亿元，同比增长108.07%，主要系销售费用增长所致，其中销售费用、管理费用和财务费用分别占比70.89%、39.08%和-9.97%。销售费用、管理费用分别同比增长275.00%和16.04%，主要系广告费和代理费增加所致；财务费用由上年的-1,066.90万元下降至-2,352.45万元，主要系利息收入增长所致。

2018年，公司投资收益1.51亿元，上年同期投资收益为1.03元，投资收益大幅增长，主要系公司于2018年以人民币3,935.51万元现金向关联方君至投资出售持有的君海网络2%股权。交易完成后，公司对君海网络剩余股权（49%股权）按公允价值重新计量，在当年确认投资收益12,414.02万元所致，投资收益占营业利润比重为18.58%，投资收益对当期利润水平影响较大。

从盈利指标看，2018年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为25.27%、13.68%和30.91%，同比分别上升10.77个百分点、5.44个百分点和11.74个百分点，主要系本期结转收入较多利润水平大幅增长所致。

2019年1~3月，公司营业收入5.05亿元，同比减少51.34%，主要系君海网络不再纳入公司合并范围所致；实现净利润1.51亿元，同比增长8.07%。

总体看，2018年，得益于公司房地产业务结转规模扩大，公司收入及利润水平均有所增长；盈利能力有所增强，非经常损益投资收益对公司营业利润贡献加大。

4．现金流

经营活动方面，受公司2018年房地产板块销售房屋收到的现金增加的影响，2018年公司经营性现金流入29.69亿元，同比增长3.03%；受2018年4月新购土地及广告费用较去年大幅增加的影响，公司经营活动现金流出26.95亿元，同比增长88.46%。综上，公司经营性现金流量净额为2.74亿元，同比减少81.12%。

投资活动方面，2018年公司投资活动现金流入3.09亿元，同比增长22.46%；主要系收回投资的现金3.01亿元所致；投资活动现金流出4.55亿元，同比减少40.55%，主要系投资支付的现金减少所致。综上，公司投资活动现金流量净额为-1.46亿元，持续净流出状态。

2018 年，公司经营活动和投资活动产生的现金流量净额合计为 1.28 亿元，持续净流入，主要系公司投资拿地规模较小，投资活动现金流出规模减少，以及公司房地产业务销售回款增加所致。2018 年公司筹资活动前现金流持续为净流入，对筹资活动的依赖性较小。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入规模很小，为 0.13 亿元，较上年变动不大；筹资活动现金流出 4.98 亿元，较上年大幅增长 436.10%，主要为偿还债务支付的现金减增加所致。综上，公司筹资活动现金净流出 4.85 亿元，净流出规模较上年大幅增长 430.50%。

2019年1~3月，公司经营活动现金流量净额4.03亿元，投资活动现金流量净额0.24亿元，筹资活动现金流量净额为-185.96万元。

总体看，2018年，得益于销售规模增加，公司经营活动现金流呈净流入态势，但由于君海网络不再纳入公司合并范围，净流入规模大幅减少；公司投资活动本期持续净流出，主要是君海网络不再纳入公司合并报表范围，脱表相应会计处理所致；公司经营活动能够满足投资活动的需求，筹资活动主要为偿付债务。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率由 1.59 倍降至 1.51 倍，主要系预收款项增长导致流动负债增长所致；速动比率由年初的 0.76 倍降至 0.52 倍。截至 2018 年底，公司债务全部为短期债务，现金短期债务比为 3.88 倍；公司经营现金流动负债比为 8.09%，较上年同期 46.82%大幅下降。考虑到公司流动负债以预收房款为主，整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 8.30 亿元，同比增长 95.64%，主要系利润总额大幅增长所致。EBITDA 主要由利润总额（占比 97.58%）构成。EBITDA 全部债务比由上年 0.71 倍升至 2.11 倍，EBITDA 利息倍数由上年 7.66 倍升至 19.17 倍，EBITDA 对全部债务及利息支出的保障程度明显上升。公司长期偿债能力强。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1033068200130460B），截至 2019 年 5 月 10 日，公司无未结清不良贷款，已结清贷款无不良或关注类信贷记录。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保金额合计 4.65 亿元，全部为关联方卧龙控股的担保，占净资产比例为 18.82%，公司对外担保规模一般，存在一定或有负债风险。

