

跟踪评级公告

联合[2018]805 号

卧龙地产集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

卧龙地产集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

卧龙地产集团股份有限公司发行的“13 卧龙债”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月十一日



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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

卧龙地产集团股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA- 评级展望：稳定

上次评级结果：AA- 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
13 卧龙债	6 亿元	5 年	AA	AA	2017 年 4 月 14 日

担保方式：无条件不可撤销连带责任保证担保

担保方：卧龙控股集团集团有限公司

跟踪评级时间：2018 年 6 月 11 日

主要财务数据

发行人

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额 (亿元)	41.21	57.62	56.30
所有者权益 (亿元)	16.69	20.42	21.82
长期债务 (亿元)	5.98	5.99	5.98
全部债务 (亿元)	5.98	6.00	5.98
营业收入 (亿元)	14.03	15.58	10.37
净利润 (亿元)	0.80	3.56	1.40
EBITDA (亿元)	1.35	4.24	--
经营性净现金流 (亿元)	8.66	14.52	1.19
营业利润率 (%)	15.83	28.05	21.56
净资产收益率 (%)	4.84	19.17	--
资产负债率 (%)	59.51	64.56	61.24
全部债务资本化比率 (%)	26.38	22.72	21.52
流动比率 (倍)	2.13	1.59	1.69
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.23	0.71	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.98	7.66	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.23	0.71	--

担保方

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额 (亿元)	252.67	284.40	284.88
所有者权益 (亿元)	76.80	87.48	89.43
营业收入 (亿元)	142.37	160.76	43.00
净利润 (亿元)	4.00	10.86	1.86
资产负债率 (%)	69.61	69.24	68.61
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	2.17	3.98	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、公司及担保方 2018 年一季度财务数据均未经审计，相关财务指标未年化。

评级观点

2017 年，卧龙地产集团股份有限公司（以下简称“公司”或“卧龙地产”）集中精力于现有地产项目的去化，签约销售规模同比大幅增长；同时公司积极进行业务转型，完成对广州君海网络科技有限公司（以下简称“君海网络”）51%股权的收购，新增游戏业务收入，初步形成地产、游戏双主业的业务格局；目前公司货币资金充裕，债务负担较轻。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产行业仍将持续面临政策波动风险、公司土地储备规模较小、部分项目面临一定去化压力、新增游戏业务面临一定经营管理风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司新上线游戏产品进入运营成熟期，公司游戏业务收入有望取得增长，公司整体经营状况有望保持稳定。

“13 卧龙债”由卧龙控股集团集团有限公司（以下简称“卧龙集团”或“集团”）提供全额不可撤销连带责任保证担保。2017 年，卧龙集团经营情况良好，其担保对提升“13 卧龙债”的信用水平仍具有积极作用。

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

优势

1. 2017 年，公司房地产签约销售规模大幅增长，为公司未来业绩提供较好支撑。

2. 2017 年，公司完成收购君海网络，新增手机游戏业务，目前形成双主业格局，能一定程度分散单一地产业务经营风险。

3. 2017 年，公司新上线多款游戏，未来随着这些游戏进入运营成熟期，游戏业务收入有望取得增长。

4. 目前公司货币资金充裕，债务负担较

轻，经营现金流持续净流入。

5. 担保方卧龙集团2017年经营状况良好，其担保对“13卧龙债”信用水平的提升仍有积极作用。

关注

1. 房地产行业受宏观政策调控影响大，未来房地产市场运行仍存在一定不确定性。

2. 2017年，公司未进行土地拓展，目前土地储备规模较小，房地产业务后续发展面临一定不确定性；同时部分项目面临一定去化压力。

3. 2017年，公司新增游戏业务，业务跨度较大，对公司管理能力提出较大挑战；同时游戏行业竞争激烈，产品生命周期较短，若公司不能持续提供富有竞争力的产品，则游戏业务可能面临业绩波动风险。

4. 公司收购君海网络形成一定规模的商誉，若未来君海网络经营产生波动，公司将面临一定商誉减值风险。

5. 卧龙集团债务负担有所增长，目前债务负担较重，且短期债务占比较高，债务结构有待优化。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

联合信用评级有限公司

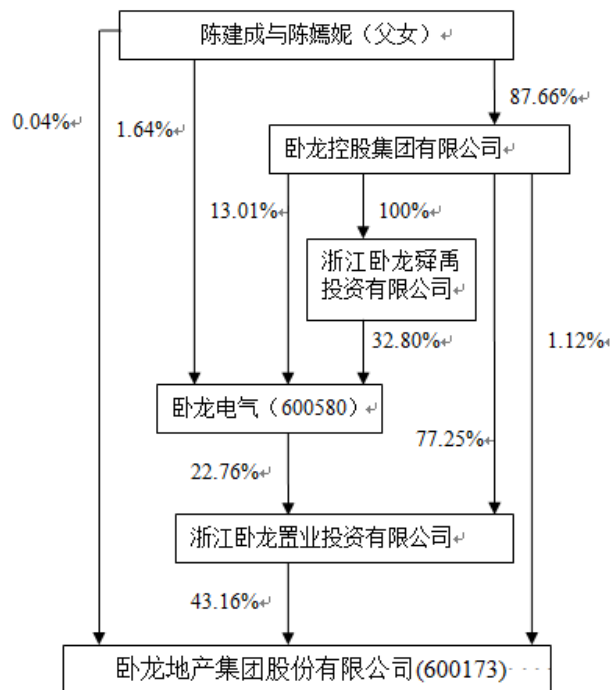


一、主体概况

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

截至2018年3月底，公司总股本7.28亿股，实际控制人为陈建成先生和陈嫣妮女士，两人为父女关系，合计持有公司44.32%的股权，公司股权结构如下图所示。

图1 截至2018年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017年，公司业务未发生改变，仍然为房地产的开发与销售及游戏业务。公司下设人力行政部、财务部、运营管理部、发展投资部、工程技术部、基建小组和审计部等职能部门（详见附件1）。截至2017年底，公司员工人数478人。

截至2017年底，公司合并资产总额57.62亿元，负债合计37.20亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计20.42亿元，其中归属于母公司所有者权益19.22亿元。2017年，公司实现营业收入15.58

亿元，净利润（含少数股东损益）3.56亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润3.15亿元；经营活动产生的现金流量净额14.52亿元，现金及现金等价物净增加额8.48亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额56.30亿元，负债合计34.48亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计21.82亿元，其中归属于母公司所有者权益20.43亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入10.37亿元，净利润（含少数股东损益）1.40亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润1.21亿元；经营活动产生的现金流量净额1.19亿元，现金及现金等价物净增加额-0.85亿元。

公司注册地址：浙江省绍兴市上虞区经济开发区；法定代表人：陈嫣妮。

二、债券发行及募集资金使用情况

2014年4月，经中国证监会证监许可[2014]398号文核准，公司获准公开发行6亿元公司债券。2014年9月23日，公司成功发行“卧龙地产集团股份有限公司2013年公司债券”，发行规模6亿元，票面利率为9.07%，债券期限为5年，已于2014年10月23日在上海证券交易所上市（债券代码：122327.SH，债券简称：13卧龙债）。截至2016年底，公司已投入“城中村”改造还建房建设项目40,000万元，投入保障性住房代建项目19,520.00万元，余额0.00万元，上述募集资金使用情况与募集说明书承诺的用途、使用计划保持一致。“13卧龙债”每年付息一次，2017年9月25日公司支付了自2016年9月23日至2017年9月22日期间的利息，付息情况正常。

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

三、行业分析

公司主营业务是房地产开发销售与游戏业务，因此行业分析主要针对房地产行业和游戏行业。

1. 房地产行业

（1）行业概况

2017年，全国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，增速较上年回升0.16个百分点。其中，住宅投资75,148亿元，同比增长9.38%，增速提高3.02个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为68.44%；办公楼投资6,761亿元，同比增长3.49%，增速降低2.87个百分点，占房地产开发投资比重为6.16%；商业营业用房投资15,639亿元，同比减少1.26%，占房地产开发投资比重为14.24%。从地区分布看，2017年，东部地区房地产开发投资58,023亿元，同比增长7.2%；中部地区投资23,884亿元，同比增长11.6%；西部地区投资23,877亿元，同比增长3.5%；东北地区投资4,015亿元，同比增长1.0%。

土地供给

2017年，全国300个城市成交面积95,036万平方米，同比增加8%；土地出让金总额为40,623亿元，同比增加38%。其中，住宅用地成交面积35,433万平方米，同比增加24%；商办类用地成交土地面积10,225万平方米，同比减少10%。分城市来看，2017年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

开发资金来源

2017年，全年房地产开发企业到位资金156,053亿元，同比增长8.20%，增速较上年下降7.00

个百分点。其中，国内贷款25,242亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872亿元，同比增长3.50%；其他资金79,770亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,694亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906亿元，同比下降2.00%，银行信贷收缩使得按揭贷款增速有所下降。同时资管新规的出台将使得非标业务尤其是信托通道业务面临收缩压力，在地产调控持续的背景下，房地产融资手段和融资成本的控制越发重要。

商品房市场供需

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%。其中，住宅销售面积同比增长5.30%，办公楼销售面积同比增长24.30%，商业营业用房销售面积同比增长18.70%；住宅销售额同比增长11.30%，办公楼销售额同比增长17.50%，商业营业用房销售额同比增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，处于相对历史低位状态，其中住宅待售面积同比减少25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

2017年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%，二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到12%左右水平。

