

# 信用等级公告

联合[2015]465号

上海大名城企业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对上海大名城企业股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

上海大名城企业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

上海大名城企业股份有限公司拟公开发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：丁华伟

分析师：钟晓

二零一五年八月二十六日

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

# 上海大名城企业股份有限公司

## 2015年公开发行公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：本次债券发行总规模不超过28亿元（含28亿元），分期发行；第一期债券基础发行10亿元，可超额配售不超过18亿元

债券期限：本次债券期限不超过7年（含7年）；第一期分两个品种：品种一期限为5年，品种二期限为7年

评级时间：2015年8月26日

主要财务数据：

项目	2012年	2013年	2014年	2015.6
资产总额(亿元)	103.85	150.86	215.29	311.13
所有者权益(亿元)	35.32	44.57	71.17	72.26
全部债务(亿元)	25.55	51.24	66.21	132.54
营业收入(亿元)	16.76	29.40	53.80	20.64
净利润(亿元)	2.54	4.11	5.88	1.90
EBITDA(亿元)	3.64	7.59	10.03	-
经营性净现金流(亿元)	-11.06	-30.01	-26.37	-47.70
营业利润率(%)	29.81	32.29	24.96	24.90
净资产收益率(%)	7.53	10.28	10.17	--
资产负债率(%)	65.99	70.46	66.94	76.78
全部债务资本化比率(%)	41.97	53.48	48.20	64.72
流动比率	1.96	2.35	2.28	1.95
EBITDA全部债务比	0.14	0.15	0.15	--
EBITDA利息倍数(倍)	1.23	1.69	0.99	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.13	0.27	0.36	--

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本报告中数据如无特别注明均为合并口径；上表中半年度数据未经审计、相关指标未经年化。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对上海大名城企业股份有限公司（以下简称“大名城”或“公司”）的评级反映了公司作为具备较强综合实力的房地产开发上市公司，在土地成本及规模、区域布局、融资渠道、项目储备等方面具备的潜在优势。公司近年在兰州区域通过竞拍获取大量一级开发土地，有利于支持公司项目储备。近三年公司资产、权益规模持续增长，抗风险能力有所加强；其房屋施工面积、项目投入快速上升，有利于支撑未来收入、利润的增长。

联合评级同时关注到公司财务杠杆处于较高水平且建设项目投资规模较大，未来债务规模可能进一步增长等因素对公司信用基本面的不利影响。

公司于2014年9月完成非公开发行股票，有效充实了公司权益资本，同时公司整体流动性得以补充。公司近年房屋施工面积持续增长，投资规模不断增长，伴随在建项目持续推进及储备项目陆续开工，公司收入及利润规模有望增长，经营业绩有望提升。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

### 优势

1. 公司业务包括土地一级整理、二级开发，并在兰州区域通过竞拍获取一级开发土地，其一级整理业务有利于支持公司项目储备。
2. 公司近年资产、权益规模持续增长，抗风险能力有所加强；其房屋施工面积、项目投入快速上升，有利于支撑未来收入、利润的增长。
3. 公司于2014年9月完成非公开发行股票，有效充实了公司权益资本，同时公司整体流动性得以补充。

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

#### 关注

1. 资金成本上升，人民币贬值将导致热钱流出，房地产企业融资困难，房地产行业风险加大；同时我国人口向老龄化发展，也不利于房地产行业的长期发展。
2. 公司一级开发业务推进速度受到当地政府征地等工作效率的制约。
3. 伴随公司近年开工项目投入的持续增长，公司债务规模快速增长，债务负担明显加重，公司已开发及待开发项目投入规模较大，公司对外融资需求较大，其债务规模可能进一步增长。
4. 受公司项目周期多处于投入阶段影响，其近年经营活动现金净流量持续为负，公司短期支付压力较大。

#### 分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

张雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

PICC 大厦 12 层（100022）

[Http://www.unitedratings.com](http://www.unitedratings.com)

## 信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与上海大名城企业股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与上海大名城企业股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因上海大名城企业股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由上海大名城企业股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代上海大名城企业股份有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

## 一、主体概况

上海大名城企业股份有限公司（以下简称“公司”）前身系上海华源股份有限公司（以下简称“华源股份”），华源股份原控股股东为中国华源集团有限公司（以下简称“华源集团”），由于经营不善，华源股份被\*ST。根据《上海华源股份有限公司重整计划》（以下简称“《重整计划》”），2009年4月上海市第二中级人民法院（以下简称“二中院”）以民事裁定书【（2008）沪二中民四（商）破字第2-11号】裁定福州东福实业发展有限公司（以下简称“东福实业”）受让58,88.10万股华源股份A股股票，由东福实业一致行动人俞丽女士受让4,769.15万股华源股份B股股票。东福实业及其一致行动人通过司法拍卖及执行《重整计划》合计持有公司12,167.83万股，持股比例25.77%，成为公司控股股东。2011年6月，华源股份收到中国证券监督管理委员会《关于核准上海华源股份有限公司重大资产重组及向福州东福实业发展有限公司等发行股份购买资产的批复》（证监许可[2011]927号），并向东福实业及其一致行动人发行股份103,947.20万股。2011年8月，华源股份办理完毕股本和经营范围变更的工商变更登记并领取了新的营业执照，主业变更为房地产开发。2011年10月，公司股票恢复上市，A股股票简称由“\*ST华源”变更为“ST华源”，股票代码“600094”不变；B股股票简称由“\*ST华源B”变更为“ST华源B”，股票代码“900940”不变；2012年3月，公司A股股票简称由“ST华源”变更为“大名城”，股票代码“600094”不变；公司B股股票简称由“ST华源B”变更为“大名城B”，股票代码“900940”不变。

公司于2014年9月完成非公开发行股票，截至2015年6月底，公司注册资本20.12亿元，公司股东东福实业持有公司19.90%股份，系公司控股股东，俞培佛先生系公司实际控制人。

公司经营范围：房地产综合开发，建造、销售商品房，物业管理，物业租赁，公共基础设施开发与建设，建筑装饰安装工程，生产、加工、销售生物制品、农药及中间体（限分支机构经营）、药品原料及制剂（限分支机构经营）、保健品（限分支机构经营）、新型建材、包装材料、现代通讯信息新材料及相关器材；上述产品的研究开发、技术咨询和售后服务；经营进出口业务。（涉及配额、许可证或国家专项管理的，应凭证经营或按国家有关规定另行报批）（涉及许可经营的凭许可证经营）。

截至2015年6月底，公司合并范围二级子公司共计37家，公司下设投资拓展部、设计管理部、成本管理部、运营管理部、人力行政部、财务管理部、营销策划部、审计监察部、董事会办公室等9个职能部门。

截至2014年底，公司合并资产总计215.29亿元，负债合计144.12亿元，股东权益（含少数股东权益）71.17亿元。2014年公司实现营业收入53.80亿元，净利润（含少数股东损益）5.88亿元，2014年公司经营活动现金流量净额为-26.37亿元，现金及现金等价物增加额-0.77亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总计311.13亿元，负债合计238.87亿元，股东权益（含少数股东权益）72.26亿元。2015年上半年公司实现营业收入20.64亿元，净利润（含少数股东损益）1.90亿元，公司经营活动现金流量净额为-47.70亿元，现金及现金等价物增加额6.41亿元。

公司住所：上海市闵行区红松东路1116号1幢5楼A区；公司法定代表人：俞培佛。

## 二、募集资金用途

### 1. 本次债券概况

本次债券名称为“上海大名城企业股份有限公司2015年公开发行公司债券”，发行规模为不超过28亿元（含28亿元）。本次债券分期发行，其中，第一期公司债券（以下简称“本期债券”）基础发行规模10亿元，附18亿元超额配售选择权。本期债券分两个品种，其中：品种一债券基础发行规模5亿元，期限为5年，附第3年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二债券基础发行规模5亿元，期限为7年，附第5年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内（含超额配售部分），由发行人和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。

本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

### 2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务、补充流动资金。

## 三、行业分析

公司主营业务以商品房销售为主，营业利润主要来自于房地产业务，公司属于房地产行业。

### 1. 行业概况

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

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响，表现低迷。后随着金融危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月一二线城市价格均出现一定程度的下跌。2012年，受2011年行业低迷影响，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓，全年房地产开发投资71,803.79亿元，比上年增长16.2%，增速较2011年放缓11.9个百分点；商品房施工面积57.34亿平方米，比上年增长13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.73亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度有所回升，2013年，全国房地产开发投资86,013.38亿元，同比增长19.8%，增速同比提高3.6个百分点。商品房施工面积66.56亿平方米，比上年增长16.1%，增幅同比增长2.9个百分点；新开工面积20.12亿平方米，比上年增长13.5%，增幅同比增长20.8个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速不断放缓，2014年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资95,035.61亿元，名义同比增长10.5%，较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。其中，商品房施工面积72.65亿平方米，同比增长9.2%，房屋新开工面积17.96亿

平方米，同比下降10.7%。

图1 2010~2014年我国房地产开发投资情况（单位：亿元、亿平方米）



资料来源：wind资讯

总体看，房地产业是我国经济的重要支柱产业，近年来发展有所波动；预计未来一段时间，受宏观经济环境及调控政策等多重因素影响，房地产市场将逐步进入平稳、理性增长的新时期。

## 2. 市场供需

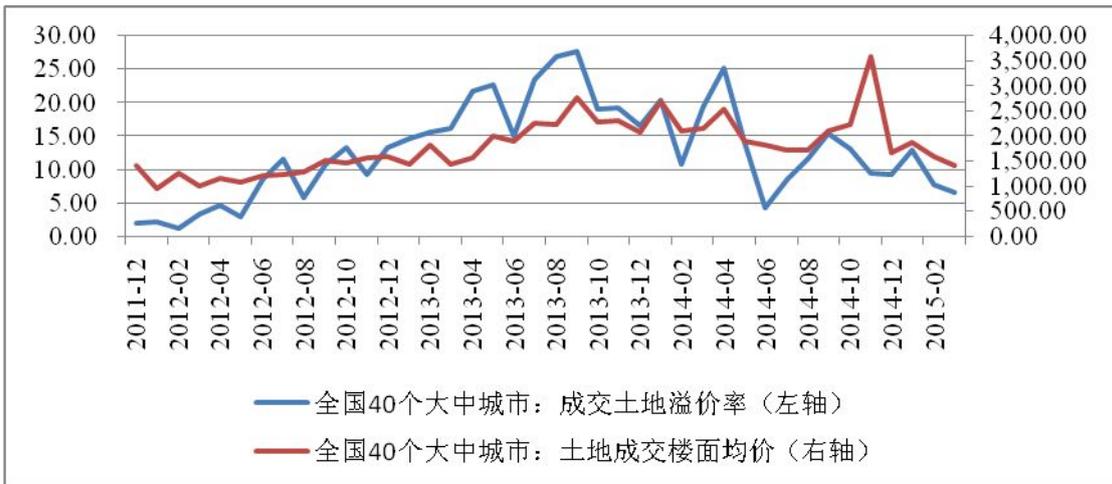
### (1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，是影响房地产开发企业利润的重要因素。土地市场受国家房地产宏观调控政策影响较大，其供求及价格水平取决于地方政府供地意愿以及开发商融资能力、现金回笼情况、购地意愿等多重因素。

2012年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势。2012年全国房地产开发企业土地购置面积为35,666.80万平方米，较2011年的44,327.44万平方米下降19.54%；2013年，受土地供应量增加影响，当年土地成交量较2012年增加8.82%，为38,814.38万平方米；2014年，受限购政策影响，房地产销售和资金回流能力进一步恶化，土地成交量为33,383.03万平方米，较上年下降13.99%。2012~2014年，房地产行业土地购置支出分别为12,100.15亿元、13,501.73亿元和17,458.53亿元，年均增长20.12%。