截至2019年3月底，公司不存在可能对公司经营或者财务产生重大不良影响的未决诉讼情况。

截至 2019 年 3 月底，公司未获得金融机构授信额度，间接融资渠道有待拓宽；公司为 A 股上市公司，具有一定直接融资能力。

总体看，公司短期偿债能力和长期偿债能力指标表现良好，公司为上市公司，具备直接融资渠道，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019年3月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达19.48元，约为“13卧龙债”本金合计（3.94亿元）的4.94倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达24.71亿元，约为债券本金合计（3.94亿元）的6.27倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“13卧龙债”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司 EBITDA 为8.30亿元，约为债券本金合计（3.94亿元）的2.11倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入为29.69亿元，约为债券本金合计（3.94亿元）的7.54倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑公司为上市公司，具有直接融资渠道，且目前债务负担较轻，公司“13卧龙债”将于 2019 年 9 月到期，鉴于公司货币资金相对充裕，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

“13 卧龙债”由卧龙集团提供全额不可撤销连带责任保证担保。

1．担保方概况

卧龙控股集团成立于 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。经过一系列股权变更，截至 2018 年底，卧龙集团实收资本为 8.08 亿元，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。截至 2019 年 3 月底，卧龙集团旗下上市公司卧龙电驱的股票质押总数为 4000 万股，占卧龙电驱总股本的 3.09%；卧龙地产的股票质押总数为 23,600 万股，占其总股本比的 33.66%。

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 2018 年底，卧龙集团合并资产总额 301.78 亿元，负债合计 208.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 92.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 35.95 亿元。2018 年，卧龙集团实现营业收入 186.19 亿元，净利润（含少数股东损益）11.26 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 3.42 亿元；卧龙集团经营性现金流量净额 14.98 亿元，现金及现金等价物净增加额-10.18 亿元。

截至 2019 年 3 月底，卧龙集团合并资产总额 309.09 亿元，负债合计 211.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 97.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 38.59 亿元。2019 年 1~3 月，卧龙集团实现营业收入 43.58 亿元，净利润（含少数股东损益）4.83 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 2.30 亿元；卧龙集团经营性现金流量净额 3.81 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.49 亿元。

2．担保方经营分析

（1）经营概况

2018 年，卧龙集团实现营业收入 186.19 亿元，同比增长 15.82%，主要系电机及控制装置业务以及房地产业务收入增长所致；卧龙集团实现净利润 11.26 亿元，同比增长 3.62%，主要系子公司卧龙电气驱动集团股份有限公司（以下简称：“卧龙电驱”，股票代码：600580.SH）扣非净利润大幅增长和卧龙地产结转收入增加共同影响所致。

从收入构成看，2018 年，卧龙集团电机及控制装置收入 96.23 亿元，同比增长 16.01%，主要系大型驱动电机及工业驱动电机销量以及价格同时上升所致，占主营业务比重为 51.68%，同比下降 1.23 个百分点；贸易业务收入 41.92 亿元，同比增长 3.89%，主要系铜精矿及铜锍等矿贸易业务规模增长所致，占主营业务比重为 22.51%；房地产业务由于结转规模大幅增加，因此收入大幅增长 129.34%至 28.30 亿元，占主营业务比重为 15.20%，同比提升 7.33 个百分点；蓄电池和变压器业务分别实现收入 4.76 亿元和 1.94 亿元，占主营业务比重较小；子公司卧龙地产出售君海网络 2%股权后，君海网络不再纳入合并范围报表。

从毛利率看，卧龙集团前两大收入来源电机及控制装置和贸易业务 2018 年毛利率分别为 26.42%和 6.04%，较上年分别上升 3.98 个百分点和下降 1.62 个百分点；由于结转项目毛利率较高，2018 年房产销售业务毛利率同比上升 7.13 个百分点至 44.73%；蓄电池和变压器毛利率分别上升 1.88 个百分点和 1.73 个百分点。综上，卧龙集团主营业务毛利率同比上升 4.22 个百分点，为 23.88%。

表 8　2016~2018 年卧龙集团营业收入及毛利率（单位：亿元，%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电机及控制装置	69.22	49.52	21.32	82.95	52.91	22.44	96.23	51.68	26.42
蓄电池	3.64	2.61	19.59	4.14	2.64	15.77	4.76	2.56	17.65
变压器	7.06	5.05	24.89	5.75	3.66	17.34	1.94	1.04	19.07
游戏	--	--	--	3.10	1.98	37.46	--	--	--
房产销售	13.79	9.87	22.28	12.34	7.87	37.60	28.30	15.20	44.73
贸易	36.25	25.93	7.35	40.35	25.73	7.66	41.92	22.51	6.04
其他	9.82	7.02	19.75	8.17	5.21	20.35	13.04	7.01	20.25
合计	**139.79**	**100.00**	**17.82**	**156.79**	**100.00**	**19.66**	**186.19**	**100**	**23.88**

资料来源：卧龙集团审计报告

2019 年 1~3 月，卧龙集团实现营业收入 43.58 亿元，同比增长 1.13%，主要系电气制造业务收入同比增长；实现净利润 4.83 亿元，同比增长 159.18%，主要系投资收益和公允价值变动收益增加所致。

