大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

跟踪评级公告

大公报 SD【2015】471 号

大公国际资信评估有限公司通过对武汉南国置业股份有限公司及“15 南国置业 MTN001”的信用状况进行跟踪评级，确定武汉南国置业股份有限公司的主体长期信用等级维持 AA-，评级展望维持稳定，“15 南国置业 MTN001”的信用等级维持 AA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一五年七月二十日

武汉南国置业股份有限公司主体与相关债项 2015 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2015】471 号

主体信用

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

债券简称	额度（亿元）	年限（年）	跟踪评级结果	上次评级结果
15 南国置业 MTN001	10	3	AA	AA

主要财务数据和指标　（人民币亿元）

项 目	2015.3	2014	2013	2012
总资产	129.05	104.42	80.12	64.98
所有者权益	30.92	30.14	26.27	21.20
营业收入	3.59	26.47	16.55	22.09
利润总额	0.58	7.01	6.57	6.07
经营性净现金流	-15.26	-6.82	-9.55	4.42
资产负债率（%）	76.04	71.14	67.21	67.37
债务资本比率（%）	70.06	64.97	61.04	59.09
毛利率（%）	46.30	43.59	48.06	46.03
总资产报酬率（%）	0.45	6.81	8.25	9.34
净资产收益率（%）	1.23	16.28	20.56	21.01
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-11.49	-1.60	-3.15	1.40
经营性净现金流/总负债（%）	-17.70	-10.64	-19.57	11.79

注：2015 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：王赛飞
评级小组成员：龚　静　岳佳丽
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传　　真：010-84583355
Email　：rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

武汉南国置业股份有限公司（以下简称“南国置业”或“公司”）主要从事以商业地产为主的综合性物业开发业务。评级结果反映了公司仍然是武汉地区领先的商业地产开发企业，在区域市场仍具有竞争优势，具备成熟的商业运营和物业管理能力以及拥有优质的土地储备等有利因素；同时也反映了公司总有息债务在总负债中占比仍较高，未来资本支出压力较大等不利因素。中国电建地产集团有限公司（以下简称“电建地产”）为“15 南国置业 MTN001”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，仍然具有较强的增信作用。

综合分析，大公对公司“15 南国置业 MTN001”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA-，评级展望维持稳定。

有利因素

- 公司仍然是武汉地区领先的商业地产开发企业，在区域市场仍保持着较明显的竞争优势；
- 公司依托成熟的销售模式，不断巩固公司的品牌和资源优势，盈利能力仍较好；
- 公司拥有优质的土地储备，控股股东电建地产在业务和资金等方面继续给予公司大力支持，有利于公司的持续发展；
- 电建地产为“15 南国置业 MTN001”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，仍然具有较强的增信作用。

不利因素

- 电子商务行业的快速发展冲击了传统百货零售业的发展，进而对商业地产的发展产生一定影响；
- 项目开发成本和工程进度受多种因素影响，给公司成本控制和项目管理带来一定挑战；
- 总有息债务在总负债中占比仍然很高，且以短期有息债务为主，偿付压力较为集中；
- 在建项目的未来资金需求使公司仍面临较大的资本支出压力。

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至存续债务到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的武汉南国置业股份有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

南国置业原名武汉南湖花园置业有限公司，成立于 1998 年 7 月，初始注册资本 1,000 万元，法人代表为许晓明。2003 年 9 月，公司更名为武汉南国置业有限公司。2007 年 9 月，公司整体变更为股份有限公司，注册资本变更为 4.32 亿元。2009 年 11 月，公司在深圳证券交易所上市（股票代码“002305.SZ”），发行 4,800 万股新股，总股本为 48,000 万股。2012 年 12 月，公司第一大股东许晓明和自然人许贤明（与许晓明系兄弟关系）分别向中国水电建设集团房地产有限公司（以下简称“水电地产”）转让所持武汉新天地投资有限公司（持有公司 21.75%股权）的 95%股权和 5%股权，同时许晓明向水电地产转让其所持有的公司 8%股权。2013 年 5 月，水电地产成为拥有公司表决权数最多的股东。水电地产为进一步增强对公司的控股权，推动水电地产业务和公司业务的互补发展，对公司部分股份实施要约收购。2014 年 6 月 11 日，公司办理完要约收购不超过 109,994,658 股股份的过户手续。2014 年 7 月，水电地产更名为电建地产，其实际控制人为国务院国资委，因此公司的实际控制人变更为国务院国资委。截至 2015 年 3 月末，公司注册资本为 96,912 万元[1]，自然人许晓明、电建地产和其他股东持有公司股权比例分别为 32.20%、40.82%[2]和 26.98%，电建地产为公司控股股东。

公司是一家以商业地产为引导的综合性物业开发企业，储备土地均处于武汉市规划的中心商业区和市级商业副中心区的重要交通节点上。公司开发的大武汉家装项目被授予“中国最佳商业地产”称号，并成为武汉市交易额最大的家装建材市场。截至 2015 年 3 月末，公司拥有 11 家全资子公司，4 家控股子公司。

大公承做的南国置业存续债券共计 1 期（详见表 1）。

[1] 2015 年 5 月 19 日，公司发布了《2014 年度分红派息、转增股本实施公告》，分红后总股本增至 1,454,348,595 股，截至本报告出具日，未完成工商变更，注册资本无变化。
[2] 水电地产直接持有公司 19.28%股权，通过全资子公司武汉新天地间接持有公司 21.54%股权。

表 1　目前大公承做的南国置业存续期债券及募集资金概况

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
15 南国置业 MTN001	10 亿元	2015.04.30～2018.04.30	偿还银行贷款	已按募集资金用途使用

数据来源：根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

2014 年以来，国民经济运行总体保持平稳，经济增速有所放缓，但主要指标仍在合理区间；短期内，我国经济下行压力仍较大，长期来看仍将在中高速区间内持续运行

2014 年，我国实现国内生产总值 636,463 亿元，同比增长 7.4%，增速同比回落 0.3 个百分点。分产业看，第一产业增加值 58,332 亿元，同比增长 4.1%；第二产业增加值 271,392 亿元，同比增长 7.3%，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 8.3%，增速同比回落 1.4 个百分点，工业生产继续运行在合理区间；第三产业增加值 306,739 亿元，同比增长 8.1%，占国内生产总值的比重为 48.2%，较上年提高 1.3 个百分点，高于第二产业 5.6 个百分点，产业结构更趋优化。2015 年一季度，我国实现国内生产总值 140,667 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.0%，增速同比回落 0.4 个百分点，环比下降 0.3 个百分点，一季度国民经济运行总体仍保持平稳。分产业看，第一产业增加值 7,770 亿元，同比增长 3.2%；第二产业增加值 60,292 亿元，同比增长 6.4%；第三产业增加值 72,605 亿元，同比增长 7.9%。从产业结构看，第三产业比重进一步提高。整体来看，2014 年以来，我国经济增速有所回落，但主要指标仍在合理区间，结构调整仍稳步推进，转型升级步伐势头良好。

从经济景气度看，2015 年 3 月份中国制造业 PMI 终值为 50.1%，比上月回升 0.2 个百分点，重回扩张区间。分企业规模看，大型企业表现依然稳定，PMI 为 51.5%，比上月上升 1.1 个百分点，稳中有升，是制造业生产增长的有力支撑；中、小型企业 PMI 双双回落，持续低于临界点，生产经营过程中的困难依然较大。虽然 PMI 小幅回升，但涨幅低于往年同期水平，同时新订单指数和新出口订单指数均小幅回落，国内外市场需求仍显偏弱，制造业存在一定下行压力。非制造业商务活动指数为 53.7%，虽比上月小幅回落 0.2 个百分点，但近期走势总体稳健，表明我国非制造业继续保持平稳增长态势。

从外部环境来看，全球经济仍处于深刻的再平衡调整期，总体温和复苏，但增长动力依然不足，主要经济体经济表现和宏观政策分化明显，地缘政治等非经济扰动因素增多。具体来看，美国经济复苏势头较为强劲，欧元区经济整体走弱且面临通缩压力，日本经济受政策影响波动明显，新兴市场经济体增长普遍放缓。

针对经济下行压力增大，2014 年四季度以来，国家加大货币政策定向调控。在继续坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基础上，央行通过下调人民币存贷款基准利率和降低存款准备金率、国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围等向市场补充流动性，改善社会融资结构；同时国务院先后颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资贵、融资难的问题。

总的来看，我国经济仍处在增速放缓、转型提质的“新常态”。传统产业的去库存化、去产能化还需要一个过程，新生动力的成长和接续也需要一个过程，短期内经济下行压力仍较大。长期来看，随着新型工业化、城镇化、农业现代化和信息化协同推进，宏观政策的调控方式的创新和完善，我国经济仍将在中高速区间内持续运行。

行业及区域经济环境

商业地产项目具有明显的属地化经营特点，且资金投入大、周转期较长，盈利水平主要受商业运营状况和商业氛围影响

土地成本一般占商业地产项目的 40%以上，相应土地资源的获取以及土地价格的变化都对商业地产项目的开发具有很大影响。同时，商业地产开发前期的定位、动线规划与设计、品类品牌组合等环节对后期商业运营的成败具有决定性作用，而后期商业运营的效果又直接影响商业物业的价值。

