

江苏凤凰置业投资股份有限公司

2016 年公司债券（第一期）

## 跟踪评级报告

主体信用等级：AA 级

16 凤凰 01 信用等级：AAA 级

评级时间：2017 年 4 月 28 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 江苏凤凰置业投资股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）跟踪评级报告 概要

编号：【新世纪跟踪[2017]100064】

存续期间 16 凤凰 01 存续期：2016/3/29 - 2021/3/29

|          | 本次        |            | 前次        |            | 首次        |             |
|----------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|-------------|
|          | 主体/展望/债项  | 评级时间       | 主体/展望/债项  | 评级时间       | 主体/展望/债项  | 评级时间        |
| 16 凤凰 01 | AA/稳定/AAA | 2017 年 4 月 | AA/稳定/AAA | 2016 年 5 月 | AA/稳定/AAA | 2015 年 12 月 |

### 主要财务数据

| 项目                  | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年         |
|---------------------|--------|--------|----------------|
| 金额单位：人民币亿元          |        |        |                |
| <b>发行人母公司数据：</b>    |        |        |                |
| 货币资金                | 6.60   | 0.13   | 9.97           |
| 刚性债务                | 7.43   | 7.44   | 27.29          |
| 所有者权益               | 20.30  | 19.22  | 35.74          |
| 经营性现金净流入量           | -0.08  | -0.07  | 0.02           |
| <b>发行人合并数据及指标：</b>  |        |        |                |
| 总资产                 | 84.43  | 77.32  | 98.03          |
| 总负债                 | 60.36  | 56.46  | 61.87          |
| 刚性债务                | 43.54  | 36.18  | 36.75          |
| 所有者权益               | 24.08  | 20.86  | 36.16          |
| 营业收入                | 18.29  | 10.64  | 18.18          |
| 净利润                 | 1.48   | -0.78  | 0.50           |
| 经营性现金净流入量           | 3.26   | 4.11   | 7.13           |
| EBITDA              | 4.38   | 2.50   | 2.05           |
| 资产负债率[%]            | 71.48  | 73.02  | 63.11          |
| 权益资本与刚性债务的比率[%]     | 55.30  | 57.66  | 98.40          |
| 流动比率[%]             | 177.40 | 173.01 | 284.01         |
| 现金比率[%]             | 32.34  | 17.62  | 82.26          |
| 利息保障倍数[倍]           | 1.42   | 0.79   | 1.96           |
| 净资产收益率[%]           | 6.47   | -3.47  | 1.76           |
| 经营性现金净流入与负债总额比率[%]  | 5.57   | 7.04   | 12.05          |
| 非筹资性现金净流入与负债总额比率[%] | -1.05  | 6.67   | 10.10          |
| EBITDA/利息支出[倍]      | 1.43   | 0.81   | 1.99           |
| EBITDA/刚性债务[倍]      | 0.11   | 0.06   | 0.06           |
| <b>担保人合并数据及指标</b>   |        |        |                |
|                     | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年<br>前三季度 |
| 总资产                 | 374.48 | 410.89 | 443.10         |
| 刚性债务                | 106.92 | 115.37 | 99.45          |
| 所有者权益               | 194.67 | 214.80 | 246.88         |
| 担保比率[%]             | 0.70   | 0.30   | -              |

注：根据凤凰股份经审计的 2014~2016 年度财务数据以及凤凰传媒集团经审计的 2014~2015 年度财务数据及未经审计的 2016 年前三季度财务数据整理、计算。

### 分析师

刘云 周文哲

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

Tel: (021)63501349/63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: [mail@shxsj.com](mailto:mail@shxsj.com)

<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

受益于短期区域房地产市场升温，2016 年凤凰股份在售项目住宅去化情况较好，营业收入规模大幅增长并实现净利润扭亏，但公司开发项目集中在江苏三、四线城市，且商业地产库存规模较大，去化情况不佳，随着开发进度加快，预计未来销售压力将进一步加大。跟踪期内公司资本实力有所增强，经营环节现金流状况趋好，且控股股东对其的支持力度亦较稳定，公司整体信用质量变化不大。

- 房地产行业属于周期行业，受宏观经济环境和国家调控政策影响较大，2016 年 9 月以来房地产政策趋严，行业风险凸显。
- 跟踪期内，受益于项目所在区域楼市明显升温，凤凰股份营业收入大幅增长，盈利状况有所改善。
- 跟踪期内，凤凰股份非公开发行股票成功，资本实力有所增强，资产负债率下降，债务期限结构亦有所改善。
- 凤凰股份刚性债务规模较大，但控股股东及其他关联方可为凤凰股份经营提供资金拆借及担保，以缓解其资金压力，公司实际债务偿付压力可控。
- 凤凰传媒集团对本次公司债券的本金及利息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，可有效提升本次公司债券偿付的安全性。
- 凤凰股份在三、四线城市的开发项目较多，目前可供销售产品以商业办公楼为主，去库存压力仍然较大。
- 凤凰股份在开发项目较多，营运资金持续承压。
- 本次债券包含回售条款，存在债券回售风险。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪评级对凤凰股份公司债券的评级观点，并非引导投资者买卖或持有本债券的一种建议。报告中引用的资料主要由凤凰股份提供，所引用资料的真实性由凤凰股份负责。

## 跟踪评级报告

按照江苏凤凰置业投资股份有限公司（简称“凤凰股份”、“该公司”或“公司”）2016 年公司债券（第一期）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据凤凰股份提供的经审计的 2016 年财务报表及相关经营数据，对凤凰股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

