

信用等级公告

联合[2014]259 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拟发行的 2013 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

卧龙地产集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA-

卧龙地产集团股份有限公司拟发行的 2013 年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：张华

分析师：张华 刘明 陈凝

二零一四年九月十日

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.lianhecreditrating.com.cn>

卧龙地产集团股份有限公司

2013 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级：AA
 发行人主体信用等级：AA-
 评级展望：稳定
 担保方：卧龙控股集团集团有限公司
 担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
 发行规模：不超过 6 亿元
 债券期限：不超过 5 年
 还本付息方式：按年付息、到期一次还本
 评级时间：2014 年 9 月 10 日
 主要财务数据

发行人

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
资产总额(亿元)	31.80	33.69	35.22	39.68
所有者权益(亿元)	17.11	15.42	15.69	15.98
长期债务(亿元)	2.96	7.02	6.67	11.86
全部债务(亿元)	7.43	11.53	11.10	13.97
营业收入(亿元)	9.94	7.67	10.17	5.54
净利润(亿元)	1.29	0.74	0.63	0.58
EBITDA(亿元)	1.83	1.08	0.86	0.92
经营性净现金流(亿元)	-2.80	-0.23	-0.58	0.99
营业利润率(%)	30.12	26.38	17.61	24.85
净资产收益率(%)	7.58	4.55	4.05	3.64
资产负债率(%)	46.19	54.22	55.45	59.72
全部债务资本化比率(%)	30.28	42.77	41.43	46.63
流动比率	2.97	3.08	2.78	3.44
EBITDA 全部债务比	0.25	0.09	0.08	0.07
EBITDA 利息倍数(倍)	2.74	1.16	0.68	1.10
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.31	0.18	0.14	0.15

担保方

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
资产总额(亿元)	132.63	136.86	159.96	169.76
所有者权益合计(亿元)	52.01	52.81	58.45	62.36
营业总收入(亿元)	61.01	73.44	83.16	48.46
净利润(亿元)	6.32	4.38	5.03	2.65
经营性净现金流(亿元)	-3.10	6.19	3.18	2.39
资产负债率(%)	60.78	61.41	63.46	63.27

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；②本报告财务数据及指标计算均为合并口径；③公司 2014 年半年报财务报表未经审计，相关财务指标未经年化；④因长期应付款为有息债务，因此纳入长期债务中。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对卧龙地产集团股份有限公司（以下简称“公司”或“卧龙地产”）的评级反映了公司作为一家以城市化率 40%~50%的二、三线城市为目标市场的房地产开发企业，经营模式稳健、土地储备区域房地产市场发展空间相对较大等方面的优势。同时，联合评级也关注到公司所处房地产业政策调控力度趋紧、市场需求下滑等因素对公司发展带来的不利影响。整体看公司房地产业务发展良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由公司控股股东卧龙控股集团集团有限公司（以下简称“卧龙集团”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。卧龙集团资产规模较大，资产质量较好，盈利状况良好，其担保对本期债券的信用水平具有积极的提升作用。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司一直坚持稳健的经营方针，对房地产项目开发有严格的审批机制，目前公司土地储备较为充裕，项目土地成本较低。

2. 公司将目标市场定位于城市化率 40%~50%的二、三线城市，市场空间相对较大，经营成本可控。

3. 政府保障房工程建设的逐步推进，对公司房地产开发业务发展有积极影响。

4. 公司武汉住宅项目销售情况良好，随着墨水湖项目进入销售期，公司收入利润规模有望保持增长

5. 卧龙集团拥有电气、地产、金融三大事业板块，实力较为雄厚，其提供的连带责任保证对提升本期债券信用水平具有积极意义。

关注

1. 房地产业面临全局性调整，中央政府调控力度趋紧导致市场需求下滑，公司面临较大的政策压力。

2. 公司近三年利润总额逐年减少，盈利能力有所下滑。

3. 公司部分长期负债到期较为集中，届时公司面临较大的偿付压力。

4. 近年来国内房地产市场受政策影响持续低迷，虽然近期部分城市放松限购政策，但未来市场前景尚不明朗，给公司经营带来一定不确定性。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

刘晓亮

电话：010-85172818

邮箱：liuxl@unitedratings.com.cn

陈凝

电话：010-85172818

邮箱：chenn@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.lianhecreditrating.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。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

卧龙地产集团股份有限公司 2013 年公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，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。

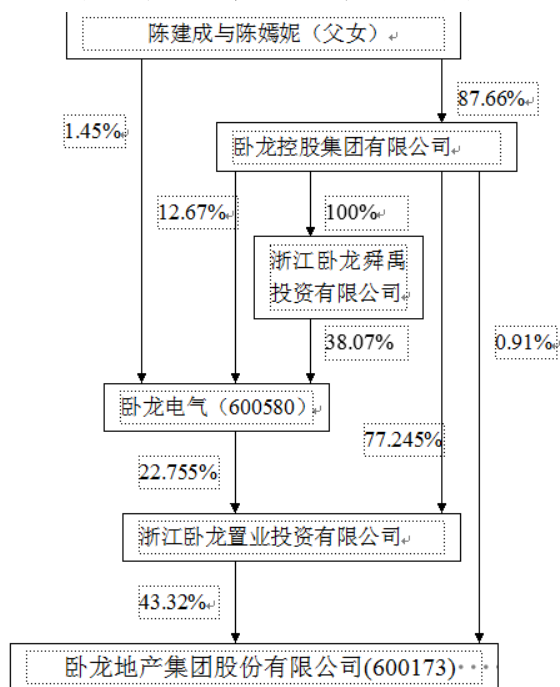
1999年3月18日，经中国证券监督管理委员会“证监发行字[1999]27号文”批准，公司发行社会公众股8,000万股，发行完成后总股本增至23,000万元。同年4月15日上述社会公众股票在上海证券交易所挂牌上市，股票代码：600173，股票简称：牡丹江。

2007年1月9日，牡丹江水泥集团有限责任公司将持有公司55,119,641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4日，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。

2009年以来，公司历经公开增发股票、资本公积转增股本，截至2014年6月底，总股本增至72,514.75万股，其中无限售条件流通股占比99.99%。浙江卧龙置业投资有限公司持有公司43.32%的股份，为公司控股股东，公司实际控制人为自然人陈建成先生。

图1 截至2014年6月底公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司主营业务为房地产开发与销售、物业管理等。截至 2014 年 6 月底，公司设有投资发展部、人力行政部、运营管理部、技术中心、财务部、审计部等 6 个职能部门以及武汉区域管理总部和绍兴区域管理总部两个区域管理中心（详见附件 1）；下属 13 家控股子公司、4 家参股企业，分布在浙江绍兴、湖北武汉、广东清远、山东青岛等地。

截至 2013 年底，公司合并资产总计 352,216.68 万元，负债合计 195,315.49 万元，股东权益（含少数股东权益）156,901.19 万元。2013 年公司实现营业收入 101,717.03 万元，净利润（含少数股东损益）6,302.70 万元，2013 年公司经营活动现金流量净额为-5,828.28 万元，现金及现金等价物增加额-25,441.70 万元。

截至 2014 年 6 月底，公司合并资产总计 396,793.64 万元，负债合计 236,952.24 万元，股东权益（含少数股东权益）159,841.40 万元。2014 年 1~6 月公司实现营业收入 55,374.02 万元，净利润（含少数股东损益）5,765.65 万元，2014 年 1~6 月公司经营活动现金流量净额为 9,874.84 万元，现金及现金等价物增加额 35,906.51 万元。

公司注册地址：浙江省上虞市经济开发区；法定代表人：陈建成。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“卧龙地产集团股份有限公司 2013 年公司债券”（以下简称“本期债券”），本期债券规模为不超过 6 亿元，期限为 5 年（附第 2 年末和第 4 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权）。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券票面利率由公司和保荐人（主承销商）通过市场询价协商确定。

卧龙控股集团有限公司为本期债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金拟用于公司保障性住房代建项目及“城中村”改造还建房建设项目，具体情况如下表：

表 1 债券募集资金项目 单位：万元

序号	项目名称	项目投资总额
1	上虞市 2011 年保障性住房项目代建项目	24,000.00
2	鲤鱼洲组团红卫村、丰收村、渔业村还建房项目	67,238.23

资料来源：公司提供

三、行业分析

1. 行业状况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房地产企业较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与企业相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月，一二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。受2011年行业低迷影响，2012年房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.2%，增速较2011年放缓11.7个百分点。商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增长13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度明显回升，2013年全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.8%，增速较2012年提高3.6个百分点。商品房施工面积66.6亿平方米，比上年增长16.1%，增幅同比增长2.9个百分点；新开工面积20.1亿平方米，比上年增长13.5%，增幅同比增长20.8个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速不断放缓，2014年上半年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资42,019亿元，名义同比增长14.1%，较2013年同期增速大幅下滑6.2个百分点，房地产开发企业住宅施工面积43.72亿平方米，同比增长8.3%，房屋新开工面积8.01亿平方米，同比下降16.4%。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

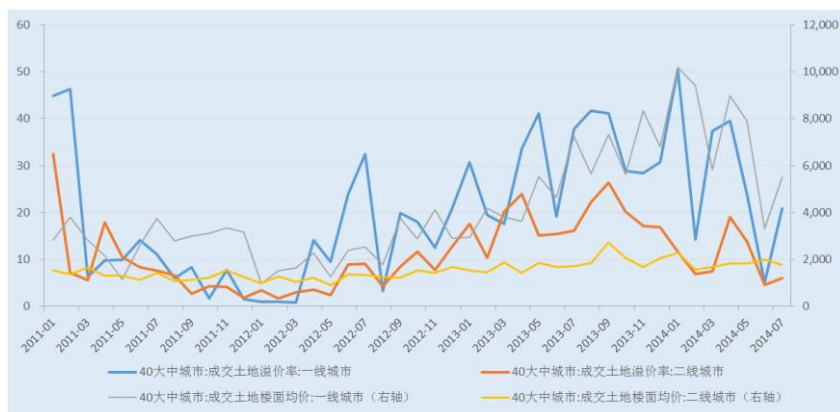
2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年同期下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。同时，

随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2012年下半年以来，一线城市土地溢价率持续走高，也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012年全国300个城市住宅用地楼面均价为1,347元/平方米，同比上涨7.4%，其中12月达1,675元/平方米，为2010年4月调控以来最高值。受供应量增加影响，2013年土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

2013年重点城市地价升高，带动楼面均价整体水平明显高于上年。全国300个城市土地成交楼面均价1,174元/平方米，同比上涨27%。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，楼面均价领涨。2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

进入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，土地出让溢价率和楼面地价明显回落，如下图所示。截至2014年7月，全国一线城市土地出让溢价率为20.98%，较上年末下降近10个百分点；一线城市楼面地价5,515元/平方米，较上年末下滑18.91%。根据中国房产信息集团（CRIC）统计，截至6月23日，2014年上半年全国住宅用地成交总价为4,908亿元，同比下降10.03%。

图2 2008年以来全国40个大中城市用地楼面均价及平均溢价率（单位：元/平方米、%）



资料来源：wind 资讯

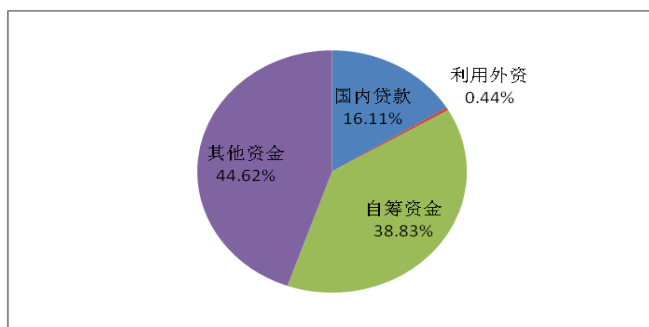
总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，但整体保持在较高水平。值得注意的是，2013年由于土地供应量较大，土地成本较高，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

（2）开发资金来源状况

2008年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。从房地产资金来源情况看，房地产开发企业资金来源总体增速增长。据国家统计局数据显示，2013年房地产开发企业本年资金来源122,122.47亿元，比上年增长26.5%，增速较上年增长13.8个百分点，其中，国内贷款19,672.66亿元，比上年增长33.1%，增速较上年增长

19.9 个百分点；利用外资 534.17 亿元，增长 32.8%，增速已经由负转正；自筹资金 47,424.95 亿元，增长 21.3%，较上年增长 9.6 个百分点；其他资金 54,490.70 亿元，增长 28.9%，增速较上年增长 14.2 个百分点。

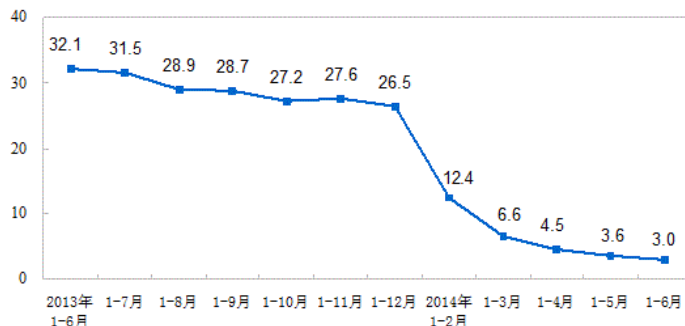
图 3 2013 年房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

2014 年 1-6 月份，房地产开发企业到位资金 58,913 亿元，同比增长 3.0%，增速较上年同期明显下滑，如下图所示。其中，国内贷款 11,293 亿元，增长 14.1%；利用外资 186 亿元，下降 20.6%；自筹资金 23,810 亿元，增长 10.1%；其他资金 23,624 亿元，下降 7.2%。在其他资金中，定金及预收款 14,252 亿元，下降 9.3%；个人按揭贷款 6,512 亿元，下降 3.7%。

图 4 全国房地产开发企业本年资金到位增速 单位：%



资料来源：国家统计局

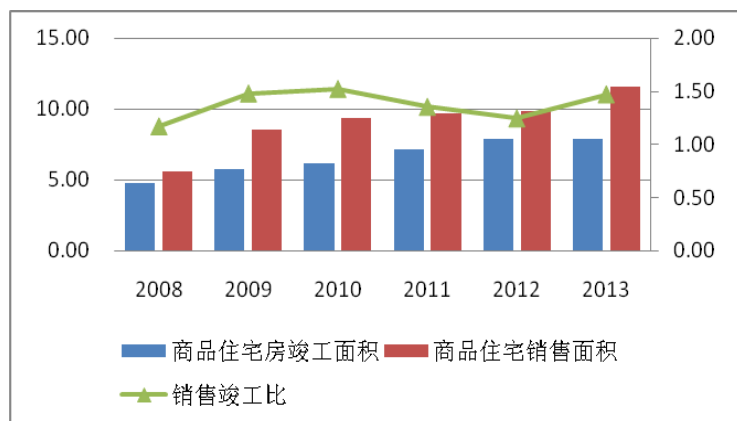
总的来看，偏紧的货币供应，使房地产业的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

(3) 市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008 年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2012 年全国房地产开发企业房屋施工面积 57.34 亿平方米，比上年增长 13.2%；房屋新开工面积 17.73 亿平方米，下降 7.3%；房屋竣工面积 9.94 亿平方米，增长 7.3%；其中，住宅竣工面积 79,043 万平方米，增长 6.4%。与此同时，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积 11.13 亿平方米，比上年增长 1.8%；其中，住宅销售面积增长 2%，办公楼销售面积增长 12.4%，商业营业用房销

售面积下降 1.4%。商品房销售额 6.45 万亿元，增长 10%；其中，住宅销售额增长 10.9%，办公楼销售额增长 12.2%，商业营业用房销售额增长 4.8%。2013 年统计数据显示，房屋竣工面积 10.14 亿平方米，增长 2.0%，增速下降 0.5 个百分点；其中，住宅竣工面积 7.87 亿平方米，下降 0.4%。2013 年，商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.3%，增速较上年回落 0.5 个百分点。2013 年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。

图 5 2008~2013 年全国商品住宅供求情况 单位：亿平方米

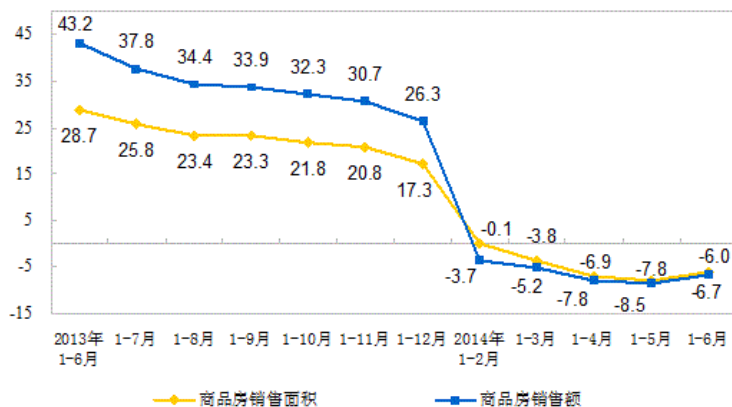


资料来源：国家统计局、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于 1 说明供不应求，小于 1 说明供大于求。