商业地产项目的定位、规划设计和运营受当地经济发展水平、人文环境和居民生活习惯等因素影响较大，因此其属地化经营特点十分明显，我国绝大部分开发企业受资金实力限制，业务范围都局限于一个或几个地区。在特点的区域内，具有规模的商业物业具有一定程度的“排他性”，尤其是位于城市重要节点的商业物业，随着城市的发展，其有可能成为该区域的“稀缺性”或“独占性”资源，因而具有越来越大的价值。

相对于住宅地产，商业地产的资金投入更高，资金周转期更长。商业地产开发企业主要依靠自有资金、预售物业款、物业租金收入以及银行贷款来进行项目开发，项目从开工到竣工交付一般需要 1～2 年左右的时间，项目销售一般采用一次性付款或银行按揭付款，产品一旦预售成功，开发企业基本可以实现销售收入，坏账风险较小。因此，项目的预售情况对开发企业资金运转起着重要作用，同时影响企业筹资能力。

商业地产的销售和盈利情况主要受项目商业营运状况和商业氛围的影响，受房地产市场调整的影响相对较小，其价格主要取决于租金收益水平及未来增长潜力。与住宅开发商相比，商业地产开发商可以根据市场形势的变化灵活选择将物业出售，或者通过良好的商业运营获取持续稳定增长的租金收入。商业地产的投资品属性，使其成为投

资者规避风险保值增值的重要载体。因此，商业地产市场较少出现剧烈波动，发展较为平稳。

国家对住宅市场的调控刺激了商业地产的市场需求；电子商务行业的快速发展冲击了传统百货零售业的发展，进而对商业地产的发展产生一定影响；但是，我国城市化进程推进、居民收入增长以及消费结构升级为商业地产行业的持续发展提供有力保障

2011 年以来，国家对住宅市场调控产生的“挤出效应”和“替代效应”使产业资本向商业地产集中。商业地产一方面在城市布局的扩展中填补市场空白，形成新的商业副中心，另一方面获得原有商业中心商业形态升级的机会，市场需求旺盛。

随着商业物业的发展，住宅地产开发企业纷纷进入商业物业开发运营领域，由纯粹的地产开发商向“商业地产开发商+运营商”的模式转变，以运营的模式替代销售的模式，以租赁收益和物业升值而不是销售的一次性收益作为盈利来源。随着越来越多的商业物业开发商逐步向运营商角色转变，在大幅度增加商业物业供应量的同时，也带来了对稀缺的优质商业物业的激烈争夺。此外，当前国内电子商务行业发展速度的加快，正逐步改变人们的消费习惯，传统实体销售渠道面临的竞争压力也随之加大，同时人力成本和企业宣传费用等经营成本不断上涨压缩了百货零售企业的盈利空间，传统百货零售业销售规模整体增速明显下滑，进而对商业地产的发展产生一定影响。

然而，我国从投资型经济向消费型经济转型，加快以二、三线城市为主的城市化进程仍是我国今后实现经济结构转变、扩大内需、改善民生、保持经济增长的必然选择。未来城市化进程、居民收入的持续增长以及消费结构的优化升级等支撑商业地产行业发展的三大基础条件在相当长的一段时期内不会改变，有利于商业地产行业的持续发展。

武汉市较好的城市地位和经济环境继续为商业地产开发运营提供良好的发展空间；武汉商业地产市场容量较大，本地商业地产开发企业仍然具有较明显的竞争优势

武汉是我国中部六省中唯一的副省级城市，以城市常住人口、GDP 总量和建成区面积等指标来衡量，武汉均为我国中部第一、全国前十的特大城市。2014 年，武汉地区 GDP 为 10,069 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.7%，在全国 15 个副省级城市中跃居第三位；城镇常住居民人均可支配收入达 33,270 元，同比增长 9.9%；农村常住居民人均可支配收入 16,160 元，同比增长 12.3%。武汉是我国重要的工业基地、第三大科教中心城市，医疗水平位列全国四强，在 2014 年仲量联行[3]发布的全球城市活力榜中，武汉位列第五。随着武汉市规划的九条地铁线

[3] 仲量联行(纽约证交所交易代码：JLL)是唯一连续三年入选福布斯白金 400 强企业的房地产投资管理及服务公司，业务遍及全球 60 个国家逾 700 个城市。

陆续贯通，城市发展效率将显著提高，城市承载的人口规模将更大。总体来看，武汉市城市地位、价值的提升、快速发展的轨道建设以及居民不断增长的消费力将为武汉商业地产的开发和运营提供良好的发展空间。

2014 年，武汉市房地产市场整体保持平稳运行态势，共完成房地产开发投资 2,353.63 亿元，同比增长 23.5%，高于全市固定资产投资增幅 7 个百分点。全市房地产开发投资仍呈商品住宅为主的格局，其占房地产开发投资的 66.3%，同比增长 24.8%。

武汉商业地产市场容量较大，商业地产领域竞争程度低于住宅地产。近年来，在武汉开发商业地产项目的公司主要是全国性的地产企业或者项目公司，其对武汉商业地产的研究和开发不具备系统性和连续性，此外，由于缺乏对武汉城市发展及居民需求的深入理解和研究，外地开发商可能出现“水土不服”，武汉本地商业地产开发企业在当地拥有较强商业地产开发、运营能力和经验，能够针对性地制定长期商业地产开发规划和战略，优势较为明显。

经营与竞争

公司是武汉商业地产开发市场的领先品牌，物业销售仍然是公司收入和利润的主要来源；2014 年，公司营业收入、毛利润同比有所增长，但因销售的商业地产项目不同导致毛利率同比有所下降

公司在武汉商业地产领域拥有十余年的开发经验，通过不断探索城市居民的不同需求，以商业物业为引导，进行综合性物业开发，公司已发展成为武汉商业地产开发的领先品牌。物业销售仍然是公司收入和利润的主要来源。公司商业地产项目销售时间和类型的不同使得每年结转的销售收入不规律变化。2014 年，公司进一步加强与电建地产的融合，不断提升城市广场和家居广场两条主要产品线的开发运营能力，加大新产品线的研发及已有产品线的创新，及时调整开发节奏和营销策略，公司营业收入同比上升 59.91%，毛利润同比增长 45.01%，主要是销售雄楚广场、荆州一期住宅项目所致；随着物业营运面积的增加及整体租金水平的上涨，公司物业出租与管理收入和毛利润均有所增长；其他业务为自有油库的出租收入。

从毛利率水平来看，2014 年，综合毛利率随着物业销售业务毛利率的显著下降而下降，主要因为当期销售的商业地产项目的土地成本较前期项目增加所致；同期，公司物业出租与管理业务毛利率同比增长 2.43 个百分点，主要原因是部分商业运营项目由市场培育期进入盈利期，租金和物管费收入相应增长所致。

2015 年 1～3 月，公司实现营业收入 3.59 亿元，毛利润 1.66 亿元，同比分别增长 4.69%和 7.10%；毛利率为 46.30%，同比提高 1.05 个百分点。

表 2　2012～2014 年及 2015 年 1～3 月公司收入、毛利润构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 1～3 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**3.59**	**100.00**	**26.47**	**100.00**	**16.55**	**100.00**	**22.09**	**100.00**
物业销售	3.11	86.63	24.73	93.45	15.44	93.28	21.47	97.22
物业出租与管理	0.48	13.37	1.73	6.55	1.11	6.70	0.61	2.77
其他业务[4]	-	-	-	-	-	0.02	-	0.02
毛利润	**1.66**	**100.00**	**11.54**	**100.00**	**7.96**	**100.00**	**10.17**	**100.00**
物业销售	1.50	90.36	10.98	95.17	7.62	95.81	9.87	97.06
物业出租与管理	0.16	9.64	0.56	4.83	0.33	4.14	0.30	2.90
其他业务	-	-	-	-	-	0.05	-	0.04
综合毛利率		**46.30**		**43.59**		**48.06**		**46.03**
物业销售		48.32		44.39		49.36		45.96
物业出租与管理		33.33		32.16		29.73		48.27
其他业务		-		-		100.00		100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司商业地产继续围绕城市广场和家居广场两条主要产品线，以成熟的销售模式，不断提升商业物业价值、巩固公司的品牌和资源优势；公司开发的项目在武汉市场具有独特竞争力，盈利能力仍然较好

公司物业销售的产品主要为商业地产和住宅两大类，客户群体主要包括追求稳定收益的商业物业投资者，以及将都市生活的丰富性和便捷性作为置业首要考虑的城市居民等。

商业地产仍然是公司物业销售业务收入和利润的主要来源。公司商业地产继续围绕城市广场和家居广场两条主要产品线，不断提升开发运营能力和品牌影响力。城市广场提供的体验式消费及社交功能是电商无法替代的；家居广场的产品带有一定的定制属性，受电商影响有限。公司坚持 20 年统一运营和管理的销售模式，通过对商业物业的市场管理和持续营销，来确保公司商业地产在出售后仍能够根据项目定位来选择和持续优化商户组合和品种品类组合，因此公司所开发的商业物业中出售和持有的比例不会影响商业物业价值的持续提升。公司商业地产采取以现实可预期租金推算定价为基础，结合市场合理的回报率水平进行微调以确定销售价格。在整体资金实力有限的情况下，公司通过出售或者培育成熟后出售商业物业回笼资金来支持后续项目的开发，不断巩固公司在商业地产领域的品牌和资源优势。