土地价格方面，2012~2013年，国内主要城市土地溢价率持续走高，2013年全国40个大中城市平均土地溢价率为19.99%，较2012年同期大幅上涨12.70个百分点；土地溢价率的增长，也带动了楼面均价的结构性上涨，2014年1月全国40个大中城市成交土地楼面均价为2,683.79元/平方米，与2012年1月的954.65元/平方米相比，复合增长率达67.67%。进入2014年，受到房地产销售增速回落和各地限购影响，各地土地出让溢价率和楼面地价成震荡下降态势。2014年12月，全国主要城市土地出让溢价率为9.40%，较去年同期下降近7.31个百分点；全国40个大中城市楼面均价为1,670.02元/平方米，较2013年12月下降19.96%。受各地限购陆续松绑及房贷等利好政策影响，2014年年底全国主要城市楼面地价出现短期刺激性增长，2014年11月达历史高点3,578.08元/平方米，但随后快速回落，市场整体下行形势未改。

图2 2012年以来全国40个大中城市楼面均价及土地溢价率（单位：元/平方米、%）



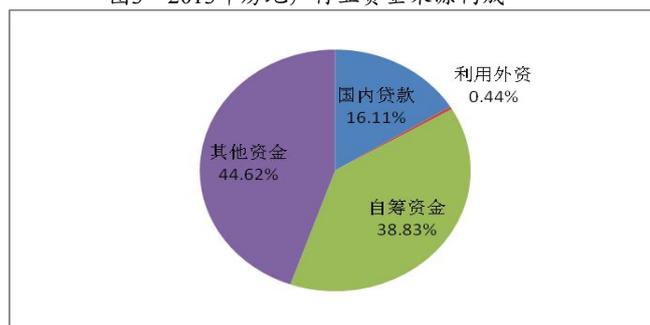
资料来源：Wind资讯

总体看，近年受宏观调控和市场供需影响，土地市场呈下行趋势，土地成交量减少，土地价格有所波动。值得注意的是，2013年由于土地供应量较大，土地成本较高，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

### (2) 开发资金来源状况

从房地产资金来源情况看，房地产开发企业资金来源总体呈增长态势。据国家统计局数据显示，2013年房地产开发企业本年资金来源122,122.47亿元，比上年增长26.5%，增速较上年增长13.8个百分点，其中，国内贷款19,672.66亿元，比上年增长33.1%，增速较上年增长19.9个百分点；利用外资534.17亿元，增长32.8%，增速已经由负转正；自筹资金47,424.95亿元，增长21.3%，较上年增长9.6个百分点；其他资金54,490.70亿元，增长28.9%，增速较上年增长14.2个百分点。

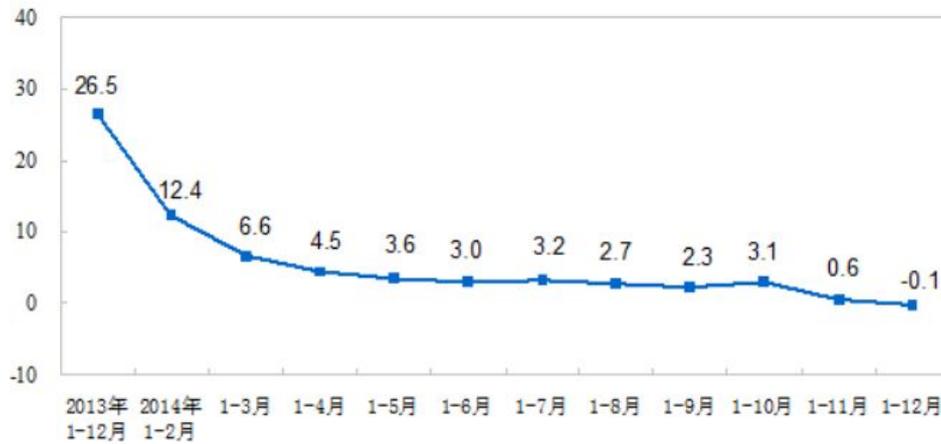
图3 2013年房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

2014年，房地产开发企业到位资金121,991亿元，比上年下降0.1%，1-11月份为增长0.6%，2013年为增长26.5%。其中，国内贷款21,243亿元，增长8.0%；利用外资639亿元，增长19.7%；自筹资金50,420亿元，增长6.3%；其他资金49,690亿元，下降8.8%。在其他资金中，定金及预收款30,238亿元，下降12.4%；个人按揭贷款13,665亿元，下降2.6%。

图4 2014年全国房地产开发企业本年资金到位增速 单位：%



资料来源：国家统计局

2015年1-5月份，房地产开发企业到位资金45,966亿元，同比下降1.6%，降幅比1-4月份收窄0.9个百分点。其中，国内贷款8,740亿元，下降6.8%；利用外资150亿元，同比持平；自筹资金18,389亿元，增长0.9%；其他资金18,688亿元，下降1.5%。在其他资金中，定金及预收款10,973亿元，下降4.2%；个人按揭贷款5,575亿元，增长4.4%。

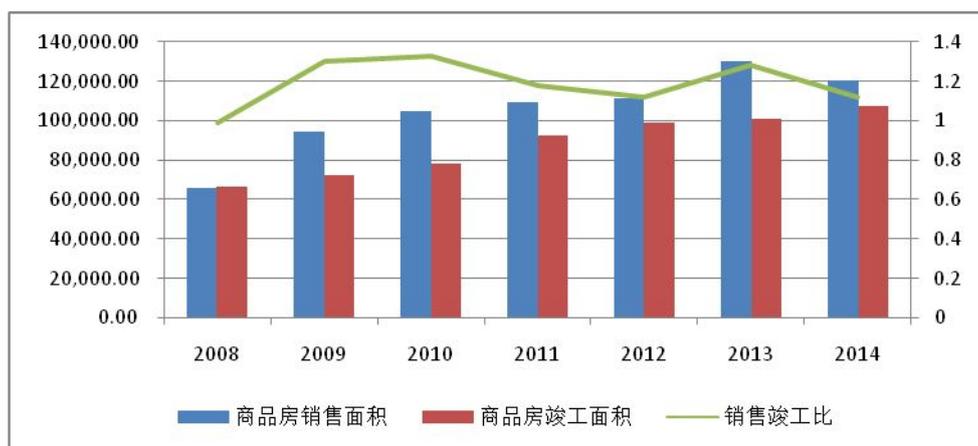
总的来看，作为资金密集型企业，房地产开发企业仍面临一定的资金压力。

### （3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2012年全国房地产开发企业房屋竣工面积9.94亿平方米，较上年同期增长7.3%；其中，住宅竣工面积7.90亿平方米，增长6.4%。与此同时，受房地产市场调控政策影响，2012年全年商品房销售面积11.13亿平方米，较上年增长1.8%，其中住宅销售面积增长2%，销售增速有所下降。2013年，全国房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.0%，增速下降0.5个百分点；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，下降0.4%。2013年，商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.3%，增速较上年回落0.5个百分点。2013年房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。

2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积出现下降，全年商品房销售面积为12.07亿平方米，同比下降7.58%，其中住宅销售面积下降9.11%。从供给方面看，2014年商品房竣工面积仍保持增长，为10.75亿平方米，同比增长5.94%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图5 2008~2014年全国商品住宅供求情况 (单位: 万平方米)



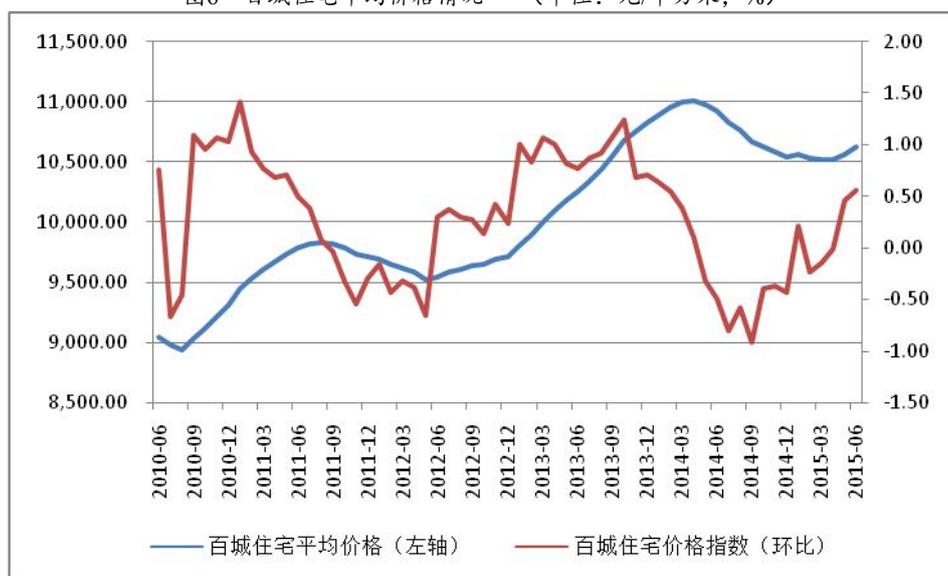
资料来源: Wind资讯、联合评级整理。

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

#### (4) 销售价格情况

从商品房销售价格看, 2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入, 调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次大幅下跌, 其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌, 特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地, 同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略, 部分楼盘价格降幅超过20%, 新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年, 房价呈先抑后扬态势, 百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨, 结束了连续9个月下跌趋势, 呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示, 2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米, 同比上涨11.51%。2014年以来, 由于各地限购的影响持续深化, 全国百城住宅价格出现明显回落, 2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米, 环比下跌0.44%。2015年5月起, 受央行降息降准及其他相关利好政策影响, 房地产市场价格回暖, 百城住宅均价环比开始由跌转涨, 2015年6月百城住宅均价为10,628元/平方米, 环比上涨0.56%, 具体如下图所示。

图6 百城住宅平均价格情况 (单位: 元/平方米, %)



资料来源: Wind资讯

总体看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013年也已经基本确立了持续上涨趋势，但2014年以来房价上涨趋势得以扭转，未来房价走势仍待进一步观察。

### 3. 竞争格局

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

进入2014年，行业集中度进一步提升。2014年房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别提高到17.49%和23.49%，较上年分别提高了4.22个和5.24个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到10.26%和13.51%，较上年分别提高了1.89和2.39个百分点，具体情况见下表。

表1 2010~2014年前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
前10大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	15.29%	16.92%
前20大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	21.36%	22.79%
前10大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	9.88%	8.79%
前20大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	13.12%	13.65%

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势，原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的生态已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先优势进一步扩大。2015年，经中国房地产研究会、中国房地产业协会和中国房地产测评中心评定，中国房地产开发公司测评前10强企业如下表所示：

表2 2015年中国房地产开发公司测评前10强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团有限公司	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

### 4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度

达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

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

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减，限购、限价、限贷继续严格执行，并陆续出台了公积金贷款政策、个人住房信息联网、查处小产权房、禁墅令政策以及经济领域内的央行降息政策等相关文件。

进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。2011年以来我国主要的房地产调控政策如下表所示。

表3 2011年至今我国主要房地产调控政策

年份	调控政策
2011年1月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011年1月	国务院“新国八条”
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2015年3月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015年3月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限

资料来源：联合评级搜集整理

2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。国家为稳定住房消费，防止房地产市场进一步下滑，房地产市场调控政策由强力行政干预走向市场化，由令出中央到下放地方。2014年，无锡、天津、宁波、武汉、郑州等城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展。

2015年全国两会期间，国务院总理李克强在《政府工作报告》中指出，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。2015年3月27日国土部、住建部联合下发通知优化今年住房及用地供应结构。3月30日，央行联合住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例：二套房商业性贷款最低首付款比例调整为不低于40%，同时调整了住房公积金贷款政策，首套普通自住住房公积金贷款最低首付款比例为20%；对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的，最低首付款比例为30%。3月30日，财政部也联合国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限：个人将购买2年以上（含2年）的普通住房对外销售的，免征营业税。