（2）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驱运营。

采购方面，2018 年，卧龙电驱的采购模式未发生较大变动，仍然实行供应商开发（sourcing）和采购（buying）分离模式，与战略供应商和主力供应商保持了长期良好的合作关系。公司持续健全完善供应链管理体系，逐步提高集采集中度，并适时整合物流；逐步推进四大物料全球统一管理。继续优化“供应链公司 IT 信息系统”与 SRM/ERP 集成，自动获取各经营单位的采购计划、采购订单、对帐信息、供应商交货信息及付款信息等。通过开展物料供应商 OTD 管理，规范工厂主要物料标准采购周期，提升采购订单的交货及时率，确保工厂的订单交付；通过实施供应商金

字塔管理，提升供应商整体管理水平；通过供应商质量改善项目的实施，提升进料检验批次合格率。2018 年，卧龙电驱前五名供应商采购金额 8.60 亿元，占年度采购总额的 13.49%，采购集中度较低。

生产方面，2018 年，卧龙电驱继续深入推进精益生产方式，建立了集团精益生产三级组织，组合运用看板生产方式、连续流布局、快速换模、流水线平衡、一体联动计划、动作改进和现场目视化管理等精益工具方法，使得试点单位在订单交付能力、现场管理能力和成本控制能力等方面均有了提升。

销售方面，2018 年，卧龙电驱遵循“市场优先、客户第一”的原则，持续深化全球市场一张网的建设，全面启动多品牌和多生产基地组合策略，布局全球，打造英勇善战的销售团队，提供有竞争力的产品和服务，为客户创造价值。建立营销信息全球沟通分享平台，综合优势资源，信息共享，最大程度地发挥协同效应，提升产品竞争力和市场份额；积极拓展分销模式，通过选择和培育一批高质量的经销商队伍，提升公司在分销市场的占有率，打造销售增量新引擎；加大在营销 IT 系统的投入，不断完善现代化营销信息工具在营销工作中的应用，提升营销运营管理的整体效能。

2018 年，下游需求如油气、煤炭、炼化、钢铁、白色家电、生活小家电、采矿和造船等行业的呈现复苏态势，拉动了其收入规模的增长卧龙集团的电机及控制装置和蓄电池业务分别实现收入 96.23 亿元和 4.76 亿元，分别同比增长 16.01%和 14.98%。主要产品高压电机及驱动、低压电机及驱动、微特电机及控制以及电源电池销量分别同比增长 16.21%、23.39%、7.92%和 4.18%。主要产品的产销量如下表所示，主要产品的产销率保持较高水平。2018 年，卧龙电驱前五名客户销售额 11.64 亿元，占年度销售总额的 10.51%，下游客户集中度较低。

表 9　2018 年卧龙电驱主要产品产销量情况表

主要产品	产量	销量	产销率	产量同比（%）	销量同比（%）
高压电机及驱动（万 kW）	678	727	107.23%	10.93	16.21
低压电机及驱动（万 kW）	1,727	1,709	98.96%	22.64	23.39
微特电机及控制（万台）	4,300	4,545	105.70%	-1.25	7.92
电源电池（万 kVA）	83	81	97.59%	8.30	4.18

资料来源：卧龙电驱年报

（3）房地产和游戏业务

卧龙集团房地产业务主要由卧龙地产负责运营，房地产运行情况详见卧龙地产经营分析部分。

（4）贸易业务

卧龙集团的贸易业务主要由浙江卧龙国际贸易有限公司（以下简称“浙江卧龙”）和上海卧龙国际商务股份有限公司（以下简称“卧龙商务”）承担，浙江卧龙主要代理卧龙集团电气制造业的出口业务，卧龙商务主要经营纺织服装代理业务出口和矿产金属、化工产品、医疗器械等产品的进口代理。卧龙集团贸易模式包括出口贸易、进口贸易及国内贸易。出口贸易主要为机电、纺织等产品出口，进口贸易主要为葡萄酒、医药、化妆品及电解铜贸易等，国内贸易主要是电解铜、硅钢片贸易等业务。

2018 年，卧龙集团贸易业务收入 41.92 亿元，同比增长 3.89%，主要系铜精矿及铜锍等矿贸易业务规模增长所致。

总体看，卧龙集团 2018 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。

3．担保方财务分析

卧龙集团 2018 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。2018 年，卧龙集团非同一控制下企业合并 1 家，新设子公司 5 家，吸收合并子公司 2 家，注销子公司 1 家，合并范围变动较大，财务数据可比性一般。卧龙集团 2019 年一季度财务数据未经审计。