[4] 2012 年及 2013 年其他业务收入及毛利润均为 39 万元。

表 3　2012～2014 年及 2015 年 1～3 月公司物业销售业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2015 年 1～3 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**31,129**	**100.00**	**247,348**	**100.00**	**154,418**	**100.00**	**214,749**	**100.00**
商业地产	23,485	75.44	224,904	90.93	142,237	92.11	158,187	73.66
住宅	7,644	24.56	22,444	9.07	12,181	7.89	56,562	26.34
毛利润	**15,041**	**100.00**	**109,791**	**100.00**	**76,224**	**100.00**	**98,695**	**100.00**
商业地产	13,933	92.63	105,009	95.64	69,434	91.09	69,754	70.68
住宅	1,108	7.37	4,782	4.36	6,791	8.91	28,941	29.32
毛利率		**48.32**		**44.39**		**49.36**		**45.96**
商业地产		59.33		46.69		48.82		44.10
住宅		14.50		21.31		55.75		51.17

数据来源：根据公司提供资料整理

2014 年，公司在建项目 9 个，在建面积 140.51 万平方米；续建项目 8 个，续建面积 104.54 万平方米，其中竣工项目 3 个，为荆州南国城市广场一期（住宅）、荆州南国城市广场二期（住宅）和雄楚广场，竣工面积 41.53 万平方米；新开工项目 1 个，为襄阳南国城市广场。

表 4　截至 2015 年 3 月末公司在建项目情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目名称	建筑面积	拿地成本	应占权益	拿地时间	开工时间	备注
汉口城市广场二期	7.94	7.90	70.00	2009.12	2013.10	权益面积 70%（5.56 万平方米）
武汉南国中心一期[5]	11.16	4.05	100.00	2010.04	2012.07	商业自持
武汉南国中心二期	30.00	14.00	100.00	2011.12	2014.12	—
成都泛悦城市广场	55.31	13.78	100.00	2014.12	2015.03	权益面积 41%(22.68 万平方米)
荆州南国城市广场二期（酒店）	4.33	0.35	100.00	2011.12	2013.04	商业自持
武汉昙华林项目	12.49	4.84	100.00	2013.04	2013.11	—
成都泛悦国际	27.09	9.24	40.00	2013.02	2013.06	权益面积 10.84 万平方米
襄阳南国城市广场	35.97	4.72	85.00	2013.12	2014.04	权益面积 30.60 万平方米
合计	**184.29**	**58.88**	-	-	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

2014 年，公司通过完善项目开发计划管理流程，优化项目内部管理体系等措施，实现了雄楚广场项目单体 30.59 万平米顺利实现竣工备案的目标，实现 8 个月销售 18.10 亿的良好业绩，标志着公司在大

[5] 该项目由公司与江汉工人文化宫合作开发，公司提供项目建设所需全部资金，项目建成后，江汉工人文化宫将分得建筑面积 2.20 万平米的房产，公司分得其余房产。

型商业综合体项目开发计划管理方面取得了较好的突破；西汇城市广场二期和汉口城市广场一期进入武汉商业地产销售业绩前十。此外，公司大武汉家居馆和西汇城市广场二期项目的存量房销售4.63万平方米。

2015 年[6]，公司在建总建筑面积计划达到 174.70 万平方米，在建项目达9个。在建项目计划新开工项目3个，计划新开工面积为约75.72平方米，分别为南国中心二期约 30.10 万平方米、成都昭觉寺项目约为 20.82 万平方米、新增汉口开发项目 24.80 万平方米；续建项目 6 个，续建总规模为 98.98 万平方米，分别为南国中心一期、荆州二期酒店、成都泛悦国际项目、昙华林项目、汉口城市广场二期、襄阳南国城市广场。计划竣工项目 6 个，竣工面积 75.19 万平方米，分别为南国中心一期、荆州二期酒店、成都泛悦国际项目、昙华林项目、汉口城市广场二期、襄阳南国城市广场（北区）。

公司拥有优质的土地储备，控股股东在业务和资金等方面继续给予公司大力支持，有利于公司的持续发展

在土地储备方面，公司对符合发展战略的优质土地进行储备，主要通过一级整理和股权合作等方式开发，土地成本具有一定可控性。2014 年，公司制定了以武汉为重点，逐步布局全国一线或省会重要城市的发展战略。截至 2014 年末，公司储备项目建筑面积约 80 万平方米，均位于武汉市规划的中心商业区和市级商业副中心区的重要节点上、地铁换乘枢纽和地铁覆盖位置及省内二线城市的核心区域。其中，南国•大武汉地块是一个商业运营面积达 30 万平方米的综合体，涵盖了建材卖场、家居卖场、灯饰卖场、综合卖场、公寓和写字楼等多种业态，该地块将成为西汉口城市级商业中心，成为区域内居民首选的日常生活购物和公共休闲活动中心。此外，公司于 2014 年 12 月取得成都昭觉寺项目，总建筑面积 55.30 万平方米，该项目在拿地阶段引入地产基金参与投资，实现了项目投资模式由“自主投资主导”向“金融+投资并行”的突破。

2014 年，南国置业进一步加强与电建地产的融合，不断提升城市广场和家居广场两条主要产品线的开发运营能力，加大新产品线的研发及已有产品线的创新，及时调整开发节奏和营销策略。随着公司间接控股股东中国电力建设集团有限公司参与相关重点城市轨道交通、基础设施建设的推进及对房地产板块的资源倾斜，公司获取重要交通节点特别是沿城市轨道交通站点区域大型综合体开发用地的实力也将持续上升。控股股东与间接控股股东继续给予公司大力支持，有利于公司的持续发展。

[6] 数据来源：2014 年年报.

公司形成了丰富的商业地产开发经验及高效的开发模式，持续完善质量管理体系，区域竞争优势仍然明显；项目开发成本和工程进度受多种因素影响，对公司成本控制和项目管理带来一定挑战

经过多年的商业地产开发经验积累，公司形成了高效的商业地产开发模式。公司在完成对地块价值、地段和周边经济发展水平以及城市居民不同需求的分析的基础上，确定不同位置的商业体的类型，首先根据运营经验和对终端消费者的调查，对品类和品牌进行优化调整，以定点招标的方式完成招商，再按照签约客户的定制要求制定项目的空间布局和动线规划，然后开始项目施工。

公司设有研发中心，主要研究城市公共空间需求发展的趋势、商业物业开发与运营各环节之间的联系、商业物业与其它类型物业相互协调和价值提升的关系等。在长期业务运作中，公司研发中心与国际国内知名的咨询和顾问公司形成了战略伙伴关系，通过调查问卷、人员访谈等形式对项目所处地块商圈进行详细分析。近年来，公司研发中心成功开发了多个商业地产项目，同时提升了住宅地产的商业价值。

公司具有国家建设部批准的一级房地产开发资质，但是主要采取公开招标的方式聘用独立承包商为项目提供策划、勘察、设计、施工、监理等各项服务。在长期的业务发展过程中，公司和参与项目的外部单位形成了良好的协作关系，并建立了较完善的质量管理体系。在选择施工单位时，公司注重考察施工单位的资质、信誉和实力，特别是质量保证能力；在签订施工合同时，公司都与施工单位约定详细的质量保证条款，包括对工程质量等级的要求，并要求施工单位根据需要随时提供有关工程质量的技术资料等。公司在采用新技术、新工艺、新材料、新设备时，根据操作规范在施工现场做样板，组织有关人员对样板进行验收，提出施工中应注意的事项，再根据样板将新技术、新工艺、新材料、新设备在施工现场推广，并由公司、施工方、监理方和厂家进行质量检查。

公司商业地产开发以三旧改造项目为主，公司凭借在武汉商业地产领域的品牌影响力、开发经验和招商实力，与当地政府签订投融资协议，约定还建方案，要求拆迁的前期资金必须到位，对风险有一定可控性。公司项目开发成本包括土地成本、前期工程费、基础设施施工费、建安工程费、公共配套设施建设费、借款费用、开发间接费、期间费用和税费。在项目开发过程中，设计方案的变更、拆迁的不确定性、气候条件和地质条件与预期不同等都可能增加开发成本、影响工期，为公司成本控制和项目管理带来一定挑战。

公司凭借成熟的商业运营、物业管理能力、大量稳定且优质的商户资源以及高忠诚度的客户资源，不断提升商业运营项目的市场价值

公司商业地产的大部分物业采取自主销售方式，也有部分物业通过委托代理销售（代理费率为 0.60～0.90%），以提高专业分工和规避市场风险。公司商业物业销售对象主要是为了获取稳定回报的投资者。

公司利用成熟的商业运营和物业管理能力为业主实现物业价值最大化，收取约定的基本物业管理费和绩效管理费，公司对业主无保底收益承诺。

公司商铺初次招商采取租售结合的经营模式，根据物业具体情况确定租售比例。为提高优质商户的稳定性和公司的市场知名度，持续吸引大量消费者，公司选择向知名厂商和品牌经销（或代理）商销售商铺，且商户不能擅自改变经营用途。在十余年物业开发的过程中，公司积累了丰富且优质的商户资源，与包括沃尔玛、百安居、苏宁电器、屈臣氏和金逸影院等在内的近 50 多家国内外知名企业，以及 500 多家知名品牌建立了稳定的合作关系。

表 5　2012～2014 年及 2015 年 1～3 月公司房地产开发与销售情况（单位：万平方米、元/平方米）

指标	2015 年 1～3 月	2014 年	2013 年	2012 年
房屋施工面积	183.10	140.51	133.72	119.33
房屋竣工面积	0.00	41.53	45.60	27.03
房屋销售面积	2.37	17.51	13.21	19.31
其中：商业面积	1.14	13.22	11.25	11.34
住宅面积	1.23	4.29	1.96	7.97
平均成本（万元）	6,788.19	7,855.92	6,170.72	5,478.27
平均销售价格	13,134.60	14,126.10	11,688.11	11,121.12
其中：商业销售均价	20,600.88	17,012.41	15,655.53	13,945.13
住宅销售均价	6,214.63	5,231.70	6,150.00	7,100.00
实际销售额（万元）	**31,129**	**247,348**	**154,418**	**214,749**

