

跟踪评级公告

联合[2017]276号

卧龙地产集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对卧龙地产集团股份有限公司主体长期信用状况和发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

卧龙地产集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

卧龙地产集团股份有限公司发行的“13 卧龙债”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年四月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

卧龙地产集团股份有限公司 公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA- 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA- 评级展望: 稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
13 卧龙债	6 亿元	5 年	AA	AA	2016 年 6 月 8 日

跟踪评级时间: 2017 年 4 月 14 日

主要财务数据

发行人

项 目	2015 年	2016 年
资产总额(亿元)	44.02	41.15
所有者权益(亿元)	16.31	16.76
长期债务(亿元)	12.00	5.98
全部债务(亿元)	13.00	5.98
营业收入(亿元)	15.30	14.03
净利润(亿元)	0.61	0.81
EBITDA(亿元)	1.41	1.36
经营性净现金流(亿元)	4.71	8.66
营业利润率(%)	15.62	15.83
净资产收益率(%)	3.74	4.90
资产负债率(%)	62.94	59.27
全部债务资本化比率(%)	44.36	26.29
流动比率(倍)	2.70	2.15
EBITDA 全部债务比(倍)	0.11	0.23
EBITDA 利息倍数(倍)	1.58	2.00
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.23	0.23

担保方

项目	2014 年	2015 年	2016.09
资产总额(亿元)	184.98	232.55	247.55
所有者权益(亿元)	63.95	72.28	77.44
营业收入(亿元)	108.51	151.44	99.38
净利润(亿元)	6.90	5.38	3.77
资产负债率(%)	65.43	68.92	68.72
EBITDA/待偿本金合计(倍)	2.29	2.38	1.87

注: 1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

2016 年, 卧龙地产集团股份有限公司(以下简称“公司”或“卧龙地产”)放缓了开发节奏, 新开工面积有所下降; 同时加大了去库存力度, 签约销售规模有所增加; 对长期借款进行了偿付, 使得债务规模大幅下降。同时, 联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)也关注到 2016 年房地产调控政策趋严以及公司收购天津卡乐互动科技有限公司进行业务转型存在一定不确定性等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来, 随着公司房地产项目的陆续竣工和结转, 公司整体经营状况有望保持稳定。

“13 卧龙债”由卧龙控股集团有限公司(以下简称“卧龙集团”或“集团”)提供全额不可撤销连带责任保证担保。2016 年, 卧龙集团经营情况良好, 其担保对提升“13 卧龙债”的信用水平仍具有积极作用。

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

优势

1. 2016 年末, 公司在建及拟建项目具备一定规模, 能够为公司持续开发经营提供支撑。

2. 2016 年末, 公司经营活动现金流状况较好、债务规模大幅减少, 债务负担仍属适中水平。

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

关注

1. 2016 年房地产市场形势错综复杂, 房地产市场整体呈现出明显分化态势, 行业整体发展存在不确定性。

2. 2016年，随着公司新开工面积和竣工面积大幅下降，未来开发节奏存在放缓迹象，需要关注公司去库存情况。

3. 2016年，公司在建项目仍然集中在武汉、绍兴和清远，区域集中度较高。

4. 2017年3月，公司发布公告称将对天津卡乐互动科技有限公司进行收购，未来需要关注此事件对公司业务状况影响以及公司未来发展战略的变化。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

李 镝

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：  李钲

联合信用评级有限公司

一、主体概况

卧龙地产集团股份有限公司（以下简称“公司”或“卧龙地产”），原名“黑龙江省牡丹江新材料科技股份有限公司”，是经黑龙江省经济体制改革委员会“黑体改复[1993]479号文”批准，由牡丹江水泥集团有限责任公司、黑龙江省达华经济贸易公司、哈尔滨市建筑材料总公司、黑龙江省交通物资公司及黑龙江省建筑材料总公司共同发起，采用定向募集方式于1993年7月设立的股份有限公司，设立时注册资本15,000万元。1999年3月，经中国证券监督管理委员会“证监发行字[1999]27号文”批准，公司发行社会公众股8,000万股，发行完成后总股本增至23,000万元。同年4月15日上述社会公众股票在上海证券交易所挂牌上市，股票代码：600173，股票简称：牡丹江。2007年1月，牡丹江水泥集团有限责任公司将持有的公司5,511.96万股国有法人股股权进行公开司法拍卖，并由浙江卧龙置业集团有限公司（已更名为浙江卧龙置业投资有限公司，以下简称“卧龙置业”）竞拍取得。同年2月，公司与卧龙置业进行重大资产置换，并定向发行10,000万股人民币普通股用于购买卧龙置业的相关资产，公司注册资本增加到33,000万元。同年9月，公司更名为“浙江卧龙地产股份有限公司”。资产置换后公司经营范围变更为：房地产开发与经营，建筑工程、装饰装潢工程设计、施工，物业管理。2008年1月，公司更名为“卧龙地产集团股份有限公司”，并换领了企业法人营业执照，股票简称变更为：ST卧龙。2008年2月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”。此后公司经过一次定向增发和一次公开增发，截至2010年底，公司总股本72,514.75万元。

截至2016年底，公司总股本72,514.75万股，实际控制人为陈建成先生和陈嫣妮女士父女，合计持有公司44.49%的股权，经营范围无变化。截至2016年底，公司在职员工295人。

截至2016年底，公司合并资产总额41.15亿元，负债合计24.39亿元，所有者权益（含少数股东权益）16.76亿元，其中归属于母公司所有者权益16.75亿元。2016年，公司实现营业收入14.03亿元，净利润（含少数股东损益）0.81亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润0.81亿元；经营活动产生的现金流量净额8.66亿元，现金及现金等价物净增加额0.63亿元。

公司注册地址：浙江省绍兴市上虞区经济开发区；法定代表人：陈嫣妮。

二、债券发行及募集资金使用情况

2014年4月，经中国证监会证监许可[2014]398号文核准，公司获准公开发行6亿元公司债券。2014年9月23日，公司成功发行“卧龙地产集团股份有限公司2013年公司债券”，发行规模6亿元，票面利率为9.07%，债券期限为5年，已于2014年10月23日在上海证券交易所上市（债券代码：122327.SH，债券简称：13卧龙债）。截至2016年底，公司已投入“城中村”改造还建房建设项目40,000万元，投入保障性住房代建项目19,520.00万元，余额0.00万元，上述募集资金使用情况与募集说明书承诺的用途、使用计划保持一致。“13卧龙债”每年付息一次，2016年9月23日支付了自2015年9月23日至2016年9月22日期间的利息，付息情况正常。

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

三、行业分析

公司主营业务是房地产开发销售与商业物业租赁，属于房地产行业。

1. 行业概况

2016年以来,房地产市场有所回暖,全国房地产开发投资102,581亿元,比上年名义增长6.9%(扣除价格因素实际增长7.5%)。其中,住宅投资68,704亿元,同比增长6.4%,增速提高0.4个百分点,住宅投资占房地产开发投资的比重为67.0%。办公楼投资6,532.60亿元,同比增长5.20%。商业营业用房投资15,837.53亿元,同比增长8.42%。受市场需求及全国去库存政策效用显现影响,2015年开始,一线和三线城市投资同比增速出现明显背离,表明房地产开发商对市场分化存在共识,投资更倾向于一线经济发达城市;但2016年开始,一二三线城市投资增速开始趋同,一线城市投资增速放缓,二线城市自年初开始投资增幅增长,三线城市投资受去库存及市场预期影响增长有所滞后。受一线城市土地供应限制及限购政策从严等因素限制,未来可能再度出现一线走低、三线走高的背离局面。