行业竞争

2017年，房地产市场集中度继续提高，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为24.10%和32.50%，分别较上年提高5.29和7.17个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为15.38%和20.03%，分别较上年提高3.19和4.09个百分点。据克而瑞统计，2017年千亿房企阵营增加到17家，销售额Top10的门槛提升到1,500亿元，再次呈现强者恒强局面。

行业政策

在国内经济发展稳中向好和防范系统性金融风险的背景下，房地产行业从2016年10月开始密集出台调控政策，并在2017年持续加码，市场政策环境已经开始从注重去库存转向稳定房地产市场的方向发展。2017年，房地产行业政策坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的基调，整体延续分类调控、因城施策的思路：一方面高库存的三四线城市落实各种措施去库存；另一方面，一线城市和热点二、三线城市继续出台或升级以“限购、限贷、限价、限售”为核心的调控政策；此外，金融去杠杆持续推进，严格限贷同时，热点城市严查“消费贷”资金流向，严防资金违规流入房地产市场；同时，开始对房地产企业的非标融资和海外融资进行限制。

在加快建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策导向下，2017年下半年开始，政府积极推进租赁市场的建设发展，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的基本住房制度。

（2）行业关注

行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策趋于长期化

2016年10月以来，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控。

中小房企面临被整合风险

高库存及房地产行业去杠杆的大环境下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力。

（3）行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产行业在供给侧改革与因城施策的背景下，2017年商品房销售金额和销售面积实现新的突破，但是不同区域城市分化进一步凸显；预计2018年热点城市供需下行局面仍将持续，三、四线城市平稳增长。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，行业兼并重组成为趋势；同时，具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

2. 游戏行业

（1）行业概况

从市场规模看，2017年游戏市场销售收入为2,036.10亿元，同比增长22.98%，增幅高于2016年5.30个百分点，与当期客户端游戏大作上市有关，导致当期市场回温有关，增幅与2015基本持平。

从游戏市场构成上看，移动游戏、客户端游戏和网页游戏分别占2017年游戏市场收入的57.00%、31.90%和7.60%，是游戏市场主要构成部分。2017年移动游戏市场收入为1,161.20亿元，增幅为41.68%，增速较2016年下降17.59个百分点，但仍保持大幅增长态势。2017年客户端游戏销售收入648.60亿元，同比增长11.29%，系2016年以来一系列电竞属性高的重度游戏大作上线所致，守望先锋（2016年5月上线）、CS:GO（国服于2017年4月上线）和绝地求生（中国区于2017年11月发布）等游戏上线推动了客户端游戏市场的增长。随着移动游戏对网页游戏的替代作用逐渐显现，网页游戏销售收入开始下降，2017年网页游戏销售收入为156.00亿元，同比下降16.62%。

从游戏用户规模来看，手机硬件技术和通讯技术的发展为移动游戏高速发展带来可能，大量的游戏用户从2013年开始涌入移动游戏市场。根据中国互联网发展状况统计，截至2017年底，我国网民数量为7.72亿元，较年初增长5.61%，较上年6.25%略有下降。其中手机网民7.53亿人，占总体网民的97.54%，占比较年初上升了2.44个百分点。2017年中国智能手机出货量为4.61亿台，同比下降11.60%，手机出货量首次出现同比下降，流量红利基本完成。

从移动游戏用户和游戏用户总量来看，2017年游戏用户总量和移动游戏用户数量分别为5.83亿人和5.54亿人，增长率分别为3.00%和4.92%，手游用户对游戏用户的渗透率为95.03%，移动游戏用户和游戏用户总量基本重叠，游戏用户的移动渗透基本完成。

用户付费方面，近几年我国游戏市场平均用户创收¹水平持续上升态势，2017年为349.25元/人。其中移动游戏市场呈现持续上升态势，2017年为209.60元/人；由于中轻度游戏用户向更为便捷的移动游戏领域迁移，网页游戏市场平均用户创收从2016年开始呈现下降态势，2017年为60.70元/人；客户端游戏由于较为成熟以及其偏向重度的属性，平均用户创收水平较高，2016年出现下降，平均用户创收为373.59元/人，随着2016年下半年以来一系列电竞属性高的重度游戏

¹ 平均用户创收情况=游戏市场收入/年末游戏用户数量

大作上线，2017 年客户端游戏平均用户创收上升致 410.51 元/人。

行业竞争格局方面，网络游戏行业参与者较多。截至 2017 年底，中国上市游戏企业 185 家，其中 A 股上市游戏企业占 81.6%，港股上市游戏企业占 14.1%，美股上市游戏企业占 4.3%。网络游戏行业头部集中，从 2016~2017 年收入前十名游戏公司收入情况看，腾讯游戏和网易游戏二者收入合计占到收入前十名游戏公司合计收入的 75%以上，为第一梯队。从细分行业看，移动游戏领域，根据艾瑞咨询数据，腾讯游戏和网易游戏占了市场份额的 55%，但移动游戏短频快的更新换代节奏、成熟的产业分工给了很多中小企业生存空间；网页游戏目前发展到了稳定阶段，较高的推广成本提高了行业准入门槛，市场集中于大中型企业；客户端游戏市场由于发展时间较长，行业成熟度高等特点，导致行业集中度最高，头部企业（TOP5）占据了约 75%的市场份额。

总体看，2017 年，我国游戏市场规模进一步扩大，移动游戏已成为游戏行业最大细分市场，我国游戏用户流量红利基本将尽，未来移动游戏用户规模增长潜力有限，游戏精品化、付费水平的提高可能是推动我国游戏市场发展的重要因素；我国游戏行业竞争激烈，但行业集中度高，且随着游戏精品化以及流量红利的逐步消失，未来行业集中度可能进一步提高。

（2）行业关注

移动游戏产品呈现重度化趋势

国内移动游戏玩家渗透率已达较高水平。随着移动游戏经验愈加丰富，玩家对于游戏产品的玩法和品质要求逐渐提高，中重度和竞技手游满足了部分 PC 核心玩家在碎片化时间下的移动端游戏需求。在市场整体产品类型趋于重度的现状下，中重度手游一般生命周期较长，对于发行商的长期和精细运营能力要求较高，在中重度手游运营上经验丰富的厂商将在未来市场竞争中占有优势。

网页游戏与手机游戏生命周期较短，研发风险较高

我国网页游戏与手机游戏生命周期较短，通常为 1~3 年，为企业持续创造现金流的时间较短。游戏公司需要持续投入大量资金进行新游戏的研发，若开发完成的游戏不被游戏玩家所接受，则游戏公司会面临较大的损失。

移动游戏面临产能过剩与存量竞争的双重压力

近年来资本大潮涌入，带动国内移动游戏的迅速崛起同时也催生大量泡沫。一方面，众多小团队成立，同质化加剧，市场出现产能过剩、供过于求的局面。另一方面，随着新用户增速下降，2017 年移动游戏流量红利基本结束，收入向巨头聚集，产品死亡率提升，市场进入存量竞争阶段，用户对游戏品质和内容的要求不断提高，中小公司盈利日益艰难，收入向头部集中。

（3）行业发展

移动游戏经历高速增长阶段过后，市场将逐步进入成熟期，玩家对游戏品质要求将提高，内容创新和研发能力将成为游戏厂商核心竞争要素。移动游戏付费规模提高将成为推动移动游戏市场发展的因素之一。随着近两年用户付费习惯的逐渐养成，精品游戏的不断推出，玩家付费的意愿将增强，未来用户付费的增长将是推动我国游戏市场发展的最重要因素之一。

中国互联网游戏行业的快速发展催生了一大批中小型的互联网游戏公司。中小型企业由于在资金、用户、产品等方面无法形成规模效应，生存空间将受到较大限制。目前一些中小型网游企业正在逐步淡出竞争激烈的运营市场，转向研发、外包等领域。以中小型研发企业为标的的兼并收购案例也将不断增多，互联网游戏行业将面临整合趋势，市场集中度将进一步提高。

国内游戏市场竞争日趋激烈，拓展互联网游戏出口业务可以使中国互联网游戏公司减少区域性经营风险，增强品牌知名度与影响力，分享广阔的海外市场收益。预计未来中国互联网游戏出口规模将进一步扩大，出口国家将更加多元化，海外市场业务模式将更加丰富。

4G 技术的普及是推动移动游戏大幅增长的主要因素之一。未来 5G 技术可提供更高速的数据传输能力，人工智能技术为游戏内容提供了新的可能，二者的商用可能为游戏市场发展带来更多可能。

总体看，未来游戏行业增长的潜力将在于用户付费水平的增长；随着游戏产品精品化的趋势，游戏行业市场集中度将进一步提高；未来我国游戏出口规模将进一步扩大；5G 的商用以及人工智能技术有望给游戏市场带来更多的可能。

四、管理分析

2017 年，公司核心管理团队无重大变更事项，公司相关管理架构、管理制度延续以往模式，核心技术人员无变动。

五、经营分析

1. 经营概况

2016 年，公司主营房地产开发与销售业务；2017 年 6 月，公司完成收购广州君海网络科技有限公司（以下简称“君海网络”）51% 股权，新增手机游戏业务。2017 年，得益于合并君海网络，公司主营业务收入同比增长 10.88% 至 15.52 亿元，实现净利润 3.56 亿元，同比增长 345.28%，主要系结转项目毛利率上升以及实现投资收益 1.03 亿元共同影响所致。