截至 2018 年底，卧龙集团合并资产总额 301.78 亿元，负债合计 208.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 92.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 35.95 亿元。2018 年，卧龙集团实现营业收入 186.19 亿元，净利润（含少数股东损益）11.26 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 3.42 亿元；卧龙集团经营性现金流量净额 14.98 亿元，现金及现金等价物净增加额-10.18 亿元。

截至 2019 年 3 月底，卧龙集团合并资产总额 309.09 亿元，负债合计 211.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 97.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 38.59 亿元。2019 年 1~3 月，卧龙集团实现营业收入 43.58 亿元，净利润（含少数股东损益）4.83 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 2.30 亿元；卧龙集团经营性现金流量净额 3.81 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.49 亿元。

（1）资产质量

截至 2018 年底，卧龙集团资产总额 301.78 亿元，较年初增加 6.11%，主要系非流动资产增长所致。流动资产占 60.68%，非流动资产占 39.32%，以流动资产为主。

截至 2018 年底，卧龙集团流动资产 183.11 亿元，较年初增长 1.51%。流动资产以货币资金（占比 20.48%）、应收票据（占比 6.13%）、应收账款（占比 21.09%）、其他应收款（占比 7.02%）、存货（占比 33.91%）和其他流动资产（占比 8.63%）为主。

截至 2018 年底，卧龙集团货币资金 37.50 亿元，较年初减少 21.07%，主要系投资支出增加和偿还借款或者分配股利所致；货币资金中，银行存款占 90.96%，其他货币资金占 8.99%。截至 2018 年底，应收票据 11.23 亿元，较年初增加 20.98%，主要系银行承兑汇票增长所致，构成主要是银行承兑汇票和商业承兑汇票。截至 2018 年底，应收账款账面余额 38.62 亿元，较年初增长 7.31%，主要系 1 年以内的应收账款增加所致，应收账款账面价值 42.24 亿元，计提坏账准备 3.62 亿元（计提比例 8.57%）；应收账款账面价值 38.62 亿元，较年初小幅增长 7.31%，从账龄看，1 年以内余额占比 83.12%，1~2 年占比 6.04%，2~3 年占比 6.75%，3 年以上占比 4.09%，账龄较短；从集中度看，欠款单位前五名应收账款余额合计 2.92 亿元，占比 6.91%，集中度低。卧龙集团其他应收款主要为关联方往来暂借款及惠民工程应收补贴款等，账面余额 13.86 亿元，计提坏账准备 1.00 亿元，账面价值 12.86 亿元，较年初减少 9.99%，其中 1 年以内余额占比 65.09%，1~2 年占比 0.78%，2~3 年占 3.57%，3 年以上占比 30.55%，账龄较长；欠款单位前五名其他应收款余额合计 5.63 亿元，占比 40.60%，集中度较高，卧龙集团其他应收款对资金形成较大占用。截至 2018 年底，存货账面余额 62.93 亿元，账面价值 62.09 亿元，较年初增长 20.08%，主要系原材料、库存商品和自制半成品增加所致，构成主要是原材料、库存商品、在产品和开发成本，已计提 0.85 亿元存货跌价准备。截至 2018 年底，其他流动资产 15.81 亿元，较年初增长 2.77%，主要系待抵扣进项税和预缴税金增加所致，其中委托贷款 0.60 亿元、待抵扣进项税和预缴税金 3.22 亿元、理财产品 4.55 亿元、短期贷款 6.66 亿元、其他 0.78 亿元。

截至 2018 年底，卧龙集团非流动资产总额 118.67 亿元，较年初增长 14.09%，主要系长期股权投资、固定资产和无形资产增长所致；主要以可供出售金融资产（占比 17.25%）、长期股权投资（占比 7.82%）、投资性房地产（占比 7.78%）、固定资产（占比 32.67%）、无形资产（占比 11.13%）

和商誉（占比 11.98%）为主。

截至 2018 年底，可供出售金融资产 20.47 亿元，较年初减少 7.16%，主要是按公允价值计量的可供出售权益工具减少所致；长期股权投资 9.28 亿元，较年初大幅增长 50.70 倍，主要系公司出售君海网络 2%股权后，君海网络不再计入公司合并范围，公司持有其剩余 49%股权计入长期股权投资所致；投资性房地产账面价值 9.24 亿元，较年初增长 9.32%，卧龙集团投资性房地产以公允价值计量；固定资产账面价值 38.77 亿元，较年初增长 27.63%，固定资产账面原值 63.89 亿元，累计计提折旧 25.01 亿元，固定资产成新率 60.85%，成新率尚可；无形资产账面价值 13.21 亿元，较年初增长 21.52%，其中专有技术 5.30 亿元、土地使用权 4.65 亿元、特许权和商标权 2.27 亿元。

