

跟 踪 评 级 公 告

联合评字[2016]398 号

冠城大通股份有限公司：

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：

冠城大通股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

冠城大通股份有限公司发行的“15 冠城债”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月十七日

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](http://www.unitedratings.com.cn)

冠城大通股份有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项简称：15 冠城债

债券规模：28 亿元

债项信用等级

跟踪评级结果：AA

上次评级结果：AA

上次评级时间：2015 年 8 月 6 日

跟踪评级时间：2016 年 5 月 17 日

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	197.93	198.89
所有者权益(亿元)	70.56	87.30
长期债务(亿元)	44.14	37.13
全部债务(亿元)	68.22	54.75
营业收入(亿元)	75.64	74.02
净利润(亿元)	9.07	4.55
EBITDA(亿元)	14.78	10.67
经营性净现金流(亿元)	13.60	11.94
营业利润率(%)	21.64	18.14
净资产收益率(%)	13.81	5.77
资产负债率(%)	64.35	56.11
全部债务资本化比率(%)	49.16	38.54
流动比率(倍)	1.91	2.11
EBITDA 全部债务比(倍)	0.22	0.19
EBITDA 利息倍数(倍)	3.75	2.78
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.53	0.38

注：本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。

评级观点

跟踪期内，受铜价下跌以及漆包线市场需求疲软、价格竞争激烈影响，冠城大通股份有限公司（以下简称“公司”或“冠城大通”）漆包线营业收入有所下降，但由于漆包线高端产品的产量释放、销量增加，其毛利率水平有所提高，漆包线产品市场占有率仍保持在较高水平；受益于项目结算面积的较大增长，公司房地产营业收入稳定增长；公司完成了 18 亿元可转换公司债券的转股及赎回，其中 17.95 亿元实现了转股，有效增强了公司的资本实力；公司 2015 年有息债务规模大幅下降，债务负担明显减轻。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到，公司盈利下降幅度较大，公司所在房地产行业受宏观经济增速下滑、房地产调控政策影响较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司在建项目地理位置较好，随着项目的陆续销售，公司的盈利较有保证，公司整体信用状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 冠城债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2015 年以来，国家陆续出台有利于房地产市场的利好政策，受益于政策和地区供求关系的多重因素影响，公司主要项目所在的北京和南京地区房地产市场景气度高，住宅价格明显上升，公司房地产营业收入稳定增长。

2. 公司土地储备及在建项目主要集中在北京、南京地区，去库存压力相对较小。

3. 跟踪期内，公司漆包线业务推进以精品、新品为主导的市场拓展战略，进一步调

整产品结构，高端产品的产、销量在逐步释放，漆包线业务的毛利率有所提升。

4. 2015 年公司有息债务规模大幅下降，债务负担有所减轻。

5. 公司为实施战略转型初步布局新能源、金融、股权投资、医疗健康业务领域，未来有望对公司的营业收入形成一定补充。

关注

1. 公司房地产业务主要集中在北京和南京，存在一定的区域集中风险和政策调整压力。

2. 受国内外宏观经济变动影响，近年来传统家电市场整体需求不振，公司漆包线业务下游行业需求存在一定不确定性。

3. 受年度内房地产权益结算收入减少、高毛利区域结算占比下降导致房地产综合毛利率下降以及本年计提南通骏和棕榈湾项目存货跌价准备 1.76 亿等因素综合影响，公司盈利水平大幅下降。

4. 受铜价下跌以及漆包线市场需求疲软、价格竞争激烈影响，漆包线营业收入有一定幅度下降。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

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

分析师：

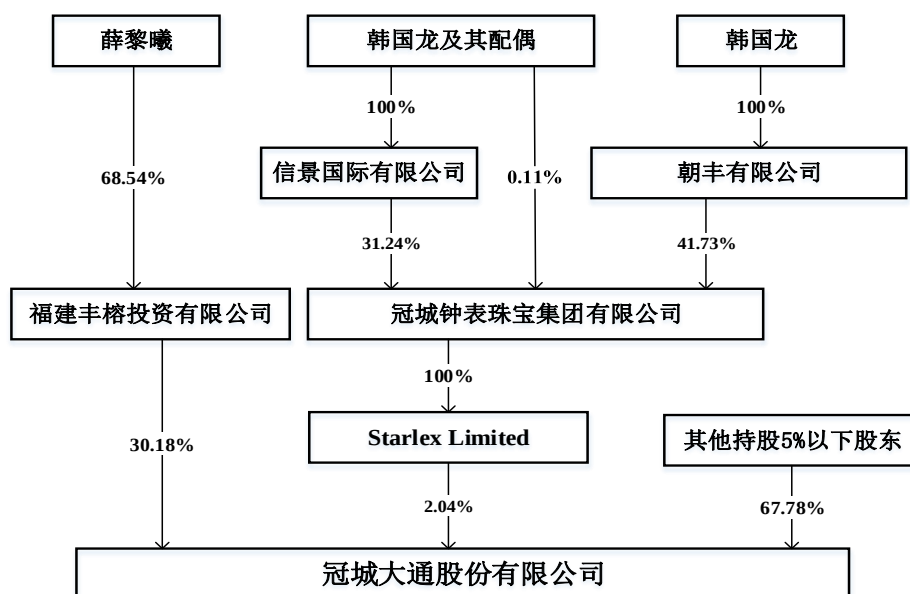

联合信用评级有限公司

一、主体概况

冠城大通股份有限公司（以下简称“公司”或“冠城大通”）前身是创立于 1978 年的福州水表厂，后改制为福州自动化仪表股份有限公司。公司于 1994 年 5 月吸收合并福州大通机电股份有限公司，并于 1997 年在上海证券交易所挂牌上市，股票简称为“福州自仪”，股票代码为 600067。2002 年，福州财政局将其持有的国家股 4,415.39 万股全部转让给福州盈榕投资有限公司（2006 年 2 月 16 日更名为福建丰榕投资有限公司，以下简称“丰榕投资”），丰榕投资成为公司的控股股东，2003 年公司更名为冠城大通股份有限公司，股票简称变更为“冠城大通”。

上市后经过送转股、配股、股权分置改革、非公开发行和公开增发等历次变更，截至 2015 年底，公司总股本为 148,779.47 万股。公司控股股东为丰榕投资，第二大股东 STARLEX LIMITED 与丰榕投资为一致行动人。丰榕投资的实际控制人为薛黎曦女士，STARLEX LIMITED 的实际控制人为韩国龙先生，因此，公司实际控制人为薛黎曦女士和韩国龙先生。截至 2015 年底，丰榕投资累计质押公司股份 9,999 万股（占公司股本总数的 6.74%）。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司组织结构未发生重大变化。2015 年新增 7 家子公司，其中 4 家投资设立、3 家为现金购买。截至 2015 年底，公司纳入合并报表的企业共有 32 家。截至 2015 年底，公司员工 1,310 人。

跟踪期内，公司主要业务仍为漆包线生产销售和房地产开发，为实施战略转型初步布局新能源、金融、股权投资、医疗健康业务领域。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 198.89 亿元，负债合计 111.59 亿元，所有者权益（含少数股东权益）87.30 亿元，其中归属于母公司所有者权益 70.62 亿元。2015 年公司实现营业收入 74.02 亿元，净利润（含少数股东损益）4.55 亿元，其中归属于母公司净利润 2.12 亿元。2015 年，公司经营活动现金流量净额为 11.94 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.58 亿元。