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。1~6 月份，商品房销售面积 4.84 亿平方米，同比下降 6.0%，其中住宅销售面积下降 7.8%；商品房销售额 3.11 万亿元，同比下降 6.7%，其中住宅销售额下降 9.2%。从供给方面看，2014 年上半年商品房竣工面积仍保持增长，1~6 月份，住宅竣工面积 5.67 亿平方米，同比增长 6.3%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图 6 全国商品房销售面积和销售额增速情况 单位：%



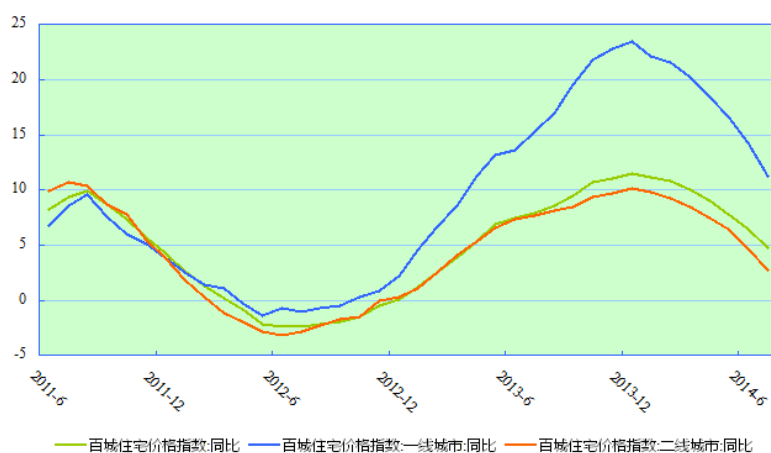
资料来源：国家统计局

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010 年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效

果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。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，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。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5月百城住宅均价为10,978元/平方米，环比下跌0.32%，为自2012年6月连续环比上涨23个月后首次环比下跌，如下图所示。

图7 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况 单位：%



资料来源: wind 资讯

总的来看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013年也已经基本确立了持续上涨趋势，但2014年以来房价上涨趋势得以扭转。

3. 竞争格局

从2003年至今，房地产市场已经走过了黄金10年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入2013年，行业集中度进一步提升。2013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13.27%和18.25%，分别提高了0.51个和0.63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8.37%和11.12%，分别提高了0.65和0.74个百分点（详见下表）。

表2 2010~2013年前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010年	2011年	2012年	2013年
前10大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%
前20大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%
前10大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%
前20大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%

资料来源: 联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，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。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，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，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 3 2014 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	中国海外发展有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	大连万达商业地产股份有限公司	8	碧桂园控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	绿城房地产集团有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布

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。

4. 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。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2009年上半年，房地产行业宏观调控政策相对宽松。但是，随着各地纷纷出台房地产鼓励政策，房价明显上涨。下半年，政策逐渐转向收紧，12月国务院出台“新国四条”抑制房价过快上涨。2010年，国家出台了更为严厉的房地产政策，如明确二套房贷首付不能低于40%，贷款利率严格按照风险定价，增加住房有效供给，抑制房地产投机，实行更为严格的差别化信贷政策等。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参

与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。2009年以来主要的房地产调控政策如表3所示。

表 4 2009 年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2009 年 5 月	国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》
2009 年 12 月	国务院常务会议提出“新国四条”
2010 年 1 月	国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010 年 4 月	国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2011 年 1 月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011 年 1 月	国务院“新国八条”
2013 年 2 月	国务院“新国五条”

资料来源：联合评级搜集整理

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4月至5月间，无锡、天津、宁波、武汉、郑州等城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展。截至2014年7月末，全国46个实行限购的城市中已有超过30个城市对当地的限购政策进行了调整。

总体看，目前房地产行业调控压力依然较大，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。

5. 行业关注

行业发展与房地产调控政策密切相关

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性，如果国家未来采取更为严格的调控政策，如扩大房产税、限购范围扩大、限贷门槛提高等均可能导致房地产行业出现波动，影响房地产企业的回款能力和现金流。

2014 年以来，随着经济增速放缓、限购调控政策逐渐发挥作用，我国住宅销售价格出现拐点，部分楼盘出现滞销现象，严重影响了房地产开发商的现金流转。同时，银行对房地产企业开发贷款更为谨慎，对于房地产按揭贷款取消了优惠利率，进一步压制了购房需求、限制了房地产开发商的资金来源。近期出现部分中小房地产商因资金断裂破产的案例，集中体现了政策风险对房地产开发企业的重要影响。

资金成本上升

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，这是国内房地产市场一直以来的基本模式。如 2012 年国内 A 股 24 家上市房地产公司平均资产负债率高达 73.1%。如果遇到加息、上调存款准备金等因素导致市场资金面趋紧，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

一、二线城市和三、四线城市持续分化

近几年来相当一部分三四线城市市场快速扩张，需求有过度释放迹象。特别是 2013 年以来，部分三四线城市的房地产市场已经充分暴露。例如，鄂尔多斯市，常住人口不到 200 万，土地消化周期近 10 年，严重供过于求。展望未来，如果中国经济在转型压力下低速增长，很可能有更多的地级市出现住宅供求失衡、房地产泡沫破裂的现象。

6. 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。

房地产企业融资渠道转变

由于近年来连续不断的房地产宏观调控，目前房地产企业的传统融资渠道受到极大的限制，房地产企业原有通过融资囤地获得跨越式增长的情况将不复存在。房地产开发企业整体上融资成本将会高于以往，这将迫使其拓展包括房地产基金在内的新兴融资方式，并将深刻影响房地产开发企业的运作模式和经营策略。目前国内万科、金地等大型房地产企业纷纷借助香港市场进行债务融资。

房地产开发企业盈利模式发生转变

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、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司目前具有一级房地产开发资质，主营业务为房地产开发，与同类上市公司比较，卧龙地产整体经营规模不大，与国内大型房地产企业相比尚有较大差距，近年受房地产宏观调控政策及公司主动调整营销体量和开发节奏影响，公司收入规模呈先抑后扬趋势。截至目前，公司累计开发13处项目，累计投资额达60.21亿，累计开发面积391.35万平方米。2013年，公司实现合同销售面积14.39万平方米，实现合同销售金额98,979万元，截至2014年6月底，公司已开发尚未销售的住宅面积为76.75万平方米，目前来看可售资源较为丰富。

公司市场定位于城市化率40%~50%的二、三线城市，该类地区潜在购买力水平较高，市场空间较大。目前，公司土地储备主要分布于长三角和珠三角区域，以及武汉和山东等地，这些省份二、三线城市有充足的购买力和旺盛的需求；同时，由于城市相对密集，项目可复制性强，有利于公司集中资源、实现集约化发展。

公司善于通过并购方式获得项目，以节约成本，提高周转速度；同时，通过配套商业及精装修品质等方式提高产品附加值。公司结合房地产市场环境及公司实际情况，及时响应国家政策号

召，积极参与到保障房建设及旧城改造项目中来。通过参与上虞市 2011 年保障性住房项目代建项目和鲤鱼洲组团红卫村、丰收村、渔业村还建房项目，在树立良好的企业形象、取得良好的社会效益的同时有助于拓展公司在该地区业务。

公司始终坚持从质量、环境、物业管理等多个方面打造住宅精品。公司曾荣获浙江省房地产品牌 20 强、第三届中国企业诚信榜诚信品牌奖、2010 年度绍兴市房地产 AAA 级诚信企业、中国房地产最具发展潜力企业、第五届中国证券市场年会金凤凰奖，开发的卧龙丽景湾项目曾荣获 2010-2011 年度最具投资价值地产、2011 年武汉楼市口碑榜消费者满意楼盘；天香华庭项目先后获得 2008 中国十大生态住宅杰出项目、中国城市魅力经典楼盘、中国健康宜居示范楼盘等称号；清远五洲世纪商贸城曾获 2010 最具投资价值商业地产、最佳创新百变户型；公司开发的其他楼盘也获得了多项业内荣誉称号并获得了客户的认可。

总体看，公司经营规模与同行业上市公司相比尚有较大差距，但公司市场定位明确，目前可售资源较丰富，经营风格较为稳健。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员包括董事长、副董事长、总经理、常务副总经理、副总经理、财务总监及董事会秘书共 6 人，其中财务总监由董事会秘书兼任。公司高管均有丰富的行业经验和管理经验，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

公司董事长陈建成先生，1959 年出生，研究生学历，高级经济师，1998 年 10 月~2004 年 1 月任卧龙电气集团股份有限公司董事长；现任卧龙控股集团有限公司董事长，浙江卧龙置业投资有限公司董事长，浙江卧龙舜禹投资有限公司董事长，ATB Austria Antriebstechnik AG 监事会主席，绍兴欧力一卧龙振动机械有限公司董事长，浙江卧龙国际贸易有限公司董事长，现任公司董事长。在中国以外国家和地区无永久居住权。

公司董事兼总经理王希全先生，1974 年出生，研究生学历，中共党员。1994 年 7 月进入浙江卧龙电机工业公司任总经理秘书，历任浙江卧龙汽车电机公司销售经理，浙江省卧龙集团公司办公室副主任，上虞市卧龙房地产开发公司总经理，武汉卧龙房地产开发有限公司总经理，卧龙控股集团有限公司副总裁、财务总监。现任公司董事、总经理。

公司董事会秘书兼财务总监马亚军先生，1975 年出生，中共党员，1999 年 6 月毕业于浙江大学，本科学历。1999 年 8 月进入卧龙控股集团有限公司，1999 年 8 月至 2003 年 12 月曾在卧龙控股集团有限公司及其下属子公司财务部工作，2004 年 1 月至 2008 年 12 月任浙江卧龙家用电机有限公司财务总监。现任公司财务总监、董事会秘书。

截至 2013 年底，公司在职员工 466 人，其中销售人员占 17.38%，技术人员占 15.88%，财务人员占 9.23%，行政人员占 15.67%，市场管理及物业人员占 41.85%；从文化程度看，大专以下学历人员占 60.30%，大专及本科学历占 38.63%，硕士及以上学历占 1.07%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具备多年的行业生产和管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

3. 区域环境

目前，公司房地产投资项目主要分布在浙江（上虞、绍兴）、湖北（武汉）、广东（清远）、山东（青岛）等省市。公司经营将直接受到上述区域房地产市场环境影响。

上虞

上虞区为中国浙江省下辖县级市，由绍兴地级市代管，现为绍兴市上虞区。位于浙江省东北部，地处杭州湾南岸、杭州市和宁波市之间，与上海市隔海相望。2013 年上虞市地区生产总值达 624.98 亿元，按可比价计算，增长 9.0%，全市城镇居民人均可支配收入 4.16 万元，增长 9.6%。整体看，上虞市经济发展总量较高，增速较快。

2013 年政府对房地产行业调控形成的政策性下行压力与市场需求导致的上行压力并存，房地产市场缓慢复苏。全年完成房地产开发投资 73.67 亿元，增长 22.2%，商品房施工面积 416.46 万平方米，增长 17.9%，商品房竣工面积 60.46 万平方米，增长 0.4%，增幅分别比上年提高 13.9、15.1 和 2.5 个百分点。2013 年全年商品房销售面积 80.92 万平方米，增长 80.4%，商品房销售额达 68.97 亿元，增长 81.0%。

进入 2014 年，受前期需求过度消化及房价较高影响，上虞房地产市场成交量有所下滑，出现持续低迷状态。预计未来上虞房地产市场需求不旺局面将难以改善。

武汉

武汉位于中国中部，是湖北省省会和政治、经济及文化中心。2013 年地区生产总值 9,051.27 亿元，按可比价格计算，比上年增长 10.0%，GDP 总量排名全国第九，全年城市居民人均可支配收入 2.98 万元，比上年增长 10.2%。随着中部崛起战略的实施，武汉近年保持了良好的经济发展势头。

2013 年武汉全年房地产市场整体保持平稳的发展态势，开发投资平稳增长，住房成交量明显回升，价格波动趋稳，结构更趋合理。全年房地产开发投资 1,905.60 亿元，比上年增长 21.0%。其中，住宅开发投资 1,250.78 亿元，增长 26.2%；房屋施工面积 8,545.13 万平方米，增长 24.5%。2013 年全市商品住宅成交 15.57 万套，比 2012 年增加了 2.83 万套，同比增长 22.21%；商品住宅成交金额 1,124.12 亿元，同比增长 32.30%。主城区商品住宅全年成交均价为 8,330.80 元/平方米，同比上涨 499.80 元/平方米，涨幅 6.38%；远城区商品住宅全年成交均价为 4,718.44 元/平方米，同比上涨 744.72 元/平方米，涨幅 18.74%。

2014 年 1~6 月，武汉完成房地产开发投资 1,156.70 亿元，增长 24.2%。全市房屋施工面积为 8,757.91 万平方米，比上年同期增长 25.6%。受企业信心不足影响，全市房屋新开工面积为 1,263.01 万平方米，比上年同期下降 11.2%。2014 年上半年武汉市商品房销售稳步增长，销售结构进一步优化，商品房销售面积为 933.70 万平方米，增长 14.5%；其中，住宅销售面积 809.71 万平方米，增长 9.5%；办公楼销售面积 26.88 万平方米，增长 45.5%；商业营业用房销售面积 79.96 万平方米，增长 95.0%。

在国际、国内经济形势以及国家宏观调控政策的影响下，作为中部地区崛起的战略支点，武汉市的城市建设步伐将进一步加快，城市环境也将得到不断改善，房地产市场预计仍将保持良好的发展氛围。

清远

清远市位于广东省中北部、北江中游、南岭山脉南侧与珠江三角洲的结合部，距广州市中心仅 64 公里，总面积 1.9 万平方公里，总人口 387 万人，是广东省地域最大的地级市和广东省少数民族主要聚居地。

2013 年清远完成生产总值 1,093 亿元，同比增长 8.2%；固定资产投资率为 46.3%，高于全省 36.7% 的水平。2014 年以来，虽然仍然受到经济危机的影响，但是随着广清城轨、广清高速、广

乐高速等重大交通项目进一步的兴建和扩建，以及清远被列为粤东西北地区中心城区扩容提质试点市等举措，未来清远经济有望保持稳定较高增速。

清远房地产业起步较晚，初期投资规模较小。但随着经济的发展及大型房地产企业的进驻，清远市房地产投资规模日益扩大，房地产开发企业也迅速扩张。2013 年房地产开发总额为 188 亿元，占固定资产投资额的 37%，仅次于广东省 GDP 最高的中山。房屋施工面积、新开工面积及房屋竣工面积呈明显的上升趋势。2013 年，清远商品房销售面积为 506 万平方米，销售额增速达 38.21%，商品房销售增长率为 29%。未来随着清远经济的持续发展，长期来看其房地产市场预计仍将保持增长。但同时也应注意到，清远的固定资产投资率、房地产投资占固定资产投资的比重都偏高，存在一定风险。

总体看，受经营规模限制，公司房地产开发项目区域相对集中，公司业绩易受个别区域房地产市场环境变化的影响。对此，公司在选择进驻区域时持谨慎态度，目前公司布局东部三线城市和中西部经济发达的省会城市，布局区域的发展潜力较大。未来随着中西部地区经济增长和社会投资增加，预计房地产的需求仍将持续旺盛。

五、公司管理

1. 治理结构

公司建立了较为完善的法人治理结构，制定了以《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》等为主要架构的工作制度，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了科学有效的职责分工和制衡机制。

公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构，股东大会是公司的最高权力机构；董事会是公司常设决策机构，对股东会负责。目前公司董事会由 9 名董事组成，包括独立董事 3 人，董事长 1 人；监事会由 3 人组成，其中职工代表监事 1 名。监事会是公司的监督机构，负责公司对董事、经理的行为及公司财务进行监督。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理受董事会的委托负责日常的经营管理、组织实施董事会决议并接受董事会和监事会的监督。

总体看，公司法人治理结构较完善，已按现代企业治理要求逐步建立健全相关框架及制度，认真履行相关的监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作。

2. 管理体制

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在建设施工、安全质量、经营管理、财务会计等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的主要环节。根据自身经营管理需要，公司下设人力行政部、成本管理部、运营管理部、财务部等职能部门和成立设计中心，形成“技术、营销两头大，工程管理中间小”的管理模式，同时公司成立了武汉和绍兴区域管理总部，以增加区域内项目的协同效应。

“两头大，中间小”的管理模式具体是指注重项目前期的调研、市场定位、政府关系及设计方案的确定和售后服务，项目前期的深入调研决定整个项目的成败，而项目的后续服务则能树立品牌；中间小是指工程建设，目前公司开发的项目均发包给具有一定行业地位、质量过硬的建筑商施工。对于工程建设施工部分，公司采取招标形式，具体招标活动由项目公司组织，但所有参与投标的承包方均需是总部认定的供方库成员单位。

公司在房地产开发管理体系中融入了工厂化管理的优点。对各项目经理采取责任考核制，设

定销售及成本目标，并分解到年；各个项目的土地获取、方案设计和销售定价均由总部控制；引入销售管理 CRM 系统，建立了一个集销售管理、工程管理、财务管理于一体的高效信息平台，使总部能够及时获知项目销售进度、工程进度及财务运行情况，更好地进行异地管理和控制。