总体看，为促进房地产行业的健康发展，房地产行业调控方向将从行政手段逐渐向长效的经济手段转变，未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进，行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

## 5. 行业关注

### 资金链日趋紧张，盈利能力受限

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源，但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入2014年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。此外，受土地成本上涨、税率水平高等因素影响，房地产开发成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。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。

### 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。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

### 我国人口向老龄化发展，不利于房地产行业的长期发展

由于计划生育制度和医疗卫生水平提高，我国老年人的比例不断上升，全国将进入老年型社会。二十世纪八十年代以后出生的独生子女在二十一世纪初对住房的刚性需求较强，引起了房价的大幅上涨，到二十一世纪二十年代后，我国的人口增速将大幅降低，这些独生子女的下一代将可能继承多套房产，届时房地产将严重供大于需；同时，由于人口红利的丧失，我国宏观经济的增速将进一步放缓，也在一定程度上影响了居民对住房的购买力，房地产的价格也将会大幅下跌，这将不利于房地产行业的长期发展。

总体看，房地产行业存在资金紧张、盈利能力受限、市场分化明显等问题，人口增速的下降也为未来房地产行业的发展带来不确定性风险，房地产行业未来发展面临一定的压力。

## 6. 行业发展

### 调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

### 参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，房地产行业融资环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足房地产企业在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

### 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，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

#### 丰富的行业经验

公司具备一级开发资质，拥有十多年一次性大盘综合开发运营的丰富经验，运用标准化管理系统，采用最短建设周期、最快开盘速度的快速周转的开发模式，大环境、大配套、大布局的和谐共赢环境理念，积累和形成了具有名城特色的开发体系。自 2012 年以来，公司累计房屋施工面积 809.39 万平方米、房屋竣工面积 209.02 万平方米、房屋销售面积 152.82 万平方米。

公司相继开发建设“大名城”、“江南名城”、“时代名城”、“名城港湾”、“东方名城”、“名城财富广场”、“名郡”、“名城国际”、“名城银河湾”、“温莎商业街”、“天鹅堡”、“名城城市广场”、“东部温泉旅游新城”等数十个优质地产品牌项目。集 5A 写字楼、商业街区、商业综合体、旅游文化园区、高尚住宅为一体的多种业态。在 2013—2014 年度国家优质工程奖表彰大会上，大名城项目品质正式荣获国家优质工程奖；2015 年初，公司位列中国房地产百强企业第 49 位，同时还获得了 2014 年中国房地产百强企业“成长性 top10”荣誉。

#### 稳健的发展战略

公司目前已形成以大福建、长三角、大西北、京津冀等国家经济带为发展重心的区域布局。通过与政府合作开发，坚持以创新驱动、产城融合的理念拓展新城市发展空间，建设高效、低碳智慧、环境优美、宜居宜业的新型城镇化示范区，推动当地人口城镇化进程。作为专业的新型城市综合运营商，新型城镇化示范项目建设的龙头房企，2014 年公司优化和升级大盘开发的业务模式，通过区域规划、全产业链的开发，深入参与新型城镇化示范项目，建设产城融合以城带产的生态新城，带动和提升区域土地社会价值。2014 年公司快速推进兰州东部科技新城、永泰温泉新城两个大型新型城镇化示范建设项目，并与住宅项目同时启动主题公园、商业综合体、医疗配套、教育基地建设，初步实现了规划建设区域的大生态、大健康、大学区、大交通、高科技的宜居宜业新城功能。

### 2. 人员素质

公司拥有高层管理人员 7 人，其中，执行总经理 1 人，副总经理 3 人，副总经理兼总会计师 1 人，财务总监 1 人，董事会秘书 1 人。

公司董事长兼总经理俞培梯先生，1959 年 1 月出生，现任世界华人华侨（亚洲）青年总商会上海天名城企业股份有限公司

会长、香港福建社团联合会荣誉会长、中国全国工商联房地产商会副会长、福建省政协委员福州市侨联副主席等职，系公司实际控制人。

公司执行总经理林焱先生，1964年9月出生，毕业于同济大学工业与民用建筑专业，大学本科学历；历任利嘉实业(福建)集团有限公司常务副总裁，福州融山房地产开发有限公司副总经理，名城地产(福建)有限公司常务副总裁等职。

截至2015年6月底，公司职工总数1,196人，从学历构成看，大专及以下占60.79%，本科及以上学历占39.21%；从工作岗位看，公司销售人员占14.80%，工程管理人员占13.80%，管理人员占15.89%，物业服务人员占27.01%，技术人员占20.15%，财务人员占8.36%；公司人员构成较为合理。

总体看，公司高层管理人员具有较丰富管理经验，公司员工专业构成及学历结构，能够满足公司运营及发展需求。

## 五、公司管理

### 1. 治理结构

按照《公司法》的规定，公司治理结构由四个部分组成，即股东会、董事会、监事会和经理层。股东大会系公司权力机构。公司设董事会，对股东大会负责。公司董事会<sup>1</sup>由9名董事组成，设董事长1人，副董事长1人。公司设监事会，监事会由3名监事组成，监事会设监事会主席1人。公司设总经理1名，由董事长提名，董事会聘任或解聘。公司设董事会秘书，由董事长提名，董事会聘任或解聘。目前，公司实际控制人任公司董事长并兼任总经理。

总体看，公司治理结构比较健全。

### 2. 管理体制

公司建立了一套较为完整的涵盖公司及子公司生产经营、财务管理、关联交易、投资管理、质量管理等内部控制制度，构成了公司的内部控制制度体系。

财务制度方面，公司制定了《上海大名城企业股份有限公司财务管理制度》，从整体管理体系、财务会计制度、预算管理、对外投资、资产等管理方面做出制度性规定，规范了公司财务管理工作。

对外投资方面，公司制定了《上海大名城企业股份有限公司对外投资管理制度》，对公司投资项目遴选、对外投资组织机构及相关职责、投资审批权限及流程、投资实施等方面做出了规定。

为规范控股子公司的管理，公司制定了《上海大名城企业股份有限公司控股子公司管理制度》，从对控股子公司管理的基本原则、治理结构、监督管理以及奖惩等方面进行规范。

对外担保方面，公司制定了《上海大名城企业股份有限公司对外担保管理办法》（以下简称“担保办法”），其规范了公司对外担保审批权限，细化需经董事会及股东大会审批的具体条件。担保办法同时对担保合同的审查与订立制定了一系列制度，明确合同要件及合同签订权限。担保办法对担保的日常管理和风险控制做出了具体规范。

工程管理方面，为规范开发项目的结算工作，明确结算工作的职责及流程，提高结算工作质量及效率，有效控制工程造价，提高投资收益，公司制定了“工程结算管理作业指引”；公司制定“项目工程质量管理指引”，通过对项目的施工过程和采购过程的控制，确保项目的工程质量

<sup>1</sup>公司董事会成员中董事长俞培伟先生系董事俞丽、俞锦父亲。  
上海大名城企业股份有限公司

满足质量标准和产品要求；为杜绝安全事故，做到安全生产、文明施工，确保项目全过程保持良好形象、环境和精神面貌，公司制定了“项目工程安全文明管理作业指引”。公司通过规范流程、完善管理提升工程项目管理能力。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理体系较为完善，运作较为规范，整体管理水平较高。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

自1996年公司上市以来至2008年，公司所属行业一直为制造业；2011年6月，公司完成发行股份购买资产暨关联交易事项后，公司所属行业变更为房地产开发与经营业，主要从事房地产的开发与销售，同时公司拥有一定规模土地一级开发业务。2014年以前公司土地一级开发业务尚未结转，故2012年和2013年公司主营业务收入主要由房地产开发业务构成。近三年主营业务收入占公司营业总收入的96%以上。

表4 公司近三年主营业务收入、主营业务成本构成及主营业务毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2012年			2013年			2014年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
房地产开发：	16.27	97.03	46.86	28.62	97.36	45.67	51.84	96.36	35.44
商品房销售	16.27	97.03	46.86	28.62	97.36	45.67	35.74	66.42	49.69
土地整理	-	--	--	--	--	--	16.10	29.93	3.82
其他：	0.50	2.97	50.61	0.78	2.64	53.31	1.96	3.64	35.12
合计：	16.76	100.00	46.97	29.40	100	45.87	53.80	100	35.43

资料来源：公司年报

近三年公司营业收入持续增长，2014年公司实现营业收入53.80亿元，公司实现房地产营业收入51.84亿元，较上年同期增加81.11%，主要由于公司部分预售房源2014年竣工交付，符合收入确认条件的销售面积较上年增加所致；公司承接的兰州东部科技新城土地整理业务，本次部分符合收入确认条件，实现营业收入16.10亿元。公司其他业务收入包括酒店营业收入、房屋租赁收入、贸易收入等，其中公司酒店业务主要来自福州名城豪生酒店。公司近年其他收入快速增长主要系公司从2013年开始逐步开展贸易业务，2014年公司贸易业务收入为1.96亿元。

从毛利率来看，公司整体盈利呈现小幅下降趋势。2013年公司实现毛利率45.87%，较上年变化不大，其中房地产业务实现毛利率45.67%，公司房地产板块毛利率较高，主要系公司部分土地获取成本较低所致。由于土地整理业务与商品房销售业务性质有别，其毛利率水平对比商品房销售业务相对较低，受2014年确认土地整理业务收入的影响，2014年公司主营业务整体毛利率水平较上期减少10.23个百分点。

2015年1~6月，公司实现主营业务收入19.64亿元，全部为房地产销售收入，较去年同期增长100.86%；其他业务收入1.00亿元，较去年同期下降35.32%；公司实现毛利率37.46%，较去年同期下降13.93个百分点，主要系房地产开发成本上涨所致。

总体看，公司房地产业务盈利能力较好，目前受限于前期销售房产规模较小影响，公司收入规模一般，未来伴随公司在建项目交房确认收入的增加，公司整体收入及利润规模有望增长。

### 2. 一级土地开发业务

公司目前土地一级开发项目包括兰州东部科技新城项目、名城永泰东部温泉新城综合开发项

目、福清市观溪新区综合开发项目和滦河站站前温泉旅游文化综合开发项目，开发总面积约 2,835.92 万平方米。

表 5 公司一级开发项目情况

土地储备	区域	业态	地区	获得时间	土地面积 (万平方米)
兰州东部科技新城项目	兰州	一级开发	兰州高新区榆中园区	2012 年	1,872.50
名城永泰东部温泉新城综合开发项目	福州	一级开发	福州市永泰县	2012 年	263.74
福清市观溪新区综合开发项目	福州	一级开发	福清市观溪新区西片区	2012 年	193.60
滦河站站前温泉旅游文化综合开发项目	唐山	一级开发	唐山市滦县	2012 年	506.08
<b>合计</b>					<b>2,835.92</b>

资料来源：公司提供

### (1) 兰州东部科技新城项目

公司与兰州市人民政府签署项目合作协议，协议约定公司与兰州市人民政府合作开发兰州市高新区榆中园区起步区总面积约 20 平方公里范围内的土地一级整理项目。根据公司 2015 年半年报披露，该项目计划总投资 77.95 亿元。

项目采用政府主导、企业运作的模式，由双方共同出资成立兰州高新开发建设有限公司（以下简称“兰州高新”），注册资金为 3 亿元人民币，其中政府委托高新区出资 6,000 万元（持股 20%），公司出资 24,000 万元（持股 80%）。双方按照各自持股比例共同承担风险，享有权利和义务。兰州高新日常经营和管理由公司负责。