从收入构成看，2017 年，房地产销售收入仍是收入第一大来源，实现收入 12.30 亿元，同比下降 10.81%，主要系结转规模下降所致，占主营业务收入比例为 79.27%，同比下降 19.27 个百分点。手机游戏业务实现收入 3.10 亿元，占比 20.01%。物业管理收入 0.11 亿元，较上年下降 43.29%，主要系公司 2016 年处置了清远义乌商贸城经营管理有限公司所致；主营业务收入比例为 0.72%。

从毛利率变化情况看，房地产销售业务毛利率同比上升 15.90 个百分点至 38.18%，主要系结转项目毛利率较高所致；手机游戏业务毛利率为 37.46%，处于较高水平。综上，公司主营业务毛利率同比上升 15.55 个百分点至 37.80%。

表 1 2016~2017 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	137,921.22	98.54	22.28	123,017.51	79.27	38.18
物业管理	1,974.88	1.41	17.91	1,120.03	0.72	5.16
手机游戏	--	--	--	31,046.18	20.01	37.46
其他	65.38	0.05	81.27	--	--	--
合计	139,961.48	100.00	22.25	155,183.72	100.00	37.80

资料来源：公司年报

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.37 亿元，同比增长 348.48%，主要系当期房地产结转面积增加以及新增君海网络游戏业务所致；实现净利润 1.40 亿元，同比增长 367.88%。

总体看，2017 年受结转规模增长以及合并君海网络新增手机游戏业务影响，公司主营业务收入和毛利率水平均有所上升。

2. 房地产业务

公司房地产业务运行模式未发生改变，以开发住宅为主，继续立足于二三线城市，公司项目

仍主要集中在武汉、清远、绍兴三个区域。

2017 年及 2018 年一季度,公司未新增土地。截至 2018 年 3 月底,公司土地储备占地面积 21.30 万平方米,规划计容建筑面积 68.09 万平方米,位于清远地区。

表 2 截至 2018 年 3 月底公司土地储备情况 (单位: 平方米)

持有待开发土地的区域	持有待开发土地面积	规划计容建筑面积
清远	213,019.68	680,872.00

资料来源: 公司年报

2017 年以来,由于未新增土地储备,公司主要侧重于现有项目的建设和去化。2017 年,公司房地产新开工面积 9.85 万平方米,较上年有所下降,当期竣工面积 13.74 万平方米,期末在建面积 79.49 万平方米。2018 年 1~3 月,公司新开工面积 14.43 万平方米,当期竣工 16.36 万平方米,期末在建面积 77.55 万平方米。

表 3 2016~2017 年以及 2018 年 1~3 月公司项目建设情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
当期新开工面积 (万平方米)	14.60	9.85	14.43
当期新开工项目数量 (个)	2	1	1
期末在建面积 (万平方米)	83.38	79.49	77.55
期末在建项目数量 (个)	4	5	5
当期竣工面积 (万平方米)	18.77	13.74	16.36

数据来源: 公司提供

从区域分布来看,公司在建项目主要分布绍兴市、武汉市、清远市,集中度较高。截至 2018 年 3 月底,公司在建项目规划建筑面积合计 295.56 万平方米,预计总投资 115.20 亿元,已完成投资 82.10 亿元,尚需投资 33.10 亿元。

表 4 截至 2018 年 3 月底公司房地产在建项目投资情况 (单位: 平方米, 亿元)

地区	项目	经营业态	项目状态	规划计容建筑面积	预计总投资	已投资	尚需投资
绍兴	天香华庭	住宅、商业	竣工项目	36.91	20.00	20.00	0.00
绍兴	天香南园	住宅、商业	在建项目	20.19	12.00	6.71	5.29
武汉	耀江神马	住宅、商业	在建项目	45.80	18.00	12.66	5.34
武汉	墨水湖置业	住宅、商业	在建项目	43.87	28.00	21.62	6.38
清远	清远五洲	住宅、商业	在建项目	141.03	31.70	17.99	13.71
绍兴	两湖置业	住宅、商业	在建项目	7.76	5.50	3.12	2.38
合计	--	--	--	295.56	115.20	82.10	33.10

数据来源: 公司年报

销售方面,2017 年,在房地产市场景气度较高的背景下,公司通过激发营销人员工作积极性、创新营销方式,加快了库存房源的去化;同时通过狠抓工程进度管理、销售节点管理,公司重点项目按计划如期开盘,如天香南园一期 6#、8#与二期 13#、15#、16#顺利开盘,实现销售金额 3.87 亿元;清远万商豪苑 6#-14#楼及时取得预售证并顺利开盘,实现销售金额 8.38 亿元;武汉墨水湖 15#、18#、19#顺利开盘,实现销售金额 7.87 亿元;2017 年公司实现销售金额 27.28 亿元,同比增长 48.56%。2018 年 1~3 月,公司实现签约销售面积 4.10 万平方米,签约销售金额 3.11 亿元。

表 5 2016~2017 年以及 2018 年 1~3 月公司房地产销售情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
签约销售面积（万平方米）	25.45	31.54	4.10
签约销售金额（亿元）	18.36	27.28	3.11
签约销售均价（万元/平方米）	0.72	0.86	0.76
结转收入面积（万平方米）	18.66	14.87	12.79
结转收入（亿元）	13.79	12.30	8.72

资料来源：公司提供

从 2017 年底公司在售项目的销售情况来看（如下表所示），公司在售项目天香华庭、天香南园、丽晶湾、墨水湖和清远五洲项目剩余可结转金额合计 91.41 亿元，剩余可结转面积合计 171.55 万平方米，为未来收入的结转提供了较好支撑。

表 6 截至 2017 年底公司在售项目情况（单位：万元，平方米）

项目	期内结转金额	累计结转金额	剩余可结转金额	期内结转面积	累计结转面积	剩余可结转面积
天香华庭	191.28	259,555.46	8,183.17	191.45	413,531.94	10,693.06
天香南园	47,139.19	47,139.19	87,176.12	107,238.97	107,238.97	152,559.03
丽晶湾	239.49	303,581.10	109,601.14	1,008.38	446,428.96	83,928.04
墨水湖	38,119.00	337,445.37	107,120.19	15,547.44	371,990.13	156,257.87
清远五洲	1,493.15	166,723.14	602,000.00	3,913.27	366,929.66	1,312,105.34
合计	87,182.11	1,114,444.26	914,080.62	127,899.51	1,706,119.66	1,715,543.34

资料来源：公司提供

从 2017 年底公司可供出售面积来看（如下表所示），公司天香华庭、天香南园、清远五洲、墨水湖置业和耀江神马项目已预售面积 34.63 万平方米，剩余可供出售面积合计 4.60 万平方米，公司剩余可供出售规模较小，未来房地产业务发展存在一定不确定性。

表 7 截至 2017 年底公司可供出售房地产情况（单位：平方米）

序号	地区	项目	经营业态	已预售面积	剩余可供出售面积
1	绍兴	天香华庭	住宅、商业	480.94	8,758.06
2	绍兴	天香南园	住宅、商业	117,327.05	8,899.00
3	清远	清远五洲	住宅、商业	125,872.85	12,403.24
4	武汉	墨水湖置业	住宅、商业	102,049.62	13,993.85
5	武汉	耀江神马	住宅、商业	604.00	1,987.00
合计	--	--	--	346,334.46	46,041.15

资料来源：公司年报

从公司年报存货开发产品明细来看，截至 2017 年底，公司开发产品账面价值 3.86 亿元，主要是一些去化较慢的商铺和车位。具体来看，天香华庭三期尚有开发产品 3,230.32 万元，主要系地段原因导致人流量不足，商业氛围不强；五洲世纪城二期尚有开发产品 9,707.43 万元，主要系周边凤鸣西路及国泰北路尚未开通，基础设施尚未完善导致公司尚未推出相关商铺的销售工作；武汉丽晶湾尚有开发产品 1,618.20 万元，主要是商铺和车位，商铺为自用新楼盘的会所，车位销售去化相对较慢。墨水湖边尚有开发产品 2.30 亿元，规模较大，其中一期别墅已完工未销售开发产品 4,894.85 万元、已完工未销售商铺 11,563.44 万元，其他为车位及少量住宅。

表 8 截至 2017 年底公司存货开发产品情况（单位：万元）

项目名称	竣工时间	年初余额	本期增加金额	本期减少金额	期末余额
卧龙花园一期	1998	9.07	0.00	0.00	9.07
卧龙花园二期	1998	13.99	0.00	0.00	13.99
天香华庭一期	2007	336.29	0.00	0.00	336.29
天香华庭三期	2012	3,574.23	0.00	343.91	3,230.32
天香华庭四期	2013	690.87	0.00	690.87	0.00
五洲世纪城商贸城	2009~2010	2,316.00	0.00	2,316.00	0.00
五洲世纪城一期	2012	3,535.26	81.38	2,164.39	1,452.26
五洲世纪城二期	2015	11,953.58	0.00	3,698.40	8,255.17
金湖湾三期	2011	822.80	0.00	822.80	0.00
天香华庭	2010~2011	952.20	0.00	278.46	673.74
武汉丽景湾一期	2005	950.75	0.00	99.53	851.22
武汉丽景湾二期	2009	207.07	0.00	49.18	157.89
武汉丽景湾四期	2012	497.32	0.00	275.23	222.09
武汉丽景湾五期	2013	999.56	0.00	999.56	0.00
武汉丽景湾六期	2014	1,014.35	0.00	627.35	387.00
墨水湖边	2014~2017	21,089.62	0.00	66,626.64	23,006.64
合计	--	48,962.96	81.38	78,992.33	38,595.67