公司在成本管理方面较为严格，从项目筛选、可行性研究、方案设计、采购、施工、销售整个项目流程均引入成本核算和控制机制。公司实行统一的财务制度，各控股子公司严格执行。各级子公司设有各自的财务部门，为了加强整体资金管理，公司集中调度各子公司的资金，并且所有子公司的财务人员统一由公司派遣和管理，保证资金的安全及公司资金的使用效率。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发与销售。2011 年~2013 年，公司主营业务收入规模呈波动变化。其中 2012 年收入下降较多，主要是国家对房地产行业的调控力度加大制约房地产市场需求，公司根据市场行情主动调整营销体量和开发节奏，以控制经营风险；2013 年，由于公司武汉丽景湾楼盘利用园博会的机会开展积极营销，销售情况良好，同时公司位于绍兴和清远的楼盘销售情况较好，综合导致公司营业收入回升较快。2013 年，公司实现主营业务收入 101,369.94 万元，同比上升 32.37%。

毛利率变化方面，2013 年受公司房地产业务实行价格折扣促销及结转收入的产品结构不同（售价差异），导致公司主营业务毛利率由上年 34.65%下降至 29.67%。2013 年公司实现利润总额 7,375.44 万元，净利润 6,302.70 万元，同比分别减少 18.70%和 14.88%，主要是受到当期毛利率下降以及土地增值税增加较多的影响（详见下表）。

表 5 2011 年~2014 年 6 月公司主营业务收入情况 单位：万元、%

主营业务	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	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	98,500.52	99.26	39.32	75,236.43	98.25	34.92	99,405.12	98.06	29.85	54,315.42	98.34	33.66
物业管理	731.89	0.74	41.17	1,343.19	1.75	19.89	1,964.82	1.94	20.53	917.07	1.66	15.21
合计	99,232.41	100.00	39.33	76,579.62	100.00	34.65	101,369.94	100.00	29.67	55,232.49	100.00	33.35

资料来源：公司年报，联合评级整理

从业务收入构成情况来看，房产销售为公司的核心业务，房产类别主要为住宅。2011 年以来，公司每年房产销售实现收入占主营业务收入的比重均在 98%以上。公司物业管理收入主要来自控股子公司绍兴卧龙物业管理有限公司对外承揽的住宅小区物业管理业务，该业务收入在公司总收入中占比不高，毛利率相对较低，2013 年该板块业务实现收入 1,964.82 万元，毛利率为 20.53%。

2014 年 1~6 月，公司共实现主营业务收入 55,232.49 万元，其中房屋销售收入 54,315.42 万元，占比 98.34%，为 2013 年全年房屋销售收入的 54.64%。主要是上半年公司武汉墨水湖项目进入销售期，带动房产销售收入同比大幅增长 20.98%。下半年预计公司可售资源将进一步丰富，全年收入将呈现增长趋势。2014 年上半年公司房产销售毛利率较 2013 年上升 3.81 个百分点至 33.66 个点，主要是期内销售的部分项目中毛利率较高的商业铺面和车库占比较高所致。

总体看，近三年受宏观调控政策及公司主动调整营销体量和开发节奏影响，公司营业收入及利润规模出现波动，2013 年以来随着公司新楼盘进入销售期，公司房产销售增速转正，销售收入预计将呈现增长趋势。

2. 项目成本管理及土地储备

公司房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润规模最为重要的环节。

从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本、前期费用（设计费、报批报建费用、三通一平）、建安成本（建筑费）、电力和市政配套（景观绿化）费用、开发解决费（含财务费用）和基建费（含管理费用、销售费用），其中土地成本和建安成本占比较高，约占 70%以上。土地出让金的支付一般为先期支付 50%，并在项目开工前结清款项；建安成本相对固定，建安费用的支付通常根据项目工程进度而定，完成主体结构前支付款项不超过总价款的 70%，竣工验收前支付款项不超过 85%，项目决算后一般付满 95%的款项，剩余 5%作为工程质保金。

鉴于土地收购对项目盈利的重要影响，公司对此持谨慎态度。目前公司营销部门负责土地收购工作的具体开展。通常由营销部门针对拟收购对象，做出土地开发预案，包括物业种类、产品定位、价格水平、销售预期、收入及利润预算等，在经董事会或股东批准确认后，实施土地收购。收购完成后，公司会制定正式的土地开发方案，并对产品类别进行定位，同时由技术中心牵头负责项目设计（具体规划和设计工作外包给设计院完成），成本管理部根据项目设计方案负责成本预算，运营管理部按成本预算确定各环节的供应商及原料种类，实施集中采购、联系供应商等具体工作，合同签约以及款项实际支付交由项目公司完成，公司总部各部门负责相应款项的支付金额及时间的总体监管。近三年来，公司综合考虑土地价格、项目利润和自身资金实力等因素，放慢了土地获取速度，仅于 2011 年获取两幅土地，具体情况见下表。

表 6 公司土地获取情况 单位：平方米，万元

获取时间	土地位置	土地面积	用途	土地价格
2011 年	袍江新区两湖 2 号地块	48,605.00	商业、居住	26,100.00
2011 年	武汉市汉阳区红卫村、丰收村、渔业村	154,132.91	商业、居住	91,600.00

资料来源：公司提供

目前，公司土地收购方式主要包括政府招商引资、并购项目公司、直接拍买三种，近年来，三种收购方式所得土地面积权重约为 4：3：3，公司善于通过并购方式获得项目，该类方式有利于节约成本，提高周转速度。公司目前土地储备建筑面积约 229 万平方米，可满足公司未来几年的开发需求，土地成本相对较低。未来，公司土地收购仍将面向城市化率在 40%~50%的二三线城市。

表 7 截至 2014 年 6 月底公司土地储备情况 单位：平方米，万元，%

项目	土地储备 建筑面积	所处区域	取得方式	获取总价	公司权益比例
天香华庭	99,975.38	浙江省绍兴市上虞区	收购	36,900.00	100
绍兴卧龙	23,031.98	浙江省绍兴市	收购	33,000.00	100
清远五洲	1,205,877.38	广东省清远市	收购	9,304.55	100
天香西园	3,397.12	浙江省绍兴市上虞区	拍卖	15,180.00	100
标准厂房	2,553.79	浙江省绍兴市上虞区	拍卖	651.00	100
耀江神马	399,641.60	湖北省武汉市东西湖区	收购	4,127.24	100
墨水湖置业	438,728.00	湖北省武汉市汉阳区	挂牌	91,600.00	60
青岛嘉原盛	39,734.00	山东省青岛市	收购	6,830.27	100
两湖置业	77,768.00	浙江省绍兴市	拍卖	26,100.00	100
合计	2,290,707.25			223,693.06	

资料来源：公司年报，联合评级整理

从原料或劳务供应来看，运营管理部针对不同类别的原料或劳务供应商，均有相应的准入标准，质量是公司首要考虑的因素。公司会对项目进行定期验收，对于质量不达标的供应商，公司会予以警示或取消准入。目前，公司长期合作的供应商约有 300 余家，随着管理精细化程度的提高，公司拟将每类原料或劳务的供应商数量控制在 10 家以内。从实际供应规模来看，2013 年，公司前五位供方签订合同金额为 36,779.90 万元，占 2013 年度供方签订合同总金额的 57.51%，集中度较高，主要是长期合作的各工程承包方。

总体看，公司土地储备能够满足公司一定时期内开发需要，房地产开发成本构成较合理，但 2012 年以来公司未取得新的土地，未来土地价格上涨会对公司经营成本造成直接影响。

3. 项目建设开发情况

公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体。截至 2014 年 6 月底，公司共有控股子公司 13 家，其中项目公司 10 家。

表 8 截至 2014 年 6 月底公司控股子公司情况 单位：万元

序号	公司名称	业务性质	持股比例	注册资本	总资产	净资产	净利润
1	天香华庭	房地产开发经营	100%	35,000	50,211	33,727	38
2	墨水湖置业	房地产开发经营	60%	25,000	109,415	23,121	-840
3	清远五洲	房地产开发经营	100%	13,000	61,475	15,372	940
4	天香西园	房地产开发经营	100%	13,000	16,663	15,209	-573
5	绍兴卧龙	房地产开发经营	100%	10,000	14,881	12,477	-512
6	耀江神马	房地产开发经营	100%	4,966	98,685	13,956	10,828
7	青岛嘉原盛	房地产开发、酒店经营、物业管理	100%	10,000	9,558	9,558	-47
8	嵊州卧龙	房地产开发经营	100%	9,990	6,836	6,836	-188
9	卧龙两湖	房地产开发经营	100%	5,000	13,621	4,970	-7
10	天香南园	房地产开发经营	100%	5,000	20,662	4,962	43
11	浙江园林	园林景观建设	100%	1,000	895	895	-8
12	卧龙物业	物业管理	70%	300	344	175	-33
13	龙和商贸	贸易	100%	1,000	1,437	1,023	35

资料来源：公司 2014 年半年报；注：净利润为 2014 年上半年合计数

截至 2014 年 6 月底，公司共有 9 个房地产开发项目，其中已完工项目 4 处，未完工或未开工项目 5 处，规划建筑面积合计 352.53 万平方米。公司未开工房产项目主要有两处，分别为两湖置业和青岛嘉原盛，其中青岛嘉原盛项目为商业地产，拟将用于建造自营酒店，具体情况如下表所示。联合评级关注到该等项目总投资额 116.59 亿元，已投资 60.21 亿元¹，尚需投资 56.38 亿元，公司尚需投入资金规模较大，未来面临较大的资金压力。

表 9 截至 2014 年 6 月底公司完工及未完工项目情况 单位：%、平方米、万元

序号	公司	位置	权益	权益占地面积	规划建筑面积	总投资额	已投资额	资金来源	项目进度
1	天香华庭	上虞	100	430,061.00	424,225.00	200,000.00	185,199.98	银行借款 70999 万（已还 60999），募集资金 52000 万（已还），其余自留资金	已完工
2	绍兴卧龙	绍兴	95	132,251.40	310,385.02	104,897.00	101,133.72	借款 39681 万（已归还），其余自留资金	已完工
3	清远五洲	清远	100	617,983.00	1,373,100.00	317,484.00	82,171.64	借款 13900 万（已归还）信托资金 40000，募集资金 25200 万元（已归	AB 区商贸城、AB 组团

¹ 已投资额中包含各项税费支出和向股东分红。

								还), 其余自留资金	住宅已完工
4	天香西园	上虞	100	55,403.00	130,095.00	45,000.00	55,601.21	借款 10000 万(已归还), 其余自留资金	已完工
5	标准厂房	上虞	100	31,911.00	38,372.62	3,500.00	3,500.00	自留资金	已完工
6	耀江神马	武汉	100	361,548.00	692,850.00	110,000.00	82,538.01	银行借款 37000 万(已归还 32330), 信托借款 44950, 其余自留资金	乐山苑 名著高层一、二期完工, 其余在建
7	墨水湖置业	武汉	60	92,418.00	438,728.00	280,000.00	70,495.42	信托资金 57500 万(已还 17500), 其余自留资金	未开工
8	青岛嘉原盛	青岛	100	39,734.00	39,734.00	50,000.00	8,036.33	自留资金	未开工
9	两湖置业	绍兴	100	48,605.00	77,768.00	55,000.00	13,452.83	自留资金	未开工

资料来源: 公司提供; 注: 上述项目不包括上虞市 2011 年保障性住房项目代建项目和鲤鱼洲组团红卫村、丰收村、渔业村还建房项目。

房地产项目开发具有周期长, 投资大, 涉及相关行业多等特点, 并且要接受规划、国土、建设、房管、消防和环保等多个政府部门的审批和监管, 项目建设完成后还面临着销售、经营等环节, 如果项目的任一开发环节出现问题, 都可能会直接或间接地导致项目开发周期延长、成本上升、收益下降, 造成项目预期经营目标难以如期实现等问题。受宏观调控影响, 近年来公司房产开发进度有所放缓。2011 年, 房地产行业面临全局调整, 公司推出的新楼盘数量相应减少, 产品类别主要为普通住宅; 2012 年基本延续了上一年度的趋势; 2013 年公司加大开发力度, 当年新开工面积 57.38 万平方米, 较上年大幅提升, 主要是公司武汉和清远项目体量较大所致, 具体情况如下表所示。

表 10 近三年一期公司项目开发情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年上半年
当期新开工面积(平方米)	179,041.36	81,826.16	573,777.77	--
当期新开工项目数量(个)	3	1	3	--
期末在建面积(平方米)	451,815.27	237,855.8	568,005.83	485,213.29
期末在建项目数量(个)	5	3	4	3
当期竣工面积(平方米)	133,061	295,785.63	243,627.54	82,792.54

资料来源: 公司提供

2014 年, 我国房地产市场持续低迷, 自 5 月开始, 部分限购城市相继放开限购, 但住宅成交量并未有明显放大, 房地产市场前景仍不明朗。公司自 2013 年下半年推出的产品均为小户型住宅, 以顺应市场变化, 满足刚需人群需求, 提升销售业绩。

总体看, 目前公司房地产项目开发与公司资金实力基本匹配, 总体开发进度基本符合市场预期。另一方面, 2012 年开始, 公司未获得新项目, 项目储备有待增加。

4. 房产销售情况

受宏观环境变化和政策调控影响, 近年来我国房地产市场面临全局性调整, 行业收入整体下滑。公司实施了较为有效的销售策略抵御市场风险, 即在完工项目正式开盘前, 会做较为详细的客户调研, 以此预先了解推房数量、价格区间以及售房进度安排, 为开盘后的销售做准备, 避免出现有价无市、或供大于求等不利情形。2013 年, 公司实现签约销售面积 1.44 万平方米, 实现合同销售金额 98,978.65 万元, 同比上年分别增加 23.18%和 45.52%, 具体情况参见下表。

表 11 公司近三年一期销售概况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年上半年
签约销售面积(平方米)	61,518.35	116,842.65	143,928.50	98,414.87

签约销售金额（万元）	43,732.07	68,017.03	98,978.65	79,294.23
签约销售均价（万元/平方米）	0.7109	0.5821	0.6877	0.8057
结转收入面积（平方米）	216,767.42	150,295.72	157,916.62	61,119.76
结转收入（万元）	98,500.52	75,236.43	99,405.11	54,315.42

资料来源：公司提供

从楼盘去化情况看，公司库存去化情况良好，除清远世纪城由于工期延误等原因影响销售进度导致可销售面积较仍较大之外，公司其他楼盘销售进度正常，具体情况如下表所示。

表 12 公司房产销售情况 单位：平方米、万元

项目名称	已开发面积	当年合同销售面积			当年合同销售金额			可销售面积
	2014 年 6 月底	2012 年	2013 年	2014 年 1~6 月	2012 年	2013 年	2014 年 1~6 月	2014 年 6 月底
清远世纪城（住宅）	350,386.00	44,574.00	31,498.03	6,968.69	18,050.00	14,923.58	4,591.09	1,184,556.77
清远世纪城（商铺）	78,741.70	310.01	36.40	--	399.34	52.88	--	19,939.32
天香华庭	424,744.36	9,773.92	31,132.12	9,473.54	9,768.15	29,672.20	9,227.92	98,405.17
天香西园	130,095.00	195.66	188.59	--	327.14	453.00	182.90	3,397.12
绍兴房产	314,280.71	3,618.43	2,489.34	2,198.40	3,277.46	2,334.22	1,806.86	22,895.04
耀江神马	692,850.00	51,143.88	75,363.53	31,280.79	32,869.53	51,373.81	26,014.57	381,593.33
银川清雅园	35,807.00	5,210.13	--	--	3,047.01	--	--	--
武汉墨水湖	244,989.84	--	--	48,304.86	--	--	37,470.89	381,693.89
合计	2,271,894.61	114,826.03	140,708.01	98,226.28	67,738.63	98,809.69	79,294.23	2,092,480.64

资料来源：公司提供

注：上述表格中已开发面积、当年合同销售面积及可销售面积不含附房和车位面积；而销售金额包括附房和车位的销售收入。由于附房、车位存在赠送和售卖两种，不便细分，未在销售收入中剔除。

2014 年上半年公司实现合同销售面积 98,414.87 平方米，实现合同销售金额 79,294.23 万元，销售情况较 2013 年明显改善。联合评级关注到，房地产销售旺季多集中于下半年，加之公司可售资源将进一步丰富，预计下半年公司房产销售额将会有明显增加。截至 2014 年 6 月底，公司可销售的住宅面积为 209.25 万平方米，预计可带来超过 20 亿元的销售收入。

从房产销售价格来看，2011 年~2014 年 6 月底，公司房产销售价格总体波动变化。一方面是因为随着市场行情变化，公司调整销售策略；另一方面是因为不同年份公司销售房产类型不同，产品单价差异较大所致。

由于公司主营业务收入主要来自房产销售收入，因此主营业务收入地区分布结构能够反映房产销售的区域分布情况。2011 年~2014 年上半年，公司房产销售主要集中在华东、华中和华南地区，2013 年，华中和华南两个地区主营业务收入规模占比分别为 36.37%和 47.52%。随着公司武汉墨水湖项目进入销售阶段，来自华中地区收入占比逐步上升，2014 年上半年公司华中地区销售占总销售额的 58.53%，较 2013 年提高 11.01 个百分点。