数据来源：根据公司提供资料整理

2014 年，西汇城市广场二期开业，商业运营面积约 6.53 万平方米，定位为区域级购物中心，首次引进山姆会员店、嘉禾影院、优衣库、C&A、海底捞等影响力较大品牌，相较于公司其他项目，品牌级数更进一步，对公司后续商业项目的开发和运营都具有一定的战略意义。同时，作为南国大家装系列产品线的重要组成部分，雄楚广场项目建材馆顺利实现招商目标，为项目商铺开盘销售奠定了扎实的基础，近 400 个品牌商户中有 10%为雄楚广场项目独有品牌，项目通过做大做强灯饰品类，打造了核心优势。雄楚广场项目与南国大家装两店联动，将进一步巩固公司家装建材在武汉市场的重要地位。

2014 年，公司租金及管理费收入 1.74 亿元。截至 2014 年末，公司商业营运管理项目达到 9 个，分别是南湖都会、南国大家装、西汇城市广场一期、南湖城市广场、首义汇、北都城市广场、荆州一期大家装、汉口城市广场一期、西汇城市广场二期等，营运面积约 60 万平米。2015 年 3 月，公司计划新开工泛悦城市广场项目，总建筑面积约 55.31 万平米，权益面积约 22.68 万平米。

公司治理与管理

截至 2015 年 3 月，公司注册资本为 96,912 万元，电建地产直接和间接持有公司股份比例共计 40.82%，拥有绝对多数表决权，为公司控股股东，公司实际控制人为国务院国资委。公司进一步完善了股东大会、董事会、决策层及经营管理层的职责范围与审批权限细则；借鉴央企成熟的基础管理体系，完善了以“三重一大”决策流程为核心的管控体系。

未来公司将利用股东资源，充分发挥协同效应，在做好已有产品线的深耕细作、模式复制的同时，大力推进核心城市重要交通节点特别是沿城市轨道交通站点区域大型综合体物业的开发与运营，复制公司产品线，加快跨区域发展，不断增强公司的市场影响力及竞争力。

我国城市化进程推进、居民收入增长以及消费结构升级为商业地产行业的持续发展提供有力保障，同时，武汉商业地产市场容量较大，作为武汉地区领先的综合性物业开发企业，公司仍然具有较明显的竞争优势。公司坚持产品领先、价值发现与价值创造的策略，经过多年的耕耘，已形成了日趋成熟的运营模式及丰富的产品线，具有优质的土地储备及高忠诚度的客户资源和丰富的商户资源，资源整合能力进一步加强，商圈整体效应逐步显现，同时，控股股东在业务和资金等方面给予公司大力支持，有利于公司的持续发展。总体来看，公司的抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2014 年及 2015 年 1～3 月财务报表。大信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2014 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2014 年公司合并范围增加 1 家全资子公司和 1 家控股子公司。2015 年 1～3 月财务报表未经审计。

资产质量

2014 年以来，公司资产规模持续增长，仍以流动资产为主；公司存货周转率虽有所提升，但由于商业地产开发周期较长仍处于较低水平，同时应收账款周转效率有所下降

2014 年以来，公司资产规模持续较快增长，流动资产在总资产中占比保持在 90%以上，但非流动资产规模随着长期应收款的增长而有所扩大。2015 年 3 月末，公司总资产 129.05 亿元，较 2014 年末增长 23.59%，流动资产占比 92.07%。

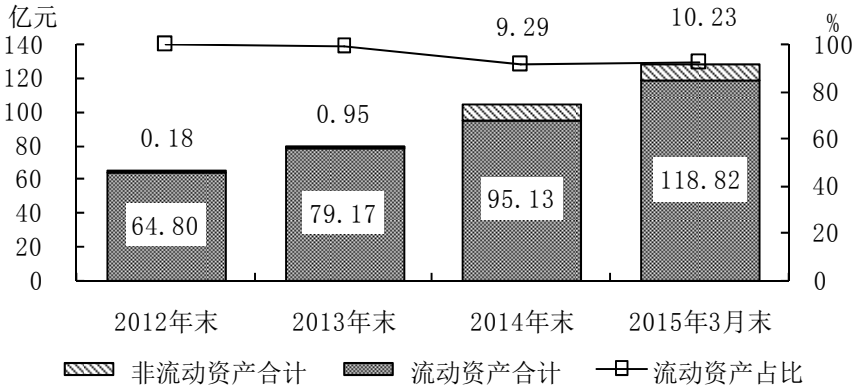


图 1　2012～2014 年末及 2015 年 3 月末公司资产构成

公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金等构成。2014 年末，存货 69.36 亿元，同比增长 27.53%，在流动资产中占比仍然较高，一定程度上影响公司资产的变现能力，其中开发成本 33.55 亿元，开发产品 35.81 亿元，主要是南国中心 1 期、2 期、荆州沙北项目、襄阳南国城市广场及武汉昙华林商业项目投入增加，以及江南大武汉项目开工建设；其他应收款为 11.37 亿元，同比增长 140.04%，主要是保证金的大幅增长所致，其中包括南国中心二期拆迁保证金及成都泛悦城市广场竞买保证金，公司计提了 0.21 亿元坏账准备；货币资金为 7.23 亿元，其中银行存款 7.10 亿元，其他货币资金 0.13 亿元，银行存款中为公司借款提供质押的定期存单保证金 0.40 亿元。此外，公司应收账款 3.45 亿元，同比增长 142.96%，主要是近两年结算的项目较多，部分售房款按揭贷款未及时到位，应收前五名总额为 0.67 亿元。

2015 年 3 月末，公司流动资产较 2014 年末略有增加，其中货币资金为 17.45 亿元，较 2014 年末增长 141.48%，主要是发行 10 亿元 3 年期中期票据所致；存货为 86.75 亿元，较 2014 年末略有增加；其他应收款为 7.73 亿元，较 2014 年末减少 32.05%，主要是土地竞拍保证金转为开发成本所致。此外，应收账款减至 2.77 亿元。

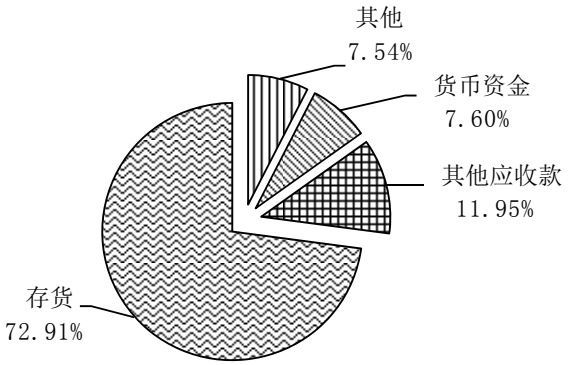


图 2　2014 年末公司流动资产构成

公司非流动资产主要为长期应收款，2014 年末及 2015 年 3 月末金

额分别为 8.10 亿元和 9.06 亿元，2014 年末新增长期应收款主要是应收武汉市硚口区土地整理储备中心土地整理金。

截至 2014 年末，公司受限资产[7]共计 9.95 亿元，占总资产的 9.53%，其中借款质押定期存单保证金 0.40 亿元，借款抵押存货 9.55 亿元。

2014 年及 2015 年 1～3 月，公司存货周转天数分别为 1,491.71 天和 3,641.26 天，2014 年公司存货周转效率有所提升，但由于商业地产开发周期较长，仍处于较低水平[8]；同期，应收账款周转天数分别为 33.12 天和 77.86 天，2014 年公司应收账款周转效率有所下降。

总体来看，公司资产规模持续扩张，资产结构保持稳定，流动资产占比仍较大，存货周转效率虽有所提升但仍处于很低水平，应收账款周转效率有所下降。

资本结构

2014 年以来，公司负债规模不断扩大，以流动负债为主，资产负债率有所上升；有息债务在总负债中占比很高，以短期有息债务为主，偿付压力较为集中

2014 年以来，随着公司商业地产项目陆续开发，负债规模持续扩大，流动负债占比大幅提高，成为负债主要部分。2015 年 3 月末，公司负债总额为 98.13 亿元，流动负债占比为 74.16%。

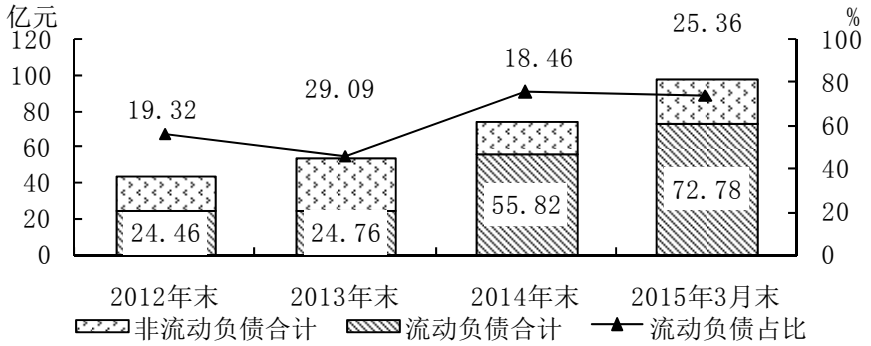


图 3　2012～2014 年末及 2015 年 3 月末公司负债构成

公司流动负债由短期借款、一年内到期的非流动负债、应付账款和其他应付款等构成。2014 年末，短期借款为 18.80 亿元，同比增长 95.96%，其中公司以存货抵押取得借款 0.75 亿元，股东许晓明以个人持有的限售流通股 2,000 万股质押[9]取得借款 0.50 亿元，公司以价值 0.40 亿元定期存单质押取得借款 0.38 亿元，担保借款 4.22 亿元，股东许晓明为公司提供委托借款 0.95 亿元，以及母公司电建地产提供委托借款 12.00 亿元；一年内到期的非流动负债为 18.65 亿元，是上年的 7.49 倍，其中抵押借款 3.29 亿元，保证借款 2.37 亿元，委托借款