资料来源：公司年报

总体看，2017 年，公司房地产业务方面主要侧重于现有项目的去化，未新增土地储备；得益于重点项目如期开盘，公司签约销售规模同比大幅增长。但公司现有土储规模以及剩余可售资源规模较小，对公司房地产业务后续的发展产生较大制约，公司房地产业务后续发展存在一定不确定性。同时，公司尚有一定规模的开发产品尚未去化完毕，存在一定的去化压力。

3. 手机游戏业务

公司在抓好房地产主业的基础上，积极推进公司转型升级工作。2017 年，公司以 7.51 亿元成功收购君海网络 51% 股权，初步形成房地产业务和游戏业务双主业发展模式。君海网络专注于手机游戏的研发、发行和运营服务，已成功发行《剑仙缘》、《全民百战》、《奇迹屠仙》、《通天西游》、《青云诀》等多个精品手游。

在 IP 采购方面，基于提高发行效率、提升“君海游戏”在手游用户中的认知度和塑造行业品牌的考虑，君海网络优先考虑采购游戏类 IP 和一线网络文学类 IP，特别是适合改编成 RPG 游戏（即角色扮演类游戏）的文学类 IP；其次考虑影视类 IP 和动漫 IP。题材上以武侠、仙侠、魔幻类型为主。

君海网络 IP 采购流程主要有：概念评审-立项评审-IP 评选-商务洽谈。具体来说，项目负责人通过对市场用户需求调研，整理分析趋势报告，向君海网络产品委员会提出新项目立项概念方向，审批通过即可进入项目立项评审。在立项评审方面，项目负责人根据产品的初步策划撰写项目计划书和 IP 需求，并召开立项评审会议，由公司管理层人员对其进行审核，预估市场前景。立项通过过后，商务搜寻市场上符合项目需求的 IP，君海网络进行专项评估，由经营层分别从 IP 的粉丝受众群、项目切合度、采购成本、推广成本等角度对候选 IP 进行评估，决定签约与否。对于批准签约的 IP，君海网络会与 IP 授权商取得初步沟通，洽谈 IP 授权事宜，公司的法务部配合完成对 IP 授权商的资质认证和对 IP 著作权属的认证。若双方合作意向积极，君海网络将与授权商就合作具体事宜进行商讨并签订合同，包括授权金和分成比例的确定、授权期限和方式的确定、后续服务条款的确定等。

截至 2018 年 3 月底，君海网络在手 IP 有 3 个，主要于 2016 年和 2017 年购买，采购金额合计 450.00 万元。

表 9 截至 2018 年 3 月底公司库存 IP 情况（单位：万元）

IP 名称	购买时间	授权类型	授权时间	采购金额
造化之门	2016 年 5 月	非独家授权	2016 年 3 月 24 日-2021 年 3 月 23 日	100.00
神州奇侠	2017 年 7 月	独家授权	2017 年 4 月 19 日-2020 年 12 月 31 日	200.00
大剑神	2017 年 6 月	两年独占三年非独占	2017 年 6 月 9 日-2022 年 6 月 8 日	150.00

资料来源：公司提供

从收入的产品构成来看，2017 年，公司新上线多款游戏，如青云诀、屠龙决战沙城、烈焰龙城、王者传奇等；君海网络手机游戏收入主要来自于青云诀、屠龙决战沙城、通天西游、王者传奇等产品。2017 年，全民百战和剑仙缘的收入大幅下降，主要系产品进入衰退期，用户逐步流失所致。2018 年 1~3 月，全民百战和剑仙缘已关服。

表 10 2016~2017 年以及 2018 年 1~3 月君海网络游戏业务收入分产品情况（单位：万元，%）

主要游戏	2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
全民百战	6,671.89	45.18	611.85	1.32	0.00	0.00
奇迹屠仙	4,547.29	30.79	1,950.14	4.21	49.87	0.31
剑仙缘	1,635.88	11.08	249.66	0.54	9.32	0.06
幻想神迹	1,194.90	8.09	1,157.09	2.50	5.27	0.03
通天西游	718.40	4.86	5,495.76	11.86	189.51	1.17
烈焰龙城	--	--	4,541.63	9.80	289.84	1.79
青云诀	--	--	17,938.04	38.70	6,215.32	38.40
屠龙决战沙城	--	--	6,561.18	14.16	226.93	1.40
王者传奇	--	--	4,532.18	9.78	1,483.54	9.17
武动九天	--	--	1,535.76	3.31	1,295.16	8.00
冒险之旅	--	--	938.98	2.03	377.66	2.33
斗战仙魔	--	--	836.19	1.80	6,042.72	37.33
合计	14,768.36	100.00	46,348.46	100.00	16,185.14	100.00

资料来源：公司提供

注：上表中游戏产品收入系君海网络全年收入

从主要游戏上线运营情况来看，2017 年，全民百战和剑仙缘月活人数和玩家数量均大幅下降，2018 年已关服。幻想神迹 2017 年玩家数量、月活人数均大幅下降，主要系推广策略调整所致。奇迹屠仙、通天西游、烈焰龙城和冒险之旅玩家数量以及月活人数均有上升，逐渐步入成熟期。2017 年，公司新上线多款游戏，如青云诀、屠龙决战沙城、王者传奇、武功九天、冒险之旅和斗战仙魔。随着新上线游戏步入成熟运营期，公司游戏业务收入有望增长。

表 11 2016~2017 年以及 2018 年 1~3 月君海网络主要游戏运营数据（单位：万人，元/人）

项目	上线时间	年度	玩家总数量	月均活跃人数	月均付费人数	月均 ARPU 值
全民百战	2016 年	2016 年	808.23	49.85	4.41	381
		2017 年	841.32	0.22	0.16	290
		2018 年 1~3 月	已关服	已关服	已关服	已关服
奇迹屠仙	2016 年	2016 年	80.61	10.48	2.62	318
		2017 年	107.98	16.20	1.46	269
		2018 年 1~3 月	5.33	2.40	0.29	228

剑仙缘	2016 年	2016 年	123.51	14.82	1.78	230
		2017 年	5.58	0.84	0.17	299
		2018 年 1~3 月	已关服	已关服	已关服	已关服
幻想神迹	2016 年	2016 年	617.34	14.21	0.83	204
		2017 年	102.17	3.56	0.20	197
		2018 年 1~3 月	0.40	0.15	0.05	31
通天西游	2016 年	2016 年	177.28	37.63	3.78	135
		2017 年	630.64	196.44	24.03	481
		2018 年 1~3 月	5.93	4.62	0.73	544
烈焰龙城	2016 年	2016 年	53.15	8.05	1.28	271
		2017 年	61.63	8.98	0.94	955
		2018 年 1~3 月	0.48	0.50	0.10	1,719
青云诀	2017 年	2016 年	--	--	--	--
		2017 年	1,163.64	137.61	35.97	309
		2018 年 1~3 月	91.87	51.21	15.27	497
屠龙决战沙城	2017 年	2016 年	--	--	--	--
		2017 年	51.59	10.81	1.75	775
		2018 年 1~3 月	0.28	1.14	0.16	859
王者传奇	2017 年	2016 年	--	--	--	--
		2017 年	110.32	13.23	3.44	419
		2018 年 1~3 月	9.60	7.49	1.11	973
武功九天	2017 年	2016 年	--	--	--	--
		2017 年	92.13	11.07	1.18	369
		2018 年 1~3 月	43.62	8.90	0.85	1,688
冒险之旅	2017 年	2016 年	21.67	8.90	0.38	70
		2017 年	449.53	160.51	5.23	59
		2018 年 1~3 月	120.50	39.54	1.53	67
斗战仙魔	2018 年	2016 年	--	--	--	--
		2017 年	108.19	18.03	4.23	293
		2018 年 1~3 月	654.28	54.52	28.40	394

资料来源：公司提供

总体看，2017 年公司通过收购君海网络，新增游戏业务，2017 年公司上线多款游戏产品，随着新上线游戏逐渐进入成熟运营期，公司游戏业务收入有望取得增长；但同时也需关注手机游戏产品生命周期普遍较短，若公司不能持续推出有竞争力的新游戏，公司游戏业务收入仍可能会产生波动。

4. 重大事项

2017 年 1 月，公司召开第七届董事会第十一次会议，审议通过《关于收购广州君海网络科技有限公司 13%股权的议案》，公司以人民币 10,850 万元现金购买陈金海、葛坤洪、广州市动景计算机科技有限公司持有的君海网络 13%股权；2017 年 6 月，公司召开 2017 年第一次临时股东大会，审议通过《关于收购广州君海网络科技有限公司 38%股权暨关联交易的议案》，公司以人民币 64,220 万元现金购买陈金海、葛坤洪、广州市动景计算机科技有限公司、大余创客文化产业投资合伙企业（有限合伙）、新余瑞翔众盈投资管理中心（有限合伙）持有的君海网络 38%股权。上述股权投资均已完成工商登记。截至 2017 年底，公司持有君海网络 51%股权。根据《股权转让协议》中盈利补偿条款的约定，陈金海、葛坤洪承诺，君海网络 2017 年、2018 年和 2019 年的税后净利润分别为 1.30 亿元、1.69 亿元和 2.197 亿元。陈金海、葛坤洪承诺，若承诺年度内的任一会计年度，标的公司实际利润数未能达到其对应会计年度承诺利润数的，陈金海、葛坤洪将根据相关盈利补偿条款及条件，以现金的方式对卧龙地产进行补偿。