表 13 近三年一期公司分地区收入情况 单位：万元、%

地区	2011 年		2012 年		2013 年年		2014 年 1~6 月	
	收入金额	占比	收入金额	占比	收入金额	占比	收入金额	占比
华东地区	88,228.98	88.91	13,142.58	17.16	36,863.18	36.37	17,833.16	32.29
华中地区	9,976.10	10.05	31,368.28	40.96	48,169.18	47.52	32,328.90	58.53
华南地区	1,027.33	1.04	28,546.72	37.28	16,219.54	16.00	5,070.43	9.18
西北地区			3,522.04	4.6	118.04	0.12		
合计	99,232.41	100	76,579.62	100	101,369.94	100.00	55,232.49	100.00

资料来源：公司年报，联合评级整理

公司房产销售以直销为主，同时存在少量代销业务（仅居中介，无签订协议或收取销售款项的权利）。从客户集中度来看，因公司销售的房产多为普通住宅，相应客户多为个人或家庭。

2013 年，公司前五名客户收入合计 3,056.96 万元，占主营业务收入总额的 3.01%，客户集中度较低。

总体看，近年公司房产销售情况良好，2013 年以来随着可售资源的增加，公司房产销售呈增长态势。

5. 经营效率

2011~2013 年公司应收账款周转次数分别为 19.74 次、33.15 次和 19.36 次，呈波动变化。公司存货规模较大，导致存货周转次数较低，2011~2013 年公司存货周转次数分别为 0.31 次、0.22 次和 0.28 次；受存货规模较大影响，公司总资产规模较高，导致总资产周转次数较低，2011~2013 年分别为 0.29 次，0.23 次和 0.30 次。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司应收账款周转率处于行业较低水平，这主要是由于公司以签订购房合同和按揭贷款申请完成作为确认收入的时点，银行按揭贷款和公积金贷款审批过程中相关销售额计入应收账款，随着银行对按揭贷款审批趋严，审批时间有所延长，导致公司应收账款余额逐年上升所致；公司存货周转率和总资产周转率处于行业一般水平，整体看公司经营效率一般。

表14 房地产开发类上市公司2013年经营效率指标 单位：次

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
卧龙地产	19.76	0.28	0.30
万科 A	54.54	0.32	0.32
招商地产	272.58	0.25	0.27
保利地产	43.85	0.29	0.33
世茂股份	17.43	0.33	0.23
荣盛发展	167.53	0.38	0.38
东华实业	9.78	0.12	0.14
绿景控股	12.35	0.09	0.10

资料来源：Wind 资讯；

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

6. 投资情况

2011 年，公司第一次临时股东大会审议通过《关于出资参股浙江龙信股权投资中心（有限合伙）的议案》，认缴出资额为人民币 10,000 万元，首期已认缴额为人民币 3,500 万元，公司为该合伙企业的有限合伙人。该合伙企业已于 2012 年 1 月 31 日完成工商登记。

2012 年，公司与歌斐资产管理有限公司开展战略合作，出资 5,000 万元参股昆山歌斐鸿乾股权投资中心（下称“歌斐鸿乾”），并成为该合伙企业的非基石有限合伙人；分别出资人民币 5,000 万元认缴上海歌斐鸿卧投资中心（下称“歌斐鸿卧”）和上海歌斐鸿瀚投资中心（下称“歌斐鸿瀚”）的财产份额。此外，公司分别以 5000 万元将公司持有墨水湖置业 20%的股权出让给歌斐鸿卧和歌斐鸿瀚。同时，歌斐鸿卧和歌斐鸿瀚分别向墨水湖置业提供 2 亿元长期借款，公司为该期借款提供担保。

表 15 截至 2014 年 6 月底公司长期股权投资情况 单位：万元、%

被投资单位	主营业务	认缴出资额	已认缴额	在被投资单位 持股比例	在被投资单 位表决权比
浙江龙信	股权投资管理、相关咨询服务	10,000	3,500	11.11	11.11
歌斐鸿乾	股权投资、项目投资、投资咨询	5,000	1,000	6.00	6.00

歌斐鸿瀚	股权投资、项目投资、投资咨询	5,000	5,000	19.78	19.78
歌斐鸿卧	股权投资、项目投资、投资咨询	5,000	5,000	18.74	18.74

资料来源：公司 2013 年半年报

注：1. 浙江龙信是指浙江龙信股权投资合伙企业（有限合伙）

2. 持股比例按已投资额核算。

总体看，公司对外股权投资是对实体经营活动的必要补充，有助于拓宽外部融资渠道。

7. 关联交易

采购商品/接受劳务方面，2013 年，卧龙电气集团股份有限公司将建筑面积 3,502(含地下车库 84 平方米)平方米、土地使用面积 881.25 平方米的房产提供给公司使用，2013 年租赁费 50 万元。

出售商品/提供劳务方面，公司控股子公司卧龙物业为卧龙控股、卧龙电气提供物业管理服务，2013 年共收取物业管理费用约为 307.96 万元，占同类交易比例 15.67%。2013 年公司还向卧龙控股子公司上虞市信融小额贷款股份有限公司出售车位，作价 72 万元，占同类交易的 0.07%

2012 年~2013 年上半年，公司向关联人出售商品房，合计售价 3,247.25 万元。

整体看，公司与关联方之间的业务往来按一般市场经营规则进行，交易定价按市场价格执行，对公司经营和财务独立性影响较小。

8. 债券募投项目情况

公司本期债券拟投资于保障性住房代建项目及“城中村”改造还建房建设项目，具体情况如下：

（1）上虞市 2011 年保障性住房项目代建项目

该项目位于上虞市曹娥街道大三角工业区，建设规划总建筑面积为 80,115 平方米（其中地下室面积约 18,000 平方米）。项目具体由子公司上虞市卧龙天香南园房地产开发有限公司负责开发建设，项目估算投资额 24,000 万元。

该项目是上虞市第一个政府批准的而且是目前唯一的保障房项目，对于进一步提升全市建筑品质、改善低收入者的居住条件将起到积极的作用。项目目前已开工，承建单位为浙江省建工集团有限责任公司（一级资质等级），监理单位为浙江中科园建设管理有限公司（甲级资质等级）。

截至 2014 年 6 月 30 日，该项目已支付工程进度款 12,468.63 万元，尚需投入资金 11,537.37 万元，资金来源为公司自有资金，预计于 2014 年建成。

（2）鲤鱼洲组团红卫村、丰收村、渔业村还建房项目

该项目位于武汉市汉阳区江堤街红卫村，该项目建设规划总建筑面积为 27.589 万平方米，具体由公司控股子公司武汉卧龙墨水湖置业有限公司负责开发建设，拟投资额为 67,238.23 万元。

该项目是建设汉阳新城的重点工程，对进一步提升老城区环境质量、改善人民居住品质意义重大。该项目目前已开工，分别委托给渔业村（武汉龙洲置业有限公司）、红卫村（武汉红卫投资集团有限公司）、丰收村（武汉东信集团有限公司）进行具体项目实施，并负责项目所有资质文件的办理

截至 2014 年 6 月 30 日，该项目正按计划有序推进中，已支付工程进度款 34,089.89 万元，尚需投入资金 33,148.34 元，该项目建设资金来源主要是信托借款。预计该项目于 2015 年建成。

总体看，上述项目均为公司在当地商业住宅开发项目的配套项目，近年各地政府纷纷出台政策鼓励民间资本进入保障房等具有一定公益性质的项目建设当中，公司承接该类项目在树立良好

的企业形象、取得良好的社会效益的同时有助于拓展公司在该地区业务发展。

9. 未来发展

未来，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，紧紧围绕“成本低，速度快，质量好”的要求，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；要研究各类型产品，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，未来公司仍将以住宅地产业务为核心，并继续保持一贯稳健的经营风格。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2011 年~2013 年度财务报告，均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意见的审计报告。公司 2014 年半年度财务报告未经审计。公司财务报告遵照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》编制。近三年一期，除 2013 年公司新设立浙江龙和商贸有限公司外，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2013 年底，公司合并资产总计 352,216.68 万元，负债合计 195,315.49 万元，股东权益（含少数股东权益）156,901.19 万元。2013 年公司实现营业收入 101,717.03 万元，净利润（含少数股东损益）6,302.70 万元，2013 年公司经营活动现金流量净额为-5,828.28 万元，现金及现金等价物增加额-25,441.70 万元。

截至 2014 年 6 月底，公司合并资产总计 396,793.64 万元，负债合计 236,952.24 万元，股东权益（含少数股东权益）159,841.40 万元。2014 年 1~6 月公司实现营业收入 55,374.02 万元，净利润（含少数股东损益）5,765.65 万元，2014 年 1~6 月公司经营活动现金流量净额为 9,874.84 万元，现金及现金等价物增加额 35,906.51 万元。

2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产规模稳步增长，三年年均增加 5.24%，截至 2013 年底，公司资产规模达 352,216.68 万元，其中流动资产占比 92.17%，非流动资产占比 7.83%。公司资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业特征。

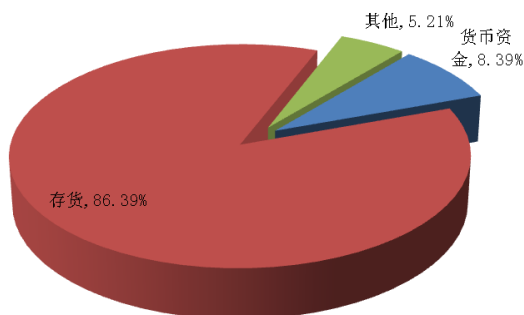
流动资产

截至 2013 年底，公司流动资产总额达 324,622.47 万元，其中存货和货币资金规模较大，占比分别为 86.39 %和 8.39 %，如图 8 所示。

2011~2013 年，公司货币资金总额逐年减少，年均下降 36.19%。其中 2012 末公司货币资金余额 53,119.21 万元，较年初下降 20.62%，主要是当年公司收购清远、青岛公司支付股权款所致；2013 年末公司货币资金余额 27,251.41 万元，较年初下降 48.70%，主要是当年公司偿还借款和利息较多所致。2013 年末公司货币资金构成以银行存款为主，占比 80.04%，其他货币资金主要为银行贷款备偿资金，受限资金占比 19.89%。

2011~2013 年，随着公司房地产开发项目的增加，存货规模逐年增加，三年复合增长率达 14.75%。公司存货构成主要为开发成本、开发产品和拟开发土地，近三年合计占比均在 99%以上。

图8 截至2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

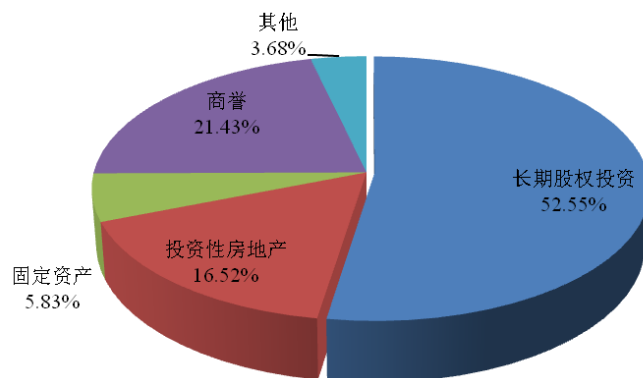
2013年底，公司存货账面价值为280,447.17万元，其中开发成本、开发产品和拟开发土地分别占比41.31%、31.31%和26.79%，存货规模同比增长19.12%，增长主要来自对在建项目的建设投入。公司按存货成本与可变现净值孰低提取或调整存货跌价准备，2013年公司共计提了116.79万元的跌价准备，占开发产品账面原值的0.04%，主要计提对象是部分尾盘中售价低于成本的车位车库。

截至2014年6月底，公司货币资金余额57,815.59万元，较年初大幅增加112.16%，主要是公司增加银行借款所致；公司存货规模为293,032.95万元，较年初增长了4.49%，主要系墨水湖置业项目持续建设，开发成本增加。

非流动资产

2011~2013年，公司非流动资产规模呈波动上升态势。截至2013年底，公司非流动资产总额为27,594.21万元，构成以长期股权投资、投资性房地产和商誉为主。

图9 截至2013年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2011~2013年，为拓宽外部融资渠道，公司不断加大对外股权投资力度，股权投资活动增多。公司分别向浙江龙信、歌斐鸿乾、歌斐鸿卧和歌斐鸿瀚四家股权投资中心认缴资本或财产份额，合计投资总额为14,500万元（详见经营分析对外投资部分）。截至2014年6月底，公司未有新的股权投资活动，长期股权投资总额仍为14,500万元。

公司投资性房地产主要为房产与建筑物，并以经营租赁的形式租给第三方，公司对投资性房

地产按公允价值计量，并定期评估。截至 2013 年底，公司投资性房地产总额为 4,557.22 万元，较年初下降 16.23%，主要系公司于 2013 年 6 月处置工业厂房 D 幢三层、2013 年 8 月处置工业厂房 B 幢所致。

公司商誉主要系收购嵊州卧龙、天香华庭和嘉原盛置业项目产生，按合并成本超过获得的可辨认资产、负债公允价值的差额确认为相关商誉，同时公司按照项目公司当年已售面积数与总可售面积的比例分摊商誉。截至 2013 年底，公司商誉净值 5,914.10 万元，累计计提了 9,737.92 万元的减值准备。

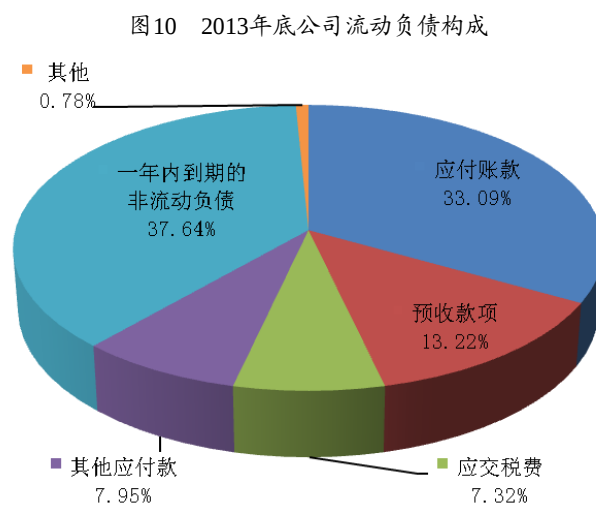
总体看，公司资产规模一般，主要以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，符合房地产开发企业资产结构特征，整体资产流动性一般。

3. 负债及所有者权益

2011~2013 年，公司负债规模增加较快，年均增长 15.31%，截至 2013 年底，公司负债合计 195,315.49 万元，同比增长了 6.91%。债务结构方面，近三年公司负债主要以流动负债为主，2013 年底，公司流动负债和非流动负债分别占比 59.85%和 40.15%。

流动负债

2011~2013 年，公司流动负债规模波动上升。截至 2013 年，公司流动负债合计 116,900.30 万元，同比增加了 17.39%。公司流动负债以应付账款、预收款项、一年内到期的非流动负债、应交税费和其他应付款为主，如下图所示。



资料来源：公司年报

截至 2013 年底，公司应付账款余额为 38,685.87 万元，同比增长了 49.94%。应付账款主要为应付工程款，2013 年增加主要系当年工程量增加，以及会计处理依据谨慎性原则在年末根据工程成本对应付工程款进行暂估所致。从账龄来看，一年以内的应付账款占比 66.56%，1 年以上占比 33.44%。2014 年上半年，随着公司支付相关工程款项，应付账款较年初减少 27.61%至 28,003.03 万元。

公司预收款项主要系商品房预售收款，该款项待工程完工达到结算条件时结转为营业收入。2012 年，公司预收款项余额较上年下降，主要因为受房地产调控政策影响，公司销售速度放缓所致。截至 2013 年底，公司预收款项合计 15,453.63 万元，同比上升 23.98%，主要是公司重点推广

小户型房产以应对市场需求变化，取得较好销售效果所致。2014 年 6 月底，公司预收款项较年初大幅增长了 157.98%，主要是公司武汉墨水湖项目销售情况良好所致。

截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动负债为 44,000.00 万元，较年初增长 2.56%，占流动负债总额的 37.64%，主要系安徽国元信托有限责任公司的 20,000.00 万长期借款、中投信托有限责任公司的长期借款 17,000.00 万元和浙商银行 7,000.00 万元长期借款将在一年内到期。截至 2014 年 6 月底，一年内到期非流动负债较年初下降 52.27%至 21,000.00 万元，主要系安徽国元信托有限责任公司、万向信托有限公司和杭州工商信托股份有限公司长期贷款 21,000 万元将在一年内到期。

截至 2013 年底，公司其他应付款余额 9,289.93 万元，较年初增加 32.87%，主要是投标保证金增加所致。2014 年 6 月底，其他应付款余额 9,405.01 万元，较年初变化不大。