公司注册地址：福建省福州市开发区快安延伸区创新楼；法定代表人：韩国龙。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会“证监许可[2015]1941号”核准批复，公司获准向社会公开发行面值不超过28亿元（含28亿元）的公司债券，发行价格为每张人民币100元，期限为5年。截至2015年8月27日，本次债券最终发行规模为28亿元，最终票面利率为5.10%。本次债券已于2015年9月21日在上海证券交易所挂牌交易（证券简称：15冠城债，证券代码：122444）。

公司设立专门账户用于归集和使用公司债券募集资金，其中15.55亿元用于统筹归还公司及下属子公司金融机构贷款，11.97亿元转入公司基本账户用于补充日常经营周转使用。截至2015年底，专门账户中剩余的公司债券募集资金余额为1万元。

截至本报告出具日，该债券尚未到第一个付息日。

三、行业分析

1. 房地产行业

行业概况

2015年，全国房地产行业在持续宽松的货币政策和信贷政策等多项利好刺激下仍有所增长，但增速明显下滑；不同区域房地产市场明显分化；去库存成为房地产行业共识。

2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，增速较上年同期下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。房屋新开工面积154,454万平方米，比上年下降14.0%。全年土地购置面积22,811万平方米，比上年下降31.7%。总体看，房地产行业波动较大，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。作为房地产市场景气度的前导指标，房地产开发投资增速的下降预示房地产开发商对未来房地产市场的谨慎态度和未来可售房源的下降。

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

在开发资金来源状况上，2015年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015年，房地产开发企业到位资金125,203亿元，比上年增长2.6%。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资297亿元，下降53.6%；自筹资金49,038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12.0%。总体看，2015年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

在市场供需上，2015 年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015 年下半年商品房销售面积开始由降转增，2015 年全年商品房累计销售 128,494.97 万平方米，同比增长 6.50%，增速较上年增加 14.10 个百分点。伴随房地产企业逐步意识到部分城市房产库存积压严重并做出区域性调整后，商品房待售面积增速自 2015 年有所下滑，2015 年 12 月，全国拥有 7.19 亿平方米待售商品房，同比增长 15.60%，增速较去年下滑 10.50 个百分点，其中，住宅待售面积 4.52 亿平方米，同比增长 11.20%，增速较上年同期下滑 14.40 个百分点。总体上看，全国商品房库存增速放缓，但库存总量仍处高位。

销售价格上，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。其中，以深圳市为首的一线城市住宅平均价格仍呈快速增长态势，截至 2015 年底，一线城市房价为 32,891.25 元/平方米，同比增长 17.20%。总体看，2015 年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，一线城市房价呈快速增长态势。

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

行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。2014 年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2015 年国家出台了一系列政策对房地产进行调控。

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

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

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

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转。但行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

行业关注

（1）商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

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

（2）行业资产负债率较高，需防范潜在风险

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

（3）市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三、四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一、二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

行业发展

（1）地产金融化、资本化的尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。

（2）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，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，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演更重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，龙头企业有望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。

北京、南京地区区域经济及房地产发展情况

（1）北京市区域经济及房地产发展情况

2015年北京市实现地区生产总值22,968.6亿元，按可比价格计算，同比增长6.9%，增速比上年回落0.4个百分点。分产业看，第一产业增加值140.2亿元，下降9.6%；第二产业增加值4,526.4亿元，增长3.3%，增速比上年回落3.6个百分点；第三产业增加值18,302亿元，增长8.1%，增速提高0.6个百分点。截至2015年底，北京市常住人口2,170.5万人，比年初增加18.9

¹ Wind行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

万人，增长 0.86%。常住人口中，城镇人口 1,877.7 万人，占常住人口的比重为 86.5%。年末全市户籍人口 1,345.2 万人，比年初增加 11.8 万人，增长 0.87%。

2015 年，北京市全年完成固定资产投资 7,990.9 亿元，同比增长 5.7%。分产业看，第一产业完成投资 111 亿元，下降 32.2%；第二产业完成投资 677.1 亿元，下降 5.5%；第三产业(含房地产开发)完成投资 7,202.8 亿元，增长 7.8%。总体上看，北京市地区经济发展态势良好，第三产业占比有所提高。

2015 年北京完成房地产开发投资 4,226.3 亿元，比上年增长 8.1%。其中，住宅投资完成 1,962.7 亿元，与上年持平；写字楼投资 906.6 亿元，增长 20.8%；商业、非公益用房及其他投资 1357 亿元，增长 13.2%。房地产市场土地供给方面，截至 2015 年 12 月末，北京市商品房施工面积 13,095 万平方米，比上年下降 4%。其中，住宅施工面积为 6,314.6 万平方米，下降 9.8%；2015 年，北京市商品房新开工面积 2,790.2 万平方米，比上年增长 11.5%。其中，住宅新开工面积为 1,199.2 万平方米，下降 8%；销售方面，2015 年，北京市商品房销售面积为 1,554.7 万平方米，比上年增长 6.6%。其中，住宅销售面积为 1,127.3 万平方米，下降 1.2%。新建商品住宅销售略有下降，但二手房成交量涨幅超过 90%。

2015 年，在多项利好政策以及高端住宅、自住房大量入市的综合影响下，北京新建商品住宅（不含保障房）均价整体稳中有升，全年均价为 27,006 元/平方米，较 2014 年上涨 7.65%。全年成交量达 970 万平方米，同比增长 31.2 个百分点。

总体上看，2015 年北京市经济发展状况良好；房地产供求矛盾比较突出，市场热度持续升高；但房价过快上涨可能会使得北京市房地产市场面临一定的调整风险。

（2）南京市区域经济及房地产发展情况

2015 年，南京市经济运行总体稳定。全年实现地区生产总值 9,720.77 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.3%。其中，第一产业增加值 232.39 亿元，增长 3.4%；第二产业增加值 3,916.11 亿元，增长 7.2%，其中全部工业增加值 3,395.26 亿元，增长 8.0%；第三产业增加值 5,572.27 亿元，增长 11.3%。按常住人口计算，全年人均地区生产总值达到 118,171 元，按平均汇率折算为 18,973 美元。截至 2015 年底，南京市常住人口 823.59 万人，比年初增加 1.98 万人，增长 0.24%。户籍总人口为 653.40 万人，比年初增加 4.68 万人，增长 0.71%。

2015 年全年完成全社会固定资产投资 5,484.47 亿元，比上年增长 0.4%。全年完成房地产开发投资 1,429.02 亿元，比上年增长 27.0%。其中，住宅投资 1,080.97 亿元，增长 35.8%。2015 年房地产成交面积 1,279 万平方米，成交金额 1,936 亿元，较 2014 年分别同比增长了 48%和 63%；成交均价 15,140 元/平方米，同比增长 10%。

2015 年，房地产市场土地供给方面，南京市商品房施工面积 7,084.44 万平方米，比上年增长 8.32%。其中，住宅施工面积 4,774.96 万平方米，比上年增长 8.50%；全年商品房新开工面积 1,609.58 万平方米，比上年增长 32.20%。其中，住宅新开工面积为 1,164.80 万平方米，比上年增长 28.50%；销售方面，全年商品房销售面积 1,543.16 万平方米，比上年增长 27.8%，商品房销售额 1,772.89 亿元，增长 31.1%。