截至 2017 年底，君海网络资产规模 4.67 亿元，净资产 2.45 亿元。根据立信会计师事务所（特

殊普通合伙)出具的《公司关于广州君海网络科技有限公司 2017 年度业绩承诺实现情况的专项审核报告》(信会师报字[2018]第 ZI10136 号),君海网络 2017 年度经审计的归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 14,564.38 万元,超额完成 2017 年度业绩承诺。

总体看,公司通过收购君海网络,新拓展了手机游戏业务,目前形成了房地产和游戏业务双主业格局。

5. 经营关注

公司土地储备规模较小,房地产业务后续发展面临较大瓶颈

2017 年,公司未新增土地储备,目前土地储备规模较小,对公司房地产业务后续发展形成较大制约。

公司房地产项目中尚有项目存在一定去化压力

公司存货开发产品中,存在一定竣工时间较早的项目,目前仍有一定规模尚未去化完毕,存在一定去化压力。

公司新拓展游戏业务未来面临一定管理风险

游戏业务属公司新拓展业务,而且游戏行业也存在较激烈的竞争,公司管理层也缺乏相应游戏行业经验,可能面临一定管理风险。

6. 未来发展

房地产业务方面,公司将向行业内标杆企业学习先进做法,提高公司内部管理效率,研究尝试快进快出的经营模式,加快存货去化、严控项目成本、提高资金效率,规避经营风险。

游戏业务方面,公司将不断积累游戏业务的经营管理经验,适时扩大经营规模,积极探索研运一体新发展模式,继续做大做强发行的核心业务,增强行业话语权。夯实公司房地产业务与游戏业务的基础,提高公司的盈利能力与持续发展能力。

总体看,公司对未来发展方向进行了一定规划,但房地产业务方面,由于房地产行业集中度不断提高,公司现有土地储备及开发规模均较小,难以发挥规模优势,未来房地产业务发展存在一定不确定性;同时游戏业务属公司新拓展业务,而且游戏行业也存在较激烈的竞争,公司管理层也缺乏相应游戏行业经验,可能面临一定管理风险。

六、财务分析

公司 2017 年度合并财务报表已经立信会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按照财政部最新颁布的《企业会计准则》进行编制。2017 年,公司收购合并了君海网络,主营业务发生变更;同一控制下合并了南防集团上海尼福电气有限公司(以下简称“尼福电气”);处置了子公司青岛嘉原盛置业有限责任公司(以下简称“嘉原盛置业”);新设子公司上海卧龙资产管理有限公司(以下简称“卧龙资管”);清算子公司绍兴市卧龙房地产开发有限公司(以下简称“绍兴卧龙”)。2017 年,公司合并范围变化较大,财务数据可比性一般。

截至 2017 年底,公司合并资产总额 57.62 亿元,负债合计 37.20 亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计 20.42 亿元,其中归属于母公司所有者权益 19.22 亿元。2017 年,公司实现营业收入 15.58 亿元,净利润(含少数股东损益) 3.56 亿元,其中,归属于母公司所有者的净利润 3.15 亿元;经营活动产生的现金流量净额 14.52 亿元,现金及现金等价物净增加额 8.48 亿元。

截至 2018 年 3 月底,公司合并资产总额 56.30 亿元,负债合计 34.48 亿元,所有者权益(含少数

股东权益)合计21.82亿元,其中归属于母公司所有者权益20.43亿元。2018年1~3月,公司实现营业收入10.37亿元,净利润(含少数股东损益)1.40亿元,其中,归属于母公司所有者的净利润1.21亿元;经营活动产生的现金流量净额1.19亿元,现金及现金等价物净增加额-0.85亿元。

1. 资产质量

截至2017年底,公司资产总额57.62亿元,较年初增长39.82%,流动资产和非流动资产均有较大幅度增长。其中流动资产占85.35%,非流动资产占14.65%,非流动资产占比有所提升。

截至2017年底,公司流动资产49.18亿元,较年初增长25.51%,主要系货币资金大幅增长所致;主要由货币资金、应收账款和存货(占比分别为38.03%、5.26%和52.22%)构成。公司货币资金18.70亿元,较年初增长82.85%,主要系当期房地产销售回款大幅增长所致,构成主要为银行存款,无受限部分。公司应收账款账面价值2.58亿元,较年初增长151.32%,主要系君海网络纳入合并范围所致;应收账款账面余额2.75亿元,计提坏账准备0.16亿元,计提比例5.93%,按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额2.51亿元,主要集中在1年以内(余额2.42亿元,占比96.32%);应收账款余额前五名合计1.57亿元,占比57.01%,集中度较高。公司存货账面价值25.68亿元,较年初小幅下降3.41%,其中拟开发土地、开发产品和开发成本各占6.14%、14.78%和76.96%,公司对存货计提了629.35万元存货跌价准备。

截至2017年底,公司非流动资产8.44亿元,较年初增长315.62%,主要系合并君海网络新增6.66亿元商誉所致;主要由投资性房地产(占5.26%)和商誉(占79.50%)构成。公司投资性房地产0.44亿元,较年初变动很小;商誉账面价值6.71亿元,较年初大幅增长27.66倍,主要系合并君海网络所致。

截至2017年底,公司无所有权或使用权受限的资产。

截至2018年3月底,公司资产规模56.30亿元,较年初下降2.29%,资产构成较年初变动较小。

总体看,2017年,得益于合并君海网络以及房地产项目销售回款增长,公司资产规模较年初大幅增长;资产构成以流动资产为主,货币资金较充裕,无受限部分;公司资产规模一般,存货中部分开发产品项目去化周期较长,面临一定去化压力;同时若未来君海网络业绩出现波动,商誉面临一定的减值风险。整体看,公司资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

负债

截至2017年底,公司负债合计37.20亿元,较年初大幅增长51.68%,主要系房地产项目预收房款大幅增长所致;其中流动负债占比83.36%,非流动负债占比16.64%,流动负债占比较年初上升8.52个百分点。

截至2017年底,公司流动负债31.01亿元,较年初大幅增长68.96%,主要系预售房款大幅增加导致预收款项增长所致;主要由应付账款(占比21.06%)、预收款项(占比67.80%)和应交税费(占比9.24%)构成。公司应付账款余额6.53亿元,较年初增加22.93%,主要系应付工程款增加所致;公司预收款项余额21.02亿元,较年初增加103.38%,主要系五洲世纪城、墨水湖六期和天香南园项目预收房款大幅增长所致;公司应交税费2.87亿元,较年初增长42.00%,主要系应交土地增值税增长所致。

截至2017年底,公司非流动负债6.19亿元,较年初微幅增长0.31%,主要由应付债券(占比96.48%)构成。公司应付债券期末余额5.97亿元,为“13卧龙债”,将于2019年9月到期。

截至2017年底,公司全部债务6.00亿元,较年初变动很小,主要为长期债务(占比99.83%)。

公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为64.56%、22.72%和22.69%，较年初分别上升5.05个百分点、下降3.66个百分点、下降3.69个百分点。由于预收款项大幅增长，公司资产负债率有所上升，但公司实际债务规模并无较大变动，在净资产规模大幅上升的影响下，债务指标较年初有所下降。

截至2018年3月底，公司负债合计34.48亿元，较年初下降7.32%，主要系部分预收款项随着项目交付结转收入所致。随着预收款项由年初21.02亿元下降19.43%至16.94亿元，流动负债占比较年初下降1.26个百分点至82.10%。公司全部债务合计5.98亿元，较年初下降0.32%，短期债务和长期债务分别占比0.12%和99.88%，债务结构较年初变化很小。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61.24%、21.52%和21.50%，较年初分别下降3.32个百分点、1.20个百分点和1.19个百分点。

总体看，2017年，公司债务规模变动较小，由于净资产规模大幅增长，公司债务负担指标较年初有所下降，目前公司整体债务负担较轻。

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益（含少数股东权益）20.42亿元，较年初增长22.37%，主要系未分配利润以及少数股东权益增长所致。其中归属于母公司所有者权益19.22亿元（占比94.10%）。归属于母公司所有者权益中，股本占比37.74%、盈余公积占比10.64%、未分配利润占比50.80%。截至2017年底，股本、资本公积、盈余公积均较年初变动不大，未分配利润较年初增长31.32%，主要系利润累积所致；少数股东权益较年初增长117.63倍，主要系收购君海网络51%股权所致。

截至2018年3月底，公司所有者权益（含少数股东权益）21.82亿元，较年初增长6.87%，所有者权益构成较年初变动不大。

总体看，2017年，得益于利润规模的增长以及收购君海网络，公司所有者权益规模较年初有所增长，所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性仍较弱。

3. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入15.58亿元，同比增长11.07%，主要系结转面积增长以及合并君海网络所致；实现净利润3.56亿元，同比增长345.28%，主要系结转收入增长的同时结转项目毛利率有所提升，以及处置对嘉原盛置业的长期股权投资产生投资收益0.99亿元共同影响所致；归属于母公司所有者净利润3.15亿元，同比增长295.54%。

从期间费用上看，2017年公司费用总额1.23亿元，同比增长38.72%，主要系合并君海网络所致，其中销售费用、管理费用和财务费用分别占比36.18%、72.47%和-8.65%。销售费用和管理费用分别同比增长54.67%和53.73%，主要系合并范围扩大所致；财务费用由上年的191.42万元下降至-1,066.90万元，主要系利息收入增长所致。