非流动负债

截至 2013 年底，公司非流动负债合计 78,415.19 万元，同比减少 5.65%，主要系长期借款减少引起。公司非流动负债以长期借款（34.06%）、长期应付款（51.01%）和递延所得税负债（14.93%）构成。

截至 2013 年底，公司共有三笔长期借款，分别为中航信托股份有限公司借款 15,000.00 万元以及中国农业银行两笔借款 6,000 万元和 5,710 万元，余额合计为 26,710.00 万元。2014 年上半年，公司为应对工程建设付款以及部分拆迁款支付而大幅增加银行借款。截至 2014 年 6 月末，公司长期借款余额 78,620.00 万元，较年初增加 194.35%，其中除 25,000 万元借款于 2015 年 8 月到期外，其余长期借款均于 2016 年初到期；最大单笔借款为向中国农业银行股份有限公司武汉汉阳支行借款 46,700 万元，该笔借款于 2016 年 3 月末到期，借款利率为同期基准利率上浮 15%。

2013 年，公司长期应付款余额 40,000.00 万元，较年初增加 4.99%，主要因墨水湖项目开发需要，公司向歌斐鸿瀚和歌斐鸿卧借款 40,000.00 万元（2012 年到账 38,100.00 万元），2013 年 6 月底，该笔借款全部到账，公司长期应付款余额相应增至 40,000.00 万元。

截至 2013 年底，公司递延所得税负债合计 11,705.19 万元，主要为按公允价值调整存货和投资性房地产价值，前者占比 99.61%。

截至 2014 年 6 月底，公司负债合计 236,952.24 万元，较年初有增长 21.32%，主要系长期借款增加所致。其中流动负债和非流动负债分别占比 45.29%和 54.71%，非流动负债占比上升，成为公司负债的主要部分。

2011~2013 年，公司有息债务规模波动增长，三年复合增长率为 22.20%。截至 2013 年底，公司全部债务为 110,980.76 万元，其中短期债务和长期债务分别占比 39.89%和 60.11%，以长期负债为主。2013 年，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 55.45%、41.43%和 29.83%，债务水平较上年变化不大，处于合理水平。

截至 2014 年 6 月底，受公司长期借款大幅增长影响，公司有息债务规模增长 25.85%至 139,672.23 万元，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 59.72%、46.63%和 42.60%，长期债务负担有所加重。

总体看，公司整体债务规模波动增长，负债结构逐渐转变为以非流动负债为主，债务负担有所加重，但尚属可控水平；公司长期借款到期时点较为集中，届时公司将面临较大偿付压力。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益 156,901.19 万元，较年初增加 1.73%，主要系按母公司净利

润的 10%提取法定盈余公积所致,公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 146,405.10 万元,少数股东权益为 10,496.09 万元。归属于母公司所有者权益中,股本占 49.53%,资本公积占 5.33%,盈余公积占 8.19%,未分配利润占 36.95%。

截至 2014 年 6 月底,公司所有者权益 159,841.40 万元,较年初有所增长,主要系未分配利润增加引起,公司所有者权益结构变化不大。

总体看,公司所有者权益中未分配利润占比偏高,所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2011~2013 年,受行业政策影响,公司营业收入出现波动。2012 年,受国家深化房地产市场改革的影响,购房者持币观望气氛较浓,公司销售收入出现下滑。2012 年,公司分别实现营业收入、营业利润和净利润 76,716.61 万元、9,169.08 万元和 7,404.33 万元,同比分别下降了 22.82%、44.59%和 42.80%,盈利水平下降明显。2013 年,公司武汉丽景湾项目借助武汉园博会机会加大推广力度,销售情况良好,同时公司绍兴和清远楼盘也通过多种营销方式取得较好销售业绩,共同推动公司当年销售额同比增加 32.59%至 101,717.03 万元,公司营业利润、净利润分别为 7,884.51 万元、6,302.70 万元,分别同比下降 14.01%和 14.88%,主要是受到当期毛利率下降、营业税金和土地增值税增加所致。

从期间费用来看,2011~2013 年,公司费用收入比分别为 10.86%、12.28%和 8.83%,公司费用支出呈现波动变化。由于公司绝大部分借款利息可以资本化为开发成本,因此期间费用主要由销售费用和管理费用构成。其中,2013 年度费用收入比明显下降,主要受到营业收入增长,以及当期利息支出减少和资本化利息增加共同导致财务费用下降所致。2013 年,公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 2,626.58 万元、6,120.13 万元和 232.61 万元。

从各项盈利指标来看,受行业景气度下降和公司产品结构变化影响,2011~2013 年,公司营业利润率逐年下降,三年分别为 30.12%、26.38%和 17.61%。2013 年公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.63%、2.37%和 4.05%,均较上年有所下降。与国内同行业其他主要上市公司比较,公司各项主要盈利指标处于较低水平(如下表所示)。

表 16 2013 年主要房地产上市公司盈利指标情况

指标名称	卧龙地产	万科 A	招商地产	保利地产	世茂股份	香江控股	中江地产
净资产收益率(%)	4.51	21.49	16.77	22.81	12.28	12.57	3.19
总资产报酬率(%)	2.19	5.84	7.14	5.96	5.65	5.09	1.15
毛利率(%)	29.88	31.47	41.52	32.16	41.80	51.27	18.17

资料来源:Wind 资讯;注:Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异,为便于与同行业上市公司进行比较,本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

进入 2014 年,公司根据市场需求调整产品策略,大力推广小户型房源,武汉墨水湖开盘销售取得良好业绩。2014 年 1~6 月公司房产销售业绩有较大程度回升,共实现营业收入 55,374.02 万元,同比增长 20.82%,实现净利润 5,765.65 万元,同比增长 1.75%,盈利状况有所改观。

总体看,公司主营业务盈利能力较强,但受政策影响较大,盈利状况不稳定,随着武汉墨水湖项目进入销售期,公司收入和利润规模有望得到提升。

5. 现金流

从经营活动情况来看,2011~2013 年度,公司经营活动产生的现金流量净额分别为-27,976.78 万元、-2,297.55 万元和-5,828.28 万元。其中,2013 年度经营活动产生的现金流量净额净流出较大,

主要系当年公司支付清远五洲项目拆迁款、土地款及墨水湖还建房支出所致。公司现金收入比率的变化主要受项目结转时点影响，近三年公司现金收入比分别为 63.76%、86.90%和 100.40%，收入实现质量一般。

从投资活动情况来看，2011~2013 年度公司投资活动产生的现金流量净额分别为 11,989.93 万元、-33,208.50 万元和 -627.79 万元。2011 年度公司投资活动现金流量呈净流入，系 2011 年子公司信和置业清算注销，收回投资所致；2012 年度公司投资活动现金流量净额为负，系公司收购清远五洲少数股东 49.49% 股份所致；2013 年公司投资活动现金流量净额为负但金额较小，主要是当期公司投资活动较少所致。

从筹资活动情况来看，2011~2013 年度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 -8,660.64 万元、17,777.06 万元和 -18,985.62 万元。公司筹资活动现金流出主要系支付分红款及偿还银行贷款，筹资活动现金流入主要系取得银行借款，2013 年公司筹资活动现金流出较大，主要是当期借款收到的现金较少所致。

2014 年 1~6 月，公司经营活动现金流净额为 9,874.84 万元，投资活动产生的现金流量净额为 -510.01 万元，筹资活动产生的现金流量净额为 26,541.68 万元，其中经营活动现金流入较多主要是期内房屋销售回款良好，筹资活动现金流入较大主要是期内向银行借款增加较多所致。

整体看，近三年公司经营活动产生的现金流不能满足投资活动需要，存在一定外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013 年公司流动比率呈现波动，速动比率趋于下降，二者呈现不同变化趋势主要因存货规模较大引起。2013 年末，流动比率和速动比率分别为 2.78 和 0.38。2013 年末公司现金短期债务比为 0.62，经营活动现金流净额为负，经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖能力弱，考虑到公司存货价值较大，且具有一定变现的能力，整体看公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2013 年末公司资产负债率为 55.45%，较上年末有所增长。2011 年以来，房地产行业持续低迷，公司控制开发节奏，导致公司 EBITDA 持续下滑，EBITDA 对债务保障能力相应有所下降。2013 年公司 EBITDA 为 8,598.32 万元，EBITDA 利息倍数为 0.68 倍，EBITDA 全部债务比为 0.08 倍，EBITDA 对长期债务的保障程度一般。但考虑到公司存货、土地等资产价值较高，且土地资产未来存在一定增值空间，整体看公司长期偿债能力尚可。

2014 年上半年，公司流动比率和速动比率分别为 3.44 和 0.71，较年初有所上升，主要受货币资金和存货增加影响所致。现金短期债务比为 2.75 倍，经营现金流流动负债比为 9.20%，均较年初明显好转。联合评级关注到，2014 年上半年，公司房产销售收入回升，有利于公司短期债务支付能力的提升。

根据行业惯例，公司为购买商品房业主的按揭贷款提供担保，截至 2014 年 6 月底，该项担保余额合计 164,651.90 万元，担保金额为贷款本金、利息（包括罚息）及银行为实现债权而发生的相关费用，担保金额随着借款人逐期还款而相应递减。公司历年没有发生由于担保连带责任而发生损失的情形，该项担保对公司财务状况影响不大。

总体看，目前公司资产负债水平与同类行业相比相对较低，且公司土地储备相对充足，整体看公司偿债能力尚可。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2014 年 6 月底，公司债务总额为 110,980.76 万元，本期拟发行债券规模为 60,000 万元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度较大，对公司负债结构将有较大的影响。

以 2014 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 60,000 万元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 52.77%、55.54%和 65.01%，债务负担明显加重，但仍属可控水平。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2013 年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 111,443.18 万元和 -5,828.28 万元，对于本期债券发行额度（60,000 万元）的保护倍数分别为 1.86 倍和 -0.97 倍；公司 2013 年 EBITDA 为 8,598.32 万元，对本期债券的保护倍数为 0.14 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券的保护程度一般，经营活动现金净流量表现较弱，考虑到进入 2014 年，公司可出售资源明显增加，EBITDA 和经营活动现金净流量情况有望得到改善。

综合以上分析，联合评级认为，作为具有一级房地产开发资质的开发商，公司土地储备相对充足，能满足一定时期内开发需要，且目前公司可售房源较为丰富，未来公司盈利水平有望得到提升，总体看公司对本期债券的偿还能力尚可。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

为确保本期债券如期兑付，公司采用第三方信用担保方式为本期债券提供担保。根据卧龙控股集团有限公司为本期债券向债券持有人出具的担保函，卧龙控股集团有限公司为公司本期拟发行的 60,000 万元债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

担保人承担保证责任的期间为，本期公司债券存续期及本期债券到期之日起两年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

联合评级认为，上述担保措施有利于提升本期债券的信用水平。

2. 担保人信用分析

1) 集团概况

卧龙控股集团有限公司（以下简称“卧龙集团”或“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。经过一系列的股权变更，截至 2014 年 6 月末，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，曾先后被评为 2011 年中国机械 500 强企业、中国制造业 500 强企业和中国质量诚信企业、2013 年中国民营企业 500 强并居第 137 位；同时，卧龙集团设有博士后科研工作站和省级电气研究院。

截至 2014 年 6 月末，卧龙集团拥有控股子公司 52 家，其中控股子公司卧龙电气集团股份有限公司（证券代码：600580.SH，以下简称“卧龙电气”）和卧龙地产集团股份有限公司（证券代码：600173.SH，以下简称“卧龙地产”）分别于 2002 年 6 月和 2007 年 10 月在上海证券交易所

上市；卧龙集团同时拥有两家海外上市公司，分别为在奥地利上市的 ATB 公司（证券代码：0000617832AT）和在新加坡上市的卧龙-LJ 公司（证券代码：LIJO.SI）。

卧龙集团注册地址：上虞经济开发区；法人代表：陈建成。

2) 经营情况

卧龙集团主营业务分为电气制造业、房地产、贸易以及金融投资业，其中电气制造业是卧龙集团最主要的收入和利润来源，其次是贸易和房地产业，金融投资业所占比重较小。2011~2013 年，卧龙集团经营状况整体呈稳健增长态势，近三年营业收入年均复合增长 16.75%。2013 年，卧龙集团共实现营业收入 83.16 亿元，同比增长 13.24%；利润总额 4.91 亿元，同比减少 1.64%；净利润 5.03 亿元，同比增长 14.89%。

表17 2011~2014年一季度集团营业收入及毛利率情况 单位：亿元、%

项目	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电气制造业	33.86	55.51	17.31	49.77	67.77	21.36	56.73	68.22	22.25	34.22	70.61	22.50
房地产	9.92	16.26	39.31	7.52	10.24	34.84	10.17	12.23	29.89	5.54	11.43	33.57
贸易	15.81	25.92	7.34	14.8	20.15	10.81	14.71	17.69	11.01	8.15	16.82	8.22
金融投资业	1.42	2.31	88.03	1.35	1.84	86.67	1.55	1.86	88.39	0.55	1.13	81.82
合计	61.01	100	19.94	73.44	100	21.81	83.16	100	22.42	48.46	100	22.04

资料来源：集团提供

2011 年至 2013 年，卧龙集团营业收入逐步提升，从 2011 年 61.01 亿元上升至 2013 年 83.16 亿元，主要是其电机制造业收入不断成长所致，这主要得益于近三年卧龙集团大力发展电气制造业业务，2013 年电机产品结构不断丰富，通过客户资源优化加大了对重点客户的销售。卧龙集团贸易板块主要包括电气制造业产品、有色金属及纺织服装的出口业务，受宏观经济影响，贸易收入逐年减少；受行业需求不振影响，房地产板块收入占比逐年下降，在营业收入中的占比由 2011 年的 16.26%下降至 2013 年的 12.33%。

从盈利情况来看，近三年，卧龙集团整体毛利率不断上升，主要是电气制造业板块毛利率上升所致。2011~2013 年，卧龙集团电气制造业毛利率由 2011 年的 17.31%上升至 2013 年的 22.25%，主要是电机及控制装置和变压器产品的毛利率有所上升所致。受宏观经济形势及行业需求不振影响，房地产板块毛利率水平下降幅度较大，由 2011 年的 39.31%下降至 2013 年的 29.89%，但电气制造业和房地产板块仍是集团利润的主要来源；金融投资业板块毛利率较高，维持在 86%以上，但由于收入较少，对卧龙集团利润贡献度有限。

2014 年 1~6 月，卧龙集团继续保持良好经营状况，实现营业收入 48.46 亿元，利润总额 3.31 亿元，净利润 2.65 亿元，均较上年同期有所增长。

总体看，近年来卧龙集团营业收入稳健增长，电气制造业收入规模逐年增长，为卧龙集团收入和利润的主要来源。公司整体经营规模较大，毛利率水平较高，盈利规模增长较快。

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。该业务主要由上市公司卧龙电气运营，卧龙集团直接持有卧龙电气 12.67%股权。

电机及控制装置

电机及控制装置的生产是集团主要的收入和利润来源，占据集团一半以上的收入。2013 年，卧龙集团电机及控制装置业务共计实现营业收入 42.23 亿元，实现毛利润 10.47 亿元。

集团电机及控制装置业务主要包括微分电机、中小型电机及控制装置。微分电机市场竞争对手有限，主要包括广东威灵电机制造有限公司、中山大洋电机股份有限公司、章丘海尔电机股份有限公司和卧龙电气，卧龙集团市场占有率约为 30%。2013 年卧龙集团通过对清江电机的收购，拓展和完善了再压缩机电机和中高压电机产品系列及应用领域，巩固和提升了公司的产业优势和市场规模。

从原材料采购来看，卧龙集团搭建了第三方采购管理平台，采取集中采购模式，采购原料包括硅钢、电解铅、铝锭和部分电机配件等物料，集中采购在一定程度上提升了议价能力，降低了采购成本。

从产品生产和销售来看，卧龙集团各产品事业部按照以销定产的原则，结合销售计划和生产能力制定生产计划。2013 年，国内宏观经济有所回暖，部分下游行业复苏增加了电机订单，同时卧龙集团加大了对重点客户的营销力度，中小型电机产量同比增幅较大，微分电机产量同比也有所增长。2013 年卧龙集团中小型电机年生产能力有所增加，主要是实现了 ATB 公司的 BROOK 品牌电机在国内的生产所致。卧龙集团电机产品的销售模式全部为直销。国内主要以华东和华南地区为主。电机产品出口国家主要为欧美和东南亚等国家和地区，其中欧美地区主要出口高效电机，东南亚地区主要出口空调和风扇电机。

同时，卧龙集团全面加强销售战略的实施，建设全球营销网络，与 ATB 公司实行协同营销和协同销售，在北美、欧洲、中国、东欧市场网络渠道和客户资源的共享。卧龙集团微电机产品的主要客户包括格力、海尔、美的和九阳等主要家电厂商。卧龙集团的中小型电机系列产品主要用于各类装备行业、冶金、矿山和建筑行业。其中卧龙电气武汉电机有限公司主要生产中小型工业电机、配电柜及成套设备等；绍兴欧力-卧龙振动机械有限公司专业从事各类振动电机和振动棒等振动机械制造和销售，是全球最大的振动电机生产基地之一，其生产的振动电机在细分市场占有率较高，是国内主要生产厂商之一。