### 一、债券发行情况

经上海证券交易所（上证函[2016]427 号）核准，该公司于 2016 年 3 月面向合格投资者非公开发行总额为 20 亿元的公司债券，债券期限为 5 年期，含第 3 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权，江苏凤凰出版传媒集团有限公司（简称“凤凰传媒集团”）为本次债券本息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。本次债券简称“16 凤凰 01”，证券代码“135346.SH”，票面利率为 4.59%。

截至 2017 年 3 月末，该公司待偿还债券本金余额共计 27.50 亿元，付息情况正常。

图表 1. 截至 2017 年 3 月末公司已发行债券概况

| 债项名称     | 发行金额<br>(亿元) | 期限<br>(年) | 发行利率<br>(%) | 发行时间       | 本息兑付情况 |
|----------|--------------|-----------|-------------|------------|--------|
| 14 凤凰债   | 7.50         | 3+2       | 5.65        | 2014.09.12 | 正常付息   |
| 16 凤凰 01 | 20.00        | 3+2       | 4.59        | 2016.03.29 | 正常付息   |

资料来源：Wind 资讯

### 二、跟踪评级结论

#### （一）公司管理

跟踪期内，该公司完成定向增发，产权结构有所变化，但控股股东凤凰传媒集团仍是公司的绝对控股股东，实际控制力很强。同时，控股股东依旧给予了公司较大的资金支持。需关注高管层变动对公司经营的影响。

2016年1月，该公司非公开发行股份数量19,546.00万股，募集资金总额15.13亿元，公司总股本由74,060.06万股增至93,606.06万股。截至2016年末，凤凰传媒集团直接持股比例较年初下降10.27个百分点至52.12%，间接持股比例0.32%，仍为公司控股股东。公司实际控制人仍为江苏省人民政府。

跟踪期内，该公司董事、监事及高管人员变动较为频繁，其中，2016年3月，公司原董事长因工作变动原因辞职，目前公司董事长由凤凰传媒集团总经理兼任；2016年7月，公司原总经理齐世杰先生因工作调整辞职，目前公司总经理由原江苏凤凰国际文化中心总经理王烈先生担任。管理人员变动或对公司经营稳定性造成一定程度的影响。

关联交易方面，2016年该公司向关联方出售商业地产共计1.68亿元。其中向凤凰传媒集团出售位于南京市秦淮区的商业房地产，该地产总建筑面积0.61万平方米，交易额1.47亿元，占当年营业收入的8%，贡献毛利约0.39亿元，占当年营业毛利的8%；向江苏现代职教图书发行有限公司出售位于南京白下区的商业办公楼，交易额0.21亿元。同期公司向关联方江苏新光联光电股份有限公司采购室外LED显示屏及相关服务共计0.02亿元。截至2016年末，公司对关联方无应收款项，应付款项余额为13.68亿元，主要包括预收江苏凤凰出版传媒股份有限公司（简称“凤凰传媒”，凤凰传媒集团的控股上市子公司）的8.63亿元代建工程款<sup>1</sup>，以及应付凤凰传媒集团提供的5.01亿元资金拆借款（计入其他应付款）。

## （二）业务运营

房地产是我国经济支柱产业之一。近十年来，在工业化和城镇化进程加速以及居民收入增长、消费需求升级的巨大推动下，我国房地产行业保持了较快的发展态势。2004-2016年，我国房地产行业年完成投资额从1.32万亿元上升至10.26万亿元，年均复合增长率达18.64%。其中，住宅年完成投资额从2004年的0.88万亿元上升至2016年的6.87万亿元，年均复合增长率达18.68%。根据国家统计局数据显示，2016年度我国人口城镇化率为57.35%，较

<sup>1</sup> 包含代建苏州书城、南通书城、合肥文化 Mall、镇江文化 Mall 预收款分别为 4.00 亿元、2.43 亿元、1.50 亿元和 0.70 亿元，计入其他应付款。其中苏州书城及南通书城虽已于 2014 年竣工，但因代建项目成本核算问题，暂未完成决算。

上年提升了 1.25 个百分点。

图表 2. 2004-2016 年房地产投资情况 (单位: 万亿元)