总体看，2015 年南京市商品住宅成交量、成交均价均创下 2009 年以来的历史新高，行业景气转暖，城市规划利好（江北新区）、高端项目发力是南京市 2015 年楼市量升价涨的三大动因。展望 2016 年市场表现，南京楼市走向依旧看好，二线城市领头羊地位不可动摇。

2. 漆包线行业

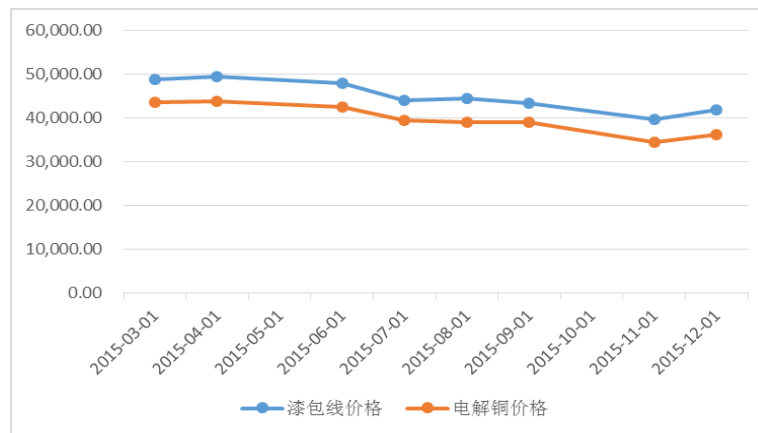
行业概况

2015 年，由于全球经济低迷，制造业产能过剩、市场需求减少，传统制造业订单和利润呈断崖式下降，原本市场竞争较为激烈的漆包线行业亦不能幸免。

漆包线行业是基础性的产业，在产业链中处于中间环节，其上游为铜杆产品，下游为家电等工业制造业，上下游行业的变动对漆包线行业有重要的影响，因此国内漆包线生产企业采用的是“基准铜价+加工费”的定价方式，将原材料价格波动风险嫁转到下游产业。

2015 年，受原材料铜价的下降影响所致，2015 年漆包线价格整体呈现波动下滑趋势。由下图可以看出，漆包线平均价格与电解铜平均价格基本同步波动下降。

图 2 2015 年漆包线及电解铜价格变化趋势图（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

整体看，2015 年，由于上游产业铜的价格下降，下游制造业需求不足，漆包线行业景气度出现较大幅度下滑。但随着我国风电、核电及新能源汽车等产业的高速发展，高端漆包线产品的需求将进一步放大。

行业关注

（1）行业竞争加剧

漆包线下游主要为电机、家电、汽车等行业，受国内外宏观经济变动影响，近年来传统家电市场整体需求不振，下游行业需求存在一定不确定性。同时，行业竞争不断加剧，进一步压缩利润空间。

（2）产品结构逐步调整

随着技术的升级，用户需求出现的多样化趋势，在保持普通漆包线稳步增长的基础上，特种专用漆包线市场快速发展。近年来，高效电机的大力推广，带动了耐电晕漆包线等特种漆包线的高速发展；电子行业的技术进步促进了聚氨酯漆包线的发展；冰箱、空调压缩机行业的崛起带动了 200 级耐冷媒复合漆包线的发展。漆包线行业正逐步进行产品结构的优化升级，以满足市场对优质特种产品的需求。

行业竞争

漆包线行业市场竞争充分，行业内中小企业众多，行业领先的规模化上市企业包括铜陵精达特种电磁线股份有限公司（以下简称“精达股份”）、浙江宏磊铜业股份有限公司（以下简称“宏

磊股份”)和广东蓉胜超微线材股份有限公司(以下简称“蓉胜超微”)。精达股份是目前国内规模最大的漆包线生产企业;宏磊股份与冠城大通规模相当;蓉胜超微整体规模相对偏小,主要致力于微细漆包线产品的研发、生产和销售,在微细漆包线领域具有一定优势。

目前,公司拥有福州马尾、江苏淮安两个生产基地,近年来公司坚持技术和产品创新,提升产品品质,生产的漆包线产品质量国内领先,部分产品达国际先进水平。

2015年,公司将漆包线资产全部整合到控股子公司福州大通机电有限公司旗下,建立公司旗下漆包线资产唯一运营平台,为今后进一步提高漆包线业务的经营效率和经济效益,以及漆包线业务转型、重组或资产证券化创造条件。

行业发展

(1) 进一步提高行业集中度

目前,漆包线行业是一个相当成熟的行业,准入门槛相对较低,我国漆包线行业厂家数量较多,企业竞争已经非常激烈,但普遍规模较小,行业集中度较低。随着下游行业对产品质量、性能及节能、环保要求的不断提高,漆包线行业整合的进程将加快。

(2) 加快调整产品结构

2015年,由于全球经济低迷,制造业产能过剩、市场需求减少,传统制造业订单和利润呈断崖式下降,原本市场竞争较为激烈的漆包线行业亦不能幸免。但随着我国风电、核电及新能源汽车等产业的高速发展,高端漆包线产品的需求在进一步放大。

长远来看,节能环保是整个制造业的发展方向,节能环保技术不断应用于电机和家电等铜漆包线应用领域,铜漆包线作为电机、家电等产品的关键材料,不仅要满足一般特性和加工工艺性的要求,更要满足新型的环保节能技术对铜漆包线化学稳定性、绝缘特性的要求,实现系统高效、稳定地运行。

四、管理分析

2015年内,公司无重大管理变更事项。公司高管团队基本稳定,相关管理制度延续以往模式。

五、经营分析

1. 经营概况

2015年,漆包线和房地产仍然为公司的两大主业。房地产项目主要分布于北京、南京等一二线城市,部分项目分布在南通等三线城市。2015年公司实现主营业务收入72.54亿元,同比减少2.08%,主要系漆包线业务营业收入下降所致。两大业务板块占主营业务收入的比例分别为36.50%和63.42%,房地产开发与销售业务是公司最主要的利润来源。

表1 2014~2015年公司主营业务收入情况(单位:亿元,%)

业务板块	2014年			2015年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
漆包线	32.13	43.37	5.17	26.48	36.5	5.66
房地产销售	41.96	56.63	47.15	46.01	63.42	42.82
新能源	--	--	--	0.04	0.06	9.32

服务收入	--	--	--	0.01	0.02	100
合计	74.09	100	28.95	72.54	100	29.25

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从业务构成来看，2015 年，公司漆包线业务收入同比下降 17.58%至 26.48 亿元，实现净利润 0.50 亿元，同比下降 11.40%，主要受福州漆包线生产基地部分设备因技改停工影响产量、漆包线下游部分行业需求减少以及原材料铜价下降导致的产品售价降低综合影响所致；房地产业务同比增加 9.66%至 46.01 亿元，主要系北京百旺杏林湾（本年结转收入 13.45 亿元）、南京冠城新地家园（本年结转收入 7.66 亿元）、苏州冠城观湖湾（本年结转收入 5.49 亿元）和北京太阳星城 C 区（本年结转收入 5.29 亿元）等项目的销售结转所致。在保持漆包线和房地产销售作为公司主要业务的基础之上，2015 年新增了新能源和服务收入，占比分别为 0.06%和 0.02%。其中，新能源业务主要系福建创鑫科技开发有限公司和福建邵武创鑫新材料有限公司的电解液添加剂销售收入；服务收入主要系北京冠城瑞富信息技术有限公司的信息服务收入。