卧龙集团技术力量雄厚，是国家重点高新技术企业、国家创新型试点企业和国家知识产权管理标准试点企业，拥有微电机行业唯一一家博士后流动站，研发能力较强，建有浙江省电机及控制工程技术研究中心，省级院士专家工作站和省级电气研究院。卧龙集团低压三相异步电机、稀土永磁三相同步电机和高压三相异步电机等电机产品相继入围“节能产品惠民工程”高效节能电机第一批和第二批的推广目录，享受相关的补贴优惠政策。同时，卧龙集团设立了日本控制研究所，实现了变频空调用无刷直流电机控制技术的开发及产业化，并规划了针对公司高端项目电机、22kw 及以上伺服系统、变频系统技术开发，建立海外研究中心的实施方案。

2011 年 10 月，卧龙集团出资 10,050 万欧元通过全资子公司浙江卧龙舜禹投资有限公司（以下简称“卧龙投资”）收购了 ATB 公司 98.93%的股权。ATB 公司是仅次于 ABB 和西门子的欧洲第三大电机厂商。近两年，卧龙集团与 ATB 公司开展全面协同工作，在市场营销、生产制造、技术研发、零部件采购等方面取得一定成就。在与 ATB 公司生产制造和技术协同方面，集团实现了 BROOK 品牌电机在国内的生产制造和武汉 ATB 合资公司的成功运营，在超高效节能电机、防爆电机、增安型电机等高端专特用途电机的设计、产业化生产制造能力得到全面提升。通过零部件采购协同，在转定子、灰铁铸件、轴承等主要零部件的采购成本得到明显下降，有效降低了产品的生产制造成本。该项收购有助于协同效应的显现，填补集团技术空白和提升经营效率、增强卧龙集团在电机制造领域的整体实力和影响力。

2013 年 10 月，卧龙集团以 1.56 亿元从美的集团股份有限公司和美的国际控股有限公司收购了江苏清江电机制造有限公司（以下简称“清江电机”）100%股权。此次收购有利于提高在压缩机电机和中高压电机方面的品牌优势和设计制造能力，拓宽其产品种类和应用领域。

总体看，电气制造业为卧龙集团重点发展板块，近几年发展速度较快，营业收入大幅增加。与 ATB 公司的协同工作对提升卧龙集团未来产品和品牌影响力具有一定积极作用。

变压器业务

特种变压器是卧龙集团具有较大发展潜力的新型业务，近年来其业务收入已超过蓄电池业务，成为电气制造业务板块的第二大业务。2013 年，卧龙集团变压器业务共计实现营业收入 7.52 亿元，实现毛利润 1.76 亿元；2013 年变压器业务比上年同期增长了 23.58%，主要系国家高铁建设项目投入加快所致。

卧龙集团变压器主要产品包括：铁路牵引变压器、轨道交通成套整流变压设备以及各等级的电力变压器。其中铁路牵引变压器的生产经营主体为卧龙电气银川变压器有限公司（以下简称“银川卧龙”）、轨道交通成套整流变压设备的生产经营主体为卧龙集团北京华泰变压器有限公司（以下简称“北京华泰”）、电力变压器的生产经营主体为卧龙电气集团浙江变压器有限公司和卧龙电气烟台东源变压器有限公司。

卧龙集团变压器业务的原材料主要由电磁线、硅钢片构成，原材料成本占生产成本比例较高，其走势的波动对生产成本具有明显影响。

铁路牵引变压器属于寡头垄断市场，银川卧龙、天威云南变压器股份有限公司和长沙顺特变压器厂合计占有约 80% 市场份额。银川卧龙是铁道部指定的铁路牵引变压器供应商之一。目前卧龙电气集团浙江变压器有限公司的 500kV 超高压变压器项目正在投资建设，预计随着该项目的竣工投产，卧龙集团变压器产品结构将进一步优化。

北京华泰在城市轨道变压器市场技术优势明显，拥有多项核心专利技术，并参与多项国家及行业标准的起草工作。北京华泰拥有先进的生产、制造和试验设备，是国内唯一一家能够生产成套牵引整流设备的企业。目前卧龙集团城市轨道变压器产品已用于北京、南京、上海等城市的轻轨和地铁项目。此外，卧龙集团在高压变频技术、高电压等级变压器制造技术等领域拥有自主知识产权。

总体看，卧龙集团变压器业务发展较为稳定，对国家大型铁路、城市轨道建设项目依赖程度较高。

蓄电池业务

2013 年卧龙集团蓄电池板块实现营业收入 2.52 亿元，同比减少 11.81%；毛利润 0.31 亿元，较上年减少 0.80 个百分点。

卧龙集团蓄电池业务主要为铅酸蓄电池，主要生产主体为卧龙电气集团浙江灯塔电源有限公司（以下简称“卧龙灯塔”）。蓄电池产品主要用作通信基站的备用电源。卧龙集团从瑞士爱立康（OERLIKON）公司引进固定型阀控密封式铅酸蓄电池的制造技术，同时从美国、英国、意大利等国家引进先进的生产设备和检测设备，制造装备较为先进，是中国电信、中国移动、中国联通的制定供应商之一。

铅是铅酸蓄电池的主要原材料，集团根据客户订单直接向供应商进行现货采购。销售模式为直销，结算方式为先发货，待验收合格后 30~60 天内将货款支付给采购商。

卧龙集团蓄电池业务已全部搬迁至绍兴袍江工业区的新工厂生产，新工厂于 2013 年初通过了绍兴市环境保护局的项目竣工环保验收（绍市环建验【2013】16 号），符合工信部、环保部最新颁布的《蓄电池行业准入条件》的相关规定。卧龙灯塔借助搬迁进行技术提升改造，新厂区综合年产能为 200 万 kVAh。具备生产高功率 UPS 电源、通讯用密闭电源和汽车蓄电池的能力。由于新厂区产能仍在逐步释放阶段，因此蓄电池产能利用率较低。

总体看，卧龙集团蓄电池业务所占比重较小，发展稳定。

房地产业务

卧龙集团房地产业务主要由上市公司卧龙地产运营，具体参见本报告公司主体分析部分。

贸易业务

卧龙集团贸易业务主要来自浙江卧龙国际贸易公司、上海卧龙商务公司及集团本部转口贸易及大宗材料贸易；2011 年至 2013 年该板块营业收入分别是 15.81 亿元、14.8 亿元和 14.71 亿元，收入较为平稳。集团贸易业务主要分为上虞和上海两个板块，浙江卧龙国际贸易公司位于上虞，主要以卧龙电气产品的国际销售为主，产品主要包括电机、电源产品、电动自行车、电工设备、五金等大类。上海卧龙商务公司主要从事围绕产品原材料的集中采购业务以及小部分有色金属和纺织品贸易。

由于卧龙集团开展的进出口贸易业务中美元、欧元与人民币为主要结算货币，存在汇率波动的不确定性。受到国际经济环境的影响，国际汇率波动幅度较以往更大，公司需要承担汇率波动的风险。卧龙集团通过构建大型销售采购平台以及远期结售汇措施来规避风险。

总体看，卧龙集团贸易板块主要为电气业务服务板块，近几年发展稳定，未来将对卧龙集团电气业务形成一定支撑。

金融投资业务

卧龙集团金融投资业务为近几年新兴业务，其营业收入主要来自其下属子公司上虞市信融小额贷款有限公司和浙江龙信股权投资合伙企业的营业收入。2011~2013 年该板块营业收入为 1.42 亿元、1.35 亿元和 1.55 亿元，收入较为稳定。

上虞市信融小额贷款股份有限公司主要面向上虞本地客户发放小额保证、抵押贷款。截至 2014 年 6 月 30 日，共计发放贷款 11,800 余笔，累计贷款金额 192.68 亿元，不良贷款占比仅为 0.65%，2014 年 1-6 月加权平均贷款利率 15.45%。客户主要为上虞中小企业客户，盖了机电、机械、化工、照明、纺织、建筑、特色农业、商贸、运输行业。贷款用途一般分为：一是解决一部分特色规模种植业、养殖业的资金需求；二是帮助解决上虞区各专业市场如石狮商贸城、农贸市场、水果市场及专业合作社的季节性资金需求；三是充分发挥小贷公司的桥梁、平台作用，解决工业、商业、建安企业的临时性资金需求；四是帮助上虞区企业解决部分特殊用途（包括转贷、保证金、过桥等）资金周转问题。小额贷款公司的业务管理主要有贷款申请、贷款受理、贷款调查（评估）、贷款审查、贷款审议、贷款审批、贷后管理、贷款回收及不良贷款处置等几个环节，已建立了较为完善的风险把控体系。

总体看，卧龙集团金融投资业务目前规模较小，经营较为稳定。

3) 财务状况

卧龙集团提供的 2011 年、2012 年度财务报表经上虞同济会计师事务所（有限公司）审计，

均出具了无保留审计意见；卧龙集团提供的 2013 年财务报表经山东和信会计事务所（特殊普通合伙）审计，出具了无保留审计意见；卧龙集团提供的 2014 年 6 月财务报表未经审计。

截至 2013 年 12 月 31 日，卧龙集团合并资产总额 159.96 亿元，负债总额 101.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）58.45 亿元。2013 年卧龙集团实现合并营业收入 83.16 亿元，净利润（含少数股东损益）5.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.18 亿元，现金及现金等价物净增加额 -0.62 亿元。

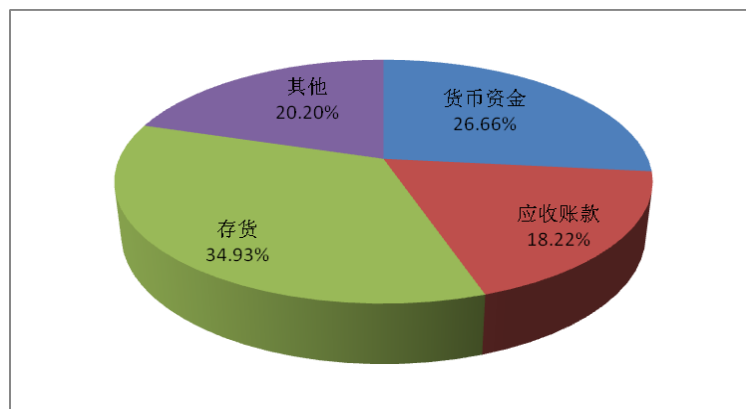
截至 2014 年 6 月底，卧龙集团合并资产总额 169.76 亿元，负债总额 107.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）62.36 亿元。2014 年上半年卧龙集团实现合并营业收入 48.46 亿元，净利润（含少数股东损益）2.65 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.58 亿元。

资产

近三年卧龙集团资产规模稳步增长，三年复合增长率为 9.82%。截至 2013 年底，卧龙集团资产总额为 159.96 亿元，其中流动资产占 70.35%，是资产的主要构成部分。

截至 2013 年底，流动资产合计 112.54 亿元，较年初增长 16.59%；流动资产主要由存货（占比 34.93%）、货币资金（占比 26.66%）和应收账款（占比 18.22%）构成。

图 11 公司 2013 年流动资产构成



数据来源：公司提供

近三年卧龙集团存货规模不断增长，三年复合增长 10.30%；截至 2013 年底，存货为 39.30 亿元；从存货构成来看，开发成本占比 29.15%，开发产品占比 22.40%，在产品占比 22.80%；2013 年卧龙集团对存货中的原材料、库存商品、在产品、开发产品等共计提了 0.44 亿元的存货跌价准备，占存货账面余额的 1.11%。卧龙集团存货占流动资产比重较高主要是其下属子公司卧龙地产存货较高所致。

近三年卧龙集团货币资金呈波动下降，分别为 34.02 亿元、29.89 亿元和 30.00 亿元；2013 年货币资金主要由银行存款构成（占比 90.26%）。目前货币资金较为充裕，主要是卧龙集团为保证集团运营保留充足流动资金。

近三年卧龙集团应收账款规模有所增加，三年复合增长 17.71%；截至 2013 年底，卧龙集团应收账款净额为 20.50 亿元，同比增长 18.22%，主要来自其下属子公司卧龙电气对江苏清江电机制造有限公司收购后，清江电机应收款并入所致。卧龙集团按照账龄分布对应收账款计提了坏账准备共计 1.23 亿元，占应收账款账面余额的 5.64%；从应收账款账龄来看，其中，一年以内应收

账款占比 90.10%，三年以上占比为 1.93%，应收账款账龄普遍较短，回收风险不大。应收账款前五名占应收账款总额的比例为 14.61%，集中度不高。

近三年卧龙集团其他流动资产逐年增加，复合增长率为 22.05%；截至 2013 年底，其他流动资产为 10.55 亿元，同比增长 41.30%，主要由于卧龙集团下属子公司上虞市信融小额贷款有限公司经营情况良好，放出短期贷款规模增加所致。

截至 2013 年底，公司非流动资产合计 47.42 亿元，近三年复合增长 16.78%。非流动资产以固定资产（占比 49.49%）、长期股权投资（占比 12.94%）和无形资产（占比 11.80%）为主。

近三年卧龙集团固定资产规模稳定增长，三年复合增长 18.30%。截至 2013 年底，卧龙集团固定资产原值 30.61 亿元，主要来自于房屋及建筑物（占比 52.17%）和机械设备（占比 39.59%），固定资产构成符合卧龙集团主营业务的财务特征。截至 2013 年底，卧龙集团固定资产累计计提折旧 7.13 亿元，账面价值为 23.47 亿元，固定资产成新率 76.71%，成新率尚可。

2011~2013 年，卧龙集团长期股权投资增长较快，三年复合增长 39.84%。截至 2012 年底，卧龙集团长期股权投资 5.46 亿元，同比增长 73.87%，主要来自江龙信股权投资合伙企业、昆山歌斐鸿乾股权投资中心、上海歌斐鸿瀚投资中心、上海歌斐鸿卧投资中心和绍兴银行的股权投资；截至 2013 年底，卧龙集团长期股权投资增长至 6.14 亿元，主要来自于中信并购投资基金深圳合伙企业、浙江龙信股权投资合伙企业投资单位、杭州数创创业投资合伙企业和浙江久仁资本管理有限公司。

截至 2014 年 6 月末，卧龙集团资产总额为 169.76 亿元，较年初小幅增长 6.13%，资产构成较年初变化不大。

总体看，近年来卧龙集团资产规模稳步增长，资产以流动资产为主，整体资产质量良好。

负债及所有者权益

近三年卧龙集团负债规模增长较快，年均增长率为 12.21%；截至 2013 年底，卧龙集团负债合计 101.50 亿元，流动负债占比 71.91%，流动负债占比较大。

截至 2013 年底，卧龙集团流动负债规模 73.00 亿元，较 2012 年底增长 20.97%；流动负债主要由短期借款（占比 38.87%）、应付账款（占比 21.64%）和其他流动负债（占比 11.1%）构成。

近三年卧龙集团短期借款呈波动减少态势，余额分别为 29.44 亿元、22.39 亿元和 28.38 亿元；短期借款主要以保证借款为主。

2011~2013 年，卧龙集团应付账款分别为 10.35 亿元、14.02 亿元和 15.79 亿元，以 23.51%的复合增长率增长。截至 2013 年底，1 年以内的应付账款占比 87.13%。

近三年，卧龙集团其他流动负债增长较快，三年复合增长 101.26%；截至 2013 年底，卧龙集团其他流动负债规模为 8.11 亿元，主要为 2013 年卧龙电气发行 5 亿元短期融资券。

近三年卧龙集团非流动负债逐年上升，三年复合增长 25.67%，截至 2013 年底，卧龙集团非流动负债规模 28.51 亿元；主要为长期借款（占比 62.58%）和长期应付款（占比 30.37%）。

2011~2013 年卧龙集团长期借款分别为 11.68 亿元、13.15 亿元和 17.84 亿元，三年复合增长 23.60%；长期借款主要以保证借款为主。近三年卧龙集团长期应付款分别为 3.71 亿元、8.29 亿元和 8.66 亿元，三年复合增长 52.70%。截至 2013 年底，卧龙集团长期应付款主要包括应付退休福利 4.18 亿元、上海歌斐鸿卧投资中心应付款 2.07 亿元和上海歌斐鸿瀚投资中心 1.93 亿元。

2013 年末，卧龙集团有息债务总额为 66.40 亿元，包括长期债务 17.84 亿元和短期债务 48.56 亿元。2011~2013 年，卧龙集团资产负债率分别为 60.78%、61.41%和 63.46%；全部债务资本化比

率分别为 51.25%、50.26%、53.18%；上述指标有所上升，卧龙集团债务负担较重。

截至 2014 年 6 月底，卧龙集团负债合计 107.40 亿元，较年初增长 5.81%，负债仍以流动负债为主，但占比已下降至 59.10%，主要为长期借款和应付债券的增加所致，2014 年卧龙集团发行 7.5 亿元中期票据。截至 2014 年 6 月底，卧龙集团资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.27% 和 53.25%，较年初变动不大；长期债务资本化比率为 34.80%，较 2013 年初有所上升。