作为房地产市场景气度的前导指标,2016年房地产开发投资增速的再度上扬预示房地产开发商对未来房地产市场保持乐观态度及未来可售房源的增长。

2016年,房地产开发企业房屋施工面积758,975万平方米,比上年增长3.2%;其中,住宅施工面积521,310万平方米,增长1.9%。房屋新开工面积166,928万平方米,增长8.1%,增速提高0.5个百分点。其中,住宅新开工面积115,911万平方米,增长8.7%。房屋竣工面积106,128万平方米,增长6.1%,增速回落0.3个百分点。其中,住宅竣工面积77,185万平方米,增长4.6%。

2016年,房地产开发企业到位资金144,214.05亿元,同比增长15.18%。其中,国内贷款21,512.40亿元,增长6.42%;利用外资140.44亿元,下降52.64%;自筹资金49,132.85亿元,增长0.19%;其他资金73,428.37亿元,增长31.94%,占比50.92%,较2015年提高了6.46个百分点。在其他资金中,定金及预收款41,952.14亿元,增长29.00%;个人按揭贷款24,402.94亿元,增长46.46%。2016年房地产开发企业到位资金中,其他资金的占比明显提升,按揭贷款增速大幅上涨,个人购房杠杆率提高。

2017年3月17日下午,北京市多部门发布楼市调控新政。规定购买普通二套房的首付比例不低于60%,购买非普通二套房的首付款比例不低于80%;在确定购房套数时,采用“认房又认贷”的原则。政策即时生效。同时,部分三四线城市限购说明其进入了“去库存”和“控房价”双轨并行的模式,但去库存依然是三四线城市核心要务,限购也主要针对局部区域。

总体看,2016年房地产行业整体有所回暖,投资、开发面积和到位资金等重要指标同比均有所提升,但是进入2017年以来调控政策明显趋严。

2. 行业供需

土地供应方面,受到2015年“去库存”政策的影响,2016年房地产开发企业土地购置面积22,025万平方米,同比下降3.4%;土地成交价款9,129亿元,增长19.8%,增速回落1.6个百分点。2016年中国土地成交宗数为64,502宗,同比下降10.71%;土地成交面积为188,102.22万平方米,同比下降6.08%;土地成交价款共34,637.32亿元,同比增长22.45%。2016年,随着房地产市场不断升温,房价不断升高,同时部分城市土地供应收缩,导致“地王”频现;2016年9月,100大中城市成交土地溢价率为80.10%,达到峰值,在“十一”前后,为抑制部分城市房价的持续上涨,一线和部分二线热点城市相继出台了调控政策,主要是限购限贷,减少投机性的购房需求,成交土地溢价率有所下降,2016年底,成交土地溢价率为27.38%。

销售方面,2016年随着房地产市场不断升温,商品房销售面积157,349万平方米,比上年增长22.5%;其中,住宅销售面积增长22.4%,办公楼销售面积增长31.4%,商业营业用房销售面积

增长 16.8%。商品房销售额 117,627 亿元，增长 34.8%，增速回落 2.7 个百分点；其中，住宅销售额增长 36.1%，办公楼销售额增长 45.8%，商业营业用房销售额增长 19.5%。我国房价刚性较强，2010 年至今一直处于波动上升的态势，2016 年 12 月，百城住宅平均价格 13,035 元/平方米，已达到历史高点。

去化方面，截至 2016 年 12 月底，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，比上年末下降 3.2%。而待售面积仅仅是指已经竣工的建筑面积，还有大量已经开工尚未竣工的面积。2015 年前 11 个月，中国新开工房屋 140,569 万平方米，新房还在不断涌入市场。基于该数据测算，中国商品住房总库存达 39.96 亿平方米，现房库存去化周期 23 个月，期房库存需 4.5 年来消化。

总体看，受“去库存”政策影响，2016 年房地产开发企业购置面积和土地成交面积较上年有所下降，2016 年上半年成交土地溢价率总体快速上涨，下半年有所回落；商品房销售面积较 2015 年有所回升，住宅销售均价回升趋势明显，待售面积同比略有下降，但弱三四线城市去化压力仍较大。

3. 行业政策

2016 年 2 月，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。6 月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

2016 年下半年，随着房地产市场持续升温，新一轮限购政策出台，限制投资投机性购房，意图明显，随后年末中央经济工作会议上，政府明确提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，进一步对未来房地产市场发展方向提出明确定位。在此背景下，2016 年 9~10 月初，各地政府密集出台多项房地产调控政策，包括北上广深等一线城市，也包括南京、合肥等热点城市以及无锡、佛山等三线城市。房地产市场呈现明显分化特征，因此本轮调控也因城施政，目前政策的出台均系抑制热点城市的房地产投资投机性增长，具体到不同城市，则显现出明显的思路分化：一线城市调控最为严厉，重点在于抑制投机、去杠杆、同时保证刚需住宅的供应，深圳大幅提高二套房首付比例、提高社保缴纳标准等，均为历史最严；厦门、南京、武汉等城市二套房首付比例大幅提升，以上城市大幅提高二套房首付比例，对本地逐渐升温的房地产投资情绪起到重要的抑制作用，同时有效降低杠杆，预防由此导致的金融风险；其它城市根据各地房地产特殊情况作出针对性调整，并预防未来投资投机性购房增长。

同时，此轮限购政策在土地供应方面也提出要求，对于出现库存短缺的一线城市及部分供应收缩的热点二线城市，加大土地供应，以缓解自 2016 年开始该类城市的土地持续收缩，解决短期供应减少带来的房价急剧增长。但从全国范围来看，房地产整体在建和待售面积仍处于高位附近，房地产“去库存”过程并未结束，而是尚处于起步阶段，本轮政策调控本质上是对全面去库存政策的局部修正。

此外，2016 年 9 月，政府出台严控房地产企业发债的审批政策，收缩融资渠道，控制投资节奏和开发商借款比率。10 月 12 日央行召集多家银行召开商业银行住房信贷的会议，要求各商业银行理性对待楼市的同时，加强信贷结构调整，在强化住房信贷管理的同时控制好相关贷款风险；随后上海市银监局也对管辖内银行发出房贷的风险警示，可视为信贷政策的定向收紧。10 月 21 日，银监会召开三季度经济金融形势分析会，提出要严控房地产金融业务风险，包括严禁违规发

放或挪用信贷资金进入房地产领域；严禁银行理财资金违规进入房地产领域等。这些政策都旨在防范房地产高杠杆蔓延为整体市场金融风险，可视作本轮调控中定向的供给侧配套政策。

2016年12月中央经济工作会议进一步强调，要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，既要抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落，对未来房地产市场发展方向提出了明确的要求。

2017年3月17日，北京市住建委、北京银监局等四部门联合发布《关于完善商品住房销售和差别化信贷政策的通知》，恢复“认房又认贷”的政策，并明确暂停发放期限在25年以上的房贷，其中所涉及的差别化信贷政策将从3月17日开始正式执行。该规定：居民家庭名下在本市无住房且无商业性住房贷款记录、公积金住房贷款记录的，购买普通自住房的执行现行首套房政策，即首付款比例不低于35%，购买非普通住房的首付款比例不低于40%（两限房等政策性住房除外）。居民家庭名下在北京已拥有一套住房，以及在北京无住房但有商业性住房贷款记录或公积金住房贷款记录的，购买普通自住房的首付款比例不低于60%，购买非普通自住房的首付款比例不低于80%。