项目的征地拆迁工作由政府负责实施，土地收储及招、拍、挂运营由兰州市国土资源局兰州高新技术产业开发区分局提供运营服务。项目土地出让所得全部价款扣除土地一级开发综合成本及各项税费后，若有盈利时，兰州高新按股权比例分成。

截至 2015 年 6 月底，兰州高新已移交并由政府通过招、拍、挂形式累计出让土地面积 272 万平方米，已收到国土或财政部门返还款 16.53 亿元，公司 2014 年度确认土地整理业务收入 16.10 亿元。

### (2) 名城永泰东部温泉新城综合开发项目

根据公司与永泰县人民政府签订的合作协议，约定公司与永泰县人民政府合作开发永泰东部温泉新城项目，面积预计约 4,000 亩。项目征地、拆迁及挂牌出让由永泰县人民政府负责，公司负责预付前期一级土地整理费用（根据公司 2015 年半年报披露项目计划投资 15.09 亿元），项目土地整理完成后，由政府分批收储并挂牌出让，政府应在项目用地挂牌成交后 10 日内，将公司已支付的土地一级整理费用预付款返还公司，并以支付预付款总额为基数按年 15% 比例支付财务费用。

截至 2015 年 6 月底，公司已预付给政府 1 亿元前期费用，并已在公司其他地块土地出让金中予以抵扣，由于该项目政府拆迁进度较慢，项目仍处于征地阶段，尚无可出让地块，公司尚未从一级开发中取得土地。

### (3) 福清市观溪新区综合开发项目

根据公司与福清市土地发展中心签订的合作协议，约定公司与福清市政府共同开发福清市观溪新区综合整治土地一级开发向，该项目用地面积合计约 3,500 亩，项目的征地、拆迁及挂牌出让由政府负责，项目一级土地整理费用由公司预付，项目土地整理完成后，由政府分批收储并挂牌出让，政府应在项目用地挂牌成交后，将公司已支付的土地一级整理费用预付款返还公司，并根据协议的约定向公司支付财务费用。

该项目预计投资 95.43 亿元，截至 2015 年 6 月底，公司已累计投入 2.58 亿元，该项目目前仍

处于征地阶段，尚无出让土地，公司一级开发投入计入存货科目中的开发成本类。

(4) 滦河站站前温泉旅游文化综合开发项目

根据公司与滦县人民政府签订的合作协议，约定公司与滦县人民政府共同开发滦河站站前温泉旅游文化综合开发项目，该项目用地面积预计约 6,000 亩（根据公司 2015 年半年报披露，项目预计投资 11.03 亿元）。项目的征地、拆迁及挂牌出让由政府负责，项目一级土地整理费用由公司预付，项目土地整理完成后，由政府分批收储并挂牌出让，一期公司需预付滦县人民政府不超过 1.50 亿元。滦县人民政府应在项目用地挂牌成交后 10 日内将公司已支付的预付款返还，并以已支付预付款为基数按年 15% 比例支付公司财务费用。

截至 2015 年 6 月底，公司已支付 0.38 亿元，该项目仍处于征地阶段，尚无可供出让土地。

总体看，公司目前一级土地开发业务收入规模较小，随着目前开发项目的不断推进，以及一级土地开发业务收入的全部确认，收入规模有望进一步扩大。

3. 房地产开发业务

土地储备情况

公司坚持有节奏的拿地策略，规避盲目扩张、高价获得土地可能带来的财务风险，注重土地的价值成长性。公司在项目获取决策中充分论证定位和可行性，规避开发风险。在获取方式上，公司主要通过公开市场招拍挂取得。

公司多以一级开发及招拍挂形式获得土地。从公司储备土地情况来看，截至 2015 年 6 月底，公司累计土地储备 243.44 万平方米，合计价格成本 111.03 亿元。

表 6 截至 2015 年 6 月底公司土地储备情况

土地储备	地区	获得时间	土地面积 (万平方米)	获得价格 (万元)
名城港湾三区（二期）	福州	2009 年	4.15	25,202.77
名城永泰东部温泉旅游新区一期（1#号地块）	福州	2013 年	3.84	4,255.20
名城永泰东部温泉旅游新区一期（2#号地块）	福州	2013 年	11.59	12,911.34
名城永泰东部温泉旅游新区一期（7#号地块）	福州	2013 年	6.19	7,890.90
名城永泰东部温泉旅游新区一期（8#号地块）	福州	2013 年	4.27	4,132.60
兰州东部科技新城二期（1#）	兰州	2014 年	2.79	2,090.00
兰州东部科技新城二期（2#）	兰州	2014 年	10.52	7,931.00
兰州东部科技新城二期（3#）	兰州	2014 年	8.62	6,680.00
兰州东部科技新城二期（4#）	兰州	2014 年	6.55	5,090.00
兰州东部科技新城二期（5#）	兰州	2014 年	9.32	6,930.00
兰州东部科技新城二期（6#）	兰州	2014 年	7.08	5,290.00
兰州东部科技新城二期（7#）	兰州	2014 年	5.85	4,571.00
兰州东部科技新城二期（9#）	兰州	2014 年	1.52	1,206.00
兰州东部科技新城二期（10#）	兰州	2014 年	5.98	5,210.00
兰州东部科技新城二期（11#）	兰州	2014 年	1.52	1,206.00
兰州东部科技新城二期（13#）	兰州	2014 年	2.82	2,120.00
兰州东部科技新城二期（14#）	兰州	2014 年	9.48	6,930.00
兰州东部科技新城二期（15#）	兰州	2014 年	8.56	6,350.00
兰州东部科技新城二期（17#）	兰州	2014 年	2.31	1,830.00
兰州东部科技新城二期（18#）	兰州	2014 年	2.31	1,830.00
兰州东部科技新城二期（20#）	兰州	2014 年	7.67	5,751.00

兰州东部科技新城二期 (21#)	兰州	2014 年	12.27	7,131.00
兰州东部科技新城二期 (22#)	兰州	2014 年	13.36	7,741.00
兰州东部科技新城二期 (23#)	兰州	2014 年	13.22	7,645.00
兰州东部科技新城二期 (24#)	兰州	2014 年	10.71	6,231.00
兰州东部科技新城二期 (27#)	兰州	2014 年	10.23	7,210.00
兰州东部科技新城二期 (28#)	兰州	2014 年	12.95	9,110.00
兰州大名城	兰州	2013 年	5.14	149,659.00
福清商业街	福州	2013 年	6.00	54,500.00
长乐项目	福州	2014 年	6.90	73,500.00
福清住宅项目 (2014-10)	福州	2014 年	12.81	80,100.00
上海唐镇项目	上海	2015 年	11.34	507,600.00
福清住宅项目 (2015-04)	福州	2015 年	5.57	74,500.00
<b>合计</b>			243.44	1,110,334.81

资料来源：公司提供

### 项目建设开发情况

公司近年房地产开发规模快速扩张，从房地产开发投资来看，近三年公司房产开发投资分别为 29.55 亿元、53.25 亿元和 74.26 亿元，2014 年同比增长 39.46%。伴随公司房产开发投资规模的快速增长，公司房屋施工面积不断扩大，2014 年房屋施工面积为 438.20 万平方米。公司近三年房屋竣工面积持续增长，2014 年房屋竣工面积为 92.72 万平方米。从销售价格方面看，近三年公司房屋销售平均价格呈波动中下降趋势，近三年分别为 0.96 万元/平方米、1.23 万元/平方米及 0.87 万元/平方米，主要由于 2014 年二线城市房地产行业整体价格波动影响较大。

表 7 公司近年房产开发销售情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
房地产开发完成投资 (亿元)	29.55	53.25	74.26
房屋施工面积 (万平方米)	128.26	242.93	438.20
房屋竣工面积 (万平方米)	13.82	65.89	92.72
房屋销售面积 (万平方米)	30.05	31.18	66.12
平均价格 (万元/平方米)	0.96	1.23	0.87
实际销售额 (亿元)	28.93	38.21	57.83

资料来源：公司提供

注：实际销售额为年度内公司累计签约合同金额；房屋当期施工面积含前期未竣工面积。

2015 年上半年，公司房地产开发完成投资 82.38 亿元，实现房屋施工面积 310.25 万平方米，房屋竣工面积 36.59 万平方米，房屋可供出售面积达 265.58 万平方米。2015 年 1~6 月，公司房屋新签约面积为 25.47 万平方米，实现销售额 25.75 亿元，成交均价为 1.01 万元/平方米。

公司开发项目以住宅为主，近年逐步加大改善型和刚需产品的开发力度。目前公司在售项目主要包括常州大名城项目（一、二期）、兰州东部科技新城一期、东方名城、名城城市广场等项目，详见下表。公司在售项目总投资约 221.53 亿元，总施工面积 547.94 万平方米，截至 2015 年 6 月底，公司已累计完成销售额约 217.62 亿元。

表8 公司主要在售项目情况 (单位: 亿元, 万平方米)

项目名称	总投资	施工面积	可销售面积	已售面积	待售面积	已销售额
常州大名城 (一期)	22.69	36.60	29.01	20.42	8.59	16.69
常州大名城 (二期)	25.68	56.74	44.59	11.91	32.68	8.82
名城永泰东部温泉旅游新区一期 (6号地块)	7.31	23.67	22.71	6.86	15.85	3.40
兰州东部科技新城一期 (A-1#)	12.23	43.99	42.96	13.50	29.46	6.88
兰州东部科技新城一期 (H-7#)	5.57	16.60	12.21	1.13	11.08	1.55
兰州东部科技新城一期 (B-2#)	13.17	47.15	41.21	10.26	30.95	6.04
兰州东部科技新城一期 (C-3#)	11.50	40.29	34.68	0.58	34.1	1.05
兰州东部科技新城一期 (D-4#)	10.13	35.58	34.11	9.87	24.24	5.95
名城城市广场	20.20	41.18	35.13	9.19	25.94	13.71
名城国际	9.45	28.47	27.16	12.40	14.76	16.89
名城港湾三区 (一期)	18.71	28.90	27.81	17.50	10.31	18.84
东方名城	38.62	108.36	103.55	97.73	5.82	95.06
名城港湾五区	9.40	18.37	17.50	10.17	7.33	12.88
上海大名城名郡	11.07	11.22	8.48	1.75	6.73	2.93
名城港湾六区 (名城国际置换地块)	5.80	10.82	10.30	5.65	4.65	6.93
合计	221.53	547.94	491.41	228.92	262.49	217.62

资料来源: 公司提供

开发模式上, 公司主要开发项目均由公司控股, 通过在项目所在地建立子公司开展业务。开发成本控制上, 公司推行成本分类动态监测管理, 由公司预算及成本部门, 从项目前期成本预算开始对项目成本执行情况实行动态监测, 并根据市场变化情况及时调整。

从采购和销售来看, 公司对外采购主要采用议价和招标两种方式, 目前公司材料、工程物料以议价为主, 通过多轮谈判同业比价方式控制质量和成本; 公司建设采用总包方式, 并与中国建筑工程总公司 (以下简称“中建公司”) 保持长期合作关系, 中建公司实力雄厚, 建设能力强, 能够有效保障公司项目建设质量。公司与建设方结算采取按月结算, 一般结算当期工程量 60-70%, 在工程交付后结算全部工程 85-90% 工程款, 总包项目竣工后 1 年左右结清。公司质保金一般为 3-5%, 质保金根据设备、工程及地方法规要求返还。公司目前销售以自销为主, 并计划未来全部采用自销模式。公司目前各区域销售情况较正常, 销售进度基本能够达到公司销售目标。