截至 2018 年底，卧龙集团商誉 14.22 亿元，较年初减少 18.60%，主要系卧龙电驱收购 GE 项目增加 3.46 亿元商誉和君海网络不并表后减少 6.66 亿元商誉所致，卧龙集团商誉规模占总资产比重为 11.98%。

截至 2019 年 3 月底，卧龙集团资产总额 309.09 亿元，较年初增长 2.42%，资产结构较年初变化不大。

截至 2018 年底，卧龙集团所有权或使用权受限的资产总额 12.75 亿元，占卧龙集团总资产比重为 4.22%，受限比例低。

总体看，2018 年，随着业务规模的扩大，卧龙集团资产规模有所增长，以流动资产为主；流动资产中存货和应收账款规模较大，资产受限规模较小，但其他应收款账龄长，对资金形成一定占用；非流动资产中以固定资产、无形资产和可供出售金融资产为主，卧龙集团整体资产质量一般。

（2）负债

截至 2018 年底，卧龙集团负债总额 208.81 亿元，较年初增加 6.04%，主要系流动负债增长所致。其中流动负债占比 77.03%，非流动负债占比 22.97%，以流动负债为主。

截至 2018 年底，卧龙集团流动负债 160.84 亿元，较年初增长 25.41%，主要系短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债大幅增长所致；以短期借款（占比 34.65%）、应付票据（占比 10.45%）、应付账款（占比 20.78%）、预收款项（占比 16.47%）和一年内到期的非流动负债（占比 8.49%）为主。

截至 2018 年底，卧龙集团短期借款余额 55.74 亿元，较年初增长 24.83%，主要为保证借款（50.02%）和信用借款（占 33.24%）。应付票据 16.80 亿元，较年初增长 43.34%，主要系卧龙集团银行承兑汇票大幅增加所致，其中银行承兑汇票（占比 93.57%）。应付账款 33.42 亿元，较年初增长 14.70%，主要系业务规模扩大所致。预收款项 26.50 亿元，较年初减少 5.00%，主要为 1 年以内的预收款项大幅减少所致。一年内到期的非流动负债 13.65 亿元，较年初大幅增长 265.22%，主要系一年内到期的长期借款大幅增加所致。

截至 2018 年底，卧龙集团非流动负债合计 47.97 亿元，较年初减少 30.13%，主要系长期借款和应付债券减少所致，以长期借款（占比 53.71%）和应付债券（占比 28.99%）构成。长期借款 25.77 亿元，较年初减少 30.75%，主要系质押和保证借款减少所致，长期借款中，未来 1~2 年到期的金额 10.81 亿元，2~3 年到期的金额 5.41 亿元，3 年以上到期的金额 9.55 亿元；其中保证借款 15.40 亿元、质押借款 4.00 亿元、信用借款 0.32 亿元、质押及保证借款 6.02 亿元。应付债券余额 13.91 亿元，较年初下降 40.66%，主要系子公司卧龙地产回售部分 13 卧龙债所致。卧龙集团应付债券由 13 卧龙债 3.93 亿元以及卧龙集团 2017 年第一期中期票据 9.98 亿元组成；应付债券从到期期限来看，2019 年到期金额 3.93 亿元，2020 年到期金额 9.98 亿元。其他非流动负债 2.60 亿元，

较年初增长 0.06%，变化不大。

截至 2018 年底，卧龙集团全部有息债务 125.87 亿元，较年初增长 4.23%，主要系短期借款增长所致；其中短期债务 86.19 亿元（占比 68.48%）、长期债务 39.68 亿元（占比 31.52%）。卧龙集团资产负债率、全部有息债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.19%、57.52%和 29.91%，较年初分别下降 0.05 个百分点、0.47 个百分点和 11.03 个百分点。卧龙集团债务负担有所下降，目前债务负担较重，短期债务中短期借款占比高，，债务结构有待优化。

截至 2019 年 3 月底，卧龙集团负债合计 211.52 亿元，较年初小幅增长 1.29%，负债结构较年初变动很小。卧龙集团全部债务 113.95 亿元，较年初减少 9.47%；其中短期债务 72.99 亿元（占比 64.05%）、长期债务 40.96 亿元（占比 35.95%）。资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率 68.43%、53.87%和 29.57%，均较年初小幅下降。

总体看，2018 年，受经营规模扩大影响，卧龙集团债务负担有所增长，但整体债务负担控制尚可。目前债务负担较重，且短期债务规模占比较高，债务结构有待优化。

（3）所有者权益

截至 2018 年底，卧龙集团所有者权益合计 92.97 亿元，较年初增长 6.27%，主要系利润留存增长所致。其中归属于母公司所有者权益占比 38.67%、少数股东权益占比 61.33%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 22.47%、资本公积占比 16.03%、其他综合收益占比-6.23%、盈余公积占比 6.23%、未分配利润占比 61.50%。卧龙地产所有者权益中少数股东权益 57.01 亿元，占比 61.33%。