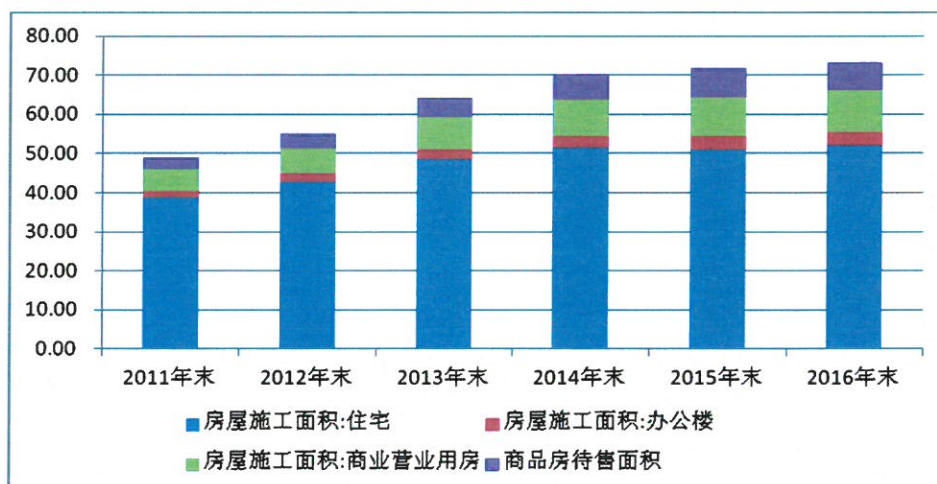


资料来源: Wind 资讯及国家统计局

在房地产行业快速发展的过程中,我国房地产市场出现波动并暴露出诸多问题,政府的宏观调控与管理伴随着行业的发展始终没有放松。2016 年我国商品房新房成交量快速增长,全年销售面积为 15.73 亿平方米,同比增长 22.46%;其中住宅销售面积为 9.31 亿平方米,同比增长 22.36%。2016 年以来,随着房地产市场区域差异化程度加剧,调控政策逐步由整体宽松转向为以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策。2016 年 9 月末多个热点城市加大限贷限购力度后,11 月全国商品房销售面积同比增速一度大幅降至 7.92%。但由于金融机构总体上仍保持了较大规模的新增个人购房贷款,12 月商品房销售面积同比增速又出现了一定程度的反弹。2017 年 3 月以北京为首多个城市限购政策加码升级,2017 年 1-2 月,商品房销售面积同比增长 25.10%,较上年同期下滑 3.10 个百分点,预计未来一段时间商品房销售增速将进一步下降。

受前期行业投资规模扩张过快、当前需求增速相对放缓等因素的影响,国内房地产库存持续上行。2015-2016 年,在行业投资增速放缓、商品房销售面积增长加快的作用下,库存量扩张速度明显放缓,但当前我国房地产行业整体库存去化压力仍较大。截至 2016 年末,我国房地产市场库存达到 73.05 亿平方米,较上年末增长 1.94%;其中待售面积为 6.95 亿平方米,较上年末减少 3.22%。去库存压力主要集中在三、四线城市。

图表 3. 2011-2016 年我国房地产库存情况 (单位: 亿平方米)



资料来源: Wind 资讯

2016 年我国土地供应进一步收紧。为避免热点城市土地市场过热, 部分城市加紧了对房地产企业交易资金的监管力度。根据 CREIS 中指数据的资料显示, 2016 年全国 300 个城市推出各类用地 18.2 亿平方米, 同比下降 10.9%; 成交 15.4 亿平方米, 同比下降 3.2%; 随着热点城市调控力度加强, 四季度土地出让金同比增速从二、三季度的 87.1%、61.7%降至 18.4%。

2016 年, 江苏省经济增长态势良好, 全年实现生产总值 7.61 亿元, 较上年增长 7.8%, 增速较上年下滑 0.7 个百分点, 但仍高于全国水平。从房地产市场来看, 随着房地产政策和融资环境的改善, 2016 年房地产开发商的新开工意愿有所增强, 房地产开发投资额恢复增长, 同比增长 9.8%, 房屋新开工面积同比增长 18.40%, 商品房销售面积同比增长 22.30%, 销售额同比增长 46.40%, 销售价格进一步上涨。整体上看, 2016 年江苏省房地产市场明显升温。政策层面, 2016 年 9 月以来, 南京、苏州、无锡相继出台限购政策, 随后限购政策覆盖长江以南的镇江、常州等地, 政策趋严对江苏房地产销售影响显著, 2016 年四季度, 商品房销售额同比下降 1.9%, 2017 年 1-2 月, 商品房销售额同比增速为 5.2%, 增速较上年同期下滑达 74.0 个百分点。

图表 4. 江苏省 2014 年以来房地产开发及销售情况

|                 | 2014 年    | 2015 年    | 2016 年    |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|
| 房地产投资完成额 (亿元)   | 8,240.22  | 8,153.68  | 8,956.37  |
| 商品房施工面积 (万平方米)  | 57,637.72 | 58,118.44 | 58,761.73 |
| 商品房新开工面积 (万平方米) | 14,220.35 | 11,542.56 | 13,670.83 |

|               | 2014 年   | 2015 年    | 2016 年    |
|---------------|----------|-----------|-----------|
| 商品房竣工面积（万平方米） | 9,620.47 | 10,296.96 | 10,073.96 |
| 商品房销售面积（万平方米） | 9,846.84 | 11,414.05 | 13,962.09 |

资料来源：江苏省统计局网站

该公司主业为商品房和商业地产开发，所开发项目多分布于江苏省内，2016 年公司在售项目收入结转及毛利情况如图表 5 所示。跟踪期内公司盐城与合肥项目住宅部分竣工，受项目所在区域房地产市场升温影响，营业收入有较大幅度增长，但由于公司南京、苏州等二线城市项目销售接近尾声，目前项目销售逐渐转移至三、四线城市，毛利率水平明显下降。2016 年，公司营业收入同比增长 70.83% 至 18.18 亿元，主要因新增的合肥、盐城项目住宅销售收入大幅增加。同期，公司综合毛利率为 28.34%，较上年同期大幅下降 12.96 个百分点，盐城项目因拿地成本较高，房价偏低，毛利率水平仅为 8.54%。