从销售区域来看, 公司业务区域分布相对较集中, 房地产开发项目主要集中于福建、甘肃、江苏区域, 项目主要集中于二线城市, 一线城市项目规模较小。2012 年, 公司房地产业务收入全部来自于福建区域; 2013 年公司拓展江苏区域市场, 营业收入为 9.16 亿元, 占当年房地产业务收入总额的 32%; 2014 年, 公司已在兰州通过一级开发业务获得二级开发项目, 兰州一级开发已招拍挂土地 28 宗, 全部由公司竞拍获得并已部分投入二级开发, 2014 年获得营业收入 18.21 亿元; 2015 年上半年, 随着常州大名城二期等项目的竣工交付, 公司在江苏地区的房地产销售收入占比大幅增加, 当期实现营业收入 8.09 亿元。随着公司业务区域的不断拓展, 有助于公司分散单一市场波动风险。

表9 2012年~2015年上半年公司区域销售占比分布 (单位: 亿元; %)

	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~6 月	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
福建区域	16.27	100	19.46	68.00	30.48	58.80	9.72	49.49
甘肃区域	--	--	--	--	18.21	35.12	1.83	9.32
江苏区域	--	--	9.16	32.00	3.15	6.08	8.09	41.19
合计	16.27	100	28.62	100.00	51.84	100.00	19.64	100.00

资料来源: 公司年报

总体看，公司近年施工面积不断上升，投资规模有所增长，2014 年公司土地储备规模大幅上升，未来伴随公司建设项目销售确认收入，公司收入利润规模有望获得改善。

#### 4. 经营效率

随着公司生产经营规模的扩大，2012~2014 年，公司所有者权益稳步增长，三年复合增长率 41.95%；总资产规模逐年增长，三年复合增长率 43.98%。

伴随近年来公司收入较快增长，应收款项和存货保持增长，从经营效率指标来看，公司 2012~2014 年应收账款周转率波动较大，存货周转次数呈上升趋势，总资产周转次数逐年上升，2014 年分别为 77.60、0.25 和 0.29。

从同行业比较情况看，公司应收账款周转率和总资产周转率水平处于行业较高水平，存货周转率处于行业平均水平。

表 10 2014 年同行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	总资产周转率	存货周转率
万科 A	58.87	0.30	0.32
招商地产	597.69	0.30	0.30
保利地产	38.39	0.32	0.29
世茂股份	14.02	0.23	0.34
荣盛发展	121.17	0.34	0.34
东华实业	13.99	0.26	0.30
绿景控股	16.79	0.21	0.15
<b>大名城</b>	<b>81.61</b>	<b>0.29</b>	<b>0.25</b>

资料来源：wind 资讯

注：本报告同业比较数据均来自于 wind 资讯，部分指标计算口径可能与联合评级指标计算口径有差异，如应收账款周转率、存货周转率等，下同。

总体看，公司近三年的经营效率较高。

#### 5. 关联交易

公司关联交易主要来自于与控股股东及其一致行动人的资金往来以及部分关联债务。2015 年 4 月 13 日，经公司 2014 年度股东大会审议批准《关于公司接受控股股东福州东福实业发展有限公司以持有的资金向公司提供资金支持的议案》，东福实业拟以其持有的资金，向公司提供总额不超过 30 亿元的资金支持，期限最长不超过 30 个月；截至 2015 年 6 月底，公司控股子公司收到东福实业统借统还资金支持余额为 18.14 亿元人民币。2015 年 6 月 1 日，公司控股股东的一致行动人福州三嘉制冷设备有限公司与公司签署《财务资金支持协议》，以其减持公司股票所得资金向公司提供资金支持，资金支持总额人民币 80,000 万元，截至 2015 年 6 月底，该项资金已全部到位。

公司关联债务主要为日常经营活动中关联方的垫付款项。截至 2015 年 6 月底，公司控股股东东福实业向公司提供资金 4,500 万元；公司参股股东俞凯向公司提供资金 2.50 亿元；公司联营公司福州名城物业管理有限公司向公司提供资金 0.74 万元；公司间接控股股东香港利伟集团公司向公司提供资金 4.67 万元。

#### 6. 重大事项

2014 年 4 月，公司非公开发行股票获得中国证监会核准批文。2014 年 9 月，公司完成发行，共向 7 名特定投资者发行了 5 亿股人民币普通股（A 股），发行价格为每股人民币 6.00 元，募集资金总额为人民币 30 亿元，扣除发行费用后募集资金净额为人民币 29.60 亿元。本次非公发行的

顺利完成，使公司业务获得充分的资金支持，并有效优化公司资产结构。

2014年12月，公司拟向中国银行间市场交易商协会申请注册发行不超过人民币27亿元（含27亿元）的中期票据，期限不超过10年（含10年）。目前，本次中期票据发行正在申报中。

2015年4月，公司控股股东东福实业及其一致行动人西藏三嘉制冷设备有限公司（以下简称“三嘉制冷”）拟将其持有的部分大名城流通A股股份进行协议转让，总计拟转让股份占上市公司总股本的17.10%。其中，东福实业已于2015年4月1日与陈华云女士、俞凯先生、俞培明先生签署《股份转让协议》，分别以协议方式转让其持有的部分大名城A股股份总计30,000万股，占公司总股本14.91%；三嘉制冷已于2015年4月1日与俞雅清、俞雅奇签署了《股份转让协议》，分别以协议方式转让其持有的部分大名城A股股份，合计转让4,400万股，占公司总股本的2.19%。此次股份转让后，东福实业合计持股比例由之前的34.81%调整为19.90%。

总体看，公司近年分别通过发行股票和债券的形式在资本市场直接融资，资本实力有较大增强，而控股股东及其一致行动人的股权转让有利于实际控制人对总体发展战略的贯彻执行。

## 7. 经营关注

### 去化压力以及市场竞争加剧，对公司提出了更高的要求

由于2014年新房开工数和土地销量下降，2015年供应量增幅将有所降低，但供过于求的局面依然存在，市场面临系统性风险。房地产将由价格竞争转向质量、品质、差异化等的价值竞争。从当前的市场需求层面来看，消费者的观念正在从简单的居住空间，上升为精神享受，生活方式的转变。从当前的市场的供给层面来看库存高企，去化压力以及房企之间的竞争迫使企业开始转向以质量、品质、差异化等的价值竞争。对公司的地产项目质量及去化速度，提出了更高的要求。

### 一级土地开发业务易受政府工作效率影响

公司一级土地开发业务主要通过与合作进行，项目推进速度受到当地政府征地等工作效率的制约。

### 资金压力大

近年公司项目建设支出和土地支出规模相对较大，未来公司项目开发支出规模大，行业景气度下滑，公司销售难度加大等因素加重了公司资金周转压力。

## 8. 未来发展

公司目前在建项目计划总投资规模约为124.47亿元，其中截至2015年6月底已完成投资89.73亿元，2015年剩余投资额17.37亿元，2016年-2017年分别计划投资12.91亿元和4.47亿元。

表11 截至2015年6月底公司在建项目投资计划（不包含一级开发项目，单位：亿元）

项目名称	区域	业态	总投资	截至15年6月底已投资	15年剩余投资	16年拟投资额度	17年拟投资额度
东方名城·温莎堡（商业）	福州	商业	6.05	4.38	0.75	0.67	0.25
名城城市广场	福州	综合体	20.20	17.39	1.26	1.12	0.42
常州大名城（二期）	常州	住宅	25.68	22.18	2.80	0.70	-
上海大名城名郡	上海	住宅	11.07	10.29	0.35	0.31	0.12
名城国际（二期）	福州	住宅	2.84	2.29	0.25	0.22	0.08
名城永泰东部温泉旅游新区一期（3\5号地块）	福州	住宅	8.60	7.15	1.16	0.29	-
兰州东部科技新城一期A地块	兰州	住宅	14.28	4.81	4.26	3.79	1.42
兰州东部科技新城一期B地块	兰州	住宅	13.17	7.56	2.52	2.24	0.84
兰州东部科技新城一期C地块	兰州	住宅	11.50	8.07	1.54	1.37	0.51

兰州东部科技新城一期 F 地块	兰州	住宅	1.97	1.16	0.36	0.32	0.12
兰州东部科技新城一期 H 地块	兰州	住宅	5.57	3.08	1.12	1.00	0.37
名城港湾六区（名城国际置换地块）	福州	住宅	3.54	1.35	0.99	0.88	0.33
<b>合计</b>			<b>124.47</b>	<b>89.73</b>	<b>17.37</b>	<b>12.91</b>	<b>4.47</b>

资料来源：公司提供

公司兰州东部科技新城二期项目中的 1-4#地块为酒钢生活基地项目。2014 年 3 月，公司与酒钢集团兰州聚东房地产开发有限公司（以下简称“酒钢聚东”）共同签署《关于对兰州新顺房地产开发有限公司共同增资的合作协议》，双方拟对公司原全资子公司兰州新顺房地产开发有限公司（以下简称“兰州新顺”）共同增资，合作经营新顺房产，参与开发大名城兰州东部科技新城二期项目，建设酒钢生活基地。增资完成后，公司持有兰州新顺 51%股权，酒钢聚东持有兰州新顺 49%股权。酒钢生活基地计划投资总额 36.59 亿元，双方按股权比例投资。

受公司在建及计划开工项目规模较大影响，公司未来两年投资规模较大，公司面临较大的融资需求。

表 12 截至 2015 年 6 月公司拟投资计划（单位：亿元）

项目名称	区域	业态	总投资	15 年投资	16 年投资	17 年投资
名城永泰东部温泉旅游新区一期（1#地块）	福州	住宅	3.74	2.15	0.63	0.32
名城永泰东部温泉旅游新区一期（2#地块）	福州	住宅	8.68	6.28	0.71	-
名城永泰东部温泉旅游新区一期（7#地块）	福州	住宅	6.57	3.81	1.12	0.56
名城永泰东部温泉旅游新区一期（8#地块）	福州	住宅	1.48	0.65	0.19	0.10
兰州东部科技新城二期（1#）	兰州	住宅	2.67	1.48	0.49	0.25
兰州东部科技新城二期（2#）	兰州	住宅	14.82	8.41	2.80	1.40
兰州东部科技新城二期（3#）	兰州	住宅	12.05	10.24	1.14	-
兰州东部科技新城二期（4#）	兰州	住宅	9.24	7.85	0.87	-
兰州东部科技新城二期（5#）	兰州	住宅	9.70	7.76	1.94	-
兰州东部科技新城二期（6#）	兰州	住宅	7.48	5.98	1.50	-
兰州东部科技新城二期（7#）	兰州	商业	3.61	2.21	0.63	-
兰州东部科技新城二期（9#）	兰州	商业	1.04	0.64	0.18	-
兰州东部科技新城二期（10#）	兰州	住宅	7.20	4.00	1.33	0.67
兰州东部科技新城二期（11#）	兰州	住宅	1.04	0.64	0.18	-
兰州东部科技新城二期（13#）	兰州	住宅	3.79	2.50	0.71	0.36
兰州东部科技新城二期（14#）	兰州	住宅	12.51	8.27	2.36	1.18
兰州东部科技新城二期（15#）	兰州	住宅	11.31	7.47	2.13	1.07
兰州东部科技新城二期（17#）	兰州	住宅	1.59	0.98	0.28	-
兰州东部科技新城二期（18#）	兰州	住宅	1.59	0.99	0.28	-
兰州东部科技新城二期（20#）	兰州	住宅	10.07	6.65	1.90	0.95
兰州东部科技新城二期（21#）	兰州	住宅	5.86	4.63	0.51	-
兰州东部科技新城二期（22#）	兰州	住宅	4.40	3.26	0.36	-
兰州东部科技新城二期（23#）	兰州	住宅	5.76	4.50	0.50	-
兰州东部科技新城二期（24#）	兰州	住宅	2.80	1.96	0.22	-
兰州东部科技新城二期（27#）	兰州	住宅	13.46	8.92	2.55	1.27
兰州东部科技新城二期（28#）	兰州	住宅	17.08	11.32	3.23	1.62
兰州大名城	兰州	综合体	41.43	11.68	4.67	2.34
名城港湾三区（二期）	福州	住宅	7.85	2.36	3.93	1.56
福清商业街	福州	商业	9.72	2.56	0.43	-
长乐项目	福州	住宅	13.87	6.93	4.16	2.77