从毛利率变化情况来看，漆包线业务毛利率较去年提高 0.49 个百分点至 5.66%，主要系公司毛利率较高的漆包线高端产品的产量释放、销量增加所致；房地产销售业务毛利率较上年降低 4.33 个百分点至 42.82%，主要系高毛利区域结算占比下降导致。

此外，在做好双主业的同时，公司积极拓展新能源领域、互联网金融业务领域、投资业务等。

在互联网金融行业方面，2015年，由冠城瑞富设立的P2P网贷平台“海投汇”在2015年6月1日上线运营。截至2015年底，“海投汇”累计成交金额为1.83亿元。

在股权投资方面，2015年，公司通过全资子公司福建冠城投资有限公司与福建省投资集团下属的福建省创新创业投资管理有限公司等合作方共同参与设立了相关股权投资合伙企业及资产管理机构，其中，公司参与设立的福建省新兴产业股权投资合伙企业（有限合伙）出资总额为人民币15.3亿元，公司认缴金额为人民币7.5亿元；福建冠城华汇股权投资有限合伙企业出资总额约人民币1.5亿元，公司认缴金额为人民币1.3亿元；福建冠城股权投资合伙企业（有限合伙）首期出资总额为人民币5亿元，公司认缴金额为人民币2.3亿元。

在医疗健康方面，2015年12月，公司下属全资子公司冠城大通（香港）有限公司与淮安市中医院、淮安经济技术开发区管委会签署《关于共同投资医疗项目之合作协议书》，三方将在淮安市共同投资、参与医疗服务项目（包括医院及医养一体项目），并成立了冠城医疗管理（淮安）有限公司。

整体看，2015年，公司漆包线业务受漆包线部分设备技术改造导致的产量下降、下游行业需求减少及原材料铜的价格下降影响，收入有所下降，但随着漆包线高端产品的产量释放、销量增加，有效的提高了漆包线业务的毛利率水平；公司房地产业务营业收入稳定增长，但受高毛利区域结算占比下降影响，公司房地产业务毛利率有所下降。联合评级关注到，公司部分项目分布在南通等三线城市，易受所在区域房地产市场波动影响，盈利水平可能出现波动。公司转型业务涉及新能源、金融、股权投资、医疗健康领域，未来有望对公司的营业收入形成一定补充。

2. 房地产开发业务情况

项目储备情况

2015 年公司处于转型期：在做好老主业的同时，积极拓展新能源领域、互联网金融业务领域、投资业务等。因此，公司本年度新增土地储备为永泰县一块土地，占地面积 15.95 万平方

米，金额 1.28 亿元，平均价格 799.78 元/平方米。截至 2015 年底，除正在开发的项目外，公司合计拥有尚未开发的土地的建筑面积为 67.57 万平方米（2015 年拍得的永泰地块由于规划建筑面积未定，没有计算在内），具体见表 2。土地性质以居住用地为主，少量商业用地。

表 2 截至 2015 年底公司尚未开发的土地储备情况（单位：万平方米，元/平方米）

地区	地块名称	占地面积	尚未开发的土地 建筑面积
南京六合区	冠城大通蓝郡	60.74	20.00
北京海淀区西北旺镇	西北旺新村项目	41.66	34.44
霸州市泰山东、黄河道北侧	霸州项目	10.93	5.96
福州海峡会展中心东北路西南侧	福州会展岛项目	7.03	7.17
永泰赤壁	永泰县樟[2015]	15.95	--
合计		136.31	67.57

资料来源：公司提供

具体来看，从公司土地储备城市分布来看，截至 2015 年底，公司尚未开发的土地储备仍然主要集中在北京和南京。从主要项目来看，冠城大通蓝郡项目占地面积为 60.74 万平方米；北京海淀区西北旺项目占地面积为 41.66 万平方米。其中，西北旺新村项目系公司通过股权收购北京海淀科技园建设股份有限公司 69%股权获得，冠城大通蓝郡项目系通过增资及股权收购持有南京万盛置业有限公司 100%股权取得，主要项目的取得成本较低，具有较强的市场竞争力。

总体上看，公司土地储备比较充足，且聚焦北京、南京等经济发展状况良好的城市，部分土地系公司通过股权收购形式取得，土地取得成本均价较低，可为公司发展提供有力支撑。

项目建设情况

2015 年，受益于业务布局区域的房地产市场环境良好，公司新开工面积较 2014 年有所增加；同时，受公司项目进度影响，竣工面积明显增长。如下表所示，2015 年公司新开工面积 47.27 万平方米，较上年增加 26.19%；2015 年公司竣工面积 65.21 万平米，较上年增长 76.96%，其中住宅占比 73.93%；截至 2015 年底，公司在建项目面积 95.99 万平米，较年初减少 18.16%。

表 3 2014~2015 年公司项目开发建设情况（单位：万平方米）

项目	2014 年	2015 年
新开工面积	37.46	47.27
竣工面积	36.85	65.21
期末在建面积	117.29	95.99

数据来源：公司提供

注：期末在建面积指该时点公司在建项目面积，由于规划动态调整，可能会与公司当期全部在建面积存在差异。

截至 2015 年底，公司主要在建项目共 4 个。公司在建项目总投资合计 177.57 亿元，截至 2015 年底已投资 104.38 亿元，尚需投资 73.19 亿元。2016 年，公司在建项目预计投资 21.45 亿元，投资资金需求较大。此外，公司西北旺项目部分地块、福州会展岛项目以及永泰地块处于待建设状态。

表 4 截至 2015 年底公司主要在开发项目投资情况（单位：亿元）

序号	项目名称	所在地区	总投资	截至 2015 年底已投资	未来三年投资
1	冠城大通蓝郡	南京六合区	46.00	19.70	26.3
2	百旺杏林湾	北京中关村永丰高新技术 产业基地东北侧	40.00	31.72	8.27
3	西北旺新村	北京海淀区西北旺镇	84.07	50.99	33.08
4	霸州项目	霸州市泰山东、黄河道北侧	7.50	1.97	5.54
合计		--	177.57	104.38	73.19

数据来源：公司提供

总体上看，公司房地产开发规模适中，开发项目以刚需住宅和改善性住宅项目为主，辅以少量的商业。公司在建项目区域分布集中在北京和南京地区，去库存压力不大；但在建项目百旺杏林湾和冠城大通蓝郡规模较大，公司仍将面临一定的资金支出压力。

项目销售情况

受益于公司主要项目所在的北京、南京等地区房地产市场景气度持续上升，2015 年公司签约销售面积大幅提升至 30.89 万平方米，同比增长 21.42%；但由于高价格区域销售占比下降，签约销售金额较去年减少 10.91%至 40.09 亿元。伴随公司项目结算面积的增加，公司结转收入规模也相应大幅上升至 34.75 万平方米，结转收入金额为 46.01 亿元，分别同比增长 69.76%和 9.66%。

表 5 2014~2015 年公司项目销售情况

项目	2014 年	2015 年	变化率（%）
签约销售面积（万平方米）	25.44	30.89	21.42%
签约销售金额（亿元）	45.00	40.09	-10.91%
签约销售均价（元/平方米）	17,824	12,978	-27.19%
结转收入面积（万平方米）	20.47	34.75	69.76%
结转收入（亿元）	41.96	46.01	9.66%