图表 5. 2014-2016 年房地产业务收入及毛利情况（单位：亿元，%）

| 项目名称       | 2014 年度 |       | 2015 年度 |       | 2016 年度 |       |
|------------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|
|            | 营业收入    | 毛利率   | 营业收入    | 毛利率   | 营业收入    | 毛利率   |
| 凤凰和鸣       | 0.04    | 77.5  | 0.05    | 85.34 | 0.02    | 85.21 |
| 凤凰和美       | 0.02    | 10.69 | 0.02    | 76.35 | 0.06    | 73.51 |
| 凤凰和熙 A 区   | 0.07    | 53.96 | 0.04    | 72.48 | 0.02    | 77.51 |
| 凤凰和熙 B 区住宅 | 8.93    | 52.6  | 4.75    | 52.09 | 0.05    | 95.04 |
| 凤凰和睿       | 2.02    | 22.3  | 0.37    | 16.56 | 1.69    | 26.79 |
| 凤凰山庄       | 1.95    | 18.12 | 0.96    | 28.05 | 4.26    | 26.42 |
| 苏州项目       | 4.53    | 43.08 | 3.74    | 36.97 | 2.13    | 45.01 |
| 南通项目       | 0.61    | -0.27 | 0.58    | 2.33  | 0.95    | 9.29  |
| 盐城项目       | --      | --    | --      | --    | 4.04    | 8.54  |
| 合肥项目       | --      | --    | --      | --    | 4.82    | 39.91 |
| 合 计        | 18.16   | 41.42 | 10.52   | 40.80 | 18.05   | 27.84 |

资料来源：凤凰股份

该公司房地产开发业务采取分期开发模式，资金滚动回收。2010 年以前，公司以南京市为核心，独立开发、销售以住宅为主的商品房项目，2010 年以来，公司根据凤凰集团的战略规划，逐步向文化综合体开发转型，业务区域由此拓展至南京市以外的苏州、南通、合肥、镇江、泰兴、盐城等地。2015 年公司正式进入养老地产领域，在宜兴打造公司首个养老项目，有意将养老产业作

为公司文化地产以外的另一主业发展模式。

该公司文化综合体项目系包含文化主题商场、住宅以及办公场所的综合项目。公司文化综合体项目主要与凤凰传媒合作，前期双方共同参加土地竞标（双方按协议面积支付土地成本），可降低拿地成本，项目中住宅及办公部分由公司自主开发及销售，商场部分（主要为书城或文化 Mall）主要为凤凰传媒所有，由公司为凤凰传媒代建，双方签订委托代建协议。根据合同，凤凰传媒按项目进度预付款项，项目建成后公司交付商场，由凤凰传媒进行后续装修、招商及运营，公司按建安成本的 0.5%加收代建费，待项目竣工决算后确认代建费收入<sup>2</sup>。公司目前主要有六个文化地产项目，包括苏州、南通、盐城、合肥、镇江及泰兴项目，其中盐城项目为公司独立运作项目之外，其余五个项目均采取上述合作拿地及部分代建模式。

图表 6. 公司房地产开发运营情况表

| 指标             | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 当年竣工面积（万平方米）   | 22.70  | 0.00   | 12.98  |
| 当年合同销售面积（万平方米） | 8.51   | 12.57  | 17.27  |
| 当年投资金额（亿元）     | --     | 8.82   | 13.68  |
| 当年回笼金额（亿元）     | 13.87  | 14.45  | 19.98  |
| 当年结转面积（万平方米）   | 8.51   | 5.62   | 16.37  |
| 当年结转金额（亿元）     | 18.16  | 10.52  | 18.05  |
| 期末可售面积（万平方米）   | 32.55  | 30.42  | 20.71  |

资料来源：凤凰股份

跟踪期内，该公司全面推进文化综合体开发，保持了较大的房地产投资力度，2016 年投资金额总计为 13.68 亿元，其中文化综合体项目投资占比为 94.63%，此外首个养老项目——宜兴项目实现新开工；受开发周期及市场因素影响，公司竣工和销售结算面积均大幅增加（见图表 6）。该公司主要房地产项目的建设及销售情况如图表 7 所示，其中 2016 年盐城和合肥项目的住宅部分实现竣工交付，除宜兴项目外，在建项目预计将于 2017 年底全部竣工。截至 2016 年末，在建项目计划总投资约 66.26 亿元，累计已投入 37.77 亿元（其中 2016 年投入 13.68 亿元），2017 年计划投资 9.50 亿元。

<sup>2</sup> 2016 年 5 月份之前公司收到凤凰传媒代建款计入其他应付款，代建部分开发成本计入存货，因营改增政策实施，出于税收筹划考虑，2016 年 5 月左右凤凰传媒根据进度直接与施工方结算代建成本，代建部分不再进入财务报表。

图表 7. 截至 2016 年末主要房地产项目情况 (单位: 亿元、万平方米)