福清住宅项目	福州	住宅	17.51	8.75	5.25	3.50
上海唐镇项目	上海	住宅商业	77.64	32.38	9.88	9.09
<b>合计</b>			<b>347.56</b>	<b>188.21</b>	<b>57.06</b>	<b>29.01</b>

资料来源：公司提供。注：不包含一级开发项目。

公司于 2014 年 10 月发布公告《上海大名城企业股份有限公司关于参与设立大名城城镇化投资基金的公告》，为实施公司区域聚焦战略，加快一线城市房地产项目布局，公司拟与中信证券股份有限公司、信业股权投资管理有限公司、上海长江财富资产管理有限公司共同设立大名城城镇化投资基金（以下简称“投资基金”），基金总额 75 亿元，运作期限 10 年；主要投资于北京、上海、广州、深圳的房地产项目。公司通过与房地产基金建立良好的合作机遇，多方优势互补，把握房地产行业的投资机会；同时，保持公司财务安全稳健的基础上，以股加债的健康融资模式，有效提高自有资金使用效率，扩大投资收益。

未来，公司将受益于“一带一路”、“福建自贸区”、“新型城镇化”等国家发展政策，通过与政府合作开发，对城市资源进行整合、优化、创新、通过参与城市的基础设施建设、公共服务、保障性住房建设、房地产开发、产业园建设运营等房地产全产业链开发，走升级为城市运营商的道路。伴随着整个行业的发展与成熟，房地产行业步入新常态的背景下，适度多元化发展将成为必然趋势，公司将把握房地产市场转型契机，发挥公司的资金优势、管理优势，积极变革资源整合模式，通过资本整合、变革与资本运营实现公司适度多元化发展。

总的来看，公司经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。未来随着公司经营规模进一步扩大，整体竞争力有望进一步增强。但受公司计划投资规模较大影响，公司面临一定融资需求，其债务规模可能进一步上升。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2012-2014 年度财务数据已经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见的审计意见，公司 2015 年上半年财务数据未经审计。

从合并范围变化来看，2012 年公司合并范围因新设投资增加 6 家子公司：上海大名城贸易有限公司、名城地产（唐山）有限公司、上海印派森园林景观有限公司、兰州高新开发建设有限公司、名城地产（永泰）有限公司和名城汇（北京）投资管理有限公司。2013 年公司合并范围新增名城地产（福清）有限公司、名城（福清）城市建设发展有限公司和名城地产（兰州）有限公司等 21 家子公司。2014 年公司合并范围新增兰州新顺房地产开发有限公司、兰州海世实业有限公司和兰州玖城房地产开发有限公司等 22 家子公司。

截至 2014 年底，公司合并资产总计 215.29 亿元，负债合计 144.12 亿元，股东权益（含少数股东权益）71.17 亿元。2014 年公司实现营业收入 53.80 亿元，净利润（含少数股东损益）5.88 亿元，2014 年公司经营活动现金流量净额为-26.37 亿元，现金及现金等价物增加额-0.77 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总计 311.13 亿元，负债合计 238.87 亿元，股东权益（含少数股东权益）72.26 亿元。2014 年公司实现营业收入 20.64 亿元，净利润（含少数股东损益）1.90 亿元，2014 年公司经营活动现金流量净额为-47.70 亿元，现金及现金等价物增加额 6.41 亿元。

### 2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模稳步增长，三年年均增加 43.98%，截至 2014 年底，公司资产

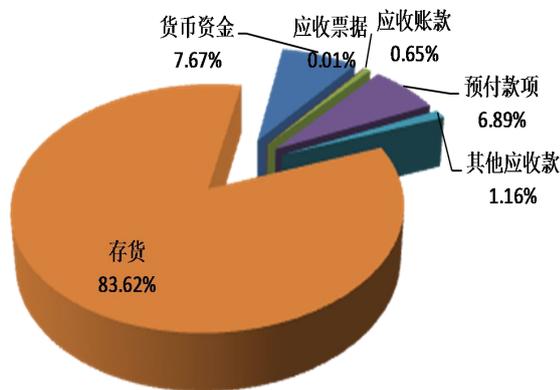
规模达 215.29 亿元，其中流动资产占比 93.21%，非流动资产占比 6.79%。公司资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业特征。

### 流动资产

2012~2014年，公司流动资产分别为93.26亿元、141.10亿元和200.66亿元，年均增长46.68%，流动资产快速增长，主要是存货、货币资金和预付款项快速上涨所致。截至2014年底，公司流动资产主要由存货（占83.62%）、货币资金（占7.67%）和预付款项（占6.89%）构成。

2012~2014年，公司货币资金有较大增加，年均复合增长23.97%，截至2014年底，公司货币资金为15.39亿元，同比减少7.09%，主要系公司新增项目增加而大多数项目还没实现销售收入所致。2014年底公司货币资金主要是银行存款（占比98.05%）、受限货币资金（占比1.88%）和现金（占比0.05%），其中，受限货币资金由银行按揭保证金和已质押的定期存单构成。

图 7 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2012~2014年，公司预付款项呈波动下降态势，分别为 14.52 亿元、10.42 亿元和 13.82 亿元。2013 年公司预付款项同比减少 28.21%，主要系预付的工程款、拿地款和土地整理款项减少所致。2014 年公司预付款项同比增加 32.71%，主要系预付的相关土地出让金尚未交地结算所致；从账龄结构来看，截至 2014 年底，公司预付款项 1 年以内的占比 88.92%，1~2 年占 0.13%，2~3 年占 10.85%。账龄较长部分为根据合同约定及项目建设工程进度未结算工程款。

2012~2014年，公司存货快速增长，年均复合增长 56.51%。截至 2014 年底，公司存货为 167.79 亿元，同比增长 47.46%，主要是公司拓展业务，新增项目支付的土地成本及前期费用所致；从存货的构成上看，开发成本占 72.31%、开发产品占 27.58%、库存商品占 0.11%。其中，存货中比重较大的开发成本同比增长 52.79%，2014 年末存货余额中包含资本化利息费用金额为 8.47 亿元。近三年由于公司开发项目不存在存货成本高于可变现净值的情况，所以未计提存货跌价准备。

2012~2014年，公司其他应收款快速增长，分别为 0.21 亿元、0.31 亿元和 2.32 亿元，年均增长 233.25%，主要系公司业务规模扩大，保证金、押金增加所致。截至 2014 年底，其他应收款中按余额百分比计提坏账准备的其他应收款占 100%，对其他应收账款共计提坏账准备 224.66 万元，计提比例为 5%。

### 非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产波动增长，分别为 10.59 亿元、9.77 亿元和 14.63 亿元。

2012-2013年，受经营业务特点影响，公司非流动资产规模相对较小。2014年，公司非流动资产同比增长49.78%，主要是由于增加了可供出售金融资产所致；主要由固定资产（占比31.24%）、可供出售金融资产（占比25.30%）、递延所得税资产（占比24.23%）、投资性房地产（占比12.12%）和其他非流动资产（占比6.00%）构成。

截至2014年底，公司可供出售金融资产为3.70亿元，其中1亿元为公司以自有资金认购控股子公司兰州高新开发建设有限公司（简称“兰州高新”）与华鑫国际信托有限公司签署的《信托贷款合同》其中1亿元劣后级份额，该信托贷款总额为人民币7亿元，期限2年，公司及兰州高科投资发展集团公司（兰州高新另一股东）为上述《信托贷款合同》提供不可撤销的连带责任保证担保，2.70亿元为公司购买的银行短期理财产品。

2012~2014年，公司长期股权投资呈快速下降趋势，年复合变动率-86.28%。截至2014年底，公司长期股权投资0.02亿元，同比减少14.95%，主要系公司宣告发放现金股利或利润所致，同期，公司权益法下确认的投资损益18.84万元。

2012~2014年，公司投资性房地产呈大幅增长的态势，年均复合增长323.32%，分别为0.10亿元、1.15亿元和1.77亿元。截至2014年底，公司投资性房地产同比增加53.92%，主要系本期将部分开发产品转为自有物业对外出租所致。

2012~2014年，公司固定资产呈下降趋势，分别为5.53亿元、4.68亿元和4.57亿元。公司固定资产主要由房屋及建筑物、机械设备、运输设备和办公设备及其他构成，规模与结构基本保持稳定。2014年公司固定资产同比减少2.33%，主要系同期公司固定资产累计折旧0.24亿元所致。

2012~2014年，公司在建工程呈快速增长态势，分别为200.08万元、666.01万元和939.28万元，年均复合增长116.67%。总的来看，公司在建工程全部为公司及其子公司的办公楼改造项目，规模小。

2012~2014年，公司递延所得税资产快速增长，年复合变动率为21.36%。截至2014年底，公司递延所得税资产3.54亿元，包括预收房款的相关税金（占比88.98%）、可抵扣亏损（占比10.45%）和资产减值准备（占比0.57%），其中，可抵扣亏损系子公司上海名城汇实业发展有限公司确定的2014年度可抵扣亏损。

截至2014年底，公司其他非流动资产为0.88亿元，主要系子公司名城地产（福建）有限公司2014年与上海国金租赁有限公司固定资产售后回租暨融资租赁业务中，标的资产转让作价与账面价值差额形成的未确认损失摊销余额。

2012~2014年，公司长期待摊费用波动增长。截至2014年底，长期待摊费用465.12万元，全部为公司及子公司的办公楼装修费和宿舍改良费，规模较小。

截至2015年6月底，公司合并资产总额311.13亿元，较年初大幅增长44.52%，主要系公司存货和长期股权投资分别增长42.96%和79,219.10%所致。公司合并资产中，流动资产280.57亿元，较年初增长39.83%；非流动资产30.55亿元，较年初增长108.89%。截至2015年6月底，公司流动资产和非流动资产占比分别为90.18%和9.82%，流动资产占比小幅下降。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，符合房地产开发企业资产结构特征，资产质量整体较高。

### 3. 负债及所有者权益

2012~2014年，公司负债规模波动上升，年均增长45.01%。截至2014年底，公司负债合计144.12亿元，较年初增长了35.59%。债务结构方面，截至2014年底，公司流动负债和非流动负

债分别占比 61.02%和 38.98%。

### 流动负债

2012~2014 年底，公司流动负债快速增长，年复合增长率 36.00%。截至 2014 年底，公司流动负债 87.94 亿元，主要由其他应付款(占 28.44%)、预收款项(占 24.58%)、应交税费(占 13.10%)、应付账款(占 21.63%)和一年内到期的非流动负债(占 7.41%)构成。

2012 年和 2013 年公司无短期借款，2014 年底，公司短期借款为 3.51 亿元，其中抵押借款为 3 亿元，质押借款 0.51 亿元。

2012~2014 年，随公司业务规模扩张，公司应付账款快速增长，年复合增长率为 82.37%。截至 2014 年底，公司应付账款为 19.02 亿元，主要为应付工程款及材料款，账龄主要集中在 1 年以内。

2012~2014 年，公司预收款项快速增长，年复合变动率 35.36%，截至 2014 年底，公司预收款项 21.61 亿元，主要为预收房款。从账龄来看，1 年以内(含 1 年)的预收款项占比 99.07%，1 年以上的占比 0.93%。

近三年，随着收入和利润规模的增长，公司应交税费呈增长趋势，分别为 8.96 亿元、10.28 亿元和 11.52 亿元，主要由土地增值税和企业所得税构成。

2012~2014 年，公司其他应付款快速增长，年复合变动率 23.57%，截至 2014 年底，公司其他应付款 25.01 亿元。公司其他应付款主要为股东的有息借款(计入有息债务)，公司子公司与公司股东福州东福实业发展有限公司及福州创元贸易有限公司签订统借统还协议，借款期限最长不超过 30 个月，双方经过商议可以在借款到账 12 个月后提前还款，借款利率在 8.9%-11%之间。从账龄看，1 年以内(含 1 年)的占 63.81%、1 年以上的占 36.19%。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债有所增长，年复合变动率 19.69%，截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 6.52 亿元，全部为一年内到期的长期抵押借款。