数据来源：公司提供

表 6 截至 2015 年底公司主要在售项目的可售面积情况（单位：万平方米）

项目名称	状态	项目位置	占地面积	总建筑面积	总可售面积	本年销售面积	累计销售面积	尚余可供出售面积
太阳星城 B 区	完工	北京东北三环之间	11.89	46.8	42.06	0.18	41.01	1.05
太阳星城 C 区	完工		5.67	34.76	31.14	0.01	31	0.14
冠城大通蓝郡	在建	南京六合区	60.74	101.25	91.12	10.73	30.62	60.5
冠城观湖湾	完工	苏州黄埭镇	7.65	25.31	20.19	4.68	15.56	4.63
冠城三牧苑	完工	福州鼓楼区	0.54	3.59	3.3	1.26	2.03	1.27
冠城大通华郡	完工	桂林建干北路	5.31	10.89	8.39	2.55	5.29	3.1
西北旺新村项目	在建	北京海淀区西北旺镇	41.66	78.77	43.91	0.17	38.13	5.78
百旺杏林湾	在建	北京中关村永丰高新技术产业基地东北侧	38.62	63.83	53.66	4.65	31.7	21.96
冠城大通珑湾	完工	苏州浒关分区	9.53	8.07	8.03	1.33	4.76	3.27
骏和棕榈湾	完工	南通市崇川区	15.5	48.05	45.46	5.24	21.27	24.19
合计	--	--	197.11	421.32	347.26	30.8	221.37	125.89

数据来源：公司提供，联合评级整理

注：西北旺新村项目中，A3地块土地用途为商业和办公，根据相关规划文件调整地上建筑面积为约19.1万平方米，该地块总可售面积尚未确定故仍暂不计入。

从可售面积看，截至2015年底，公司在售项目的尚余可售面积为125.89万平方米。公司项目可售面积充足，能够满足公司未来几年的销售；一线城市北京及重点二线城市南京可售面积总计为89.43万平方米，占总可售面积的71.04%。其中，公司冠城大通蓝郡项目和百旺杏林湾项目总可售面积分别为91.12万平方米和53.66万平方米，上述两个项目作为2016年公司重点销售项目，系通过增资或股权收购等方式取得，楼面取得均价相对较低，未来将为公司利润作出较大贡献。

总体上看，在 2015 年房地产市场分化格局愈发明显的环境下，公司主要布局区域房地产市场发展态势良好，受益于此，公司签约销售面积增长较大，但由于高毛利区域结算占比下降，签约销售均价较低，公司签约销售金额同比下降。公司在售项目的可售面积较大，能够满足公司未来几年的销售，在售项目主要分布在一线城市和重点二线城市，去化压力不大。

3. 漆包线业务

采购情况

公司漆包线业务生产所需的主要原材料为铜杆和漆，其中铜杆是最主要的原材料，铜杆的采购成本占总采购成本比重的 90%以上，稳定原材料供给来源以及确定采购价格对公司漆包线业务的盈利有着重要的影响。2015 年铜杆采购均价为 3.66 万元/吨，同比上年下滑 16.35%，铜杆采购量为 62,155.26 吨，同比下降 3.65%，主要系 2015 年铜的价格波动以及漆包线下游行业需求减少导致对原材料的需求减少所致。

表 7 近两年公司主要原材料采购情况

项目	2014 年	2015 年	增长率 (%)
铜杆采购量 (吨)	64,509.64	62,155.26	-3.65
铜杆采购均价 (元/吨)	43,762.12	36,607.35	-16.35
漆采购量 (吨)	5,685.82	5,452.24	-4.11
漆采购均价 (元/吨)	15,679.98	17,030.68	8.61

资料来源：公司提供

总体看，公司漆包线业务主要原材料为铜杆，2015 年铜的价格出现大幅下降，对漆包线业务的利润产生了较大影响。

产销情况

2015 年，受漆包线下游行业需求减少及铜价波动影响，公司漆包线业务实现产量 6.14 万吨，同比减少 4.21%；实现销售量 6.14 万吨，同比减少 5.54%；实现主营业务收入 26.48 亿元，同比减少 17.58%；实现净利润 5,011.59 万元，同比下降 11.40%。但江苏大通漆包线生产基地因变频线市场份额不断扩大，各项主要经济指标较上年同期均略有增长。

2015 年，公司漆包线业务主要由福州漆包线生产基地和江苏大通漆包线生产基地完成。其中，福州漆包线生产基地共完成漆包线产量 3.08 万吨，同比减少 10.72%；实现销售量 3.10 万吨，同比减少 11.68%；实现主营业务收入 13.37 亿元，同比减少 23.14%；实现净利润 2,430.13 万元，同比下降 31.26%。江苏大通漆包线生产基地共完成漆包线产量 3.06 万吨，同比增加 3.38%；实现销售量 3.04 万吨，同比增加 1.67%，其中变频线销量增长了 44%；实现主营业务收入 13.11 亿元，同比减少 11.02%；实现净利润 2,596.19 万元，同比上升 7.60%。

表 8 2014~2015 年公司漆包线业务产销情况

项目	2014 年	2015 年
年产能 (万吨)	7.00	7.00
产能利用率 (%)	91.57	87.71
实际产量 (万吨)	6.41	6.14
产销率 (%)	101.40	100
实际销量 (万吨)	6.50	6.14
平均销售价格 (元/吨)	49,429.84	43,127.04

资料来源：公司提供

总体看，受福州漆包线生产基地部分设备因技术改造停工影响产量、漆包线下游行业需求的减少以及铜价的下降，2015 年公司铜杆采购均价和采购量均有大幅下降，致使公司漆包线业务的产量和平均售价出现下滑，进而导致利润出现下降。值得关注的是，漆包线业务毛利率受铜价影响较大，未来铜价的波动，可能造成公司漆包线业务毛利率的波动。

4. 其他业务

除漆包线业务和房地产开发业务外，公司尚有部分租赁收入和材料销售收入。2015 年，两项业务收入金额分别为 0.64 亿元和 0.79 亿元，分别占公司营业收入的 0.86%和 1.06%。

总体上看，公司其他业务规模不大，可为公司盈利提供一定补充。

5. 重要事项

2015 年 5 月 5 日，公司第九届董事会第二十五次（临时）会议审议通过《关于投资设立动力电池项目公司的议案》，同意公司与福建省投资开发集团有限责任公司下属子公司福建省福投新能源投资有限公司共同投资设立项目公司福建冠城瑞闽新能源科技有限公司，负责动力电池、电池组及充电技术等研发、生产、销售运营管理，该动力电池项目投资规模总额预计约人民币 20 亿元。福建冠城瑞闽新能源科技有限公司首期注册资本为人民币 0.5 亿元，公司与福建省福投新能源投资有限公司各出资 0.25 亿元，分别持有项目公司 50% 股权。

2015 年 8 月 31 日，公司召开的第九届董事会第三十一次（临时）会议审议通过《关于公司控股子公司福州大通受让朗毅有限公司持有的江苏大通 21.46% 股权的议案》，同意公司控股子公司福州大通机电有限公司以 0.44 亿元价格受让朗毅有限公司持有的公司控股子公司江苏大通机电有限公司 21.45% 股权。交易完成后，福州大通持有江苏大通 76.80% 股权，朗毅有限公司不再直接持有江苏大通股权。2015 年 11 月 18 日，江苏大通完成上述股权转让的工商变更手续。