表1 2016年房地产行业新出台主要政策

政策出台时间	政策类别	政策内容	影响判断
2016年2月2日	信贷政策	不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点	刺激需求，加大地方调整自主权，分化调控
2016年2月19日	税收政策	从2016年2月22日起，对个人购买家庭首套房和改善性住房的，按不同税率减征契税（不适用于北、上、广、深四城市）	持续刺激需求
2016年6月3日	指导性政策	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》	持续刺激需求
2016年9月30日	限购政策、信贷政策	2016年9月30日至2016年10月中旬，已有21个城市出台相关房地产限购限贷政策	抑制投资购房需求，调整房地产快速增长预期
2016年12月14日	指导性政策	中央经济工作会议强调，要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位	保障刚性需求，抑制投资性购房
2017年3月17日	信贷政策	规定购买普通二套房的首付比例不低于60%，购买非普通二套房的首付款比例不低于80%。	抑制投资性购房

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，本轮限贷限购政策重在减缓一二线城市房价上涨幅度，打压投资投机性行为，是对全面去库存政策的局部纠偏，本轮调控政策对房价的涨幅抑制作用已初步显现，2016年中央经济工作会议则对未来房地产发展方向提出明确要求。

4. 行业关注

发债规模激增，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。由于近年来政府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；2016年，房地产行业总体发债规模为9,663.05亿元，较2015年增长46.38%，房企融资环境明显改善，资产百亿房企公司债发行量持续提升；另外，2015年由于国内资本融资环境向好，海外上市资产百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元，处于历史最高水平。

房地产调控政策再度趋严

进入2016年，我国房地产调控政策再度趋严，全国各个城市陆续出台从限购、限价和限贷三

个方面对房地产行业进行调控。自 2016 年 9 月 30 日至今，全国已有 45 个以上城市出台了各种房地产调控政策 140 余次，封堵投资客炒房。不排除此轮调控会有后续更加严厉政策继续出台的可能性，房地产行业再度面临进入行业紧缩期的可能。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观，去库存已成为目前三四线区域性房地产市场调控的核心任务之一。

房企利润率普遍下滑

目前，房地产企业的利润已经达到一定饱和，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，地价占比逐渐攀升；地产商所获利润的 60% 需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

房企公司债暂停发放

目前，证监会停滞房地产企业发放公司债，房企公司发债融资审批从严，对拟发公司债的房地产企业执行“基础范围+综合评价指标”的分类监管标准，对符合基础范围要求的房地产企业，通过综合指标评价进一步再划分为正常类、关注类和风险类。需关注房地产企业现金流平衡与再融资的维系。

5. 未来发展

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。

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性是成为关键投入，技术性投入比重加大。

总体看，短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要；长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、管理分析

2016年10月，公司独立董事黄速建离职，除此之外公司无重大管理变更事项，公司相关管理架构、管理制度延续以往模式，核心技术人员无变动。

五、经营分析

1. 经营概况

2016年，公司实现主营业务收入14.03亿元，较上年下降8.30%，主要系结转面积下降所致。分业务来看，公司房地产销售业务收入较上年下降8.29%至13.79亿元，占公司2016年主营业务收入的98.50%；物业管理业务实现收入0.20亿元，较上年下降3.79%。

从毛利率变化情况来看，房地产销售业务毛利率较上年下降3.49个百分点至22.28%，主要系结转收入的产品结构变化。

表2 2015~2016年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2015年			2016年			收入变化	毛利率变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
房产销售	150,396.01	98.53	25.77	137,921.22	98.50	22.28	-8.29	-3.49
物业管理	2,052.73	1.34	13.55	1,974.88	1.41	17.91	-3.79	4.36
其他	185.82	0.12	40.23	65.38	0.09	81.27	-64.82	41.04
合计	152,634.56	100.00	25.62	139,961.48	100.00	22.25	-8.30	-3.37

资料来源：公司年报

总体看，2016年受结转面积下降影响，公司主营业务收入有所下降，毛利率水平也有所下降。

2. 业务运营

公司业务运行模式未发生改变，继续立足于二三线城市，开发住宅为主，继续以销售为龙头，公司主要项目集中在武汉、清远、绍兴三个区域。其中墨水湖置业、清远五洲和天香南园的项目正在热销中。

项目储备情况

2016年，公司未取得新增土地。公司土地面积约30.14万平方米。公司项目主要分布在经济相对发达的二、三线城市，刚性需求潜力较大，为公司持续开发经营提供了良好的基础。截至2016年底，公司持有待开发土地的区域及土地面积见下表所示：

表3 截至2016年底公司土地储备情况（单位：平方米）

序号	持有待开发土地的区域	持有待开发土地面积	规划计容建筑面积
1	绍兴	48,605.00	77,768
2	清远	213,019.68	680,872
3	青岛	39,734	39,734

资料来源：公司年报

总体看，2016年，公司侧重现有项目去化，未获取新的土地储备；公司目前土地储备能满足公司未来几年的开发需求。

项目建设情况

2016年，公司放缓了开发节奏，如下表所示，2016年公司新开工面积14.60万平方米，较上年下降65.20%，主要系公司主要在上一年已开工地块进行集中开工所致；2016年公司竣工面积18.77万平米，较上年下降43.31%，主要系公司2013~2015年新开工面积较少且地块集中开发所致。截至2016年末，公司在建项目面积83.38万平米，较上年末减少4.17%。

表4 2015~2016年公司项目开发建设情况

项目	2015年	2016年
当期新开工面积(万平方米)	41.96	14.60
当期新开工项目数量(个)	3	2
期末在建面积(万平方米)	87.55	83.38
期末在建项目数量(个)	3	4
当期竣工面积(万平方米)	33.11	18.77

数据来源：公司提供

从区域分布来看，公司在建项目主要分布在浙江省绍兴市、湖北省武汉市、广东省清远市，集中度较高。总建筑面积391.66万平方米，期末在建建筑面积83.38万平方米，2016年建设投入共8.18亿元，较上年减少18.49%，如下表所示：

表5 2016年房地产开发投资情况（单位：平方米、万元）

序号	地区	项目	经营业态	在建项目/新开工项目/竣工项目	项目用地面积(平方米)	项目规划计容建筑面积	总建筑面积	在建建筑面积	已竣工面积	2016年实际投资额
1	绍兴	天香华庭	住宅、商业	竣工项目	430,061.00	369,126.26	424,225.00	0.00	424,225.00	2,079.80
2	绍兴	绍兴卧龙	住宅、商业	竣工项目	139,212.00	257,521.00	310,385.00	0.00	310,385.00	375.82
3	清远	清远五洲	住宅、商业	在建项目	517,427.00	1,410,339.00	1,679,035.00	252,009.00	495,126.00	17,212.88
4	绍兴	标准厂房	工业	竣工项目	31,911.00	38,372.62	38,372.62	0.00	38,372.62	0.00
5	武汉	耀江神马	住宅、商业	竣工项目	236,375.00	457,953.00	530,357.00	82,665.00	447,692.00	5,716.66
6	武汉	墨水湖置业	住宅、商业	在建项目	154,030.00	438,728.00	528,248.00	239,328.00	288,920.00	29,476.70
7	青岛	青岛嘉原盛	商业	新开工项目	39,734.00	39,734.00	47,734.00	0.00	0.00	2.00
8	绍兴	两湖置业	住宅	新开工项目	48,605.00	77,607.00	98,474.00	0.00	0.00	0.00
9	绍兴	天香南园	住宅、商业	在建项目	80,743.00	201,857.00	259,798.00	259,798.00	0.00	26,894.56
合计	--	--	--	--	1,678,098.00	3,291,237.88	3,916,628.62	833,800.00	1,715,800.62	81,758.42