2012~2014 年，受公司融资规模及成本上升影响，其应付利息快速增长，年复合变动率为 142.66%。截至 2014 年底，公司应付利息 0.53 亿元，同比增长 118.23%，主要系公司借款大幅增加所致。

截至 2015 年 6 月底，公司流动负债 144.13 亿元，较年初增长 63.90%。流动负债中，短期借款 17.50 亿元，较年初增长 398.58%；应付账款 21.37 亿元，较年初增长 12.34%；预收款项 29.93 亿元，较年初增加 38.47%；其他应付款 46.04 亿元，较年初增长 84.08%；一年内到期的非流动负债 20.30 亿元，较年初增长 211.35%。

### 非流动负债

近三年，公司非流动负债分别为 21.00 亿元、46.21 亿元和 56.18 亿元，年均增长 63.59%。2014 年底较上年底增长 21.59%，主要是由于公司长期借款的大幅上升。截至 2014 年底，公司非流动负债由长期借款(占 98.89%)和长期应付款(占 1.11%)构成。

2012~2014 年，公司长期借款快速增长，分别为 21.00 亿元、45.13 亿元和 55.56 亿元，年均增长 62.68%，2014 年底较上年底增长 23.12%，主要系公司业务规模扩大，资金需求量上升，为满足资金需求而加大对外融资力度所致。截至 2014 年底，公司长期借款主要由抵押借款(占比 71.20%)、质押借款(占比 21.60%)和保证借款(占比 7.20%)构成。从到期日看，截至 2014 年底，公司长期借款中 2016 年到期的 35.16 亿元，2017 年到期的有 13.70 亿元，2018 年到期的有 4.00 亿元，2023 年到期的有 2.70 亿元，较为分散，集中还款压力不大。

从有息债务来看，2012~2014 年，公司全部债务年复合增长 61.00%。截至 2014 年底，公司

全部债务为 66.21 亿元，同比增长 29.22%，其中短期债务占 15.15%，长期债务占 84.85%，公司债务结构以长期债务为主。

从债务负担情况来看，2012~2014 年，公司资产负债率保持较高水平，分别为 65.99%、70.46% 和 66.94；公司长期债务资本化比率呈波动态势，三年均值为 44.10%，其中 2014 年为 44.12%；公司全部债务资本化比率也有所波动，三年均值为 47.88%，其中 2014 年为 48.20%。

2015 年上半年，公司新增 4 笔银行长期借款，总额合计 65.10 亿元，导致当期公司长期借款余额较年初大幅增加 69.83%，非流动负债较年初增长 68.63%。公司新增长期借款中，抵押借款占比 80.03%，还款期限为 3 年；质押借款占比 7.68%，还款期限为 1~2 年；信用借款占比 12.29%，还款期限为 2 年。借款规模的大幅增加，为公司未来几年的债务偿付带来了一定的资本支出压力。

截至 2015 年 6 月底，公司负债合计 238.87 亿元，较年初增长 65.74%；其中，流动负债 144.13 亿元，占比为 60.34%；非流动负债 94.74 亿元，占比为 39.66%，公司流动负债占比较年初下降 0.68 个百分点，负债结构变化不大。2015 年 6 月底公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.78%、64.72% 和 56.73%，较年初分别增加 9.83、16.52 和 12.61 个百分点。

总体看，随着公司债务规模的大幅增加，公司债务水平迅速提升，整体债务压力较大。

#### 所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益稳定增长，年均复合增长率为 41.95%。截至 2014 年底，公司所有者权益 71.17 亿元，较年初增加 59.67%，主要是资本公积和股本的增加。截至 2014 年底，公司实收资本及资本公积分别为 20.12 亿元和 24.85 亿元，同比分别增长 5.00 亿元和 20.73 亿元。2014 年 4 月公司经中国证监会《关于核准上海天名城企业股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可[2014]428 号），向特定投资者非公开发售人民币普通股股票每股面值为人民币 1 元，发行数量 5 亿股，发行价格为每股人民币 6.00 元，扣除发行费用，募集资金净额 29.60 亿元，其中增加股本 5.00 亿元，增加资本公积 24.60 亿元，增资经天职会计师事务所（特殊普通合伙）验资并出具《验资报告》（天职业字【2014】11358 号）。同期，公司收购东福名城（常州）置业发展有限公司少数股东 48% 的股权，使得本期资本溢价减少 2.68 亿元。

截至 2014 年底，公司归属于母公司所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润占公司所有者权益的比重分别为 36.28%、44.81%、4.32% 和 14.59%。所有者权益中少数股东权益占 22.09%，归属母公司所有者权益占 77.91%。截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益（含少数股东权益）较年初增长 1.53%，主要来自于未分配利润和少数股东权益的增加，所有者权益结构较年初变化很小。

总体看，公司所有者权益规模较大，权益结构稳定性不断改善。

#### 4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入大幅增长，分别为 16.76 亿元、29.40 亿元和 53.80 亿元，年复合增长率 79.14%。同期，公司营业成本也大幅增长，分别为 8.89 亿元、15.91 亿元和 34.74 亿元，年复合变动率为 97.69%。2014 年公司实现营业收入 53.80 亿元，同比增长 83.00%，主要系公司预售房源竣工交付，符合收入确认条件的销售面积较前期增加所致。2012~2014 年，公司利润总额分别为 3.40 亿元、5.77 亿元和 8.09 亿元，呈稳步上升趋势。

2012~2014 年，公司期间费用持续增长，年均复合增长率为 80.99%，2014 年，公司期间费用为 5.23 亿元，同比增长 23.06%，其中，销售费用为 1.72 亿元，管理费用为 2.16 亿元，财务费

用为 1.35 亿元。2014 年，公司期间费用占营业收入比重为 9.72%。

从各项盈利指标来看，受房地产调控和房地产公司收入确认政策的影响，2012~2014 年，公司营业利润率波动下降，三年分别为 29.81%、32.29%和 24.96%。2014 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.45%、5.32%和 10.17%，均较 2013 年有所下降，主要是公司增发股票所致。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司各项主要盈利指标处于中等水平（如下表所示）。

表 13 2014 年主要房地产上市公司盈利指标情况（%）

证券简称	总资产报酬率（年化）	净资产收益率(年化)	销售毛利率
万科 A	5.24	19.08	29.94
招商地产	6.38	14.75	37.33
保利地产	5.93	21.56	32.02
世茂股份	6.50	12.50	41.40
荣盛发展	6.81	26.02	14.95
东华实业	4.13	6.32	32.50
绿景控股	1.36	1.61	58.71
<b>大名城</b>	<b>5.06</b>	<b>8.46</b>	<b>35.43</b>

资料来源：Wind 资讯

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

2015年1~6月，公司实现营业收入20.64亿元，营业利润2.63亿元，净利润1.90亿元；2015年上半年公司盈利水平有所下降，营业利润率为24.90%。2015年6月底，公司预收账款为29.93亿元，未来随着项目陆续竣工与收入结转，公司的收入规模和盈利能力有望提高。

总体看，近三年公司营业收入及利润总额呈上升趋势，未来伴随公司项目陆续销售及确认收入，公司收入及利润规模有望增长，经营业绩有望获得改善。

## 5. 现金流

经营活动现金流方面，2012~2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入快速增长，年复合增长率分别为 59.96%和 58.85%，2014 年分别为 62.21 亿元和 63.91 亿元。2012~2014 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长，年复合增长率为 58.52%；受此影响，公司经营活动现金流净额分别为-11.06 亿元、-30.01 亿元和-26.37 亿元。2013 年公司经营活动现金流出大幅增加主要是公司扩大经营规模，开发项目投入快速上升。2012~2014 年，公司现金收入比分别为 145.02%、101.41%和 115.63%，收入实现质量较好。

投资活动现金流方面，2012~2014 年，公司投资活动现金流量净额分别为-0.23 亿元、5.68 亿元和-3.87 亿元，近年公司投资收到现金和投资支付的现金规模较大，主要系公司利用暂时闲置资金购买理财产品所致。

筹资活动现金流方面，公司为满足投资需求加大融资力度，筹资金额主要为借款收到的现金。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 15.19 亿元、30.21 亿元和 29.47 亿元，年复合增长率 39.27%。

2015年1~6月，公司经营活动现金净流出47.70亿元；投资活动现金净流出15.73亿元；筹资活动现金净流入69.85亿元。

总体来看，由于处于项目扩张周期，公司近年经营获现能力一般，经营活动现金流流出规模大，公司在建项目及对外融资需求规模较大，存在较大的对外融资压力。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司流动比率波动增长，分别为196.16%、234.82%和228%；速动比率波动增长，分别为52.09%、45.45%和37%。公司短期支付压力较大。

长期偿债能力指标看，2012~2014年，公司EBITDA波动上升，分别为3.64亿元、7.59亿元和10.03亿元。2012~2014年，公司EBITDA利息倍数三年均值为1.30倍，其中2014年为0.99倍；公司EBITDA全部债务比呈上升态势，三年均值为0.15倍，其中2014年为0.15倍。考虑到未来公司前期预售项目交房确认收入及建设项目实现销售、一级开发土地资金回笼，及项目开发的逐步推进，公司现金流及经营规模有望获得提升，公司偿债能力尚可。

截至2014年底，公司获得银行授信额度为221.30亿元，尚未使用额度为163.30亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2014年底，公司为客户购买按揭贷款提供的阶段性担保总额为63.39亿元，除此外公司无其他对外担保，公司对外担保比例为87.73%。考虑到公司对外担保性质，其整体或有负债风险较低。

总体看，公司偿债能力较好。

## 7. 过往债务履约情况

根据公司企业信用报告（机构信用代码：G10310112003178407），截至2015年8月6日，公司存在不良记录，根据公司提供说明，其征信报告所涉不良信贷余额及不良担保余额均为公司破产重整前的债务延续，且公司不承担任何清偿责任。公司重整后整体履约情况良好。

公司储备项目具有一定规模，有利于公司收入及利润规模的增长，其一级开发项目有利于带动二级联动开发，为公司储备土地的增加提供了一定基础，有利于其持续发展。总体看，公司抗风险能力较好。

## 八、本次债券偿债能力分析

### 1. 本次债券的发行对目前负债的影响

截至2015年6月底，公司全部债务为132.54亿元，本次拟发行公司债额度为28.00亿元，总发债额度相对于公司全部债务规模一般。

以2015年6月底财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为78.69%、68.96%和62.94%，较本次发债前分别提高了1.92、4.24和6.21个百分点，负债水平有所上升，债务负担进一步加重，财务杠杆处于较高水平。

### 2. 本次债券偿债能力分析

以2014年底相关财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本次28.00亿元公司债券的保护倍数分别为0.36倍、2.28倍和-0.94倍。总体看，上述三项指标对本次债券的覆盖程度一般。

公司未来偿债资金来源主要为房地产项目销售资金回流。公司房地产项目位置较好，存货规模较大，截至2015年6月底，公司存货期末余额为239.87亿元，公司房地产待销售面积241.00万平方米，未来随着项目的销售，公司可获得房地产经营现金流仍较可观。公司存货中已经取得销售许可证且尚未销售的商品房，可以通过调整销售策略加快销售或者整体转让等方式实现存货