2017年，公司投资收益1.03亿元，上年同期投资收益为1.00元，投资收益大幅增长，主要系2017年公司处置长期股权投资所致，投资收益占营业利润比重为25.09%，投资收益对当期利润水平影响较大。

从盈利指标看，2017年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为14.50%、8.24%和19.17%，同比分别上升11.13个百分点、5.13个百分点和14.33个百分点，主要系本期利润水平大幅增长所致。

2018年1~3月，公司营业收入10.37亿元，同比大幅增长348.48%，主要系当期房地产结转面积增加以及新增君海网络游戏业务所致；实现净利润1.40亿元，同比大幅增长367.88%。

总体看，2017年，得益于合并君海网络以及结转规模扩大，公司收入及利润水平均有所增长；盈利能力有所增强。

4. 现金流

经营活动方面，受公司签约销售规模增加以及合并君海网络的影响，2017年公司经营性现金流入28.82亿元，同比增长30.73%；公司经营活动现金流出14.30亿元，同比变动不大；公司经营性现金流量净额为14.52亿元，同比增长67.72%。

投资活动方面，2017年公司投资活动现金流入2.52亿元，主要系处置嘉原盛置业收到现金2.20亿元所致；投资活动现金流出7.65亿元，同比大幅增长7.64亿元，主要系收购君海网络支付现金规模较大所致；投资活动现金流量净额为-5.13亿元，由上年净流入状态转为净流出状态。

筹资活动方面，2017年公司筹资活动现金流入规模很小，为150.00万元，较上年变动不大；筹资活动现金流出0.93亿元，较上年下降88.54%，主要为偿还银行借款减少所致；筹资活动现金净流出0.91亿元，净流出规模较上年大幅下降。

2018年1~3月，公司经营活动现金流量净额1.19亿元，投资活动现金流量净额-2.09亿元，筹资活动现金流量净额为584.53万元。

总体看，2017年，得益于销售规模增加以及合并君海网络，公司经营活动现金流呈净流入状态，且净流入规模大幅增加；由于合并君海网络，公司投资活动本期产生较大规模净流出；公司经营活动能够满足投资活动的需求，筹资活动主要为偿付债务。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为1.59倍和0.76倍，流动比率较上年同期2.13倍有所下降，主要系预收款项大幅增长导致流动负债增幅较大所致；速动比率较上年同期0.69倍变动不大。截至2017年底，公司现金短期债务比1,870.09倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度高；公司经营现金流动负债比为46.82%，较上年同期47.16%变动不大。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，2017年，公司EBITDA为4.24亿元，同比增长213.08%，主要系利润总额大幅增长所致。EBITDA主要由利润总额（占比95.94%）构成。EBITDA全部债务比由上年0.23倍升至0.71倍，EBITDA利息倍数由上年1.98倍升至7.66倍，EBITDA对全部债务及利息支出的保障程度明显上升。公司长期偿债能力强。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至2018年5月4日，公司无未结清不良贷款，已结清贷款无不良或关注类信贷记录。

截至2018年3月底，公司对外担保金额合计3.50亿元，全部为对卧龙集团的担保，对外担保总额占公司净资产比例的16.04%，公司对外担保规模一般，或有负债风险一般。

截至2018年3月底，公司不存在可能对公司经营或者财务产生重大不良影响的未决诉讼情况。

截至2018年3月底，公司未获得金融机构授信额度，间接融资渠道有待拓宽；公司为A股上市公司，具有直接融资渠道。

总体看，公司短期和长期偿债能力均较强，考虑到公司为上市公司，具有直接融资渠道，且目前债务负担较轻，形成地产和游戏双主业格局，随着公司新上线游戏运营进入成熟期以及在建项目的销售回款，公司整体偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年3月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达17.85亿元，约为“13卧龙债”本金合计（6亿元）的2.98倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达21.82亿元，约为债券本金合计（6亿元）的3.64倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“13卧龙债”的按期偿付起到积极的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司 EBITDA 为4.24亿元，约为债券本金合计（6亿元）的0.71倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入为28.82亿元，约为债券本金合计（6亿元）的4.80倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑公司为上市公司，具有直接融资渠道，且目前债务负担较轻，形成地产和游戏双主业格局，随着公司新上线游戏运营进入成熟期以及在建项目的销售回款，联合评级认为，公司对“13卧龙债”的偿还能力很强。

八、债权保护分析

“13卧龙债”由卧龙集团提供全额不可撤销连带责任保证担保。

1. 担保方概况

卧龙集团成立于1984年9月，由上虞曹娥街道联丰村村民委员会、上虞市曹娥街道蒿坝二村村民委员会、陈建成、李凤仙、王建乔、邱跃、陈永苗投资设立，前身为上虞县多速微型电机厂，2003年改制为卧龙集团控股有限公司。经过一系列的股权变更，截至2017年底，卧龙集团实收资本为8.08亿元，陈建成与陈嫣妮持有卧龙集团87.66%的股权，陈建成是卧龙集团的法定代表人和实际控制人。

卧龙集团主营电气制造、房地产开发和商贸金融投资等业务，是国家级重点高新技术企业。

截至2017年底，卧龙集团合并资产总额284.40亿元，负债合计196.91亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计87.48亿元，其中归属于母公司所有者权益合计33.69亿元。2017年，卧龙集团实现营业收入160.76亿元，净利润（含少数股东损益）10.86亿元，其中归属母公司所有者的净利润5.07亿元；卧龙集团经营性现金流量净额18.68亿元，现金及现金等价物净增加额4.92亿元。

截至2018年3月底，卧龙集团合并资产总额284.88亿元，负债合计195.46亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计89.43亿元，其中归属于母公司所有者权益合计33.97亿元。2018年1~3月，卧龙集团实现营业收入43.00亿元，净利润（含少数股东损益）1.86亿元，其中归属母公司所有者的净利润0.32亿元；卧龙集团经营性现金流量净额1.45亿元，现金及现金等价物净增加额-0.75亿元。

2. 担保方经营分析

（1）经营概况

2017年，卧龙集团通过子公司卧龙地产收购君海网络，新增游戏业务。2017年，卧龙集团实现主营业务收入156.79亿元，占营业收入比重为97.53%，主营业务仍然很突出。卧龙集团主营业务收入同比增长12.16%，主要系电机及控制装置业务以及贸易业务收入增长所致；卧龙集团实现净利润10.86亿元，同比增长171.47%，主要系子公司卧龙电气集团股份有限公司（以下简称：“卧

龙电气”，股票代码：600580.SH）处置卧龙电气银川变压器有限公司（以下简称“卧龙银川”）等产生投资收益 7.67 亿元以及卧龙电气境外子公司 ATB 下属德国子公司破产重组债务豁免实现营业外收入 2.17 亿元共同影响所致。

从收入构成看，2017 年，卧龙集团电机及控制装置收入 82.95 亿元，同比增长 19.83%，主要系大型驱动电机及工业驱动电机销量以及价格同时上升所致，占主营业务比重为 52.91%，同比上升 3.39 个百分点；贸易业务收入 40.35 亿元，同比增长 11.29%，主要系铜精矿及铜铋等矿贸易业务规模增长所致，占主营业务比重为 25.73%；房地产业务由于结转规模减少，因此收入小幅下降 10.56%至 12.34 亿元，占主营业务比重为 7.87%；蓄电池以及变压器业务分别实现收入 4.14 亿元和 5.75 亿元，占主营业务比重较小；子公司卧龙地产收购君海网络新增游戏业务，2017 年实现游戏收入 3.10 亿元。

从毛利率看，公司前两大收入来源电机及控制装置和贸易业务毛利率表现比较稳定，2017 年毛利率分别为 22.44%和 7.66%，较上年变动不大；由于结转项目毛利率较高，2017 年房产销售业务毛利率同比大幅上升 15.31 个百分点至 37.60%；蓄电池和变压器毛利率分别下降 3.82 个百分点和 7.55 个百分点，主要系原材料价格上涨所致。综上，卧龙集团主营业务毛利率同比上升 1.84 个百分点，为 19.66%。

表 12 2016~2017 年卧龙集团营业收入及毛利率（单位：亿元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电机及控制装置	69.22	49.52	21.32	82.95	52.91	22.44
蓄电池	3.64	2.61	19.59	4.14	2.64	15.77
变压器	7.06	5.05	24.89	5.75	3.66	17.34
游戏	--	--	--	3.10	1.98	37.46
房产销售	13.79	9.87	22.28	12.34	7.87	37.60
贸易	36.25	25.93	7.35	40.35	25.73	7.66
其他	9.82	7.02	19.75	8.17	5.21	20.35
合计	139.79	100.00	17.82	156.79	100.00	19.66

资料来源：卧龙集团审计报告

2018 年 1~3 月，卧龙集团实现营业收入 43.00 亿元，同比增长 21.11%，主要系卧龙地产收入增长以及电气制造业务收入同比增长共同影响所致；实现净利润 1.86 亿元，同比下降 35.33%，主要系上年同期卧龙创业投资减持金科文化确认 2.4 亿元投资收益所致。

（2）电气制造业

电气制造业务主要包括电机及控制装置、变压器和蓄电池的生产和销售，是卧龙集团主要的收入利润来源。该业务主要由上市子公司卧龙电气运营。

采购方面，2017 年，卧龙电气的采购模式未发生较大变动，仍然实行供应商开发（sourcing）和采购（buying）分离模式，与战略供应商和主力供应商保持了长期良好的合作关系。2017 年，卧龙电气前五名供应商采购金额 9.47 亿元，占年度采购总额的 23.55%，采购集中度较低。