2015 年 12 月 18 日，公司第九届董事会第四十次（临时）会议审议通过《关于对福州大通机电有限公司进行增资的议案》，同意控股子公司福州大通机电有限公司原股东通过利润转增方式及公司以现金出资方式对其进行增资，增资完成后福州大通的注册资本将由 1.36 亿元增加至人民币 4.1 亿元，公司将持有其 79.08% 股权，朗毅有限公司将持有其 20.92% 股权。2015 年 12 月 22 日，福州大通机电有限公司完成上述增资。

公司第九届董事会第三十四次（临时）会议及第四十四次（临时）会议分别审议通过《关于同意冠城投资出资入股股权投资有限合伙企业的议案》、《关于同意冠城投资与相关方签署〈福建冠城华汇股权投资有限合伙企业合伙协议〉的议案》，同意冠城投资与福建华兴汇源投资合伙企业（有限合伙）、福建省新兴产业投资管理有限公司共同发起设立福建冠城华汇股权投资有限合伙企业，其中冠城投资作为有限合伙人，出资 1.30 亿元，占注册资本的 86.66%；华兴汇源作为有限合伙人出资 0.20 亿元，占注册资本的 13.33%；新兴产业投资公司作为普通合伙人出资 1 万元，占注册资本的 0.0067%。

2015 年 11 月 18 日，公司第九届董事会第三十七次（临时）会议审议通过《关于同意冠城投资出资与相关方合作成立福建省新兴产业股权投资有限合伙企业的议案》，同意冠城投资与福建省产业股权投资基金有限公司等相关方合作，共同发起设立福建省新兴产业股权投资有限合伙企业。该股权投资有限合伙企业总出资额为 15.30 亿元，其中，冠城投资（LP）出资 7.5 亿元，占总出资份额的 49.02%；福建省产业股权投资基金有限公司（LP）出资 7.5 亿元，占总出资份额的 49.02%；丰榕投资（LP）出资 0.1 亿元，占总出资份额的 0.65%；福建中兴投资有限公司（LP）出资 0.1 亿元，占总出资份额的 0.65%；福建省新兴产业投资管理有限公司（GP）出资 0.09 亿元，占总出资份额的 0.59%；福建省创新创业投资管理有限公司（GP）出资 0.01 亿元，占总出资份额的 0.07%。

在资本市场方面，2015 年 4 月，公司完成了 18 亿元可转换公司债券的转股及赎回，其中 17.95 亿元实现了转股，有效增强了公司的资本实力，受其主要影响，公司年末净资产规模增加至 70.62 亿元；2015 年 8 月，公司向合格机构投资者成功发行了 28 亿元公司债券；2015 年 7 月，公司实施了第一期员工持股计划，健全公司长期、有效的激励约束机制，实现公司、股东和员工利益的一致性。

总体看，2015 年，公司初步布局了新能源、金融、股权投资、医疗健康业务领域，为公司实施战略转型奠定了基础；公司债的发行优化了公司债务结构，降低了综合资金成本；员工持股

计划的实施进一步完善了公司治理结构。

6. 经营关注

(1) 宏观经济形势和行业政策显著影响房地产市场的走势，近期北京市和南京市住宅价格上涨明显，未来可能面临一定的政策调整压力。

(2) 漆包线业务发展主要面对的风险包括市场整体需求不足、价格竞争激烈、下游产业技术进步对漆包线的创新研发能力提出更高要求。

(3) 由于政策扶持和市场驱动原因，动力锂电池及相关产业链的产能未来将出现较大幅度增长，可能存在市场竞争激烈及产能相对过剩的风险，公司作为新的加入者，能否在技术、人才储备、产品质量等方面实现跨越式发展存在一定的不确定性。

(4) 互联网金融业务同时具备互联网和金融的双重属性，存在作为资金中介的投融资风险及互联网风险。

7. 未来发展

2016 年，公司将实施“稳中求进、稳中求变”的发展战略，做好老主业的创新和发展，进一步加快推进转型业务的落地实施。

转型业务：在新能源业务方面，公司将继续推动动力锂电池项目落地，推进创鑫科技的整合，构建产品核心竞争力，同时进一步完善新能源产业链；在金融业务领域，公司将继续探索互联网金融业务的发展；在股权投资业务方面，公司将做好风险控制，做大做强投资业务，增添新的利润来源，同时为公司的实体产业起到项目筛选孵化作用；在医疗健康业务方面，公司将进一步探索及寻找发展医疗健康行业的方式和机会。

传统双主业：房地产业务方面，公司将坚持“大北京、大南京”区域化的扩张战略，实施精细化管理，根据市场需求做高附加值的优质产品；漆包线业务方面，公司将坚持产品创新和结构调整，继续推进以精品、新品为主导的市场拓展战略，并充分挖掘、发挥漆包线统一资产平台的作用，在生产规模、研发水平及品牌影响力等方面继续保持行业领先地位。

六、财务分析

公司 2015 年度合并财务报表已经立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2015 年，公司通过非同一控制下企业合并新增 3 家合并企业，通过投资设立新增 4 家合并企业。公司主营业务一直为房地产开发与经营和漆包线生产与销售，并未发生重大变化，财务数据具有可比性。

截至2015年底，公司合并资产总额198.89亿元，负债合计111.59亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）87.30亿元，其中归属于母公司所有者权益为70.62亿元。2015年，公司实现营业收入74.02亿元，净利润（含少数股东权益）4.55元，其中归属于母公司所有者的净利润为2.12亿元；经营活动产生的现金流量净额11.94亿元，现金及现金等价物净增加额6.58亿元。

1. 资产质量

截至2015年底，公司资产总额198.89亿元，较年初增长0.49%。从资产构成看，公司的资产仍以流动资产（占76.83%）为主，流动资产占比较高符合房地产开发企业的特征。

截至2015年底，公司流动资产合计152.81亿元，较年初增长1.63%，主要系货币资金的增加

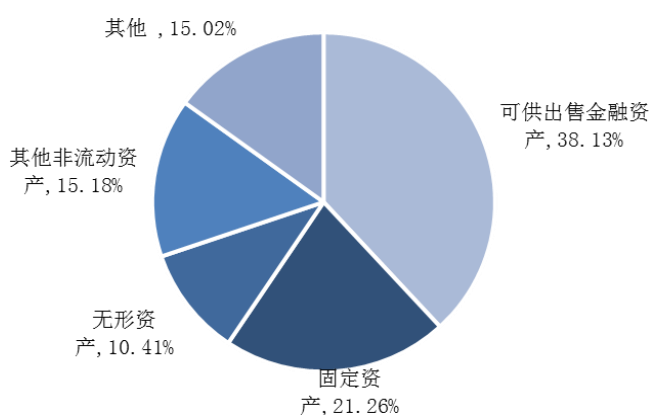
和存货的减少共同作用所致；公司流动资产主要以货币资金（占25.32%）和存货（占66.96%）为主。

截至2015年底，公司货币资金规模38.69亿元，较年初下降16.04%，主要系公司2015年公司发行债券导致现金流入所致。其中，银行存款占97.00%；其他货币资金占2.99%，主要系按揭保证金、银行承兑汇票保证金以及信用证开证保证金等受限货币资金。

截至2015年底，公司存货账面价值102.32亿元，较年初减少6.17%。具体来看，伴随公司加大开发力度，存货内部分类有所变化。其中，开发成本占比60.51%，较去年减少22.48%，开发产品占比36.41%，较上年增加43.85%，主要系南通骏和棕榈湾和苏州冠城观湖湾两个项目由开发成本转入开发产品所致。受南通房地产市场疲软及年度内推盘产品结构影响，骏和棕榈湾项目本年毛利率很低，库存住宅存在明显的跌价风险，因此，公司对南通骏和棕榈湾项目计提了1.76亿元的存货跌价准备。