截至 2019 年 3 月底，卧龙集团所有者权益合计 97.58 亿元，较年初增长 4.96%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，卧龙集团所有者权益中，少数股东权益占比高，归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较高，卧龙集团权益结构稳定性较弱。

（4）盈利能力

从盈利情况看，得益于卧龙集团机电业务销售收入增长和房地产业务结转收入增加的影响，2018 年卧龙集团实现营业收入 186.19 亿元，同比增加 15.82%；实现净利润 11.26 亿元，同比增长 3.62%，主要系收入规模增长和其他收益增加所致；营业外收入 0.66 亿元，占比 4.84%

从期间费用看，2018 年，卧龙集团费用总额 25.41 亿元，同比增长 7.00%，主要系管理费用和销售费用增长所致。其中销售费用 9.72 亿元（占比 38.27%），同比增长 17.43%，主要系销售规模增长所致；管理费用 11.15 亿元（占比 43.86%），同比增长 1.55%；财务费用 4.54 亿元（占比 17.87%）同比增长 1.07%，主要系债务规模增长导致利息费用支出增长所致。2018 年，卧龙集团费用收入比为 13.65%，同比下降 1.13 个百分点，费用控制能力尚可。

从利润构成来看，2018 年，卧龙集团投资收益 1.45 亿元，同比大幅减少 81.25%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益减少所致；投资收益占营业利润比重为 10.85%。2018 年，投资收益以及营业外收入对当期利润水平影响一般。

从盈利指标看，2018 年，卧龙集团总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.67%、6.42%和 12.48%，分别较上年减少 0.36 个百分点、0.91 个百分点和 0.75 个百分点，变化不大。

2019 年 1~3 月，卧龙集团实现营业收入 43.58 亿元，同比增长 1.33%，主要系卧龙地产收入增长以及电气制造业务收入同比增长共同影响所致；实现净利润 4.83 亿元，同比增长 159.18%。

总体看，2018 年，得益于卧龙电驱机电业务和卧龙地产业务收入增长，卧龙集团收入规模有所增长，盈利能力保持稳定。

（5）现金流

2018 年，得益于卧龙电驱机电业务销售规模增长，卧龙集团经营活动产生的现金流入同比增长 18.63%至 176.10 亿元；经营活动产生的现金流出为 161.12 亿元，同比增加 24.16%；综上，2018 年卧龙集团经营活动现金净流入 14.98 亿元，同比减少 19.81%。2018 年，卧龙集团现金收入比为 88.33%，较上年下降 0.17 个百分点，收入实现质量仍然一般。

2018 年，卧龙集团投资活动现金流入 7.32 亿元，同比增长 83.74%，主要系理财产品到期所致；投资活动现金流出 23.60 亿元，同比增长 16.00%，主要系卧龙电驱收购 GE 项目及固定资产投资等支出 18.08 亿元、卧龙地产投资活动支出 4.55 亿元所致；投资活动产生现金净流量为-16.28 亿元，仍呈净流出状态，但净流出规模有所下降。

2018 年，卧龙集团筹资活动前现金流净额为-1.30 亿元，由净流入转为净流出，主要系经营活动现金净流入规模大幅减少所致。

2018 年，卧龙集团筹资活动现金流入 74.00 亿元，同比减少 31.07%，主要系本期发行债券和借款规模减少所致；筹资活动现金流出 82.50 亿元，同比减少 20.90%，主要系偿还债务支付现金减少所致；筹资活动产生现金净流量为-8.49 亿元，由净流入转为净流出状态。

2019 年 1~3 月，卧龙集团经营活动产生的现金流量净额为 3.81 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.77 亿元，筹资活动产生的净现金流为 3.57 亿元，现金及现金等价物净增加额为 6.49 亿元。

总体看，2018 年，卧龙集团投资规模较大，投资活动持续净流出，筹资活动现金流由净流入转为净流出状态。

（6）偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，卧龙集团流动比率和速动比率分别为 1.14 倍和 0.75 倍，较上年的 1.41 倍和 1.00 倍均有所下降，主要系流动负债大幅增加所致；卧龙集团现金短期债务比为 0.57 倍，较上年的 0.95 倍略大幅下降，现金类资产对短期债务覆盖程度较弱。卧龙集团经营现金流动负债比率为 9.31%。整体看，卧龙集团短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2018 年，卧龙集团 EBITDA 为 23.35 亿元，同比减少 2.19%，主要系利润总额减少所致；EBITDA 构成中，折旧占比 13.75%、摊销占比 5.72%、计入财务费用利息支出占比 21.97%、利润总额占比 58.57%。2018 年，卧龙集团 EBITDA 利息倍数为 4.05 倍，上年同期为 3.97 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；EBITDA 全部债务比为 0.19 倍，上年同期为 0.20 倍，EBITDA 对全部债务覆盖程度较低。卧龙集团长期偿债能力尚可。