| 项目名称  | 位置 | 业态    | 开工时间    | 竣工时间    | 总投资<br>金额 | 已投资<br>金额 | 累计回笼<br>资金 | 2017<br>年计划<br>投资 | 总建筑<br>面积 | 累计已<br>售面积 | 本期可供出售面<br>积 |       | 本期预售面积 |      |
|-------|----|-------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------------|-----------|------------|--------------|-------|--------|------|
|       |    |       |         |         |           |           |            |                   |           |            | 住宅           | 商办    | 住宅     | 商办   |
| 已竣工项目 |    |       |         |         |           |           |            |                   |           |            |              |       |        |      |
| 凤凰和熙  | 南京 | 商业/住宅 | --      | 2014.12 | 24.20     | 24.20     | 43.39      | --                | --        | --         | --           | --    | --     | --   |
| 凤凰和睿  | 南京 | 商业    | --      | 2013.12 | 5.87      | 5.87      | 8.28       | --                | --        | --         | --           | 0.73  | --     | 0.73 |
| 凤凰山庄  | 南京 | 住宅    | --      | 2014.06 | 8.35      | 8.35      | 9.63       | --                | --        | --         | 2.10         | 0.00  | 1.92   | 0.00 |
| 苏州项目* | 苏州 | 商业/住宅 | --      | 2014.03 | 12.60     | 12.60     | 10.40      | --                | --        | --         | 0.54         | 5.84  | 0.54   | 0.05 |
| 南通项目* | 南通 | 商业/住宅 | --      | 2014.12 | 9.87      | 9.87      | 2.22       | --                | --        | --         | 2.69         | 3.77  | 0.71   | 0.43 |
| 合计    | -- | --    | --      |         | 60.89     | 60.89     | 73.92      | --                | --        | --         | 5.34         | 10.34 | 3.17   | 1.21 |
| 在建项目  |    |       |         |         |           |           |            |                   |           |            |              |       |        |      |
| 盐城项目* | 盐城 | 商业/住宅 | 2012.10 | 2017.12 | 10.34     | 8.58      | 4.48       | 1.00              | 24.55     | 7.00       | 2.86         | 4.50  | 2.86   | --   |
| 合肥项目* | 合肥 | 商业/住宅 | 2013.05 | 2017.12 | 14.92     | 7.56      | 5.89       | 2.00              | 31.31     | 6.49       | 3.95         | --    | 3.95   | --   |
| 镇江项目* | 镇江 | 商业/住宅 | 2014.05 | 2017.12 | 9.70      | 6.50      | 2.03       | 2.00              | 17.90     | 2.47       | 3.04         | --    | 2.47   | --   |
| 泰兴项目* | 泰兴 | 商业/住宅 | 2014.12 | 2017.12 | 19.40     | 8.55      | 2.48       | 3.00              | 46.30     | 3.60       | 9.10         | 0.29  | 3.53   | 0.07 |
| 宜兴项目  | 宜兴 | 商业/住宅 | 2016.02 | 未定      | 11.90     | 6.58      | --         | 1.50              | 17.20     | --         | --           | --    | --     | --   |
| 合计    | -- | --    | --      | --      | 66.26     | 37.77     | 14.88      | 9.50              | --        | 19.56      | 18.96        | 4.79  | 12.81  | 0.07 |
| 拟建项目  |    |       |         |         |           |           |            |                   |           |            |              |       |        |      |
| 南京铁管巷 | 南京 | 商业/住宅 | 未定      | --      | 6.60      | --        | --         | --                | 11.43     | --         | --           | --    | --     | --   |

注 1: 根据凤凰股份提供资料整理绘制; 注 2: 表中包含的文化地产项目中各项数  
据均不包含为凤凰传媒代建部分; 注 3: 带\*标记项目为文化综合体项目; 注 4: 本期可供  
出售面积=期初可售面积+本期新增可售面积。

2016 年, 该公司在售 10 个项目合同销售面积 17.27 万平方米 (结转销售面积 16.37 万平米), 实现资金回笼 19.98 亿元。项目因区位和类型差异而在去化速度上呈现分化特征: 南京、苏州的销售情况好于其他三、四线城市; 普通住宅受刚性需求支撑, 去化速度较快; 办公和商业物业销售的周期性较强, 在当前经济形势下去化难度较大。2016 年公司住宅实现合同销售面积 15.13 万平方米, 占当年可售面积的 65.78%, 南京凤凰山庄项目、苏州、镇江、合肥及盐城住宅去化情况接近 100%, 泰兴及南通项目去化情况较差; 办公楼及商业去化情况较差, 2016 年合同销售面积仅为 1.28 万平方米, 仅占当年可售面积的 8.49%。公司近年来向文化地产、养老地产转型, 产品中办公楼库存规模较大, 截至 2016 年末, 公司房地产项目剩余可供出售面积 20.71 万平方米, 其中办公楼及商业可供销售面积为 13.85 万平方米, 占比达 67% 左右, 江苏省内三、四线城市商业地产市场已趋于饱和, 商业地产去库存化压力较大, 随着项目持续推进, 销售压力将进一步增加。

宜兴项目为该公司第一个养老地产项目，地块于 2014 年购入，拿地成本 5.66 亿元<sup>3</sup>，土地面积为 18.87 万平方米，总建筑面积约 17.2 万平方米，主要为适老型花园洋房和低层建筑产品，并配有活动中心、康复养老中心，项目预计总投资 11.90 亿元，项目于 2016 年 2 月开工，截至 2016 年末已累计投资 6.58 亿元，尚未开盘销售。公司初步计划销售其中的住宅部分，同时自持社区服务中心和康复医疗中心，并与外部医疗服务机构合作经营医疗护理平台，为社区养老人群提供医疗保障。

截至 2017 年 3 月末，该公司土地储备仅 1 块，为南京铁管巷 A、C 地块，土地面积 1.81 万平方米，拟开发建筑面积为 11.43 万平方米，系公司 2010 年收购南京龙凤投资置业有限公司股权和 2014 年收购无锡宜康置业有限公司股份获得，通过收购南京龙凤投资置业有限公司（简称“南京龙凤投资”）股权获得，土地款已付清。但由于南京市政府对该地块规划调整变更多次，截至 2016 年末仍未进行开发。公司以养老地产为发展方向，积极进行战略转型，目前尚未有拿地计划。

### （三）财务质量

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016 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。