截至2015年底，公司非流动资产合计46.08亿元，较年初增加8.22%，主要系长期股权投资和其他非流动资产的增加共同作用所致。公司非流动资产构成以可供出售金融资产（占比38.13%）、固定资产（占比21.26%）、无形资产（占比10.41%）以及其它非流动资产（占比15.18%）为主，如下图所示。

图3 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

其他包括：长期应收款、长期股权投资、在建工程、商誉、长期待摊费用以及递延所得税资产。

截至2015年底，公司可供出售金融资产总额为17.57亿元，较年初增加2.04%，主要系持有富滇银行股份有限公司5亿股股份以及持有北京实创科技园开发建设股份有限公司12.38%的股权，其中持有富滇银行的2.45亿股股份作为质押物质押于五矿信托向五矿信托借款合计人民币4.2亿元，截至2015年12月31日，该项贷款余额为3.78亿元。同时骏和地产（江苏）有限公司为该项借款提供连带责任保证。

截至2015年底，公司固定资产期末账面价值为9.80亿元，规模与年初基本持平。固定资产成新率为71.35%，企业固定资产较新，对扩大再生产的准备较充足。

截至2015年底，公司无形资产账面价值为4.80亿元，较年初增加2.96%，系2015年合并范围新增福建创鑫科技开发有限公司而相应转入的无形资产所致。

截至2015年底，公司的其他非流动资产金额为6.99亿元，较年初增加17.06%，主要系账龄一年以上的预付账款增加及冠城瑞闽预付厂房购置款影响所致。

总体看，2015年公司资产规模与上年基本持平，在构成上以流动资产为主，符合行业特征；

公司货币资金较为充足，存货规模较大，主要集中在北京、南京一线城市，去化压力不大；非流动资产以可供出售金融资产、固定资产、无形资产和其他非流动资产为主。公司整体资产质量较好。

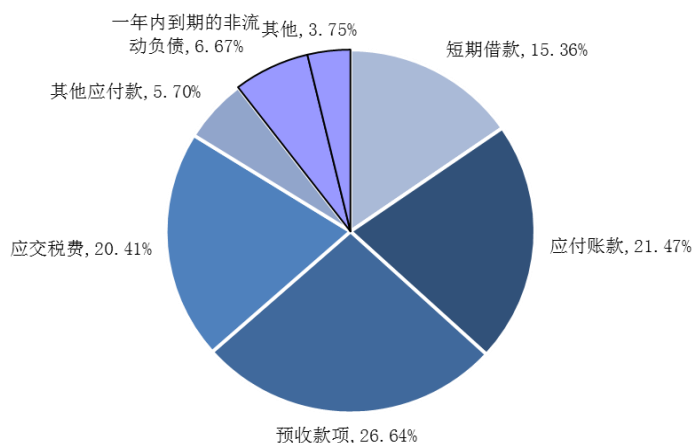
2. 负债及所有者权益

负债

截至2015年底，公司负债合计111.59亿元，较年初下降12.38%，主要系预收款项和长期借款的大幅减少所致。公司负债仍以流动负债为主（占比65%）。

截至2015年底，公司流动负债合计为72.54亿元，规模较年初下降11.00%，主要系应付票据和预收款项的减少所致。公司流动负债以短期借款（占比15.36%）、应付账款（21.47%）、预收款项（占比26.64%）、应交税费（占比20.41%）、其他应付款（5.70%）以及一年内到期的非流动负债（占比6.67%）为主，如下图所示。

图4 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

其他包括：应付票据、应付职工薪酬、应付利息以及应付股利。

截至2015年底，公司短期借款合计11.14亿元，较年初增加20.98%，主要系信用借款、保证借款的增加所致；公司应付账款合计15.58亿元，与年初基本持平；公司预收款项合计19.32亿元，较年初减少25.14%，主要系房地产项目预收售房款结算所致；公司应交税费合计14.81亿元，较年初增加23.73%，主要系应交企业所得税的增加及本年房地产结转项目增值率较高导致的计提土地增值税增加所致；公司其他应付款合计4.14亿元，较年初增加11.42%，主要系往来款、代收代缴款、工程质保金等的增加共同作用所致；公司一年内到期的非流动负债较年初减少52.61%至4.84亿元，主要系子公司骏和地产归还金融机构贷款影响所致。公司未来一年还款压力减小。

截至2015年底，公司非流动负债较年初减少14.84%至39.05亿元，主要系长期借款的大幅减少所致。公司非流动资产主要由长期借款（占比24.54%）和应付债券（70.54%）构成。

截止2015年底，公司长期借款余额9.59亿元，较年初减少64.36%，主要系子公司骏和地产、北京太阳宫归还信托贷款以及母公司部分贷款一年内到期而转入一年内到期的非流动负债影响所致，公司长期借款中，5.83亿元将于2017年到期，剩余3.76亿元将于2017年以后到期；应付债券期末余额合计27.55亿元，较年初增加59.73%，主要系公司2015年发行5年期“15冠城债”所致。

截至2015年底，公司长期债务、短期债务和全部债务分别为37.13亿元、17.62亿元和54.75亿

元，均呈下降趋势，全部债务较年初减少19.75%。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56.11%、29.84%和38.54%，均较年初有所下降，主要是公司债务大幅减少以及权益增加综合作用所致。

总体看，受发行公司债券、可转债转股以及公司归还金融机构贷款的综合影响，公司负债规模有所下降；公司债务结构有所调整；整体上看，公司债务仍处于适中水平。

所有者权益

伴随公司发行的总额 18 亿元的可转换公司债券转股以及公司股权激励计划第四次行权，截至 2015 年底，公司所有者权益合计 87.30 亿元，较年初增长 23.72%。其中，归属于母公司所有者权益为 70.62 亿元；归属于母公司所有者权益中，股本占 21.07%，资本公积占 23.91%，盈余公积占 4.94%，未分配利润占 50.10%，所有者权益构成中资本公积占比大幅上升，所有者权益结构稳定性大幅提升。

总体看，公司所有者权益增长幅度较大，资本实力有所增强，股本和资本公积合计占比大幅提高，权益结构稳定性有较大幅度提升。

3. 盈利能力

2015年，公司实现营业收入74.02亿元，较上年同期减少2.14%，主要系公司漆包线业务主要原材料铜的价格下降而致销售单价下降致使营业收入下滑所致；实现营业利润7.04亿元，同比下降41.30%；实现净利润4.55亿元，同比减少49.82%，其中，归属于母公司所有者净利润2.12亿元，同比减少71.71%，主要系年度内房地产权益结算收入较上年减少、高毛利区域结算占比下降导致房地产综合毛利率下降以及年内对南通骏和棕榈湾项目计提了1.76亿的存货跌价准备共同作用所致。骏和棕榈湾项目是公司2013年9月通过受让股权的方式获取的住宅开发项目。截至2015年12月31日，公司合并报表中与骏和地产相关的商誉余额为0.07亿元，公司在合并报表中对该商誉进行减值测试时，结合与其相关的骏和地产所有资产和负债所构成的资产组组合进行减值测试，于2015年度合并报表中计提商誉减值准备0.07亿元、存货跌价准备1.76亿元，计入当期损益。