生产方面，2017 年，卧龙电气继续深入推进精益生产方式，建立了集团精益生产三级组织，组合运用看板生产方式、连续流布局、快速换模、流水线平衡、一体联动计划、动作改进和现场目视化管理等精益工具方法，使得试点单位在订单交付能力、现场管理能力和成本控制能力等方面均有了提升。

销售方面，2017 年，卧龙电气公司建立以“区域+行业”为核心的网格化营销平台，并积极

推“三位一体”的营销模式。

2017年，卧龙电气的下游如油气、煤炭、炼化、钢铁、采矿和造船等行业的呈现复苏态势，拉动了其营收规模的增长。特别是2017年下半年来，由于装备制造产能趋于饱和，卧龙电气产品的议价能力得到提升，从而推高了产品的毛利率。通用工业领域的电机需求也由于全球主要经济体固定资产投资的稳步增长而趋于正常。白色家电近年来处于景气度高位，对卧龙电气的微特电机需求形成了持续的需求。在上述利好因素刺激下，卧龙集团的电机及控制装置和蓄电池业务分别实现收入82.95亿元和4.14亿元，分别同比增长19.83%和13.54%。主要产品高压电机及驱动、低压电机及驱动、微特电机及控制以及电源电池销量分别同比增长46.07%、6.65%、4.68%和9.08%。主要产品的产销量如下表所示，主要产品的产销率保持较高水平。2017年，卧龙电气前五名客户销售额12.59亿元，占年度销售总额的12.48%，下游客户集中度较低。

表 13 2017 年卧龙电气主要产品产销量情况表

主要产品	产量	销量	产销率	产量同比（%）	销量同比（%）
高压电机及驱动（万 kW）	611	626	102.45	47.67	46.07
低压电机及驱动（万 kW）	1,408	1,385	98.37	7.71	6.65
微特电机及控制（万台）	4,354	4,211	96.72	3.70	4.68
电源电池（万 kVA）	77	78	101.30	6.87	9.08

资料来源：卧龙电气年报

（3）房地产和游戏业务

卧龙集团房地产业务和游戏业务主要由卧龙地产负责运营，房地产和游戏业务运行情况详见卧龙地产经营分析部分。

（4）贸易业务

卧龙集团的贸易业务主要由浙江卧龙国际贸易有限公司（以下简称“浙江卧龙”）和上海卧龙国际商务股份有限公司（以下简称“卧龙商务”）承担，浙江卧龙主要代理卧龙集团电气制造业的出口业务，卧龙商务主要经营纺织服装代理业务出口和矿产金属、化工产品、医疗器械等产品的进口代理。卧龙集团贸易模式包括出口贸易、进口贸易及国内贸易。出口贸易主要为机电、纺织等产品出口，进口贸易主要为葡萄酒、医药、化妆品及电解铜贸易等，国内贸易主要是电解铜、硅钢片贸易等业务。

2017年，卧龙集团贸易业务收入40.35亿元，同比增长11.29%，主要系铜精矿及铜铋等矿贸易业务规模增长所致。

总体看，卧龙集团2017年经营情况良好。未来随着集团销售地产项目结转收入和机电业务进一步拓展市场，卧龙集团盈利能力有望得到提升。

3. 担保方财务分析

卧龙集团2017年财务数据经山东和信会计师事务所（特殊有限合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2017年，卧龙集团非同一控制下合并君海网络，处置卧龙银川、浙变电器、嘉原盛置业3家子公司，新设子公司3家，吸收合并子公司2家，注销子公司2家，合并范围变动较大，财务数据可比性一般。卧龙集团2018年一季度财务数据未经审计。

截至2017年底，卧龙集团合并资产总额284.40亿元，负债合计196.91亿元，所有者权益（含少数股东权益）87.48亿元，其中归属于母公司所有者权益33.69亿元。2017年，卧龙集团实现营业收入160.76亿元，净利润（含少数股东损益）10.86亿元，其中归属母公司所有者的净利润5.07亿元；经营性现金流量净额18.68亿元，现金及现金等价物净增加额4.92亿元。

截至 2018 年 3 月底，卧龙集团合并资产总额 284.88 亿元，负债合计 195.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）89.43 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 33.97 亿元。2018 年 1~3 月，卧龙集团实现营业收入 43.00 亿元，净利润（含少数股东损益）1.86 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 0.32 亿元；经营性现金流量净额 1.45 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.75 亿元。

（1）资产质量

截至 2017 年底，卧龙集团资产总额 284.40 亿元，较年初增加 12.56%，流动资产和非流动资产均有所增长。非流动资产占 36.57%，流动资产占 63.43%，以流动资产为主。

截至 2017 年底，卧龙集团流动资产 180.38 亿元，较年初增长 9.56%，主要系货币资金、其他应收款和其他流动资产增长所致。流动资产以货币资金（占比 26.34%）、应收票据（占比 5.14%）、应收账款（占比 19.95%）、其他应收款（占比 7.92%）、存货（占比 28.66%）和其他流动资产（占比 8.53%）为主。截至 2017 年底，卧龙集团货币资金余额 47.51 亿元，较年初增加 9.87%，主要系 2017 年卧龙集团电机及控制装置销售额提升，销售回款增加所致；货币资金中，银行存款占 92.46%，其他货币资金占 7.43%。应收票据 9.28 亿元，较年初下降 6.12%，构成主要是银行承兑汇票和商业承兑汇票。应收账款余额 39.92 亿元，计提坏账准备 3.03 亿元（计提比例 7.77%），应收账款账面价值 35.99 亿元，较年初小幅增长 1.94%，从账龄看，1 年以内余额占比 81.49%，1~2 年占比 12.69%，2~3 年占比 2.47%，3 年以上占比 3.35%，账龄较短；从集中度看，欠款单位前五名应收账款余额合计 3.29 亿元，占比 8.43%，集中度较低；公司应收账款规模较大，对资金形成较大占用，且可能面临一定回收风险。其他应收款账面余额 15.30 亿元，计提坏账准备 1.01 亿元，账面价值 14.28 亿元，较年初大幅增长 67.56%，主要系卧龙电气出售子公司股权导致应收股权转让款增长所致，1 年以内余额占比 66.15%，1~2 年占比 4.07%，2~3 年占比 2.95%，3 年以上占比 26.83%，账龄较长；欠款单位前五名其他应收款余额合计 9.18 亿元，占比 59.98%，集中度较高，卧龙集团其他应收款对资金形成较大占用。存货账面价值 51.70 亿元，较年初增长 4.60%，构成主要是原材料、库存商品、在产品和开发成本，已计提 0.67 亿元存货跌价准备。其他流动资产 15.38 亿元，较年初增长 14.68%，主要系理财产品增加所致，其中委托贷款 0.92 亿元、待抵扣进项税和预缴税金 2.22 亿元、理财产品 4.39 亿元、短期贷款 7.44 亿元、其他 0.41 亿元。

截至 2017 年底，卧龙集团非流动资产总额 104.01 亿元，较年初增长 18.16%，主要系可供出售金融资产和商誉增长所致；主要以可供出售金融资产（占比 21.20%）、投资性房地产（占比 8.12%）、固定资产（占比 29.20%）、在建工程（占比 5.11%）、无形资产（占比 10.45%）和商誉（占比 16.79%）为主。可供出售金融资产 22.05 亿元，较年初增加 46.54%，主要是按公允价值计量的可供出售权益工具大幅增长所致。投资性房地产账面价值 8.45 亿元，较年初增长 114.36%，主要系北京华泰变压器公司房产由自用转为投资性房地产所致，投资性房地产以公允价值计量。固定资产账面价值 30.37 亿元，较年初下降 6.19%，固定资产账面原值 49.68 亿元，累计计提折旧 19.27 亿元，固定资产成新率 61.22%，成新率较低。在建工程 5.32 亿元，较年初增长 35.64%，主要系卧龙电气在建项目投入增加所致。无形资产账面价值 10.87 亿元，较年初下降 4.32%，其中专有技术 4.10 亿元、土地使用权 4.36 亿元、特许权和商标权 1.65 亿元。商誉账面价值 17.47 亿元，较年初增长 52.47%，主要系子公司卧龙地产合并君海网络所致。

截至 2017 年底，卧龙集团所有权或使用权受限的资产总额 6.89 亿元，占卧龙集团总资产比重为 2.42%，受限比例低。

截至 2018 年 3 月底，卧龙集团资产总额 284.88 亿元，较年初增长 0.17%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2017 年，随着业务规模的扩大，卧龙集团资产规模有所增长，以流动资产为主；流动资产中货币资金规模较大，货币资金受限规模较小，但应收账款规模大，其他应收款账龄长，对资金形成较大占用；非流动资产中固定资产成新率较低，商誉占比较高，未来可能存在一定减值风险；公司整体资产质量一般。

（2）负债

截至 2017 年底，卧龙集团负债总额 196.91 亿元，较年初增加 11.96%，流动负债和非流动负债均有所增长。其中流动负债占比 65.13%，非流动负债占比 34.87%，以流动负债为主。