[7] 公司未提供截至 2015 年 3 月末受限资产情况。
[8] Wind 资讯数据，2014 年房地产业存货周转天数较低值为 900 天。
[9] 截至 2015 年 3 月末，许晓明累计被质押的公司股份合计 23,600 万股，占公司总股本的 24.35%。

13.00 亿元；应付账款为 7.67 亿元，同比增长 143.64%，主要是公司业务规模扩大，应付工程项目款增加所致；其他应付款为 6.24 亿元，同比增长 83.39%，为往来单位款。

2015 年 3 月末，公司流动负债较 2014 年末增长 30.38%，其中，短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债分别为 27.59 亿元、15.09 亿元和 19.40 亿元，均较 2014 年末有所增长，其中其他应付款增幅最大，主要是相关往来款项增加所致。

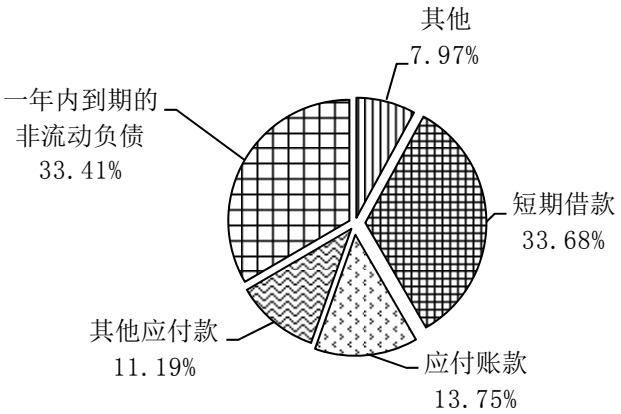


图 4　2014 年末公司流动负债构成

公司非流动负债仅为长期借款，2014 年末及 2015 年 3 月末金额分别为 18.46 亿元和 25.36 亿元，2014 年末长期借款包括质押借款 1.20 亿元、抵押借款 5.46 亿元、保证借款 3.73 亿元以及委托借款 8.07 亿元。

由于公司项目开发投入资金主要来源于银行借款，总有息债务持续增长，其在总负债中占比保持在很高水平，利息费用控制压力较大。2014 年以来，公司长期有息债务规模有所波动。

表 6　2012～2014 年末及 2015 年 3 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
短期有息债务	46.98	37.45	12.09	11.30
长期有息债务	25.36	18.46	29.09	19.32
总有息债务	72.34	55.91	41.17	30.62
总有息债务在总负债中占比	73.71	75.27	76.46	69.95

截至 2015 年 3 月末，公司有息债务主要集中于未来 1 年内偿还，存在一定集中偿付压力。

表 7　截至 2015 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	(4,5]年	>5 年	合计
金额	46.98	6.07	13.64	1.10	4.55	**72.34**
占比	64.95	8.39	18.86	1.52	6.28	**100.00**

2014 年末，公司股权激励行权股本 323 万元，股本增至 96,903 万元，因尚未进行工商变更，期末注册资本仍为 96,580 万元；2015 年 3 月末，股本增至 96,912 万元，主要是股权激励行权的股票期权。2014 年末以来，资本公积的增加主要是股票期权行权产生的股本溢价；盈余公积与未分配利润随着净利润的增加均有所增长；所有者权益保持增长。

表 8　2012～2014 年末及 2015 年 3 月末公司权益指标（单位：万元）

权益指标	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
股本	96,912	96,903	96,580	96,000
资本公积	10,989	10,946	10,067	6,348
盈余公积	13,430	13,430	7,779	6,324
未分配利润	181,890	177,995	146,147	103,143
归属于母公司所有者权益合计	303,221	299,274	260,572	211,815
少数股东权益	5,937	2,123	2,158	193
所有者权益合计	309,158	301,397	262,730	212,009

2014 年末以来，公司资产负债率不断升高；公司所处行业特征决定了长期资产适合率处于很高水平，2014 年末以来由于财务结构调整，该指标大幅下降；流动比率持续降低，流动资产对流动负债的覆盖程度有所减弱，速动比率不断降低，主要因为存货占总资产的比重持续上升。

表 9　2012～2014 年末及 2015 年 3 月末公司部分财务指标（单位：%、倍）

财务指标	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
资产负债率	76.04	71.14	67.21	67.37
长期资产适合率	550.07	523.25	5,826.13	22,517.18
流动比率	1.63	1.70	3.20	2.65
速动比率	0.44	0.46	1.00	1.49

按照房地产经营惯例，公司对选择银行按揭方式付款的商户和客户提供购房按揭贷款担保，截至 2014 年末，公司除累计滚存按揭担保余额 10.76 亿元。公司在销售房产前查询客户的银行征信信息，签订销售合同时收取 5 万元的定金，并要求 7 天内交首付款（销售价格的 50%），过期未付首付款则没收定金，房源由公司进行销售处理。公司未出现为此担保承担连带责任的情况。

截至 2015 年 3 月末，公司无对外担保。2015 年 6 月 13 日，公司发布《对外担保》公告，为满足公司发展需要、降低融资成本，公司

与各银行金融机构开展电子商业承兑汇票业务，授信额度为3.00亿元，票据期限最长不超过 1 年，由武汉信用担保集团股份有限公司及武汉中小企业信用担保有限公司对该票据业务提供连带保证责任，南国置业对上述担保公司就该票据业务提供反担保。

总体来看，公司有息债务持续增长带来负债规模不断扩张，资产负债率持续上升，有息债务在总负债中占比保持在较高水平，且存在一定集中偿债压力。此外，流动资产对流动负债的覆盖程度有所下降。

盈利能力

2014 年，公司营业收入和利润总额均保持增长；总资产报酬率和净资产收益率均有所下降，但资产盈利能力仍较好

2014 年，公司营业收入同比增长 59.91%，主要是销售并结转收入的项目较多；但是，公司结转的商业地产项目类型毛利率偏低，使得毛利润和毛利率均有所下滑。

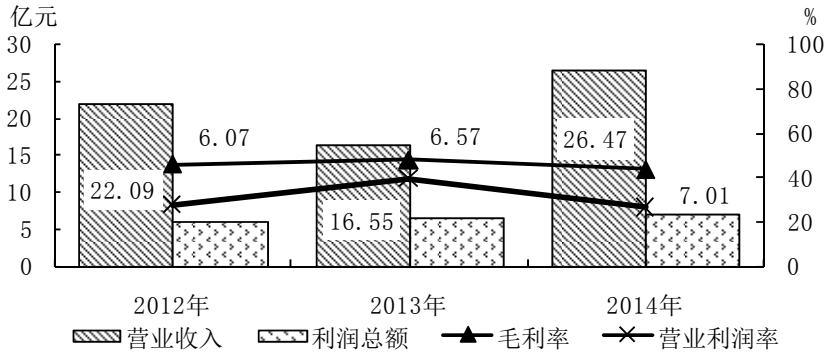


图 5　2012～2014 年公司收入和盈利情况

管理费用和销售费用是公司期间费用的主要部分，2014 年期间费用持续增长，其占营业收入的比重有所波动。2014 年，公司借款主要用于房地产开发成本，相应的借款费用都进行了资本化，产生的利息支出较少，而公司预收的购房款等带来了部分银行存款利息收入，故导致财务费用持续为负。2014 年的财务费用较上期有所增加，主要是因为计入财务费用的利息支出增加所致。

表 10　2012～2014 年及 2015 年 1～3 月公司期间费用及占营业收入比重（单位：万元、%）

项目	2015 年 1～3 月	2014 年	2013 年	2012 年
销售费用	3,330.31	6,996.56	6,175.45	5,660.21
管理费用	1,814.19	6,991.98	6,283.50	5,835.26
财务费用	-147.85	-64.07	-360.16	-1,046.59
期间费用/营业收入	**13.91**	**5.26**	**7.31**	**4.73**

2014 年，公司投资收益为 0.38 亿元，同比明显减少，主要因为公司与武汉地产集团合作开发的汉口城市广场商业项目投资收益较 2013 年有所减少。

2014 年，公司利润总额为 7.01 亿元，同比增长 6.65%，净利润为 4.91 亿元，同比减少 9.19%，主要因为所得税费用大幅增长。同期，总资产报酬率和净资产收益率均有所下降，其主要原因是总资产和净资产的增长速度大大超过利税前利润和净利润的增长速度。总体来说，资产盈利能力仍然较好。

表 11　2012～2014 年公司部分财务指标（单位：万元、%）

财务指标	2014 年	2013 年	2012 年
EBIT	71,081	66,139	60,714
EBITDA	71,279	66,303	60,849
总资产报酬率	6.81	8.25	9.34
净资产收益率	16.28	20.56	21.01