从期间费用上看，2015年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为1.27亿元、2.01亿元和2.10亿元，较上年同期分别增长10.69%、9.68%和20.78%。其中销售费用的增加主要系公司为应对疲软的房地产市场加大营销力度，以及新设控股公司北京冠城瑞富信息技术有限公司涉足P2P业务列支的销售费用；管理费用较去年有所增加，主要系公司年度内赞助丝绸之路电影节及新增合并主体导致。财务费用同比上升较大，主要系计提公司债券利息以及部分房地产项目竣工而将其相关利息支出由资本化核算转入费用化核算所致。公司费用收入比为7.27%，较去年提高1.03个百分点，主要系三项期间费用的增加以及收入的减少共同作用所致。

盈利指标方面，公司2015年的总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为4.75%、4.96%和5.77%，同比分别下降了4.32个百分点、2.96个百分点和8.04个百分点，主要系2015年度利润的大幅减少所致。

总体看，2015年，公司漆包线业务受原材料铜价下降而致销售单价下降致使主营业务收入规模下降。受本年计提大额存货减值准备、年度内房地产权益结算收入较上年减少以及高毛利区域结算占比下降导致房地产综合毛利率下降等因素综合影响，本年度归属于上市公司股东的净利润较上年同期出现一定幅度下降。

4. 现金流

主要受房地产业务现金净流入下降以及漆包线业务营业收入下滑的影响，2015 年公司经营性现金流入为 70.17 亿元，同比减少 20.00%；同时，受购买商品、接受劳务支付的现金流减少影响，公司经营性现金流出额为 58.23 亿元，同比减少 21.43%。受上述影响，公司经营性现金净流量为 11.94 亿元，较去年下降 12.20%。由于公司漆包线业务票据结算比例提高、公司房地产业务现金净流入较上年同期减少，公司 2015 年的现金收入比为 89.11%，较去年减少 22.23 个百分点。

投资活动方面，2015 年公司投资活动现金流入量为 0.94 亿元，较去年增加 52.55%，主要系公司可供出售金融资产在持有期间取得投资收益大幅增加所致；投资活动现金流出量为 5.86 亿元，较去年减少 57.93%，主要系上年同期支付富滇银行增资扩股款影响所致。受上述影响，公司投资活动产生的现金流量净流出 4.93 亿元，较去年减少了 63.02%。

筹资活动方面，2015 年公司筹资活动现金流入为 44.97 亿元，较上年减少 36.74%，主要系取得借款收到的现金大幅减少所致；筹资活动现金流出为 45.30 亿元，较上年减少 6.28%，主要系偿还债务支付的现金大幅减少所致，2015 年公司筹资活动现金净额为-0.33 亿元，较去年减少了 101.44%。

总体看，2015 年公司房地产业务现金净流入低于去年同期，同时，发行债券以后，公司向金融机构贷款的规模大幅下降，筹资结构有所变化。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 2.11 倍和 0.70 倍，分别较上年的 1.91 倍和 0.57 倍有所提高，主要系流动负债的减少所致。截至 2015 年底，公司现金短期债务比为 2.25 倍，较年初的 1.43 倍明显提升，主要系 2015 年末货币资金增加以及应付票据和一年内到期的非流动负债的大幅减少导致的短期债务减少综合影响所致，公司现金对短期债务的覆盖程度高。整体上公司短期偿债指标均有所提高，短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2015 年，公司 EBITDA 为 10.67 亿元，主要由利润总额和计入财务费用的利息支出构成，占比分别为 72.35%和 19.85%；EBITDA 对全部债务的保障程度为 0.19 倍，较去年有所下降；EBITDA 利息倍数由上年的 3.75 倍降至 2.78 倍，主要系公司利润总额下降所致，但 EBITDA 对利息支出的保障程度仍处于较高水平。公司长期偿债能力较强。

截至 2015 年底，公司及下属公司合计获得各银行金融机构授信总额人民币 38.86 亿元，已使用银行授信总额为人民币 22.72 亿元，尚未使用额度 16.14 亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行 2016 年 4 月 8 日出具的企业信用报告，截至 2016 年 4 月 8 日，公司无未结清不良贷款或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行 2016 年 4 月 8 日出具的企业信用报告，截至 2016 年 4 月 8 日，公司存在 4.47 亿元对外担保，其中，为江苏大通机电有限公司 9 笔银行借款提供担保共计 2.22 亿元，为福州大通机电有限公司 6 笔银行借款提供担保共计 1.75 亿元，为福建省福抗药业股份有限公司 2 笔银行借款提供担保共计 0.4 亿元，为福建邵武创鑫材料有限公司 1 笔银行借款提供担保共计 0.1 亿元。截止 2015 年 12 月 31 日，公司为商品房承购人提供担保的按揭贷款总额为 38.16 亿元。

总体看，公司货币资金充足，短期和长期偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 39.60 亿元，为“15 冠城债”本金合计（28 亿元）的 1.41 倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度较好；截至 2015 年底，公司净资产达 87.30 亿元，约为本次债券本金合计（28 亿元）的 3.12 倍，公司现金类资产和净资产对债券按期偿付的保障作用较好。

从盈利情况来看，2015 年公司 EBITDA 为 10.67 亿元，约为本次债券本金合计（28 亿元）的 0.38 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 11.94 亿元，约为债券本金合计（28 亿元）的 0.43 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在区域竞争、盈利能力等方面具有较强的优势，公司对本次公司债的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，冠城大通股份有限公司受铜价下跌以及漆包线市场需求疲软、价格竞争激烈影响，漆包线营业收入有所下降，但由于漆包线高端产品的产量释放、销量增加，其毛利率水平有所提高，漆包线产品市场占有率仍保持在较高水平；受益于项目结算面积的较大增长，公司房地产营业收入稳定增长；公司完成了 18 亿元可转换公司债券的转股及赎回，其中 17.95 亿元实现了转股，有效增强了公司的资本实力；2015 年，公司有息债务规模大幅下降，债务负担明显减轻。同时，联合评级也关注到，公司盈利下降幅度较大，公司所在房地产行业受宏观经济增速下滑、房地产调控政策影响较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司在建项目地理位置较好，随着项目的陆续销售，公司的盈利较有保证，公司整体信用状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 冠城债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 冠城大通股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（万元）	197.93	198.89
所有者权益（万元）	70.56	87.30
短期债务（万元）	24.08	17.62
长期债务（万元）	44.14	37.13
全部债务（万元）	68.22	54.75
营业收入（万元）	75.64	74.02
净利润（万元）	9.07	4.55
EBITDA（万元）	14.78	10.67
经营性净现金流（万元）	13.60	11.94
应收账款周转次数（次）	11.45	11.99
存货周转次数（次）	0.49	0.49
总资产周转次数（次）	0.43	0.37
现金收入比率（%）	111.34	89.11
总资本收益率（%）	9.07	4.75
总资产报酬率（%）	7.92	4.96
净资产收益率（%）	13.81	5.77
主营业务毛利率（%）	28.95	29.25
营业利润率（%）	21.64	18.14
费用收入比（%）	6.24	7.27
资产负债率（%）	64.35	56.11
全部债务资本化比率（%）	49.16	38.54
长期债务资本化比率（%）	38.48	29.84
EBITDA 利息倍数（倍）	3.75	2.78
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.19
流动比率（倍）	1.91	2.11
速动比率（倍）	0.57	0.70
现金短期债务比（倍）	1.43	2.25
经营现金流动负债比率（%）	16.69	16.46
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.53	0.38

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。

附件 2 有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。