截至 2019 年 3 月底，卧龙集团无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，卧龙集团共获得金融机构授信额度合计 160.84 亿元，已使用 119.53 亿元，尚未使用额度 41.31 亿元。

整体看，卧龙集团偿债指标表现一般。

4．担保效果评价

以2019年3月底财务数据测算，发行规模（3.94亿元）占担保方卧龙集团资产总额的1.27%、所有者权益总额的4.04%；以2018年底财务数据测算，发行规模（3.94亿元）占担保方卧龙集团EBITDA总额的16.87%、经营活动现金流入的2.24%，整体占比较低，卧龙集团对“13卧龙债”的保护程度高。

九、综合评价

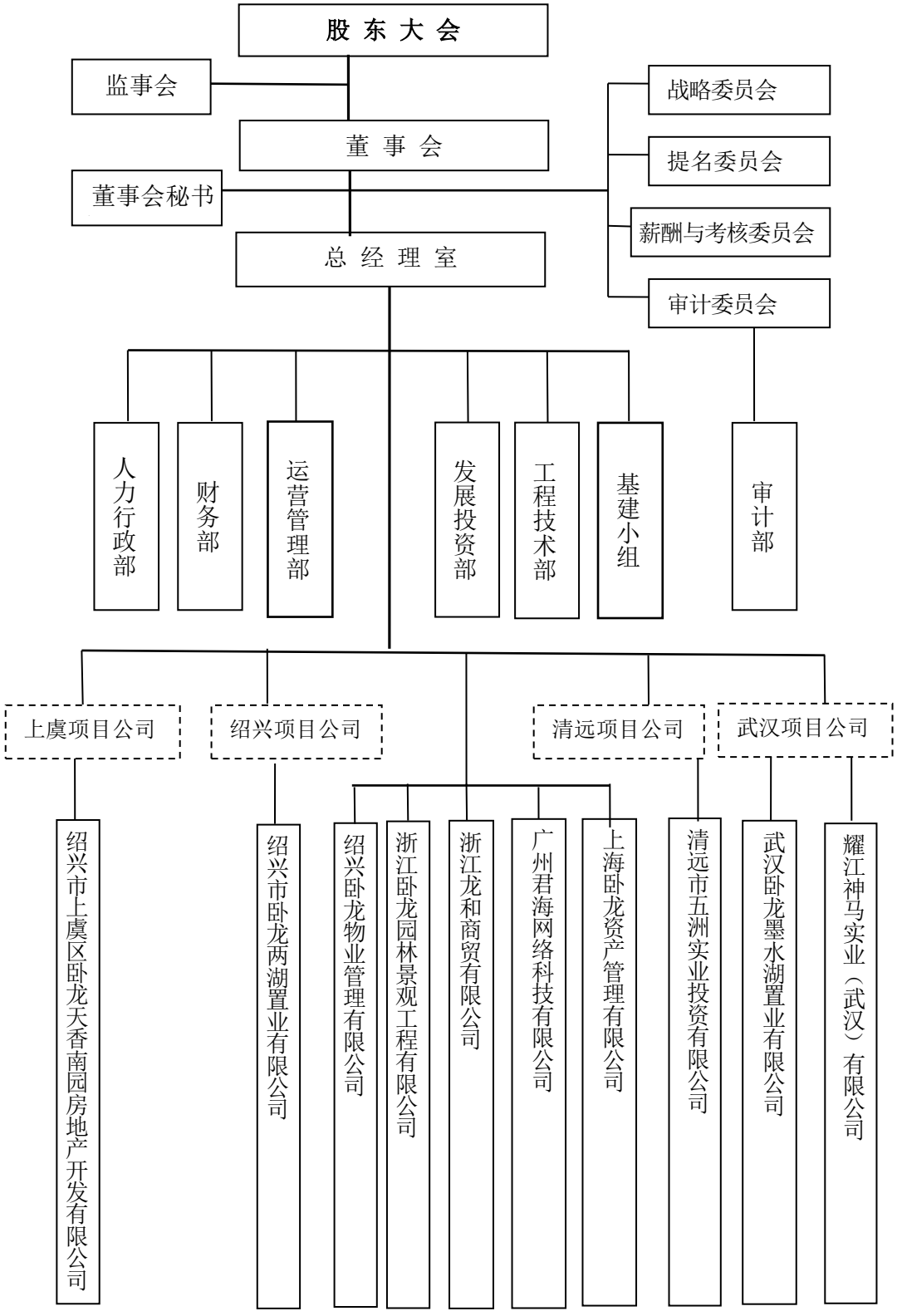
2018 年，公司业务结构调整，由于游戏板块业务不属公司的主营业务方向，公司出售君海网络 2%股权，该业务不再并表，未来公司将集中精力与资源做精做强房地产主业，着力现有地产项目去化的同时加大新项目开发力度，公司新开工面积和竣工面积较同期大幅增加。2018 年，公司收入和盈利均有较大幅度增长，债务负担较轻。同时，联合评级也关注到房地产行业仍将持续面临政策风险、公司土地储备规模较小、签约销售规模同比下降、部分项目面临一定去化压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司新开工项目投入销售，公司房地产业务有望取得增长，公司整体经营状况有望保持稳定。