2016 年该公司综合毛利率为 28.34%，较上年下降 13.04%，主要因毛利较高的南京、苏州等二线城市项目销售结转规模减少，新结转的盐城等项目毛利率较低导致。但由于营业收入大幅增长 70.83%至 18.18 亿元，毛利润增长至 5.15 亿元。同期，因通过非公开发行股票及公司债等方式募集资金，公司财务费用同比下降 37.82%至 1.79 亿元，进而带动期间费用同比下降 28.98%至 2.54 亿元。2016 年公司实现净利润 0.50 亿元，扭亏为盈，与上年相比，整体盈利状况得到改善。

截至 2016 年末，该公司资产总额为 98.03 亿元，其中流动资产为 89.68 亿元，主要包括 25.98 亿元的货币资金和 62.29 亿元的存货。公司存货以开发产品、拟开发土地和开发成本为主，以上三项期末余额分别为 19.40 亿元、9.56 亿元和 33.33 亿元。公司非流

<sup>3</sup> 截至 2017 年 3 月末尚有 1.24 亿土地款未支付，主要因土地出让方与第三方就该土地存在纠纷，该笔款项被法院冻结所致，但不影响项目开发。

动资产主要包括可供出售金融资产、商誉和递延所得税资产，2016年末余额分别为 4.78 亿元、2.26 亿元和 0.98 亿元。可供出售金融资产主要为公司持有无锡凤凰国际文化交流中心有限公司 2.35% 的股权，以及持有南京证券股份有限公司 8.09% 的股权。商誉主要形成于公司对南京龙凤投资的股权收购，未计提任何减值准备。

2016 年，因股票成功发行，该公司资产负债率下降，债务期限结构也随公司债发行得到改善。截至 2016 年末，公司负债为 61.87 亿元，较上年末增加 9.59%；资产负债率较上年末大幅下降 9.91 个百分点至 63.11%。流动负债 2016 年末余额为 31.58 亿元，虽仍为公司负债主要构成部分，但在负债总额中占比 51.04%，较上年末大幅下降 19.63 个百分点，公司流动负债主要包括其他应付款、应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债，余额分别为 15.77 亿元、6.35 亿元、6.29 亿元和 1.69 亿元。公司其他应付款主要为关联方资金拆借和工程代建款，两项合计余额为 13.63 亿元，较上年末大幅减少 7.44 亿元，主要为偿还关联方资金借款所致；应付账款多为尚未支付的工程款；预收款项多由房地产项目预售形成。2016 年末，公司非流动负债余额为 30.29 亿元，主要包括 1.93 亿元的长期借款和 27.29 亿元的应付债券。其中，长期借款余额较上年末大幅减少 6.04 亿元，系公司当年提前偿还所致；应付债券较上年末大幅增加 19.85 亿元，系发行公司债券所致。

截至 2016 年末，该公司刚性债务包括一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券以及关联方提供的资金拆借，余额合计为 36.75 亿元，较上年末增加 1.58%。

该公司商品房、商业房产开盘销售情况年差异化较大，加之收入确认的不同步，导致其营业收入现金率呈现波动状态。2016 年营业收入现金率较上年下降 21.42 个百分点至 113.05%。公司经营现金流净额为 7.13 亿元，主要是营业收入大幅增长所致。同期，公司投资活动现金净流出 1.15 亿元，主要是购买理财产品所致（计入其他流动资产）；筹资活动现金净流入 13.20 亿元。

该公司可获得控股股东凤凰传媒较大力度的资金支持。根据股东承诺，在公司增加新的土地储备时，凤凰传媒可通过认购股份或提供借款等方式对公司提供资金支持。此外，凤凰集团拟将其直接持有的江苏银行股份有限公司（以下简称“江苏银行”）8.9 亿股

股份在锁定期届满后注入凤凰股份，江苏银行 2016 年 8 月 2 日在上海证券交易所正式挂牌，代码 600919，锁定期为 36 个月，届时公司资本实力将大大增强。

截至 2016 年末，该公司为凤凰传媒提供了 0.93 亿元的连带责任担保，为反担保类项目，担保到期日为 2018 年 7 月 9 日。截至 2016 年末，公司合并范围内获得银行授信 6.70 亿元，其中 3.08 亿元尚未使用。

该公司母公司无银行借款记录，根据该公司提供的合并范围内所有共计 12 家子公司的《企业信用报告》，截至 2016 年末，公司不存在债务违约情况。

#### **(四) 担保方信用质量分析**

本次债券由凤凰传媒集团提供全额无条件的不可撤销的连带责任担保。跟踪期内凤凰传媒集团营业收入总体趋于稳定。收入主要来自出版发行业务，然而义务教育教材市场缩小、数字媒体的发展对凤凰传媒集团经营或将产生一定影响；物资供应业务收入增长较快，但盈利能力较弱；房地产业务已成为凤凰传媒集团主业的重要组成部分，然而该业务周期性较强，且易受宏观政策调整。2015 年，凤凰传媒集团财务杠杆保持在合理水平，尽管短期刚性债务规模占比相对较大，但经营活动现金净流入增加，资产流动性较强，货币资金储备保持充裕，维持了极强的债务偿还能力。

截至 2015 年末，凤凰传媒集团经审计合并报表口径资产总额为 415.62 亿元，所有者权益为 227.77 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 179.29 亿元）。2015 年度凤凰传媒集团实现营业收入 153.73 亿元，净利润 18.41 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 15.50 亿元）。截至 2016 年 9 月末，凤凰传媒集团未经审计合并报表口径资产总额为 443.10 亿元，所有者权益为 246.88 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 192.37 亿元）。2016 年前三季度凤凰传媒集团实现营业收入 108.01 亿元，实现净利润 8.48 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 6.13 亿元）。