数据来源：公司年报

总体看，2016年，公司放缓了开发节奏，新开工面积和竣工面积大幅下降；公司目前在建项目尚需投资规模共计40~50亿元，面临较重的资金压力。

项目销售情况

2016年，公司加快存货去化，通过完善营销人员考核激励制度激发营销人员的工作积极性，通过分销、网络销售等多样化渠道完善公司的营销网络，通过主动出击的方式获取不少新客户；同时公司紧抓销售节点管理，重点项目如期开盘，如墨水湖置业G16、G17、二期别墅取得预售

证并如期开盘，上虞天香南园项目 1#、7#、9#楼如期开盘，超额完成全年既定目标。2016 年公司实现签约销售面积 25.45 万平方米；签约销售金额 18.36 亿元，同比增加 9.94%；销售均价较上年上升 9.09%。

表 6 2015~2016 年公司房地产销售情况

项目	2015 年	2016 年
签约销售面积(万平方米)	25.40	25.45
签约销售金额(亿元)	16.70	18.36
签约销售均价(万元/平方米)	0.66	0.72
结转收入面积(万平方米)	24.80	18.66
结转收入(亿元)	15.30	13.79

资料来源：公司提供

从 2016 年末公司在售项目的销售情况来看（如下表所示），公司旗下项目中，绍兴卧龙、标准厂房已经进入销售尾声，清远五洲项目、耀江神马项目、墨水湖置业项目、天香南园项目尚有较多待售面积，是未来几年公司销售收入的主要来源。青岛嘉原盛、两湖置业和尚处于规划中。

表 7 截至 2016 年末公司在售项目情况（单位：万元，平方米）

项目	期内结转金额	累计结转金额	剩余可结转金额	期内结转面积	累计结转面积	剩余可结转面积
天香华庭	3,265.76	258,589.54	9,620.71	3,912.57	413,862.43	10,362.57
绍兴卧龙	3,247.36	141,048.05	855.58	6,306.52	309,081.95	1,303.05
清远五洲	30,631.89	155,780.49	33,595.55	68,569.60	336,566.83	1,342,468.17
标准厂房	0.00	3,596.62	300.00	0.00	35,818.83	2,553.79
耀江神马	6,901.75	227,274.91	126,910.36	4,922.05	446,734.98	83,622.02
墨水湖置业	93,826.84	190,708.49	261,957.98	102,848.77	230,952.95	297,295.05
青岛嘉原盛	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	47,734.00
两湖置业	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	98,474.00
天香南园	0.00	0.00	168,869.03	0.00	0.00	259,798.51
合计	137,873.60	976,998.10	602,109.21	186,559.51	1,773,017.97	2,143,611.16

资料来源：公司提供

注：尚未结转金额：清远部分、青岛、两湖因规划还未定，很难测算尚未结转金额，上表中尚未结转金额是根据 16 年末已开盘但尚未销售的存货金额，仅供参考。剩余可结转面积是包括未开发的项目建筑面积。

从 2016 年末公司可供出售面积来看（如下表所示），公司旗下项目天香南园、清远五洲、墨水湖置业可供出售面积较大，按照目前销售及完工进度看，基本能够满足 2017 年销售需要。

表 8 截至 2016 年末公司可供出售房地产情况（单位：平方米）

序号	地区	项目	经营业态	可供出售面积	已预售面积
1	绍兴	天香华庭	住宅、商业	9,239	3,912.29
2	绍兴	天香南园	住宅、商业	52,105.05	23,244.58
3	绍兴	绍兴卧龙	住宅、商业	853.26	7,377.54
4	清远	清远五洲	住宅、商业	13,820.09	67,980.15
5	武汉	耀江神马	住宅、商业	2,591	3,745.18
6	武汉	墨水湖置业	住宅、商业	49,339.47	114,220.98
合计	--	--	--	127,948.00	220,481.00

资料来源：公司年报

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

房产出租情况

2016年，公司房产出租收入合计206.55万元，出租收入较2015年增长5.82%，主要是租金上涨和租赁面积增加所致，主要由清远五洲、天香华庭组成。

表9 截至2016年底公司房产出租情况（单位：平方米，万元，%）

序号	地区	项目	经营业态	出租面积	租金收入	是否采用公允价值计量模式	租金收入/房地产公允价值
1	清远	清远五洲	商业	9,970.87	116.90	是	2.82
2	清远	清远五洲	商业	4,716.63	64.89	否	不适用
3	清远	清远五洲	商业	159.76	7.66	否	不适用
4	绍兴	天香华庭	商业	1,423.36	17.10	否	不适用
合计	--	--	--	16,270.62	206.55	--	--

资料来源：公司年报

总体看，公司房地产出租的位置较稳定，租金小幅增长。

3. 重大事项

2017年3月21日，公司发布公告，称公司拟向交易对方西藏道临信息科技有限公司、完美世界（北京）数字科技有限公司、堆龙鸿晖新材料技术有限公司、上海并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）、共青城立德投资管理合伙企业（有限合伙）、上海中平国瑀并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）、新余市君展宏图投资中心（有限合伙）、鹰潭市锦深投资（有限合伙）企业、西藏盛格网络科技有限公司、新余汇鑫资产管理中心（有限合伙）等10家企业发行股份及支付现金购买其合计持有的标的公司天津卡乐互动科技有限公司（以下简称：“天津卡乐”或“标的公司”）100%股权；并向公司发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过14.71亿元，在扣除发行费用后用于支付本次交易的现金对价。经各方协商，标的公司100%股权作价初步确定为53.3亿元，其中，39.39亿元以非公开发行股份方式支付，13.91亿元以现金支付。本次交易不会导致公司实际控制人发生变更。

天津卡乐是一家以游戏研发和发行为目的的软件服务企业。截至2017年1月底，天津卡乐净资产6.22亿元；天津卡乐2016年实现净利润3.12亿元。天津卡乐下属日本公司SNK拥有拳皇、侍魂、合金弹头等IP资源。

公司借助天津卡乐在IP资源、游戏研发以及发行领域的优势，有望打造地产和游戏产业的双主业运营模式。

总体看，天津卡乐将成为公司的全资子公司，但是发行股票和收购尚存在一定不确定性。

5. 经营关注

公司在建项目规模较大，转型期存在去化压力

目前公司在建项目分布于武汉、清远、绍兴三个区域，2015~2016年在建项目总面积维持在较高水平，存在去化压力。

公司新开工面积和竣工面积大幅下降，后续尚需投资额仍属较大

公司新开工项目主要集中在武汉和清远，而其余位于绍兴和青岛待开发土地和位于清远待建面积仍较大，2016年多个老项目开发和竣工接近尾声导致新开工面积和竣工面积同时大幅下降，待开发土地和待建项目若全部建设完成，后续尚需投资额仍属较大。

公司计划收购天津卡乐，未来存在管理经营风险

公司管理层没有经营网络游戏等互联网文娱产业的经验，互联网文娱产业与房地产行业存在较大差异，现有公司管理层可能无法同时兼顾两条业务线。

6. 未来发展

公司深入研究各项政策及行业发展趋势，继续立足于二、三线城市，坚持抢抓订单不动摇，加快存货去化；严控项目成本，在保证项目质量的前提下减少各项成本费用；进一步完善内部管理体系，加快信息反应速度，提高工作效率；优化员工结构，提高员工综合素质，打造一支管理水平高、专业技能强、市场反应快的管理团队。