总体看，随着经营规模的扩大，卧龙集团负债规模不断增加，整体债务负担较重；进入 2014 年负债结构有所改善。

所有者权益方面，近三年卧龙集团所有者权益小幅增长，年均增长 6.01%。2013 年底所有者权益合计 58.45 亿元，其中归属于母公司所有者权益 22.90 亿元，占所有者权益合计的 39.18%，占比较低，主要是由于集团主要子公司股权分散，集团所持股权比例较低导致少数股东权益占比较高所致。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 35.28%，资本公积占 19.33%，盈余公积占 7.02%，未分配利润占 38.65%。

截至 2014 年 6 月，卧龙集团所有者权益 62.35 亿元，较年初增长 6.69%，主要来自于资本公积的增加；2014 年 6 月末资本公积为 5.59 亿元，较年初增长 26.38%，系 2014 年 6 月卧龙集团通过资管计划减持卧龙电气股份所产生的投资收益。

整体看，卧龙集团所有者权益中少数股东权益占比较高，权益稳定性一般。

盈利能力

近三年卧龙集团营业收入增长稳健，年均增长率为 16.75%，主要是来自电机及控制装置营业收入的增长。2011~2013 年分别实现营业收入 61.01 亿元、73.44 亿元和 83.16 亿元。2013 年卧龙集团实现营业利润为 4.05 亿元、净利润 5.03 亿元，分别较上年上升 19.41%和 14.89%。

从期间费用来看，近三年卧龙集团费用总额波动增长，复合增长 22.33%。2013 年，销售费用为 4.36 亿元，较上年上升 7.74%，主要为运杂费和业务招待费的增加；管理费用较上年上升 11.26% 至 5.98 亿元，系职工薪酬增加所致；同期，财务费用下降 2.69%至 2.40 亿元，主要是利息支出减少所致。近三年卧龙集团费用收入比分别为 13.95%、16.19%和 12.97%，呈波动下降趋势，但期间费用率仍较高，反映出卧龙集团费用控制水平一般。

从盈利指标看，2013 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 6.49%、4.97%和 9.05%，整体盈利能力较强。近三年卧龙集团主营业务毛利率和营业利润率呈小幅增长态势，2013 年分别为 22.29%和 20.66%，仍然处于行业中等水平。

2014 年 1~6 月，卧龙集团实现营业收入和净利润为 48.46 亿元和 2.65 亿元，盈利状况良好。

总体看，卧龙集团整体收入增长稳健，经营呈现良好发展态势，盈利能力较强。

现金流

从经营活动看，2011 年~2013 年卧龙集团经营活动产生的现金流量净额分别为-3.10 亿元、6.19 亿元和 3.18 亿元，波动较大，主要原因在于 2011 年卧龙集团经营现金流出快速增加，导致 2011 年当年经营活动现金流量净额为负值。近三年卧龙集团的现金收入比率分别为 89.57%、97.52%和 102.18%，虽逐年增长，但是收入实现质量仍属一般水平。

从投资活动来看，卧龙集团近三年投资活动现金流均呈现净流出的态势，且波动增加，2013 年净流出达 7.26 亿元，较 2012 年流出额增加 28.30%。2013 年卧龙集团收回投资收到的现金增长 571.72%，同时投资支付的现金同比增长 158.77%，主要是卧龙集团将香港卧龙控股集团有限公司股权转让给子公司卧龙电气所致。2013 年取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 1.31 亿元，

主要是卧龙集团下属子公司卧龙电气收购江苏清江电机制造有限公司款项。

卧龙集团近三年筹资活动的现金流量净额分别为 10.08 亿元、-4.47 亿元和 3.42 亿元，波动较大。2013 年，卧龙集团筹资活动现金流入 57.24 亿元，现金流出 53.83 亿元，实现净额转正，这主要是由于卧龙集团下属子公司卧龙电气发行 5 亿元短期融资券导致吸收投资收到的现金增加。

2014 年 1~6 月，卧龙集团经营活动产生的现金流量净额为 2.39 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 2.36 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 2.87 亿元。

总体看，卧龙集团经营活动现金流状况一般，收入实现质量一般；经营活动产生的现金流量难以满足投资需求，存在外部融资需求。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年卧龙集团流动比率分别为 1.56、1.60 和 1.54，速动比率分别为 1.05、1.03 和 1.00，指标水平不高；2013 年底卧龙集团现金短期债务比为 0.67，现金对短期债务的保障程度较差。整体看，卧龙集团短期偿债能力不高。

从长期偿债能力指标看，2013 年卧龙集团 EBITDA 为 9.29 亿元，EBITDA 利息倍数为 2.51 倍。EBITDA 全部债务比为 0.14 倍，EBITDA 对全部债务和利息支出的保障程度一般。

卧龙集团与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2014 年 6 月底，卧龙集团获得的银行授信额度为人民币 71.94 亿元，已使用的授信额度为人民币 52.14 亿元。

截至 2014 年 6 月底，卧龙集团对外担保 9.62 亿元，主要担保对象为浙江龙柏集团有限公司、三花控股集团有限公司及下属三花钱江汽车零部件集团有限公司、浙江星鹏铜材集团有限公司和浙江龙盛控股集团有限公司等。三花控股集团有限公司旗下拥有上市公司三花股份，其主要产品电磁阀全球市场占主要地位；汽车零部件产业是三花重点培育和发展的产业。浙江星鹏铜材集团有限公司系大型铜管企业，其综合实力名列浙江省铜管加工行业之首。浙江龙柏集团有限公司为一家集纺织品加工贸易、太阳能光伏及房地产开发于一体的大型集团企业，拥有省级企业技术中心，“龙柏”商标为浙江省著名商标。上述担保对象目前均处于正常经营状态，信誉度良好。

以 2014 年 6 月底财务数据测算，本期公司债券发行额度（60,000 万元）占卧龙集团资产总额的 3.53%、所有者权益总额的 9.62%、货币资金的 16.59%，占比均较小，该笔担保对卧龙集团整体债务负担影响不大。

综合来看，卧龙集团资产规模较大，资产质量较好；经营状况较好，盈利能力较强；负债规模较大，偿债指标处于较低水平，但随着卧龙集团电机业务的全球化发展，盈利能力将进一步提升。卧龙集团对本期债项的担保体现出大股东对卧龙地产的支持和信心。该担保对本期债券信用状况具有积极作用。

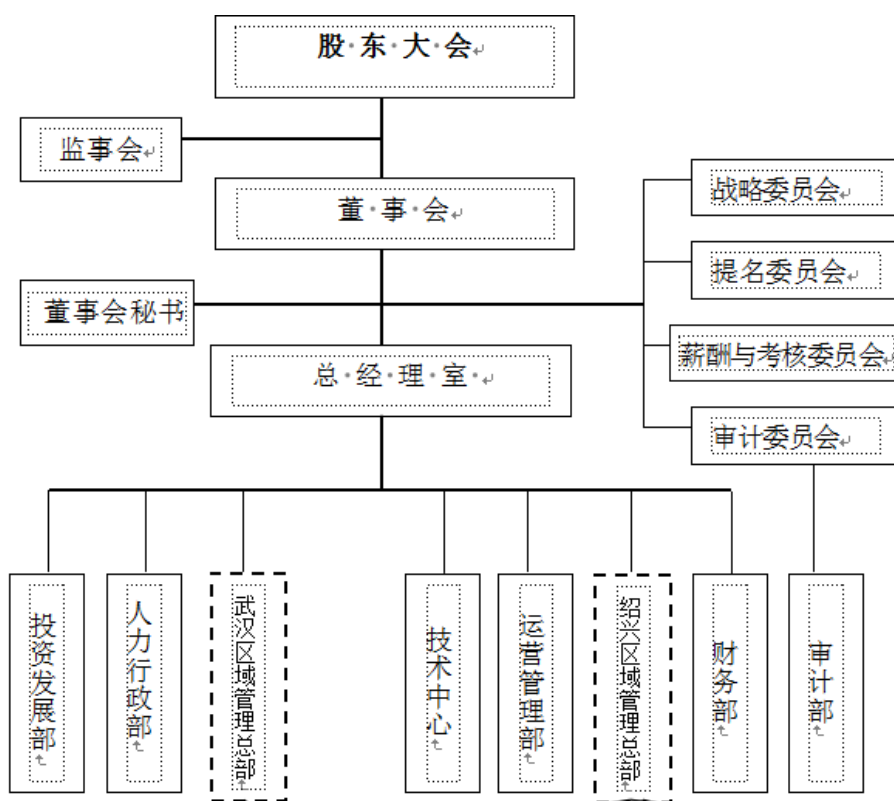
十、综合评价

近年来，房地产行业景气度下滑，政策调控力度趋紧对公司经营发展造成一定影响。公司立足于城市化率 40%~50%的二、三线城市，拥有一定的土地储备，市场空间相对较大；公司逐步完善“技术、营销两头大，工程管理中间小”的模式，有助于长期稳健经营。同时，联合评级也关注到由于房地产调控不断深入导致市场需求下降，公司利润水平逐年下降，房地产业调控政策给公司未来发展带来较多不确定因素。

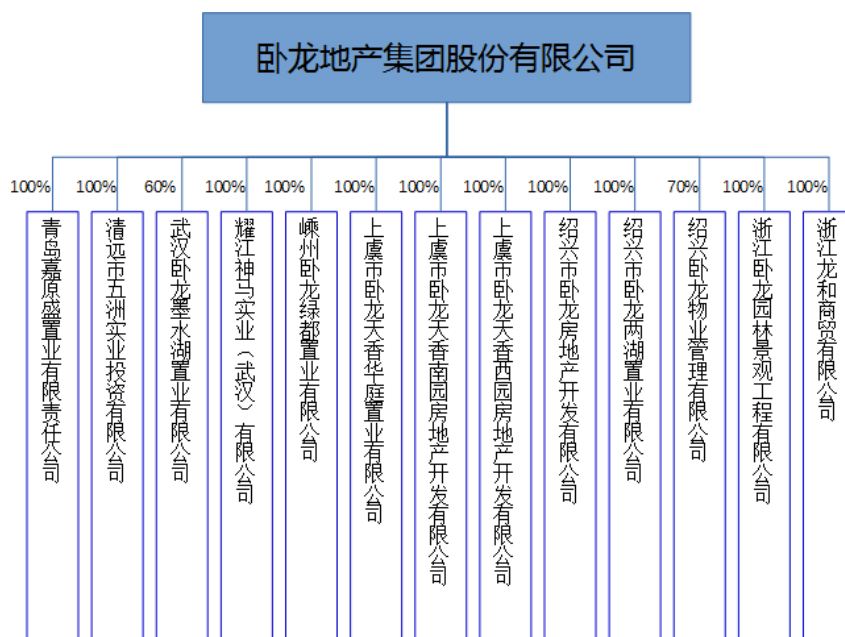
本期债券由卧龙控股集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，卧龙集团的资产规模较大，盈利能力良好，其担保对本期债券的到期还本付息有积极的影响。

基于对本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 卧龙地产集团股份有限公司组织机构图



附件 2 卧龙地产集团股份有限公司控股及参股子公司情况



附件 3-1 卧龙地产集团股份有限公司
 2011~2014 年 6 月合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 6 月
流动资产：					
货币资金	66,921.85	53,119.21	27,251.41	-36.19	57,815.59
交易性金融资产					
应收票据	0.00	10.00	0.00	-100.00	0.00
应收账款	473.22	4,068.55	6,227.30	262.76	7,400.75
预付款项	12,545.05	6,266.45	5,177.72	-35.76	5,645.74
应收利息					
应收股利	640.38	0.00	0.00	-100.00	0.00
其他应收款	11,161.34	6,184.77	5,350.07	-30.77	3,347.12
存货	212,966.24	235,425.40	280,447.17	14.75	293,032.95
待摊费用					
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	1,254.69	1,925.37	168.80	-63.32	2,398.89
流动资产合计	305,962.78	306,999.75	324,622.47	3.00	369,641.04
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	0.00	14,500.00	14,500.00	0.00	14,500.00
投资性房地产	1,157.18	5,439.84	4,557.22	98.45	4,557.22
固定资产	1,714.82	1,484.42	1,607.74	-3.17	1,447.60
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	32.60	0.00	32.60
开发支出					
商誉	7,813.95	7,231.51	5,914.10	-13.00	5,446.11
长期待摊费用	0.00	250.14	195.00	-22.04	243.69
递延所得税资产	1,354.42	995.27	787.55	-23.75	925.38
其他非流动资产					
非流动资产合计	12,072.97	29,933.79	27,594.21	51.18	27,152.60
资产总计	318,035.75	336,933.54	352,216.68	5.24	396,793.64

附件 3-2 卧龙地产集团股份有限公司
2011~2014 年 6 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	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 6 月
流动负债：					
短期借款	14,000.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
交易性金融负债					
应付票据	0.00	2,148.00	270.76	-87.39	52.23
应付账款	21,311.24	25,801.20	38,685.87	34.73	28,003.03
预收款项	18,903.87	12,464.42	15,453.63	-9.59	39,866.83
应付职工薪酬	169.07	194.27	59.64	-40.61	47.34
应付福利费					
应交税费	11,554.06	8,438.10	8,562.06	-13.92	8,043.32
应付利息	121.61	641.47	575.48	117.54	900.57
应付股利	2.48	2.48	2.93	8.69	3.20
其他应付款	6,287.53	6,991.97	9,289.93	21.55	9,405.01
预提费用					
一年内到期的非流动负债	30,700.00	42,900.00	44,000.00	19.72	21,000.00
其他流动负债					
流动负债合计	103,049.86	99,581.92	116,900.30	6.51	107,321.54
非流动负债：					
长期借款	29,625.00	32,125.00	26,710.00	-5.05	78,620.00
应付债券					
长期应付款	0.00	38,100.00	40,000.00	4.99	40,000.00
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债	14,218.54	12,889.06	11,705.19	-9.27	11,010.70
其他非流动负债					
非流动负债合计	43,843.54	83,114.06	78,415.19	33.74	129,630.70
负债合计	146,893.41	182,695.98	195,315.49	15.31	236,952.24
所有者权益：					
股本	72,514.75	72,514.75	72,514.75	0.00	72,514.75
资本公积	21,767.08	7,812.50	7,799.18	-40.14	7,990.02
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	6,949.19	9,330.85	11,993.44	31.37	11,993.44
未分配利润	48,802.25	53,845.64	54,097.74	5.29	58,042.53
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	150,033.27	143,503.74	146,405.10	-1.22	150,540.73
少数股东权益	21,109.07	10,733.81	10,496.09	-29.49	9,300.67
所有者权益合计	171,142.35	154,237.56	156,901.19	-4.25	159,841.40
负债和所有者权益总计	318,035.75	336,933.54	352,216.68	5.24	396,793.64

附件 4 卧龙地产集团股份有限公司

2011~2014 年 6 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 1~6 月
一、营业收入	99,397.40	76,716.61	101,717.03	1.16	55,374.02
减: 营业成本	60,207.07	50,045.96	71,328.77	8.85	36,828.22
营业税金及附加	9,255.21	6,432.33	12,480.41	16.12	4,784.48
加: 其他业务利润					
销售费用	2,953.21	2,424.74	2,626.58	-5.69	1,604.46
管理费用	7,205.96	5,656.73	6,120.13	-7.84	3,196.09
财务费用	633.36	1,341.71	232.61	-39.40	67.04
资产减值损失	2,656.24	1,673.49	1,037.34	-37.51	420.99
加: 公允价值变动收益	61.90	27.41	-6.68		0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00		142.31
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00		0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	16,548.24	9,169.08	7,884.51	-30.97	8,615.05
加: 营业外收入	163.87	102.17	89.57	-26.07	316.38
减: 营业外支出	236.32	199.60	598.64	59.16	148.34
其中: 非流动资产处置损失	0.15	0.70	1.26	188.57	0.00
三、利润总额	16,475.79	9,071.65	7,375.44	-33.09	8,783.10
减: 所得税费用	3,530.91	1,667.32	1,072.75	-44.88	3,017.44
四、净利润	12,944.88	7,404.33	6,302.70	-30.22	5,765.65
其中: 归属于母公司所有者的净利润	14,105.37	7,425.04	6,540.43	-31.91	6,120.23
少数股东损益	-1,160.49	-20.71	-237.73	-54.74	-354.57
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益	0.19	0.10	0.09	-31.18	0.08
(二) 稀释每股收益	0.19	0.10	0.09	-31.18	0.08
六、其他综合收益	0.00	64.37	-13.33	-120.70	0.00
七、综合收益总额	12,944.88	7,468.70	6,289.37	-30.30	5,765.65
归属于母公司所有者的综合收益总额	14,105.37	7,489.42	6,527.10	-31.98	6,120.23
归属于少数股东的综合收益总额	-1,160.49	-20.71	-237.73	-54.74	-354.57