2016 年 7 月 29 日，新世纪评级在江苏凤凰出版传媒集团有限公司 2013 年度第一期及 2014 年度第一期中期票据跟踪评级报告（新世纪跟踪[2016]100903）中，维持凤凰传媒集团 AAA 主体信

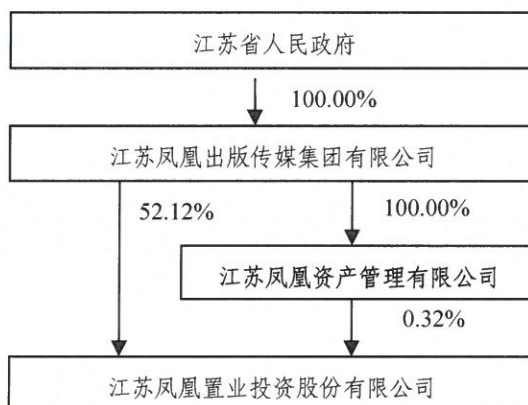
用等级。

总体而言，受短期房地市场景气度上升影响，2016 年该公司住宅销售情况较好，营业收入规模大幅增长，盈利状况有所改善，但公司开发项目集中在江苏三、四线城市，商业地产库存规模较大，去化情况不佳，随着开发进度加快，预计未来销售压力将进一步提升。跟踪期内公司资本实力有所增强，经营环节现金流状况较好，且控股股东对其的支持力度亦较稳定，公司整体信用质量变化不大。

同时，我们仍将持续关注：（1）房地产行业宏观政策风险；（2）江苏省内三、四线城市商业地产市场竞争风险；（3）营运资金持续承压状况；（4）土地储备规模变化情况；（5）在建项目未来销售情况等；（6）担保方凤凰传媒集团的信用质量变化。