变现。公司存货中尚未取得销售许可证的未完成开发产品和土地储备，可以通过后续开发并销售或者整体转让等方式实现存货变现。

此外，公司可以通过流动资产变现来补充偿债资金。截至 2015 年 6 月底，公司流动资产金额为 280.57 亿元，不含存货的流动资产金额为 40.70 亿元。在公司现金流不足的情况下，可以通过变现除货币资金以外的流动资产来获得必要的偿债资金支持。

未来，随着公司定增及债券募投项目的实施，公司经营规模、盈利水平将有望获得提高，公司对本次债券的偿还能力有望得到进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司作为区域内长期从事房地产开发企业，在行业经验、市场品牌等方面具有一定的区域竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力较强。

## 九、综合评价

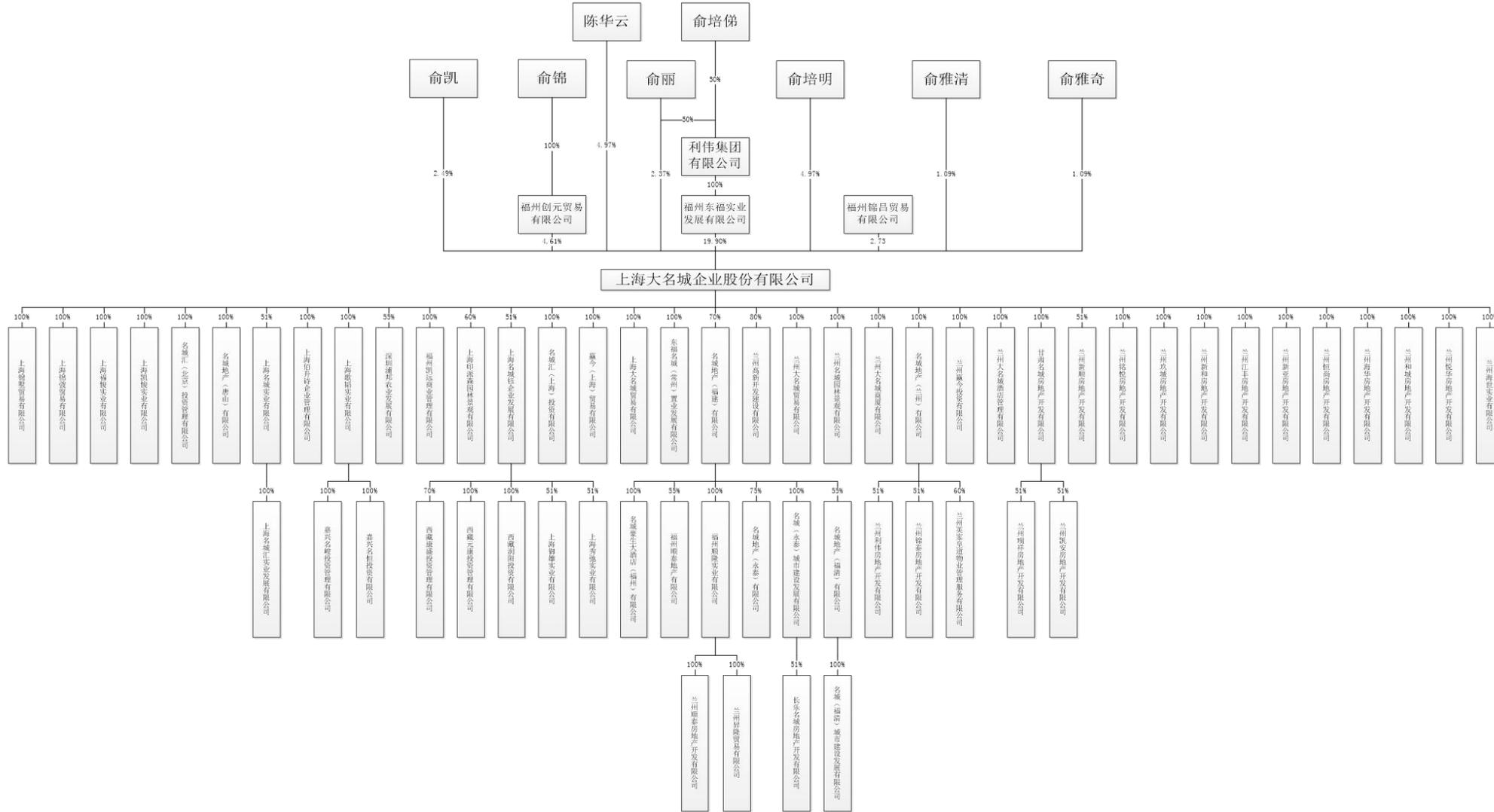
房地产行业在中国经济发展中重要性突出，近年受行业投资过快增长及宏观经济增速波动和政策调整等因素影响，行业周期性波动加大。政府促进行业稳定增长政策出台后，行业有望实现弱势增长。未来房地产行业在中国经济发展中仍将保持重要地位，经济增长和城镇化进程的推进仍将拉动市场需求的持续增长，促进行业整体发展的稳定。

公司作为具备较强综合实力的房地产开发上市公司，在土地成本及规模、区域布局、融资渠道、项目储备等方面具备的潜在优势。公司近年在兰州区域通过竞拍获取大量一级开发土地，有利于支持公司项目储备。公司于 2014 年 9 月完成非公开发行股票，有效充实了公司权益资本，同时公司整体流动性得以补充。公司近年房屋施工面积持续增长，投资规模不断增长，伴随在建项目持续推进及储备项目陆续开工，公司收入及利润规模有望增长，经营业绩有望提升。

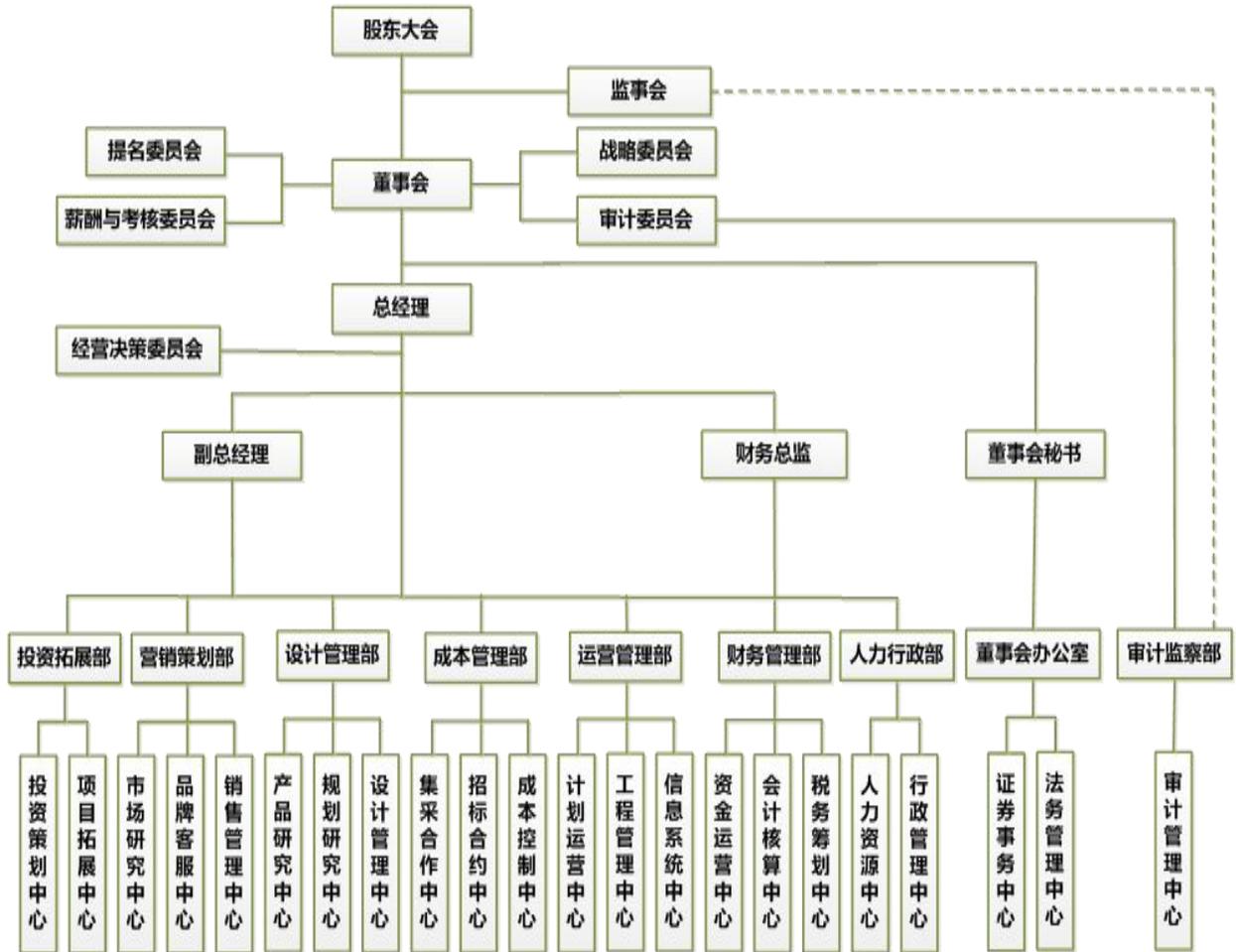
伴随公司近年开工项目投入的持续增长，公司债务规模快速增长，债务负担有所加重，公司已开发及待开发项目投入规模较大，公司对外融资需求较大，其债务规模可能进一步增长；受公司项目周期多处于投入阶段影响，其近年经营活动现金净流量持续为负，公司短期支付压力较大。公司经营活动现金流入量对本次债券具有一定保障能力，未来伴随公司开发项目实现销售，公司收入、利润及现金流入规模有望增长，其对本次债券保障能力有望加强。

基于对发行主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织结构图



### 附件 3 上海大名城企业股份有限公司 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额 (亿元)	103.85	150.86	215.29	311.13
所有者权益 (亿元)	35.32	44.57	71.17	72.26
短期债务 (亿元)	4.55	5.03	10.03	37.80
长期债务 (亿元)	21.00	46.21	56.18	94.74
全部债务 (亿元)	25.55	51.24	66.21	132.54
营业收入 (亿元)	16.76	29.40	53.80	20.64
净利润 (亿元)	2.54	4.11	5.88	1.90
EBITDA (亿元)	3.64	7.59	10.03	-
经营性净现金流 (亿元)	-11.06	-30.01	-26.37	-47.70
应收账款周转次数(次)	879.29	1,967.18	77.60	--
存货周转次数 (次)	0.14	0.17	0.25	--
总资产周转次数 (次)	0.19	0.23	0.29	0.08
现金收入比率 (%)	145.02	101.41	115.63	140.86
总资本收益率 (%)	4.51	7.23	6.45	1.11
总资产报酬率 (%)	3.86	5.75	5.32	0.98
净资产收益率 (%)	7.53	10.28	10.17	2.64
营业利润率 (%)	29.81	32.29	24.96	24.90
费用收入比 (%)	9.52	14.45	9.72	12.81
资产负债率 (%)	65.99	70.46	66.94	76.78
全部债务资本化比率 (%)	41.97	53.48	48.20	64.72
长期债务资本化比率 (%)	37.28	50.90	44.12	56.73
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.23	1.69	0.99	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.14	0.15	0.15	--
流动比率 (倍)	1.96	2.35	2.28	1.95
速动比率 (倍)	0.52	0.45	0.37	0.28
现金短期债务比 (倍)	2.20	3.29	1.54	0.58
经营现金流动负债比率 (%)	-23.26	-49.94	-29.99	-33.10
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.13	0.27	0.36	--

## 附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益]/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 上海大名城企业股份有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年上海大名城企业股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

上海大名城企业股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。上海大名城企业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。联合评级将密切关注上海大名城企业股份有限公司的相关状况，如发现上海大名城企业股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如上海大名城企业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至上海大名城企业股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布，并同时报送上海大名城企业股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年八月二十六日