2017年，公司预计营业收入15.88亿元，新开工面积7.77万平方米，竣工面积30.45万平方米，保障业绩稳定增长。

总体看，公司未来经营状况稳定，业务朝多元化发展。

六、财务分析

公司2016年度合并财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2016年公司的合并范围无变化，财务数据可比性较强。

截至2016年底，公司合并资产总额41.15亿元，负债合计24.39亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计16.76亿元，其中归属于母公司所有者权益16.75亿元。2016年，公司实现营业收入14.03亿元，净利润（含少数股东损益）0.81亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润0.81亿元；经营活动产生的现金流量净额8.66亿元，现金及现金等价物净增加额0.63亿元。

1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额41.15亿元，较年初下降6.52%，主要是流动资产减少所致。

截至2016年底，公司流动资产39.18亿元，较年初下降6.52%，主要系应收账款下降所致；流动资产主要由存货和货币资金（占比分别为67.86%和26.10%）构成。截至2016年底，公司货币资金规模10.23亿元，较年初增长6.59%，其中银行存款占99.93%，其他货币资金余额50.00万元，为使用权受到限制的商铺按揭贷款备偿金，受限比率较低。截至2016年底，公司应收账款余额1.03亿元，较上年末减少65.14%，主要系收到土地回购款、房款所致；按照账龄计提坏账准备的应收账款中，一年以内的占94.13%，不能收回的可能性较小，共计提了125.14万元坏账准备。截至2016年底，公司存货账面价值26.59亿元，较上年末减少2.70%，其中拟开发土地、开发产品和开发成本各占12.90%、18.36%和67.58%，公司已对存货计提了844.99万元存货跌价准备，较年初有所减少，主要是开发产品跌价准备，公司计提跌价准备存货主要位于绍兴。

截至2016年底，公司非流动资产1.97亿元，较年初下降6.36%，主要系可供出售金融资产和投资性房地产减少所致；主要由可供出售金融资产（占16.68%）、投资性房地产（占22.36%）、商誉（占11.89%）、递延所得税资产（占5.12%）和其他流动资产（占39.38%）构成，构成及科目与上年相比均变化不大。

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

2. 负债及所有者权益

负债

截至2016年底，公司负债合计24.39亿元，较年初下降11.97%，主要系长期借款减少所致；其中流动负债占比74.70%，非流动负债占比25.30%，流动负债占比较年初大幅上升18.76个百分点。

截至2016年底，公司流动负债规模较年初增长17.54%，主要系预售房款增加导致预收款项增加所致；主要由应付款项（占比29.16%）、预收款项（占比56.74%）和应交税费（占比11.07%）构成。截至2016年底，公司应付账款余额5.31亿元，较年初增加21.58%，主要是公司暂估应付工程款增加所致；公司预收款项余额10.34亿元，较年初增加69.65%，主要系公司预售墨水湖置业、天香南园房款增加所致；公司应交税费2.01亿元，较年初减少41.41%，主要系应交企业所得税减少所致。

截至2016年底，公司非流动负债较年初大幅减少49.44%至6.17亿元，主要系长期借款减少所致。截至2016年底，公司长期借款余额0.02亿元，较年初减少99.67%，主要系公司对长期借款进行偿还所致；截至2016年底，公司应付债券期末余额5.96亿元，为“13卧龙债”。

截至2016年底，公司全部债务5.98亿元，全部为长期债务。其中长期债务较年初下降50.21%，主要系长期借款减少所致；短期债务较年初下降100.00%，主要系公司对一年内到期的非流动负债进行偿还所致。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59.27%、26.29%和26.29%，较年初分别下降3.67个百分点、16.10个百分点和18.07个百分点，主要系公司对长期借款进行了大规模偿还所致。

总体看，2016年公司对长期借款进行了大规模偿还，公司债务规模大幅下降，目前公司整体债务负担轻。

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益（含少数股东权益）16.76亿元，较年初增长2.74%，其中归属于母公司所有者权益16.75亿元（占比99.94%）。归属于母公司所有者权益中，未分配利润占比45.12%，股本占比43.30%，资本公积占比0.94%，盈余公积占比10.64%。所有者权益构成较年初变动不大，未分配利润占比仍然较高，权益结构稳定性仍显一般。

总体看，2016年，公司所有者权益规模及构成较年初变动较小，权益结构稳定性仍显一般。

3. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入14.03亿元，较上年同期下降了8.30%，主要系结转面积下降所致。公司2016年主营业务毛利率较上年下降3.37个百分点至22.25%，主要是结转收入的产品结构变化所致。公司全年实现营业利润1.25亿元，较上年增长2.85%，主要系营改增后，税金及税金中的营业税减少、资产减值损失中商誉摊销减少所致；实现净利润0.81亿元，同比增长33.85%；归属于母公司所有者净利润0.81亿元，同比增长33.67%。

从期间费用上看，2016年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为0.29亿元、0.57亿元和0.01亿元，较上年同期分别减少4.06%、4.14%和85.47%。其中财务费用降幅较大，主要是借款规模大幅减少导致费用化利息支出大幅下降所致；公司费用收入比为6.25%，较上年下降0.29个百分点。

总体看，公司主营业务盈利能力有所下降，归属于母公司所有者净利润同比大幅提升。

4. 现金流

受公司销售规模增加的影响，2016年公司经营性现金流入为22.01亿元，较2015年增加9.62%；受建设投入减少影响，经营性现金流出为13.35亿元，较上年减少13.10%。2016年公司经营性现金

净流量净额为8.66亿元，较2015年增加83.70%，主要系预售房款增加、工程支出减少所致，2016年现金收入比为149.20%。

投资活动方面，2016年公司投资活动现金流量净额0.07亿元，较2015年的0.12亿元下降44.93%，主要是本期未收到投资分红所致。

筹资活动方面，2016年公司筹资活动现金流入为0.02亿元，较上年减少99.67%，主要系取得借款规模下降所致；筹资活动现金流出为8.11亿元，较上年减少21.99%，主要为偿还银行借款和利息减少所致；2016年公司筹资活动现金净流出8.09亿元，较上年增加86.59%。

总体看，2016年，得益于销售规模增加，公司经营活动现金流呈净流入状态，且净流入规模有所增加；公司投资活动规模仍然较小；筹资活动现金呈净流出状态，且净流出规模有所增加。

5. 偿债能力

2016年，公司整体负债规模有所下降。从短期偿债能力指标来看，截至2016年底，公司流动比率和速动比率分别为2.15倍和0.69倍，均变化较大，其中流动比率较上年下降0.55倍；速动比率较上年下降0.25倍，主要是流动负债增长较多所致。截至2016年底，公司不存在短期债务，公司现金对短期债务的覆盖程度较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2016年，公司EBITDA为1.36亿元，较2015年小幅下降，主要是公司利息支出下降所致。EBITDA中利润总额占比92.75%，计入财务费用的利息支出占比5.34%。EBITDA全部债务比由上年0.11倍升至0.23倍，EBITDA利息倍数由上年1.58倍升至2.00倍，EBITDA对全部债务及利息支出的保障程度明显上升。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至2017年3月8日，公司无未结清不良贷款，已结清贷款无不良或关注类信贷记录。