2015 年 1～3 月，公司营业收入 3.59 亿元，同比增长 4.69%，毛利率为 46.30%，同比上升 1.05 个百分点；期间费用为 0.50 亿元，同比有所增长；利润总额 0.58 亿元，净利润 0.38 亿元，同比分别下降 38.33%和 38.81%，主要因为公司项目税金支出增加，营业税金及附加比上年同期增长 145.77%，以及期间销售费用同比增长。

现金流

2014 年公司经营性现金净流出规模有所缩小；在建项目未来的资金需求使得公司仍然面临较大的资本支出压力

2014 年，公司经营性现金净流出较上年有所减少，主要是经营性应付项目大幅增加以及存货减少所致；投资性净现金流表现为较大规模净流出，主要是汉口新增开发项目所致；筹资性净现金流的增长仍然主要来源于银行借款。

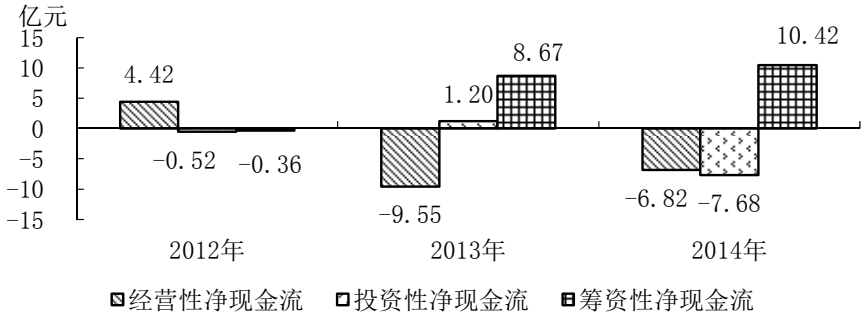


图 6　2012～2014 年公司现金流情况

2014 年，公司现金回笼率为 86.01%，现金回笼率同比略有提升，但仍保持在较低水平。

表 12　2012～2014 年公司经营性净现金流对负债及利息的覆盖情况（单位：%、倍）

财务指标	2014 年	2013	2012 年
经营性净现金流/流动负债	-16.92	-38.81	19.37
经营性净现金流/总负债	-10.64	-19.57	11.79
经营性净现金流利息保障倍数	-1.60	-3.15	1.40
EBIT 利息保障倍数	1.67	2.18	1.93
EBITDA 利息保障倍数	1.67	2.19	1.93

2015 年 1～3 月，公司经营性净现金流为-15.26 亿元，投资性净现金流为-15.70 万元，筹资性净现金流为 20.78 亿元。

截至 2015 年 3 月末，公司在建项目计划投资总额的 75%将来源于自筹资金，其余依靠银行贷款。未来 3 年，公司在建项目还需投资 61.13 亿元。公司未来资本支出规模较大，除已完工项目结转的收入之外，公司仍存在较大的融资压力。

表 13　截至 2015 年 3 月末公司主要在建项目的未来投资规划（单位：亿元）

项目名称	预计竣工时间[10]	计划投资总额	已完成投资额	未来投资规划		
				2015 年	2016 年	2017 年
在建项目						
南国中心一期	2015.10	11.56	7.25	2.00	1.50	0.81
南国中心二期	2017.08	36.00	15.68	6.00	9.50	4.82
荆州南国城市广场二期（酒店）	2015.10	4.69	3.74	0.80	0.15	0
南国昙华林广场	2015.12	11.94	6.37	5.00	0.57	0
襄阳南国城市广场	2015.12	15.30	5.29	4.23	4.26	1.44
汉口城市广场二期（股权比例 70%）	2015.11	8.50	6.67	1.00	0.83	0
泛悦国际（股权比例 40%）	2016.01	12.25	6.74	3.00	2.00	0.51
泛悦城市广场（股权比例 41%）	2019.08	18.28	5.65	3.00	4.00	4.00
在建项目小计	-	118.52	57.39	25.03	22.81	11.58

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债能力

2014 年以来，公司总有息债务规模持续扩大，其占总负债比重一直保持很高水平，2015 年 3 月末总有息债务为 72.34 亿元，占总负债的 73.71%；资产负债率有所上升，2015 年 3 月末为 76.04%；公司流动资产对流动负债的覆盖程度一般。

从盈利能力来看，公司货币资金充裕，利润总额保持增长，总资产报酬率和净资产收益率保持在良好水平，资产盈利能力良好。公司是上市公司，直接融资渠道畅通。同时，公司区域地位、优势突出，获得控股股东和金融机构的支持力度较强。总体来看，公司偿债能力很强。

[10] 预计竣工时间指主楼盘竣工，不包括装修等其他后续工程。

债务履约情况

根据公司提供的银行版企业信用报告，截至 2015 年 7 月 1 日，公司本部无不良信贷记录。截至本报告出具日，公司于 2015 年 4 月发行的 10 亿元 3 年期中期票据尚未到还本付息日。

担保分析

电建地产为本期票据提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，仍然具有较强的增信作用

中国电力建设股份有限公司通过直接和间接持有电建地产的全部股份，电建地产的实际控制人为国务院国资委，截至 2015 年 3 月末，电建地产注册资本 60 亿元。

电建地产主要从事房地产开发业务，以住宅开发为主。电建地产拥有房地产开发企业壹级资质，依托强大的资源优势、技术力量、资本支持和信用平台，实施跨地域发展战略，成为面向全国市场，集土地开发、房地产开发、物业管理为一体的房地产品牌综合运营商。2013 年，电建地产根据市场情况，及时对战略布局进行积极调整：重点布局一线城市，并逐步加大核心二线城市的投资规模和拓展机会，向一、二线城市集中。2013 年电建地产收购南国置业，业务结构以中小户型住宅产品为主导，以商业地产为必要补充，同时积极参与政府保障性住房开发建设，在投资比例上，刚需和改善性项目占 70～80%，高端项目占 20～30%。2014 年末，电建地产总资产 553.96 亿元，资产负债率为 81.95%，所有者权益为 100.01 亿元，2014 年实现营业收入 82.24 亿元，净利润 5.42 亿元。截至 2015 年 3 月末公司土地储备按计容面积计算的建筑面积约 900 万平方米左右。

“十二五”期间电建地产区域市场布局目标为：完成以北京、天津、青岛为核心的环渤海地区，以成都、重庆、贵阳、昆明为核心的西南地区，以武汉、长沙为核心的中南地区的区域市场战略布局；重点经营好“京津冀都市圈”、“成渝经济区”、“长株潭城市群”、“武汉城市圈”、“环渤海经济圈”区域内的核心项目。电建地产未来将以中高档住宅产品为主导，以商业地产、旅游地产、产业地产为必要补充，积极参与政府保障性住房开发建设，逐步形成品类齐全的产品结构与种类。

综合分析，电建地产担保实力较强，由其为南国置业发行的 10 亿元中期票据提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，仍然具有较强的增信作用。