“13 卧龙债”由卧龙集团提供全额不可撤销连带责任保证担保。2018 年，卧龙集团经营情况良好，其担保对提升“13 卧龙债”的信用水平仍具有积极作用。

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
组织结构图



附件2 卧龙地产集团股份有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	41.21	57.62	61.14	65.16
所有者权益（亿元）	16.69	20.42	23.20	24.71
短期债务（亿元）	0.00	0.01	3.93	3.93
长期债务（亿元）	5.98	5.99	0.00	0.00
全部债务（亿元）	5.98	6.00	3.93	3.93
营业收入（亿元）	14.03	15.58	28.30	5.05
净利润（亿元）	0.80	3.56	6.74	1.51
EBITDA（亿元）	1.35	4.24	8.30	--
经营性净现金流（亿元）	8.66	14.52	2.74	4.03
流动资产周转次数（次）	0.35	0.35	0.57	--
存货周转次数（次）	0.40	0.37	0.53	--
总资产周转次数（次）	0.33	0.32	0.48	--
现金收入比率（%）	149.20	178.75	101.86	166.54
总资本收益率（%）	--	14.50	25.27	--
总资产报酬率（%）	--	8.24	13.68	--
净资产收益率（%）	--	19.17	30.91	---
营业利润率（%）	15.83	28.05	33.93	38.74
费用收入比（%）	6.34	7.28	8.34	4.47
资产负债率（%）	59.51	64.56	62.06	62.07
全部债务资本化比率（%）	26.38	22.72	14.48	13.72
长期债务资本化比率（%）	26.38	22.69	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数（倍）	1.98	7.66	19.17	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.23	0.71	2.11	--
流动比率（倍）	2.13	1.59	1.51	1.51
速动比率（倍）	0.69	0.76	0.52	0.61
现金短期债务比（倍）	--	1,870.09	3.88	4.96
经营现金流动负债比率（%）	47.16	46.82	8.09	11.09
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.34	1.08	2.11	--

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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、公司 2019 年一季度财务数据均未经审计，相关财务指标未年化。

附件 3　卧龙控股集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	252.67	284.40	301.78	309.09
所有者权益（亿元）	76.80	87.48	92.97	97.58
短期债务（亿元）	67.40	60.11	86.19	72.99
长期债务（亿元）	46.15	60.64	39.68	40.96
全部债务（亿元）	113.55	120.76	125.87	113.95
营业收入（亿元）	142.37	160.76	186.19	43.58
净利润（亿元）	4.00	10.86	11.26	4.83
EBITDA（亿元）	12.99	23.88	23.35	--
经营性净现金流（亿元）	13.90	18.68	14.98	3.81
流动资产周转次数（次）	7.45	4.16	4.58	--
存货周转次数（次）	4.66	2.42	2.37	--
总资产周转次数（次）	1.13	0.60	0.64	--
现金收入比率（%）	90.65	88.50	88.33	102.26
总资本收益率（%）	8.39	8.04	7.67	--
总资产报酬率（%）	7.25	7.32	6.42	--
净资产收益率（%）	9.89	13.23	12.48	---
营业利润率（%）	16.95	18.18	21.83	23.56
费用收入比（%）	14.48	14.77	13.65	15.64
资产负债率（%）	69.61	69.24	69.19	68.43
全部债务资本化比率（%）	59.65	57.99	57.52	53.87
长期债务资本化比率（%）	37.53	40.94	29.91	29.57
EBITDA 利息倍数（倍）	2.64	3.97	4.05	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.20	0.19	--
流动比率（倍）	1.39	1.41	1.14	1.17
速动比率（倍）	0.97	1.00	0.75	0.79
现金短期债务比（倍）	0.79	0.95	0.57	0.75
经营现金流动负债比率（%）	11.71	14.56	9.31	2.35
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.30	6.06	5.93	--

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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、卧龙集团 2019 年一季度财务数据均未经审计，相关财务指标未年化。

附件 4　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 5　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。