截至2016年底，公司对外担保24.30亿元，担保总额占公司净资产比例的145.18%，主要是为购买商品房屋主的按揭贷款提供担保，或有风险不大。

截至2016年底，公司共获得银行授信5.00亿元，已使用0.02亿元，公司均按时支付利息和归还本金，公司间接融资渠道畅通。

总体看，由于公司债务规模下降，其偿债指标明显增强，无不良信贷记录，偿债能力仍属较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016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10.23亿元，约为“13卧龙债”本金合计（6亿元）的1.71倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达16.76亿元，约为债券本金合计（6亿元）的2.79倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“13卧龙债”的按期偿付起到积极的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为1.36亿元，约为债券本金合计（6亿元）的0.23倍，公司EBITDA对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入为22.01亿元，约为债券本金合计（6亿元）的3.67倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较高。

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

八、债权保护分析

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

卧龙集团成立于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2016年9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。

截至2015年末，卧龙集团合并资产总额232.55亿元，负债合计160.27亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计72.28亿元，其中归属于母公司所有者权益合计25.39亿元。2015年，卧龙集团实现营业收入151.44亿元，净利润（含少数股东损益）5.38亿元，其中归属母公司所有者的净利润1.64亿元；卧龙集团经营性现金流量净额17.64亿元，现金及现金等价物净增加额4.51亿元。

截至2016年9月末，卧龙集团合并资产总额247.54亿元，负债合计170.11亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计77.44亿元，其中归属于母公司所有者权益合计28.14亿元。2016年1~9月，卧龙集团实现营业收入99.38亿元，净利润（含少数股东损益）3.77亿元，其中归属母公司所有者的净利润2.02亿元；卧龙集团经营性现金流量净额6.80亿元，现金及现金等价物净增加额2.96亿元。

1. 经营概况

2016年1~9月，公司实现营业收入99.38亿元，较上年同期下降1.82%；营业利润5.05亿元，较上年同期下降3.79%，主要板块电机及控制装置和房产销售毛利润变化均不大。见下表：

表9 2014~2016年9月卧龙集团营业收入及毛利率（单位：亿元、%）

项目	2014年			2015年			2016年1~9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电机及控制装置	49.60	45.72	20.87	66.04	43.61	24.45	51.87	52.19	23.33
蓄电池	3.86	3.56	14.06	3.62	2.39	17.96	2.83	2.85	20.85
变压器	8.43	7.77	27.76	8.59	5.67	23.63	5.26	5.29	28.14
金融投资	1.06	0.98	82.01	1.57	1.04	88.54	0.65	0.65	81.54
房产销售	19.20	17.69	32.83	15.3	10.10	25.75	8.75	8.80	25.14
贸易	20.10	18.52	6.80	45.9	30.31	4.42	26.11	26.27	6.66
其他	6.25	5.76	14.72	10.42	6.89	8.85	3.91	3.93	11.25
合计	108.51	100.00	20.92	151.44	100.00	17.97	99.38	100.00	--

资料来源：公司提供

（1）电气制造业

电气制造业务主要包括电机及控制装置、变压器和蓄电池的生产和销售，是卧龙集团主要的收入利润来源。该业务主要由上市子公司卧龙电气集团股份有限公司（以下简称：“卧龙电气”）运营。

2016年，卧龙电气成功实施了对辽宁荣信电气传动技术有限责任公司、辽宁荣信高科电气有限公司两家公司的股权收购工作，丰富了公司在高压变频、高压软起、特种电源、防爆高低压变频器等驱动控制类产品上的技术资源，为后续向市场提供整体的传动解决方案打下了坚实基础。

卧龙电气经营管理职能聚焦电机主业，组建了国际化的专业经营团队，按照面向全球市场、充分利用全球资源的要求，已启动实施市场、技术、采购和制造四大要素的全面整合；进一步理清了“欧洲设计、欧洲标准、欧洲质量、中国成本”的发展路径，为打造电机及驱动控制全球化企业奠定了组织保障；并切实承担起了电机及驱动控制板块的全球化经营管理职责，提升了全球化经营管理能力。全球电机产品布局工作正式启动，卧龙电气南阳防爆集团股份有限公司与ATB合资公司正式成立，制造工厂以价值为导向的由高成本地区向低成本地区转移的全球统筹布局方案正在抓紧落实推进。卧龙欧洲销售组织成立，基本实现了欧洲“一张网”的销售布局。ATB集团调整了经营班子，加大了内部资源整合与改革力度。卧龙电气淮安清江电机有限公司与电控本部管理合并，加快推进了其在市场、产品技术及生产制造方面的资源整合与经营协同。卧龙电气南阳防爆集团股份有限公司紧紧围绕提高市场化程度与竞争能力，全面启动了市场化改革征程。日本研究院不断完善市场化机制，对国内企业在新品研发、市场拓展等方面的支持作用不断增强。

2016年上半年，卧龙电气核心关键业务电机及控制业务占主营业务收入 78.52%。高效节能电机、家用无刷直流电机、新能源汽车电机等产品继续保持快速增长势头，其中高效电机实现销售同比增长 83.63%，无刷直流电机实现销售同比增长 15.09%，新能源汽车电机实现销售同比增长 255.73%；电机业务战略客户实现销售同比增长 42.03%；优质客户、战略重点客户销售稳固增长；新开发客户持续增加。

（2）房地产业

卧龙地产是否是卧龙集团唯一房地产经营主体，卧龙集团房地产业务运行情况详见卧龙地产经营分析。

总体看，卧龙集团 2016 年经营情况良好。未来随着集团销售地产项目结转收入和机电业务进一步拓展市场，卧龙集团盈利能力有望得到提升。

2. 财务情况

卧龙集团 2015 年财务数据经山东和信会计师事务所（特殊有限合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2015 年，卧龙集团合并范围未发生变更。2016 年 9 月末财务数据未经审计。

截至 2015 年末，卧龙集团合并资产总额 232.55 亿元，负债合计 160.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）72.28 亿元，其中归属于母公司所有者权益 25.39 亿元。2015 年，卧龙集团实现营业收入 151.44 亿元，净利润（含少数股东损益）5.38 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 1.64 亿元；卧龙集团经营性现金流量净额 17.64 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.51 亿元。

截至 2016 年 9 月末，卧龙集团合并资产总额 247.54 亿元，负债合计 170.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益）77.44 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 28.14 亿元。2016 年 1~9 月，卧龙集团实现营业收入 99.38 亿元，净利润（含少数股东损益）3.77 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 2.02 亿元；卧龙集团经营性现金流量净额 6.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.96 亿元。

表 10 卧龙集团主要财务指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
资产总额(亿元)	184.98	232.55	247.54
所有者权益(亿元)	63.95	72.28	77.44
长期债务(亿元)	37.74	53.30	47.90
全部债务(亿元)	85.09	113.71	113.85
营业收入(亿元)	108.51	151.44	99.38
净利润(亿元)	6.90	5.38	3.77
EBITDA(亿元)	13.72	14.29	11.24
经营性净现金流(亿元)	9.82	17.64	6.80
营业利润率(%)	19.47	16.67	18.17
净资产收益率(%)	11.28	7.90	4.87
资产负债率(%)	65.43	68.92	68.72
全部债务资本化比率(%)	57.09	61.14	58.38
流动比率(倍)	1.65	1.53	1.41
EBITDA 全部债务比(%)	0.15	0.13	0.10
EBITDA 利息倍数(倍)	2.91	3.39	3.04