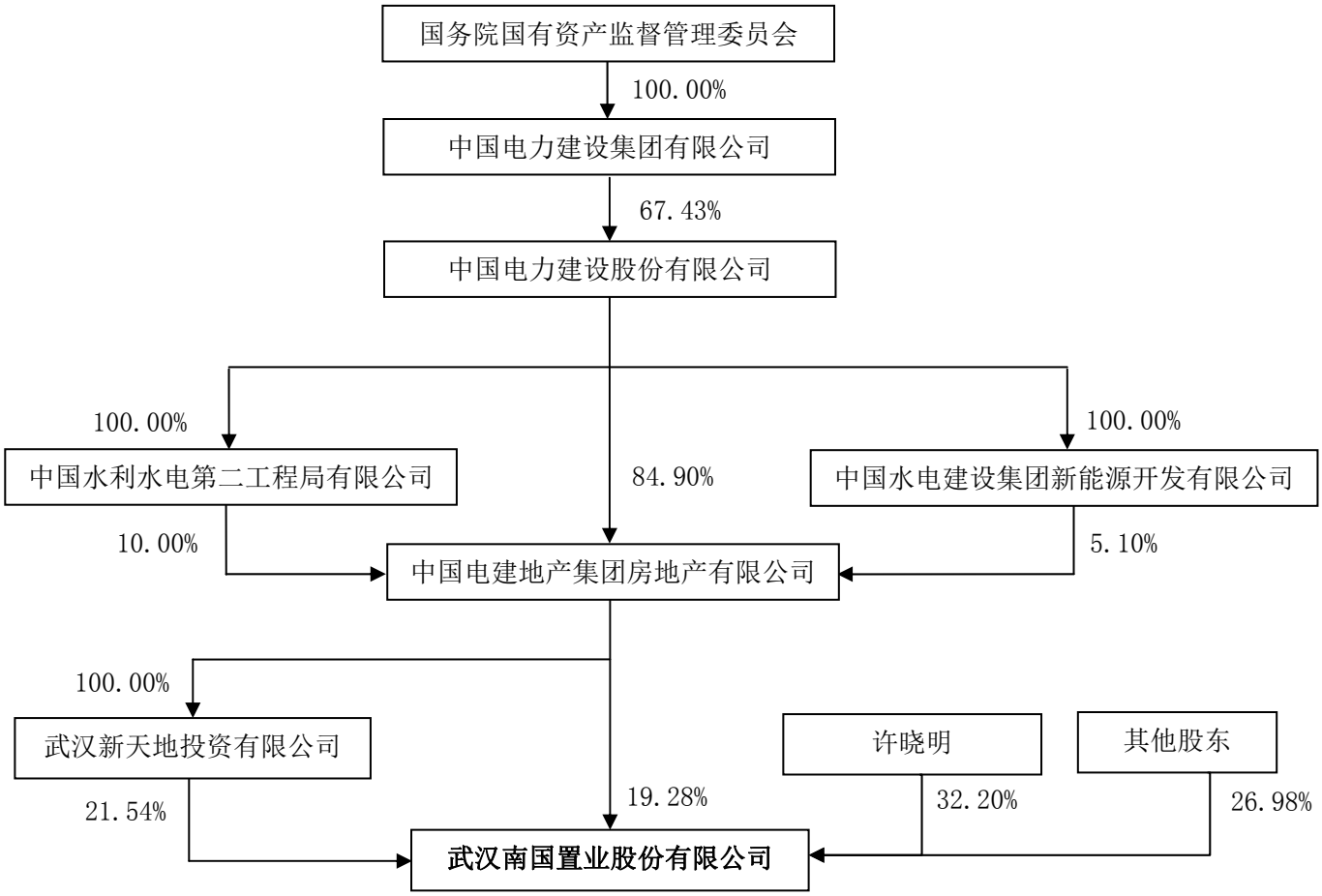
结论

我国城市化进程推进、居民收入增长以及消费结构升级推动商业

地产行业的持续发展，公司是武汉商业地产开发市场的领先品牌，商业物业的实际销售额逐年增长。公司坚持 20 年统一运营和管理的销售模式，具有丰富的商业地产开发经验和高效的开发模式，以及成熟的商业运营和物业管理能力，同时拥有大量稳定且优质的商户资源以及高忠诚度的客户资源，商业运营模式的可复制性较强，有利于公司业务的拓展和盈利水平的提升，在区域市场的竞争优势较明显。由于项目建设的资金需求除结转的销售收入外，主要依赖银行借款，公司负债规模尤其是有息债务规模不断扩大，资产负债率有所上升；此外，受商业地产项目开发周期的影响，经营性净现金流波动较大。但是，公司总资产报酬率和净资产收益率保持较好水平，资产盈利能力较好。同时，公司获得控股股东的大力支持，并且股权融资渠道畅通。电建地产为本期票据提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，仍然具有较强的增信作用。预计未来 1～2 年，随着公司发展战略的逐步实施，公司业务规模将保持稳定增长。

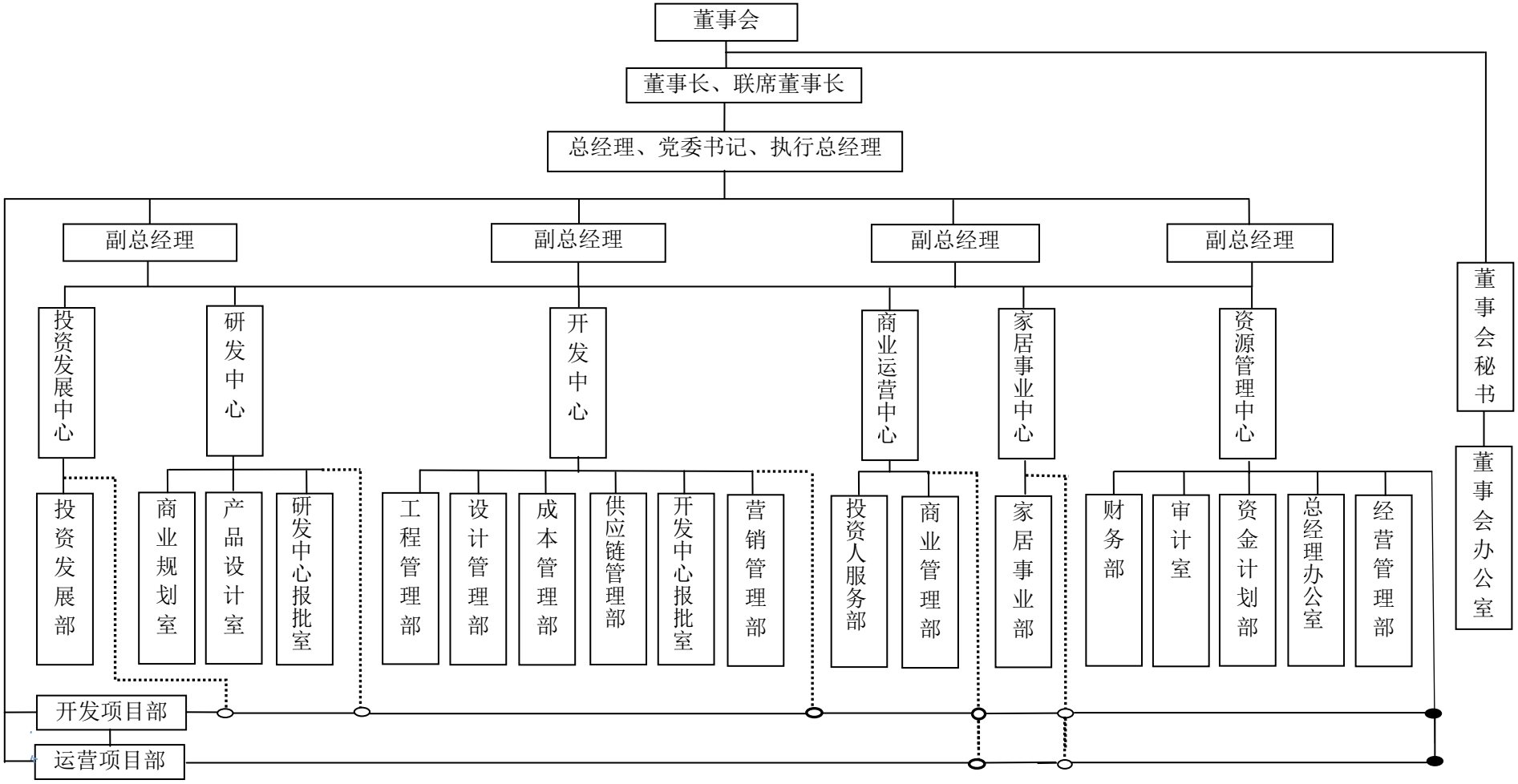
综合分析，大公对公司“15 南国置业 MTN001”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA-，评级展望维持稳定。

附件1　截至2015年3月末武汉南国置业股份有限公司股权结构图[11]



[11] 中国水电建设集团房地产有限公司于2014年7月更名为中国电建地产集团有限公司。

附件 2　截至 2015 年 3 月末武汉南国置业股份有限公司组织结构图[12]



[12] 实线与实心圆代表中心与项目部存在直接管理联系，虚线与空心圆代表中心与项目部存在业务归口管理关系。

附件 3　　武汉南国置业股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2015 年 3 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
资产类				
货币资金	174,528	72,274	123,129	113,831
应收账款	27,653	34,510	14,204	10,355
其他应收款	77,272	113,726	47,377	71,815
预付款项	40,731	37,207	63,147	168,432
存货	867,490	693,574	543,864	283,577
流动资产合计	1,188,210	951,291	791,721	648,010
长期股权投资	7,613	7,629	8,247	725
非流动资产合计	102,297	92,871	9,502	1,800
总资产	1,290,507	1,044,162	801,223	649,810
占资产总额比（%）				
货币资金	13.52	6.92	15.37	17.52
应收账款	2.14	3.31	1.77	1.59
其他应收款	5.99	10.89	5.91	11.05
预付款项	3.16	3.56	7.88	25.92
存货	67.22	66.42	67.88	43.64
流动资产合计	92.07	91.11	98.81	99.72
非流动资产合计	7.93	8.89	1.19	0.28
负债类				
短期借款	275,850	188,026	95,950	73,700
应付账款	60,651	76,729	31,493	37,500
预收款项	18,889	17,323	28,361	49,370
其他应付款	150,884	62,446	34,051	20,085
应交税费	27,133	27,142	32,191	24,139
一年内到期的非流动负债	193,950	186,508	24,900	39,344
流动负债合计	727,799	558,215	247,636	244,601
长期借款	253,550	184,550	290,858	193,200
非流动负债合计	253,550	184,550	290,858	193,200
负债合计	981,349	742,765	538,493	437,801
占负债总额比（%）				
短期借款	28.11	25.31	17.82	16.83
应付账款	6.18	10.33	5.85	8.57
预收款项	1.92	2.33	5.27	11.28
其他应付款	15.38	8.41	6.32	4.59
应交税费	2.76	3.65	5.98	5.51
一年内到期的非流动负债	19.76	25.11	4.62	8.99
流动负债合计	74.16	75.15	45.99	55.87
长期借款	25.84	24.85	54.01	44.13
非流动负债合计	25.84	24.85	54.01	44.13