附录一：

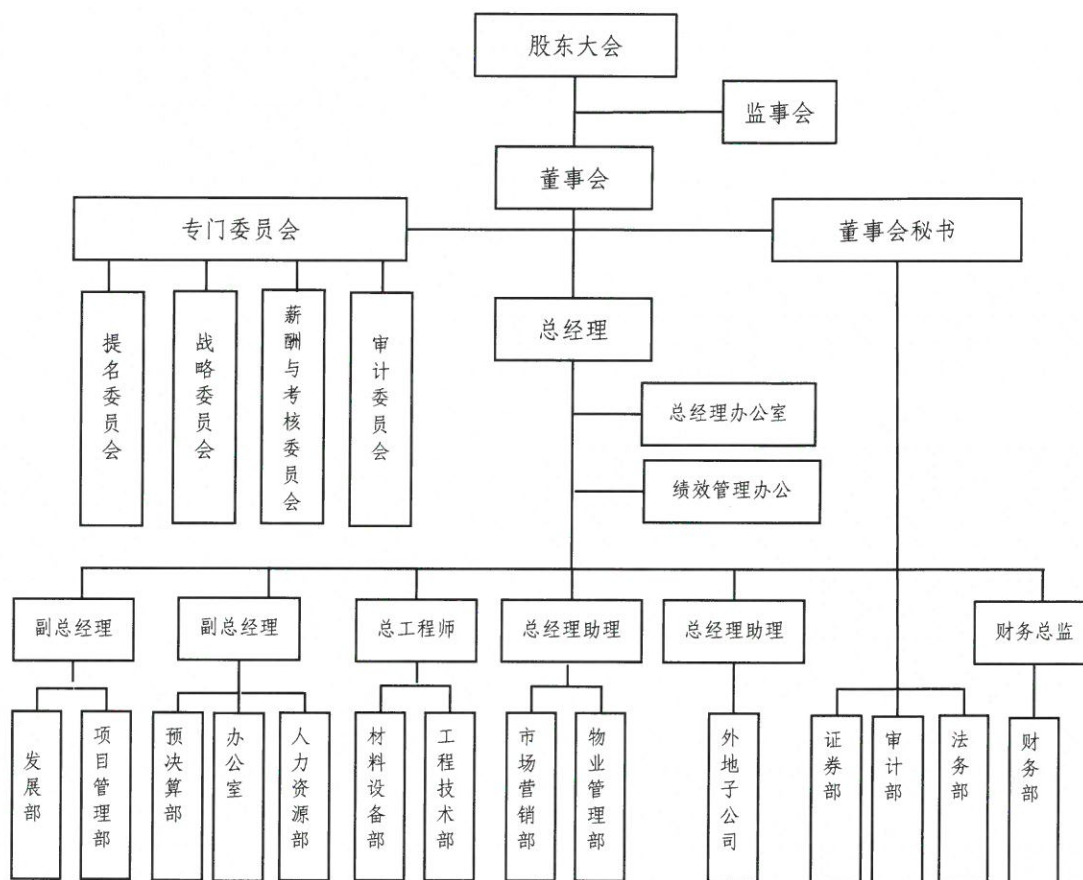
## 公司与实际控制人关系图



注：根据凤凰股份提供的资料绘制（截至 2016 年末）

附录二：

## 公司组织结构图



注：根据凤凰股份提供的资料绘制（截至 2016 年末）

附录三：

## 主要财务数据及指标表

| 主要财务指标              | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|---------------------|--------|--------|--------|
| 金额单位：人民币亿元          |        |        |        |
| 资产总额                | 84.43  | 77.32  | 98.03  |
| 货币资金                | 13.88  | 7.03   | 25.98  |
| 刚性债务                | 43.54  | 36.18  | 36.75  |
| 所有者权益合计             | 24.08  | 20.86  | 36.16  |
| 营业收入                | 18.29  | 10.64  | 18.18  |
| 净利润                 | 1.48   | -0.78  | 0.50   |
| EBITDA              | 4.38   | 2.50   | 2.05   |
| 经营性现金净流入量           | 3.26   | 4.11   | 7.13   |
| 投资性现金净流入量           | -3.87  | -0.22  | -1.15  |
| 资产负债率[%]            | 71.48  | 73.02  | 63.11  |
| 长期资本固定化比率[%]        | 20.01  | 22.15  | 12.57  |
| 权益资本与刚性债务比率[%]      | 55.30  | 57.66  | 98.40  |
| 流动比率[%]             | 177.40 | 173.01 | 284.01 |
| 速动比率[%]             | 32.80  | 18.46  | 86.57  |
| 现金比率[%]             | 32.34  | 17.62  | 82.26  |
| 利息保障倍数[倍]           | 1.42   | 0.79   | 1.96   |
| 有形净值债务率[%]          | 277.48 | 305.04 | 182.87 |
| 营运资金与非流动负债比率[%]     | 190.41 | 175.92 | 191.81 |
| 担保比率[%]             | —      | 6.39   | 3.71   |
| 应收账款周转速度[次]         | 127.19 | 152.68 | 260.83 |
| 存货周转速度[次]           | 0.19   | 0.10   | 0.21   |
| 固定资产周转速度[次]         | 143.55 | 79.28  | 129.35 |
| 总资产周转速度[次]          | 0.22   | 0.13   | 0.21   |
| 毛利率[%]              | 41.81  | 41.38  | 28.34  |
| 营业利润率[%]            | 11.96  | -3.91  | 6.90   |
| 总资产报酬率[%]           | 5.34   | 3.05   | 2.30   |
| 净资产收益率[%]           | 6.47   | -3.47  | 1.76   |
| 营业收入现金率[%]          | 77.91  | 134.47 | 113.05 |
| 经营性现金净流入与负债总额比率[%]  | 5.57   | 7.04   | 12.05  |
| 非筹资性现金净流入与负债总额比率[%] | -1.05  | 6.67   | 10.10  |
| EBITDA/利息支出[倍]      | 1.43   | 0.81   | 1.99   |
| EBITDA/刚性债务[倍]      | 0.11   | 0.06   | 0.06   |

注：表中数据依据凤凰股份经审计的 2014~2016 年财务报表整理、计算。

附录四：

## 各项财务指标的计算公式

| 指标名称             | 计算公式                                                        |
|------------------|-------------------------------------------------------------|
| 资产负债率            | 期末负债总额/期末资产总额×100%                                          |
| 权益资本与刚性债务比率      | 期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%                                     |
| 长期资本固定化比率        | (期末总资产-期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计-期末流动负债)×100%                   |
| 流动比率             | 期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%                                      |
| 速动比率             | (期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%           |
| 现金比率             | (期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%           |
| 有形净值债务率(%)       | 期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100% |
| 营运资金与非流动负债比率(%)  | (期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%                          |
| 应收账款周转速度         | 报告期营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2 ]                           |
| 存货周转速度           | 报告期营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2 ]                               |
| 固定资产周转速度         | 报告期营业收入/[ (期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2 ]                           |
| 总资产周转速度          | 报告期营业收入/[ (期初资产总额+期末资产总额)/2 ]                               |
| 毛利率              | 1-报告期主营业务成本/报告期主营业务收入×100%                                  |
| 营业利润率            | 报告期营业利润/报告期营业收入×100%                                        |
| 利息保障倍数           | (报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)        |
| 总资产报酬率           | (报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%           |
| 净资产收益率           | 报告期净利润/[ (期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2 ]×100%                     |
| 营业收入现金率          | 报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%                              |
| 经营性现金净流入与负债总额比率  | 报告期经营性现金流量净额/[ (期初负债总额+期末负债总额)/2 ]×100%                     |
| 非筹资性现金净流入与负债总额比率 | 报告期非筹资性现金流量净额/[ (期初负债总额+期末负债总额)/2 ]×100%                    |
| EBITDA/利息支出      | = EBITDA/报告期利息支出                                            |
| EBITDA/刚性债务      | = EBITDA/[ (期初刚性债务+期末刚性债务)/2 ]                              |

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出 = EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 刚性债务=短期借款+交易性金额负债+应付票据+一年内到期的长期借款+长期借款+应付短期融资券+应付债券+其他具期债务

注5. 报告期利息支出 = 列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额 = 经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录五：

## 评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

| 等级  | 含义                                                                                                            |
|-----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 投资级 | AAA 级 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。                                                  |
|     | AA 级 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。                                                       |
|     | A 级 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。                                 |
|     | BBB 级 短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。 |
| 投机级 | BB 级 短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。                                                           |
|     | B 级 短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。                                               |
|     | CCC 级 短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。                                                    |
|     | CC 级 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。                                             |
|     | C 级 短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。                                |

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

| 等级  | 含义                                    |
|-----|---------------------------------------|
| 投资级 | 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。    |
| 投机级 | 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。