资料来源：卧龙集团审计报告，联合评级整理。

资产质量

从资产情况看，2015 年卧龙集团资产总额 232.55 亿元，较年初增加 25.72%，非流动资产增长较快。其中非流动资产占 30.75%，流动资产占 69.25%，以流动资产为主。

截至 2015 年末，卧龙集团流动资产较年初大幅增长 19.31%，主要系货币资金、应收账款和其他应收款增长所致。流动资产以货币资金（占比 24.51%）、应收票据（占比 5.00%）、应收账款（占比 21.37%）、其他应收款（占比 5.17%）、存货（占比 30.20%）和其他流动资产（占比 9.22%）为主。

截至 2015 年末，卧龙集团货币资金余额 39.47 亿元，规模较大，较年初增加 12.79%，主要系 2015 年卧龙集团电机及控制装置销售额提升，销售回款增加所致；货币资金中，银行存款占 88.35%，其他货币资金占 11.55%。截至 2015 年末，卧龙集团应收账款余额 34.42 亿元，较上年末增加 29.00%，主要系收入规模上升所致，其中一年以内的应收账款占年末应收账款余额的 89.28%，卧龙集团已累计计提 2.44 亿元应收账款坏账准备，前五大应收账款占应收账款总额的比例为 10.01%。截至 2015 年末，卧龙集团年末存货账面价值 48.63 亿元，较年初增长 23.44%，主要由房地产业务的开发产品和开发成本以及机电业务的库存商品、在产品和原材料构成，存在一定的跌价风险，卧龙集团已累计计提 0.57 亿元存货跌价准备。截至 2015 年末，卧龙集团其他应收款 8.32 亿元，较上年末增长 3.93%，其中账龄在 1 年以内的占比 49.93%、1~2 年的占比 38.06%、2~3 年的占比 0.59%、3 年以上的占比 11.42%，其他应收款前五名占比 42.83%。截至 2015 年末，卧龙集团其他流动资产 14.85 亿元，较上年末增长 10.86%，其中委托贷款 0.92 亿元、待抵扣进项税和预缴税金 0.78 亿元、理财产品 3.87 亿元、短期贷款 8.29 亿元、其他 0.99 亿元。

截至 2015 年末，卧龙集团非流动资产总额 71.50 亿元，较年初大幅增长 43.02%，主要系可供出售金融资产、固定资产、无形资产商誉增长所致。构成以可供出售金融资产（占 12.11%）、固定资产（占 44.86%）、无形资产（占 14.37%）和商誉（占 14.79%）为主。截至 2015 年末，卧龙集团可供出售金融资产 8.66 亿元，较年初增加 26.99%，主要是按成本计量的可供出售权益工具增长，其中浙江民营企业联合投资股份有限公司增长较快；固定资产净额 32.08 亿元，较年初增加

19.88%，主要是房屋建筑物和机械设备增加所致，年末集团固定资产原值 47.06 亿元，累计计提折旧 14.98 亿元，固定资产成新率 68.17%，成新率尚可。截至 2015 年末，卧龙集团无形资产账面价值 10.27 亿元，较年初增加 49.67%，主要是专有技术和土地使用权增加所致。截至 2015 年末卧龙集团商誉账面价值 11.55 亿元，较年初增加 311.41%，主要是子公司卧龙电气股份有限公司合并南阳防爆集团股份有限公司所致。

截至 2016 年 9 月末，卧龙集团资产总额合计 247.54 亿元，较 2015 年末增长 6.45%，主要系货币资金和应收票据大幅增长所致；其中流动资产和非流动资产占比分别为 68.64% 和 31.36%，资产结构较年初变化不大。

总体看，卧龙集团资产规模较大，以流动资产为主；流动资产中货币资金规模较大；非流动资产以固定资产为主，成新率尚可；公司整体资产质量一般。

负债

从负债情况看，2015 年末卧龙集团负债总额 160.27 亿元，较年初增加 32.42%，主要系流动负债增长所致。其中非流动负债占比 34.32%，流动负债占比 65.68%，以流动负债为主。

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

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

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

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

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

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

截至 2016 年 9 月末，卧龙集团负债总额 170.11 亿元，较年初增长 6.14%，主要来源于预收款项和短期借款的增长；其中，流动负债和非流动负债占比分别为 70.63% 和 29.37%，负债结构较年初变化不大。

截至 2015 年末，卧龙集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.92%、61.14% 和 42.44%，均较上年末小幅上升，主要是卧龙集团债务增加所致，整体上卧龙集团债务负担较重但尚属可控。

截至 2016 年 9 月末，卧龙集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.72%、58.95% 和 35.54%，均较年初有所下降。

总体看，卧龙集团负债规模较大，以流动负债为主，债务负担处于可控水平。

所有者权益

截至 2015 年末，卧龙集团所有者权益合计 72.28 亿元，较年初增长 13.03%，主要来自未分配利润的增长，其中归属母公司所有者权益占 35.12%。年末归属母公司所有者权益中，股本占

31.83%，资本公积占 15.98%，盈余公积占 7.34%，未分配利润占 49.47%。卧龙集团所有者权益中，少数股东权益占比较高，占 64.88%，归属母公司所有者权益中未分配利润占比较高，卧龙集团权益稳定性有待提升。

截至 2016 年 9 月末，卧龙集团所有者权益合计 77.44 亿元，较 2015 年末增长 7.13%，主要来源于未分配利润的增长；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 28.72%，未分配利润 51.81%，权益结构较年初变化不大。

总体看，卧龙集团权益稳定性一般。

盈利能力

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

2016 年 1~9 月，卧龙集团实现营业收入 99.38 亿元，较上年同期下降 1.83%；净利润 3.77 亿元，较上年同期下降 18.98%，主要系资产处置收益下降、所得税费用增加所致。

总体看，卧龙集团盈利能力有所下降。

现金流

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

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

2016 年 1~9 月，卧龙集团经营活动产生的现金流量净额为 6.80 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -15.52 亿元，筹资活动产生的净现金流为 11.59 亿元，现金及现金等价物净增加额为 2.96 亿元。

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

偿债能力

从偿债能力情况看，从债务规模来看，2015 年卧龙集团总债务 113.71 亿元，较上年末增加 33.63%，主要是长期债务增加较快。年末总债务中，长期债务 53.30 亿元，债务结构尚属合理。从偿债能力指标来看，2015 年卧龙集团流动比率和速动比率分别为 1.53 倍和 1.07 倍，均较上年有所下降，但仍处于较高水平。EBITDA 全部债务比由上年的 0.16 倍下降至 0.13 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 2.91 倍增至 3.39 倍，卧龙集团各项偿债指标仍属较强。

截至 2016 年 9 月 30 日，卧龙集团对集团外公司担保 1.997 亿元，共计占净资产比重为 2.58%。

根据卧龙集团提供的中国人民银行 2017 年 3 月 8 日出具的企业信用报告，截至 2017 年 3 月 8 日，卧龙集团无未结清不良贷款，已结清正常类贷款 919 笔，无不良和关注类贷款。

整体看，卧龙集团偿债能力但仍属较强。

3. 担保效果评价

以2016年3季末财务数据测算，发行规模（6亿元）占担保方卧龙集团资产总额的2.58%、所有者权益总额的8.30%、经营活动现金流入的5.11%，整体占比较低，卧龙集团对“13卧龙债”的保护程度较好。