附件 3　武汉南国置业股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2015 年 3 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
权益类				
实收资本	96,912	96,903	96,580	96,000
资本公积	10,989	10,946	10,067	6,348
盈余公积	13,430	13,430	7,779	6,324
未分配利润	181,890	177,995	146,147	103,143
归属于母公司所有者权益	303,221	299,274	260,572	211,815
少数股东权益	5,937	2,123	2,158	193
所有者权益	309,158	301,397	262,730	212,009
损益类				
营业收入	35,926	264,723	165,540	220,899
营业成本	19,292	149,318	85,982	119,215
营业税金及附加	6,048	33,750	21,401	29,834
销售费用	3,330	6,997	6,175	5,660
管理费用	1,814	6,992	6,284	5,835
财务费用	-148	-64	-360	-1,047
资产减值损失	-196	1,492	244	547
投资收益	-16	3,807	19,851	-210
营业利润	5,770	70,046	65,666	60,644
利润总额	5,771	70,081	65,711	60,714
所得税费用	1,962	21,025	11,688	16,163
净利润	3,809	49,055	54,022	44,550
归属于母公司所有者的净利润	3,895	49,090	54,058	44,551
占营业收入比（%）				
营业成本	53.70	56.41	51.94	53.97
销售费用	9.27	2.64	3.73	2.56
管理费用	5.05	2.64	3.80	2.64
财务费用	-0.41	-0.02	-0.22	-0.47
营业利润	16.06	26.46	39.67	27.45
利润总额	16.06	26.47	39.69	27.48
净利润	10.60	18.53	32.63	20.17
归属于母公司所有者的净利润	10.84	18.54	32.66	20.17
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-152,608	-68,189	-95,521	44,152
投资活动产生的现金流量净额	-16	-76,754	12,044	-5,161
筹资活动产生的现金流量净额	207,834	104,188	86,674	-3,555

附件 3　武汉南国置业股份有限公司主要财务指标（续表 2）

年　份	2015 年 3 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
财务指标				
EBIT（万元）	5,771	71,081	66,139	60,714
EBITDA（万元）	-	71,279	66,303	60,849
总有息债务（万元）	723,350	559,084	411,708	306,244
毛利率（%）	46.30	43.59	48.06	46.03
营业利润率（%）	16.06	26.46	39.67	27.45
总资产报酬率（%）	0.45	6.81	8.25	9.34
净资产收益率（%）	1.23	16.28	20.56	21.01
资产负债率（%）	76.04	71.14	67.21	67.37
债务资本比率（%）	70.06	64.97	61.04	59.09
长期资产适合率（%）	550.07	523.25	5,826.13	22,517.18
流动比率（倍）	1.63	1.70	3.20	2.65
速动比率（倍）	0.44	0.46	1.00	1.49
保守速动比率（倍）	0.24	0.13	0.50	0.47
存货周转天数（天）	3,641.26	1,491.71	1,732.22	807.12
应收账款周转天数（天）	77.86	33.12	26.70	18.69
经营性现金净流/流动负债（%）	-23.73	-16.92	-38.81	19.37
经营性现金净流/总负债（%）	-17.70	-10.64	-19.57	11.79
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-11.49	-1.60	-3.15	1.40
EBIT 利息保障倍数（倍）	0.43	1.67	2.18	1.93
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	1.67	2.19	1.93
现金比率（%）	23.98	12.95	49.72	46.54
现金回笼率（%）	116.65	86.01	83.67	122.32
担保比率（%）	-	9.95	1.90	4.25

附件 4　中国电建地产集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2015 年 3 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
资产类				
货币资金	765,500	569,283	590,908	317,030
应收账款	38,325	46,358	61,421	8,082
预付款项	47,323	45,450	81,770	18,930
其他应收款	228,969	206,088	64,044	160,392
存货	4,629,797	4,343,231	3,262,690	1,319,797
流动资产合计	5,710,500	5,210,613	4,060,903	1,824,231
可供出售金融资产	12,250	12,250	0	0
长期股权投资	475	470	18,803	14,250
固定资产	9,013	9,266	5,961	3,733
在建工程	30,177	24,804	1,865	0
无形资产	61,285	61,782	241	246
商誉	74,853	74,853	74853	0
长期待摊费用	1,500	1,095	2,706	542
递延所得税资产	5,596	5,657	3,527	1,701
非流动资产合计	344,339	328,957	149,232	77,612
总资产	6,054,838	5,539,570	4,210,134	1,901,843
占资产总额比（%）				
货币资金	12.64	10.28	14.04	16.67
应收账款	0.63	0.84	1.46	0.42
预付款项	0.78	0.82	1.94	1.00
其他应收款	3.78	3.72	1.52	8.43
存货	76.46	78.40	77.50	69.40
流动资产合计	94.31	94.06	96.46	95.92
可供出售金融资产	0.20	0.22	0.00	0.00
长期股权投资	0.01	0.01	0.45	0.75
固定资产	0.15	0.17	0.14	0.20
在建工程	0.50	0.45	0.04	0.00
无形资产	1.01	1.12	0.01	0.01
商誉	1.24	1.35	1.78	0.00
长期待摊费用	0.02	0.02	0.06	0.03
递延所得税资产	0.09	0.10	0.08	0.09
非流动资产合计	5.69	5.94	3.54	4.08

附件 4　　中国电建地产集团有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2015 年 3 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
负债类				
短期借款	155,850	68,026	95,950	0
应付账款	253,895	256,660	200,297	85,976
预收账款	1,166,769	985,705	401,023	213,172
其他应付款	1,200,661	1,370,584	1,368,257	697,730
一年内到期的非流动负债	338,275	373,119	228,464	134,000
流动负债合计	3,111,361	3,074,363	2,367,138	1,174,470
长期借款	1,984,555	1,465,134	928,787	292,493
非流动负债合计	1,984,555	1,465,134	928,787	292,493
负债合计	5,095,916	4,539,497	3,295,925	1,466,963
占负债总额比（%）				
短期借款	3.06	1.50	2.91	0.00
应付账款	4.98	5.65	6.08	5.86
预收账款	22.90	21.71	12.17	14.53
其他应付款	23.56	30.19	41.51	47.56
一年内到期的非流动负债	6.64	8.22	6.93	9.13
流动负债合计	61.06	67.72	71.82	80.06
长期借款	38.94	32.28	28.18	19.94
非流动负债合计	38.94	32.28	28.18	19.94
权益类				
少数股东权益	374,467	418,695	390,027	43,486
实收资本（股本）	594,900	594,900	500,000	376,680
资本公积	1,478	1,458	1,099	0
盈余公积	1,465	1,465	1,458	5,179
未分配利润	-13,389	-16,446	21,626	9,534
归属于母公司所有者权益	584,455	581,377	524,183	391,394
所有者权益合计	958,922	1,000,072	914,209	434,880

附件 4　中国电建地产集团有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	2015 年 3 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
损益类				
营业收入	116,234	822,436	729,858	275,410
营业成本	75,509	608,937	557,903	221,817
营业税金及附加	13,555	72,081	55,073	9,612
销售费用	10,868	32,394	20,912	7,665
管理费用	6,161	24,662	18,838	10,009
财务费用	-808	-690	-1,121	-4,031
资产减值损失	-251	2,422	631	-44
投资收益	5	4,145	22,001	2,000
营业利润	11,206	86,775	99,624	32,383
营业外收支净额	-30	-46	158	-140
利润总额	11,176	86,728	99,781	32,243
所得税	4,380	32,574	18,043	9,254
净利润	6,796	54,154	81,739	22,989
归属于母公司所有者的净利润	3,058	21,817	29,996	21,464
少数股东损益	3,738	32,337	51,742	1,525
占营业收入比（%）				
营业成本	64.96	74.04	76.44	80.54
营业税金及附加	11.66	8.76	7.55	3.49
销售费用	9.35	3.94	2.87	2.78
管理费用	5.30	3.00	2.58	3.63
财务费用	-0.70	-0.08	-0.15	-1.46
资产减值损失	-0.22	0.29	0.09	-0.02
投资收益	0.00	0.50	3.01	0.73
营业利润	9.64	10.55	13.65	11.76
营业外收支净额	-0.03	-0.01	0.02	-0.05
利润总额	9.62	10.55	13.67	11.71
净利润	5.85	6.58	11.20	8.35
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-77,000	-220,148	-371,008	-396,603
投资活动产生的现金流量净额	-5,275	-149,605	-40,509	-57,989
筹资活动产生的现金流量净额	185,448	355,992	650,544	524,927
财务指标				
EBIT	11,772	90,769	102,311	33,961
EBITDA	-	93,573	104,182	34,699

附件 4　中国电建地产集团有限公司主要财务指标（续表 3）

年　份	2015 年 3 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
毛利率（%）	35.04	25.96	23.56	19.46
营业利润率（%）	9.64	10.55	13.65	11.76
总资产报酬率（%）	0.19	1.64	2.43	1.79
净资产收益率（%）	0.71	5.42	8.94	5.29
资产负债率（%）	84.16	81.95	78.29	77.13
债务资本比率（%）	79.33	76.62	74.14	72.11
长期资产适合率（%）	854.82	749.40	1,234.99	937.20
流动比率（倍）	1.84	1.69	1.72	1.55
速动比率（倍）	0.35	0.28	0.34	0.43
保守速动比率（倍）	0.25	0.19	0.25	0.27
存货周转天数（天）	5,347.54	2,248.29	1,478.48	1,681.18
应收账款周转天数（天）	32.78	23.59	17.14	6.01
经营性净现金流/流动负债（%）	-2.49	-8.09	-20.95	-46.49
经营性净现金流/总负债（%）	-1.60	-5.62	-15.58	-34.38
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-1.21	-0.93	-2.15	-5.70
EBIT 利息保障倍数（倍）	0.18	0.38	0.59	0.49
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	0.40	0.61	0.50
现金比率（%）	24.60	18.52	24.96	26.99
现金回笼率（%）	264.86	173.43	125.33	87.67
担保比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

附件 5　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产–存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[13] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[14] ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[13] 一季度取 90 天。
[14] 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2]×100%

附件 6　　中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

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，有较高违约风险。

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。

注：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。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。