附件 5 卧龙地产集团股份有限公司

2011~2014 年 6 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 1~6 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	63,376.00	66,669.81	102,121.50	26.94	79,749.69
收到的税费返还	0.00	0.00	2.43		0.00
收到其他与经营活动有关的现金	67,119.70	44,805.88	9,319.25	-62.74	4,745.00
经营活动现金流入小计	130,495.70	111,475.69	111,443.18	-7.59	84,494.69
购买商品、接受劳务支付的现金	76,278.47	60,269.34	90,258.74	8.78	54,328.92
支付给职工以及为职工支付的现金	3,325.35	3,322.20	3,724.84	5.84	2,222.01
支付的各项税费	19,299.74	14,250.80	13,011.61	-17.89	12,097.82
支付其他与经营活动有关的现金	59,568.93	35,930.90	10,276.26	-58.47	5,971.10
经营活动现金流出小计	158,472.48	113,773.24	117,271.46	-13.98	74,619.85
经营活动产生的现金流量净额	-27,976.78	-2,297.55	-5,828.28	-54.36	9,874.84
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	9,086.25	0.00	-100.00	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00		142.31
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	12.18	5.31	8.80	-15.04	38.75
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	15,626.85	640.38	0.00	-100.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	15,639.03	9,731.94	8.80	-97.63	181.06
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	149.10	355.69	636.59	106.63	41.07
投资支付的现金	0.00	42,584.74	0.00	-100.00	650.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	3,500.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	3,649.10	42,940.44	636.59	-58.23	691.07
投资活动产生的现金流量净额	11,989.93	-33,208.50	-627.79		-510.01
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					
取得借款收到的现金	53,025.00	107,375.00	49,900.00	-2.99	69,950.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	4,179.29		5,186.36
筹资活动现金流入小计	53,025.00	107,375.00	54,079.29	0.99	75,136.36
偿还债务支付的现金	35,800.00	68,575.00	52,315.00	20.88	41,040.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	25,885.64	15,313.56	15,563.56	-22.46	7,408.57
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	5,709.37	5,186.36	-9.16	146.12
筹资活动现金流出小计	61,685.64	89,597.94	73,064.92	8.83	48,594.68
筹资活动产生的现金流量净额	-8,660.64	17,777.06	-18,985.62	48.06	26,541.68
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00	-54.38	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	-24,647.49	-17,728.98	-25,441.70	1.60	35,906.51
加: 期初现金及现金等价物余额	89,650.14	65,002.65	47,273.67	-27.38	21,831.97
六、期末现金及现金等价物余额	65,002.65	47,273.67	21,831.97	-42.05	57,738.47

附件 6 卧龙地产集团股份有限公司
2011~2014 年 6 月合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)	2014 年 1~6 月
1.将净利润调节为经营活动现金流量:					
净利润	12,944.88	7,404.33	6,302.70	-30.22	5,765.65
加: 资产减值准备	2,656.24	1,673.49	1,037.34	-37.51	420.99
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	225.44	295.70	295.92	14.57	157.67
无形资产摊销					
长期待摊费用摊销	0.00	35.73	150.14	320.15	0.00
待摊费用减少					
预提费用增加					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-3.96	-1.11	-3.06	-12.13	85.87
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00		4.07
公允价值变动损失	-61.90	-27.41	-64.15	1.80	0.00
财务费用	1,639.05	1,443.65	776.81	-31.16	228.48
投资损失	0.00	0.00	0.00		-142.31
递延所得税资产减少	-860.71	359.15	207.72		-137.83
递延所得税负债增加	-515.99	-1,350.94	-1,183.88	51.47	-694.49
存货的减少	-32,376.71	-18,735.97	-45,021.77	17.92	-7,526.42
经营性应收项目的减少	49,570.41	14,896.07	31,462.60	-20.33	-27,423.31
经营性应付项目的增加	-61,345.22	-8,290.22	224.66		39,136.46
其他	151.69	0.00	-13.33		0.00
经营活动产生的现金流量净额	-27,976.78	-2,297.55	-5,828.28	-54.36	9,874.84

附件 7 卧龙地产集团股份有限公司

主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	19.74	33.15	19.36	7.91
存货周转次数 (次)	0.31	0.22	0.28	0.13
总资产周转次数 (次)	0.29	0.23	0.30	0.15
现金收入比率 (%)	63.76	86.90	100.40	144.02
盈利能力				
总资本收益率 (%)	6.16	3.44	2.63	2.11
总资产报酬率 (%)	5.30	3.21	2.37	2.41
净资产收益率 (%)	7.58	4.55	4.05	3.64
主营业务毛利率 (%)	39.33	34.65	29.67	33.35
营业利润率 (%)	30.12	26.38	17.61	24.85
费用收入比 (%)	10.86	12.28	8.83	8.79
财务构成				
资产负债率 (%)	46.19	54.22	55.45	59.72
全部债务资本化比率 (%)	30.28	42.77	41.43	46.63
长期债务资本化比率 (%)	14.76	31.29	29.83	42.60
偿债能力				
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.74	1.16	0.68	1.10
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.25	0.09	0.08	0.07
经营现金债务保护倍数 (倍)	-0.38	-0.02	-0.05	0.07
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.22	-0.31	-0.06	0.07
流动比率 (倍)	2.97	3.08	2.78	3.44
速动比率 (倍)	0.90	0.72	0.38	0.71
现金短期债务比 (倍)	1.50	1.18	0.62	2.75
经营现金流动负债比率 (%)	-27.15	-2.31	-4.99	9.20
经营现金利息偿还能力 (倍)	-3.00	-0.15	-0.25	0.36
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	-1.71	-2.29	-0.28	0.34
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.31	0.18	0.14	0.15

附件 8-1 卧龙控股集团股份有限公司
2011~2014 年 6 月合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)	2014 年 6 月
流动资产：					
货币资金	340,153.43	298,865.96	300,009.43	-6.09	361,578.94
交易性金融资产	0.00	2,505.35	93.90	-96.25	0.00
应收票据	18,511.31	12,780.12	26,142.86	18.84	37,353.17
应收账款	147,972.20	157,643.45	205,029.28	17.71	211,894.74
预付款项	38,716.97	21,000.63	30,578.14	-11.13	35,816.95
应收利息	32.39	351.67	671.33	355.25	422.78
应收股利	640.38	0.00	0.00	-100.00	0.00
其他应收款	38,645.16	54,085.01	64,260.55	28.95	65,694.28
存货	323,056.58	343,321.36	393,043.69	10.30	409,569.47
待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他流动资产	70,842.20	74,687.45	105,536.37	22.05	104,357.00
流动资产合计	978,570.63	965,241.00	1,125,365.57	7.24	1,226,687.32
非流动资产：					
可供出售金融资产	2,226.63	1,178.96	608.04	-47.74	8,304.25
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期股权投资	31,382.34	54,564.74	61,365.00	39.84	65,757.00
投资性房地产	1,157.18	5,439.84	4,746.85	102.54	4,739.70
固定资产	167,673.72	191,499.52	234,675.33	18.30	233,882.73
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
在建工程	62,922.51	59,456.50	41,627.71	-18.66	39,621.03
工程物资	0.00	0.00	0.00	--	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	--	0.00
无形资产	46,324.26	46,137.77	55,949.53	9.90	54,692.18
开发支出	4,684.47	6,476.22	9,426.86	41.86	13,240.81
商誉	14,466.73	24,214.78	27,291.20	37.35	26,823.20
长期待摊费用	1,118.10	1,558.77	1,149.32	1.39	1,200.72
递延所得税资产	6,538.33	7,586.95	15,370.67	53.33	16,484.57
其他非流动资产	9,239.79	5,213.34	21,981.57	54.24	6,170.89
非流动资产合计	347,734.06	403,327.39	474,192.08	16.78	470,917.09
资产总计	1,326,304.69	1,368,568.39	1,599,557.64	9.82	1,697,604.41

附件 8-2 卧龙控股集团股份有限公司
2011~2014 年 6 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	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 6 月
流动负债：					
短期借款	294,392.71	223,934.79	283,757.34	-1.82	263,826.65
交易性金融负债	88.14	0.00	0.00	-100.00	18.25
应付票据	72,148.91	60,422.44	70,495.54	-1.15	67,296.97
应付账款	103,536.59	140,196.08	157,933.52	23.51	150,783.22
预收款项	35,564.51	28,080.71	39,161.30	4.93	55,137.95
应付职工薪酬	10,664.23	8,955.64	10,772.32	0.51	10,219.92
应付福利费	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应交税费	17,456.31	12,248.46	17,188.77	-0.77	18,303.95
应付利息	0.00	643.95	1,256.13	95.06	1,268.71
应付股利	124.09	0.00	2.93	-84.63	2,315.84
其他应付款	27,495.59	11,254.42	18,042.19	-18.99	19,257.53
预提费用	727.94	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	43,454.12	45,137.81	50,259.05	7.55	18,901.53
其他流动负债	20,020.00	72,542.27	81,095.06	101.26	27,436.61
流动负债合计	625,673.13	603,416.58	729,964.15	8.01	634,767.13
非流动负债：					
长期借款	116,766.41	131,489.56	178,396.41	23.60	257,561.84
应付债券	0.00	0.00	0.00		75,241.25
长期应付款	37,127.38	82,913.90	86,568.56	52.70	86,783.51
专项应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
预计负债	2,109.29	909.03	884.80	-35.23	751.33
递延所得税负债	23,929.61	20,835.61	18,205.21	-12.78	17,882.72
其他非流动负债	580.68	935.27	1,024.48	32.83	1,021.52
非流动负债合计	180,513.37	237,083.36	285,079.45	25.67	439,242.18
负债合计	806,186.50	840,499.95	1,015,043.60	12.21	1,074,009.31
所有者权益：					
股本	80,800.00	80,800.00	80,800.00	0.00	80,800.00
资本公积	15,922.88	6,244.70	44,267.06	66.74	55,945.16
减：库存股	0.00	0.00	0.00	--	0.00
专项储备	0.00	0.00	0.00	--	0.00
盈余公积	13,066.32	15,011.88	16,081.60	10.94	16,081.60
未分配利润	55,035.54	72,074.96	88,522.20	26.82	101,266.81
外币报表折算差额	-4,942.79	-1,572.77	-657.77	-63.52	-61.35
归属于母公司所有者权益合计	159,881.95	172,558.77	229,013.08	19.57	254,032.21
少数股东权益	359,945.02	355,509.67	355,500.96	-0.62	369,562.89
所有者权益合计	520,118.19	528,068.44	584,514.04	6.01	623,595.11
负债和所有者权益总计	1,326,304.69	1,368,568.39	1,599,557.64	9.82	1,697,604.41

附件 9 卧龙控股集团股份有限公司

2011~2014 年 6 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 1~6 月
一、营业收入	610,142.88	734,375.40	831,637.05	16.75	484,561.69
减: 营业成本	488,465.21	574,212.95	645,147.24	14.92	377,843.48
营业税金及附加	11,165.48	8,642.69	14,703.78	14.76	6,098.76
加: 其他业务利润	0.00	0.00	43,559.39	0.00	0.00
销售费用	26,715.66	40,429.30	59,791.01	27.69	23,438.03
管理费用	43,646.85	53,738.58	24,045.99	17.04	34,800.51
财务费用	14,776.05	24,711.96	24,045.99	27.57	12,900.61
资产减值损失	2,395.33	11,226.92	5,592.25	52.80	1,429.02
加: 公允价值变动收益	-24.06	27.41	87.22	--	-112.15
投资收益	25,882.97	12,506.01	1,650.91	-74.74	3,500.75
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
二、营业利润	48,837.21	33,946.42	40,535.52	-8.89	31,439.87
加: 营业外收入	24,487.00	16,845.62	9,793.93		2,842.83
减: 营业外支出	761.32	852.65	9,793.93	25.98	1,160.00
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	1,208.23	--	0.00
三、利润总额	72,562.89	49,939.40	49,121.22	-17.72	33,122.70
减: 所得税费用	9,334.50	6,133.63	-1,208.87	--	6,670.18
四、净利润	63,228.39	43,805.77	50,330.09	-10.78	26,452.51
其中: 归属于母公司所有者的净利润	34,811.71	19,455.59	19,266.51	-25.61	12,681.86
少数股东损益	28,416.67	24,350.18	31,063.58	4.55	13,770.66

附件 10 卧龙控股集团股份有限公司
2011~2014 年 6 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 1~6 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	546,500.41	716,165.26	849,787.62	24.70	4,169.44
收到的税费返还	10,501.75	7,451.74	9,816.99	-3.32	4,169.44
收到其他与经营活动有关的现金	98,996.66	71,372.32	75,960.16	-12.40	19,092.44
经营活动现金流入小计	655,998.82	794,989.32	935,564.78	19.42	526,168.40
购买商品、接受劳务支付的现金	485,428.42	416,814.58	625,671.46	13.53	361,119.75
支付给职工以及为职工支付的现金	57,432.27	129,125.43	139,724.72	55.98	77,777.08
支付的各项税费	35,104.22	35,670.19	31,355.99	-5.49	23,478.66
支付其他与经营活动有关的现金	109,030.69	151,441.99	106,966.44	-0.95	39,922.52
经营活动现金流出小计	686,995.60	733,052.19	903,718.62	14.69	502,298.01
经营活动产生的现金流量净额	-30,996.78	61,937.12	31,846.16		23,870.38
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	38,493.15	13,660.41	91,759.18	54.39	88,372.14
取得投资收益收到的现金	1,762.83	2,082.79	2,664.14	22.93	13,194.95
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	19,255.46	10,056.58	8,986.26	-31.69	243.35
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	922.19		0.00
收到其他与投资活动有关的现金	36,163.50	640.38	0.00	-100.00	10,618.39
投资活动现金流入小计	95,674.93	26,440.16	104,331.78	4.43	112,428.84
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	52,599.15	35,012.23	39,624.38	-13.21	112,428.84
投资支付的现金	100,780.51	48,006.15	124,227.66	11.03	16,730.11
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	13,056.57		72,117.00
支付其他与投资活动有关的现金	5,254.63	0.00	10.91	-95.44	0.00
投资活动现金流出小计	158,634.29	83,018.37	176,919.51	5.61	88,847.11
投资活动产生的现金流量净额	-62,959.35	-56,578.22	-72,587.74	7.37	23,581.73
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	3,457.61	52,050.00	1,055.00	-44.76	5,960.00
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00		222,965.49
取得借款收到的现金	473,430.10	438,704.99	561,050.45	8.86	80,656.01
收到其他与筹资活动有关的现金	581.14	10,924.43	10,343.72	321.89	309,581.50
筹资活动现金流入小计	477,468.86	501,679.42	572,449.17	9.50	309,581.50
偿还债务支付的现金	285,652.72	484,823.90	468,781.17	28.10	244,866.72
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	79,124.18	47,245.16	51,887.57	-19.02	30,529.44
支付其他与筹资活动有关的现金	11,843.39	14,339.23	17,629.23	22.01	5,509.62
筹资活动现金流出小计	376,620.29	546,408.30	538,297.97	19.55	280,905.77
筹资活动产生的现金流量净额	100,848.57	-44,728.88	34,151.20	-41.81	28,675.72
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-870.26	362.46	380.14		380.14
五、现金及现金等价物净增加额	6,022.18	-39,007.51	-6,210.23	--	75,808.52
加: 期初现金及现金等价物余额	293,871.85	299,894.02	268,825.83	-4.36	262,615.59
六、期末现金及现金等价物余额	299,894.02	260,886.51	262,615.59	-6.42	338,424.11

附件 11 卧龙控股集团股份有限公司

主要财务指标

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	7.39	4.53	4.32	2.26
存货周转次数 (次)	1.70	1.71	1.73	0.94
总资产周转次数 (次)	0.52	0.55	0.56	0.29
现金收入比率 (%)	89.57	97.52	102.18	0.86
盈利能力				
总资本收益率 (%)	8.69	6.88	6.49	--
总资产报酬率 (%)	7.67	5.89	4.97	--
净资产收益率 (%)	12.47	8.36	9.05	4.38
主营业务毛利率 (%)	19.42	21.65	22.29	22.02
营业利润率 (%)	18.11	20.63	20.66	20.77
费用收入比 (%)	13.95	16.19	12.97	14.68
财务构成				
资产负债率 (%)	60.78	61.41	63.46	63.27
全部债务资本化比率 (%)	51.25	50.26	53.18	53.25
长期债务资本化比率 (%)	18.33	19.94	23.38	34.80
偿债能力				
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.76	2.55	2.51	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.15	0.18	0.14	--
经营现金债务保护倍数 (倍)	-0.06	0.12	0.05	0.03
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.17	0.01	-0.06	0.07
流动比率 (倍)	1.56	1.60	1.54	1.93
速动比率 (倍)	1.05	1.03	1.00	1.29
现金短期债务比 (倍)	0.83	0.78	0.67	1.06
经营现金流动负债比率 (%)	-4.95	10.26	4.36	3.76
经营现金利息偿还能力 (倍)	-1.38	1.61	0.86	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	-4.18	0.14	-1.10	--
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.41	1.64	1.55	--

注：应付融资租赁款计入长期债务

附件 12 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+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 13 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。

联合信用评级有限公司关于 卧龙地产集团股份有限公司 2013 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，在每年卧龙地产集团股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

卧龙地产集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。卧龙地产集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注卧龙地产集团股份有限公司的相关状况，如发现卧龙地产集团股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如卧龙地产集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至卧龙地产集团股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布，并同时报送卧龙地产集团股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一四年九月十日