九、综合评价

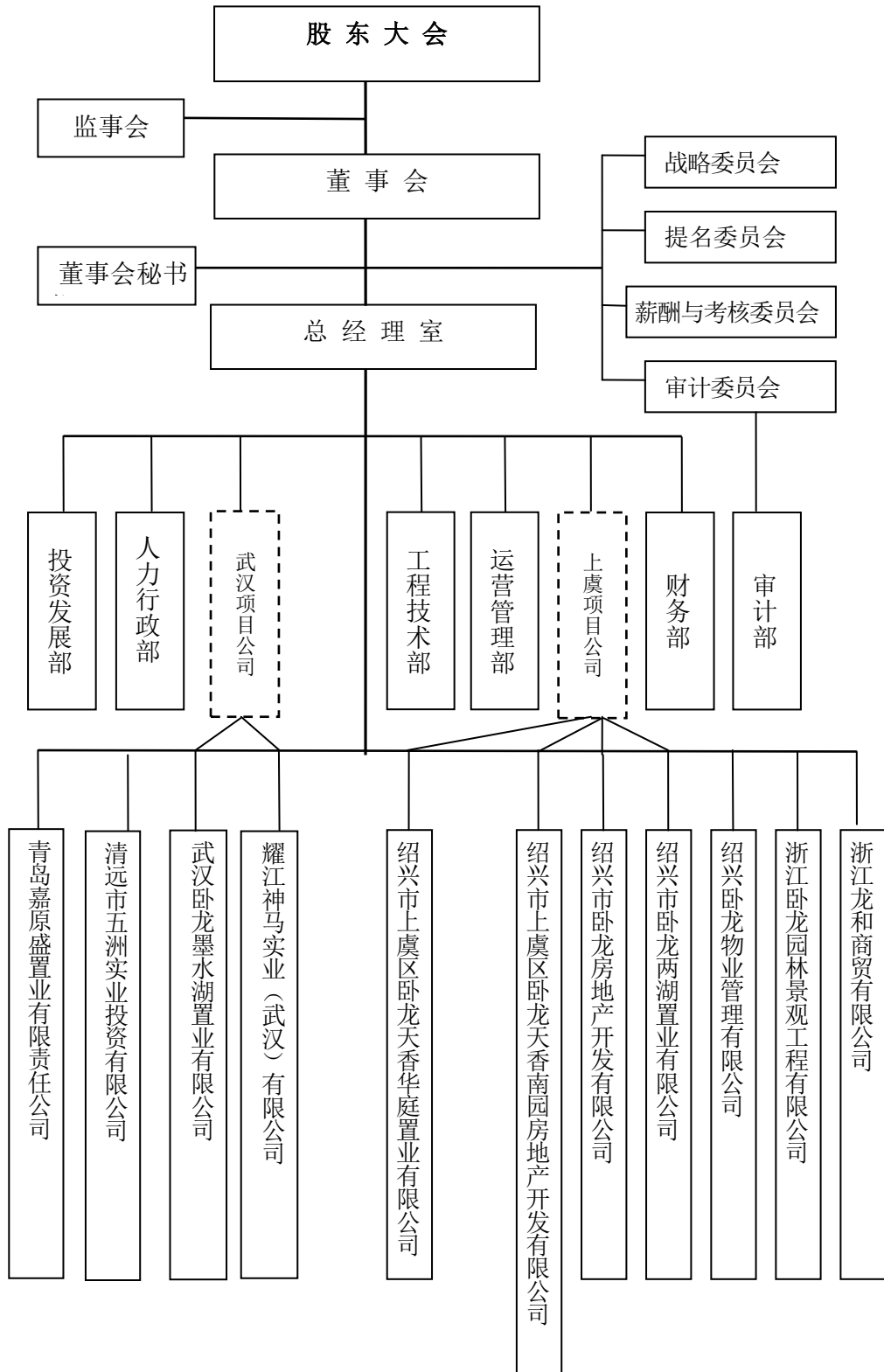
2016年，卧龙地产集团股份有限公司放缓了开发节奏，新开工面积有所下降；同时加大了去库存力度，签约销售规模有所增加；对长期借款进行了偿付，使得债务规模大幅下降。同时，联合信用评级有限公司也关注到2016年房地产调控政策趋严以及公司收购天津卡乐互动科技有限公司进行业务转型存在一定不确定性等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司房地产项目的陆续竣工和结转，公司整体经营状况有望保持稳定。

“13卧龙债”由卧龙控股集团有限公司提供全额不可撤销连带责任保证担保。2016年，卧龙集团经营情况良好，其担保对提升“13卧龙债”的信用水平仍具有积极作用。

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

附件1 卧龙地产集团股份有限公司 组织结构图



附件2 卧龙地产集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2015年	2016年
资产总额(亿元)	44.02	41.15
所有者权益(亿元)	16.31	16.76
短期债务(亿元)	1.00	0.00
长期债务(亿元)	12.00	5.98
全部债务(亿元)	13.00	5.98
营业收入(亿元)	15.30	14.03
净利润(亿元)	0.61	0.81
EBITDA(亿元)	1.41	1.36
经营性净现金流(亿元)	4.71	8.66
应收账款周转次数(次)	4.46	7.00
存货周转次数(次)	0.43	0.40
总资产周转次数(次)	0.35	0.33
现金收入比率(%)	113.17	149.20
总资本收益率(%)	2.53	3.39
总资产报酬率(%)	3.11	3.13
净资产收益率(%)	3.74	4.90
营业利润率(%)	15.62	15.83
费用收入比(%)	6.54	6.25
资产负债率(%)	62.94	59.27
全部债务资本化比率(%)	44.36	26.29
长期债务资本化比率(%)	42.40	26.29
EBITDA 利息倍数(倍)	1.58	2.00
EBITDA 全部债务比(倍)	0.11	0.23
流动比率(倍)	2.70	2.15
速动比率(倍)	0.94	0.69
现金短期债务比(倍)	9.59	--
经营现金流流动负债比率(%)	30.40	47.51
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.23	0.23

附件 3 卧龙控股集团有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	201609
资产总额(亿元)	184.98	232.55	247.54
所有者权益(亿元)	63.95	72.28	77.44
短期债务(亿元)	47.35	60.41	68.50
长期债务(亿元)	37.74	53.30	42.69
全部债务(亿元)	85.09	113.71	111.19
营业收入(亿元)	108.51	151.44	99.38
净利润(亿元)	6.90	5.38	3.77
EBITDA(亿元)	13.72	14.29	11.24
经营性净现金流(亿元)	9.82	17.64	6.80
应收账款周转次数(次)	4.47	4.66	2.73
存货周转次数(次)	2.17	2.79	1.62
总资产周转次数(次)	0.63	0.73	0.41
现金收入比率(%)	91.18	93.06	105.47
总资本收益率(%)	7.04	5.73	
总资产报酬率(%)	6.55	5.18	3.43
净资产收益率(%)	11.28	7.90	4.87
营业利润率(%)	19.47	16.67	18.17
费用收入比(%)	13.14	12.51	14.96
资产负债率(%)	65.43	68.92	68.72
全部债务资本化比率(%)	57.09	61.14	58.95
长期债务资本化比率(%)	37.11	42.44	35.54
EBITDA 利息倍数(倍)	2.91	3.39	3.04
EBITDA 全部债务比(倍)	0.16	0.13	0.10
流动比率(倍)	1.65	1.53	1.41
速动比率(倍)	1.17	1.07	1.00
现金短期债务比(倍)	0.84	0.81	0.80
经营现金流流动负债比率(%)	11.97	16.75	5.66
EBITDA/待偿本金合计(倍)	2.29	2.38	1.87

附件 3 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 4 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。