截至 2017 年底，卧龙集团流动负债 128.25 亿元，较年初增长 8.04%，主要系预收款项大幅增长所致；以短期借款（占比 34.82%）、应付票据（占比 9.14%）、应付账款（占比 22.72%）和预收款项（占比 21.75%）为主。短期借款余额 44.65 亿元，较年初微幅增长 0.29%，主要是保证借款（占 61.19%）和信用借款（占 31.44%）。应付票据 11.72 亿元，较年初下降 23.81%，主要系卧龙集团建立票据池后便于票据的背书转让使得开具票据有所减少所致，主要是银行承兑汇票（占比 90.24%）。应付账款 29.14 亿元，较年初增长 13.85%，主要系业务规模扩大所致。预收款项 27.89 亿元，较年初大幅增长 95.90%，主要系 2017 年卧龙地产房地产签约销售规模增长导致预收房款大幅增长所致。

截至 2017 年底，卧龙集团非流动负债合计 68.66 亿元，较年初增加 20.12%，主要系长期借款增加所致，以长期借款（占比 54.19%）和应付债券（占比 34.13%）构成。长期借款 37.21 亿元，较年初增长 47.41%，主要系业务规模扩大长期融资需求增加所致；其中保证借款 17.92 亿元、质押借款 5.40 亿元、信用借款 4.96 亿元、质押及保证借款 8.92 亿元；从期限来看，1~2 年到期金额 10.35 亿元，2~3 年到期金额 15.74 亿元，3 年以上到期金额 11.12 亿元。应付债券余额 23.44 亿元，主要由 13 卧龙债 6.00 亿元、卧龙集团 2015 年第一期中期票据 4.00 亿元、卧龙集团 2015 年第二期中期票据 3.50 亿元以及卧龙集团 2017 年第一期中期票据 10.00 亿元组成；应付债券从到期期限来看，2018 年到期金额 7.48 亿元，2019 年到期金额 5.97 亿元，2020 年到期金额 9.98 亿元。

截至 2017 年底，卧龙集团全部有息债务 121.14 亿元，较年初增长 6.06%，主要系长期借款增长所致；其中短期债务 60.11 亿元（占比 49.62%）、长期债务 61.03 亿元（占比 50.38%）。卧龙集团资产负债率、全部有息债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.24%、58.07%和 41.09%，较年初分别下降 0.37 个百分点、下降 1.73 个百分点和上升 3.22 个百分点。公司债务负担小幅增长，目前债务负担较重，且债务结构有待优化。

截至 2018 年 3 月底，卧龙集团负债合计 195.46 亿元，较年初微幅下降 0.74%，负债结构较年初变动很小。卧龙集团全部债务 121.84 亿元，较年初增长 0.58%；其中短期债务 63.93 亿元（占比 52.46%）、长期债务 57.92 亿元（占比 47.54%）。资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率 68.61%、57.67%和 39.31%，均较年初微幅下降。

总体看，2017 年，受长期融资规模增长影响，卧龙集团债务负担有所增长，目前债务负担较重，且短期债务规模占比较高，面临一定的短期偿债压力，债务结构有待优化。

（3）所有者权益

截至 2017 年底，卧龙集团所有者权益合计 87.48 亿元，较年初增长 13.91%，主要系利润累积以及合并君海网络导致少数股东权益增长所致。其中归属于母公司所有者权益占比 38.51%、少数股东权益占比 61.49%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 23.98%、资本公积占比 18.95%、其他综合收益占比-5.39%、盈余公积占比 6.27%、未分配利润占比 56.19%。

截至 2018 年 3 月底，卧龙集团所有者权益合计 89.43 亿元，较年初增长 2.22%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，卧龙集团所有者权益中，少数股东权益占比较高，归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较高，卧龙集团权益结构稳定性偏弱。

（4）盈利能力

从盈利情况看，得益于卧龙集团机电业务销售收入增长，2017 年卧龙集团实现营业收入 160.76 亿元，同比增加 12.92%；实现净利润 10.86 亿元，同比增长 171.47%，主要系收入规模增长以及投资收益和营业外收入增长共同影响所致。

从期间费用看，2017 年，卧龙集团费用总额 23.75 亿元，同比增长 15.19%，主要系管理费用和销售费用增长所致。其中销售费用（占比 34.87%）较年初增长 18.00%，主要系销售规模增长所致；管理费用（占比 46.22%）较年初增长 9.96%，主要系合并范围增加所致；财务费用（占比 18.91%）较年初增长 24.19%，主要系债务规模增长导致利息费用支出增长所致。2017 年，卧龙集团费用收入比为 14.77%，同比上升 0.29 个百分点，费用控制能力一般。

从利润构成来看，2017 年，卧龙集团投资收益 7.75 亿元，同比大幅增长 68.39 倍，主要系子公司卧龙电气处置银川卧龙以及卧龙地产处置青岛子公司合计获得收益 7.67 亿元所致；投资收益占营业利润比重为 58.52%。卧龙集团营业外收入 2.86 亿元，同比大幅增长 224.56%，主要系境外子公司 ATB 下属的德国啸驰子公司破产重组债务豁免实现收入 2.17 亿元所致，营业外收入占当期利润总额比重为 19.74%。2017 年，投资收益以及营业外收入对当期利润水平影响较大。

从盈利指标看，2017 年，卧龙集团总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.02%、7.32%和 13.23%，分别较上年上升 3.61 个百分点、3.54 个百分点和 7.86 个百分点，主要系利润规模大幅增长所致。

2018 年 1~3 月，卧龙集团实现营业收入 43.00 亿元，同比增长 21.11%，主要系卧龙地产收入增长以及电气制造业务收入同比增长共同影响所致；实现净利润 1.86 亿元，同比下降 35.33%，主要系上年同期卧龙创业投资减持金科文化确认 2.4 亿元投资收益所致。

总体看，2017 年，得益于卧龙电气机电业务收入增长，卧龙集团收入规模有所增长；同时得益于处置长期股权投资以及境外子公司债务重组豁免，卧龙集团形成较大规模非经常性损益，当期利润水平大幅增长；卧龙集团利润水平对非经常性损益依赖较大。

（5）现金流

2017 年，得益于卧龙地产房地产业务签约销售规模增长以及卧龙电气机电业务销售规模增长，卧龙集团经营活动产生的现金流入同比增长 8.66%至 148.45 亿元；经营活动产生的现金流出为 129.77 亿元，同比增加 5.75%；综上，2017 年卧龙集团经营活动现金净流入 18.68 亿元，同比大幅增加 34.39%。2017 年，卧龙集团现金收入比为 88.50%，较上年下降 2.15 个百分点，收入实现质量仍然一般。

2017 年，卧龙集团投资活动现金流入 3.98 亿元，同比下降 41.39%，主要系理财产品及金融资产收回规模下降所致；投资活动现金流出 20.35 亿元，同比大幅下降 32.58%，主要系 2016 年卧龙电气收购子公司支付的现金规模较大而 2017 年相应收购项目支付现金规模减少所致；投资活动产生现金净流量为-16.36 亿元，仍呈净流出状态，但净流出规模有所下降。

2017 年，卧龙集团筹资活动现金流入 107.35 亿元，同比大幅增长 36.47%，主要系本期发行 10.00 亿元中期票据以及长期借款规模增长所致；筹资活动现金流出 104.29 亿元，同比大幅增长 62.38%，主要系偿还债务支付现金大幅增长所致；筹资活动产生现金净流量为 3.06 亿元，仍呈净流入状态，但净流入规模有所下降。

2018 年 1~3 月，卧龙集团经营活动产生的现金流量净额为 1.45 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-1.70 亿元，筹资活动产生的净现金流为-0.39 亿元，现金及现金等价物净增加额为-0.75

亿元。

总体看，2017 年，得益于销售规模的增长，卧龙集团经营活动产生的现金净流入规模大幅增长，但卧龙集团投资规模较大，对资金有较大需求，筹资活动仍然较为活跃。

（6）偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，卧龙集团流动比率和速动比率分别为 1.41 倍和 1.00 倍，较上年的 1.39 倍和 0.97 倍均有所上升；卧龙集团现金短期债务比为 0.95 倍，较上年的 0.79 倍略有上升，现金类资产对短期债务覆盖程度尚可。卧龙集团经营现金流动负债比率为 14.56%。整体看，卧龙集团短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017 年，卧龙集团 EBITDA 为 23.88 亿元，同比增长 83.81%，主要系利润总额大幅增长所致；EBITDA 构成中，折旧占比 12.72%、摊销占比 4.93%、计入财务费用利息支出占比 21.59%、利润总额占比 60.76%。2017 年，卧龙集团 EBITDA 利息倍数为 3.97 倍，上年同期为 2.64 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度高；EBITDA 全部债务比为 0.20 倍，上年同期为 0.11 倍，EBITDA 对全部债务覆盖程度一般。卧龙集团长期偿债能力一般。

截至 2017 年底，卧龙集团对集团外公司担保 1.29 亿元，主要系对浙江龙柏集团有限公司和浙江星鹏铜材集团有限公司的担保；卧龙集团对外担保余额占其净资产的比重为 1.47%，占比低，卧龙集团或有负债风险较小。

截至 2018 年 3 月底，卧龙集团共获得金融机构授信额度合计 172.83 亿元，已使用 120.58 亿元，尚未使用额度 52.25 亿元。

整体看，卧龙集团偿债能力仍属较强。

4. 担保效果评价

以 2018 年 3 月底财务数据测算，发行规模（6 亿元）占担保方卧龙集团资产总额的 2.11%、所有者权益总额的 6.71%、经营活动现金流入的 13.53%，整体占比较低，卧龙集团对“13 卧龙债”的保护程度较好。

九、综合评价

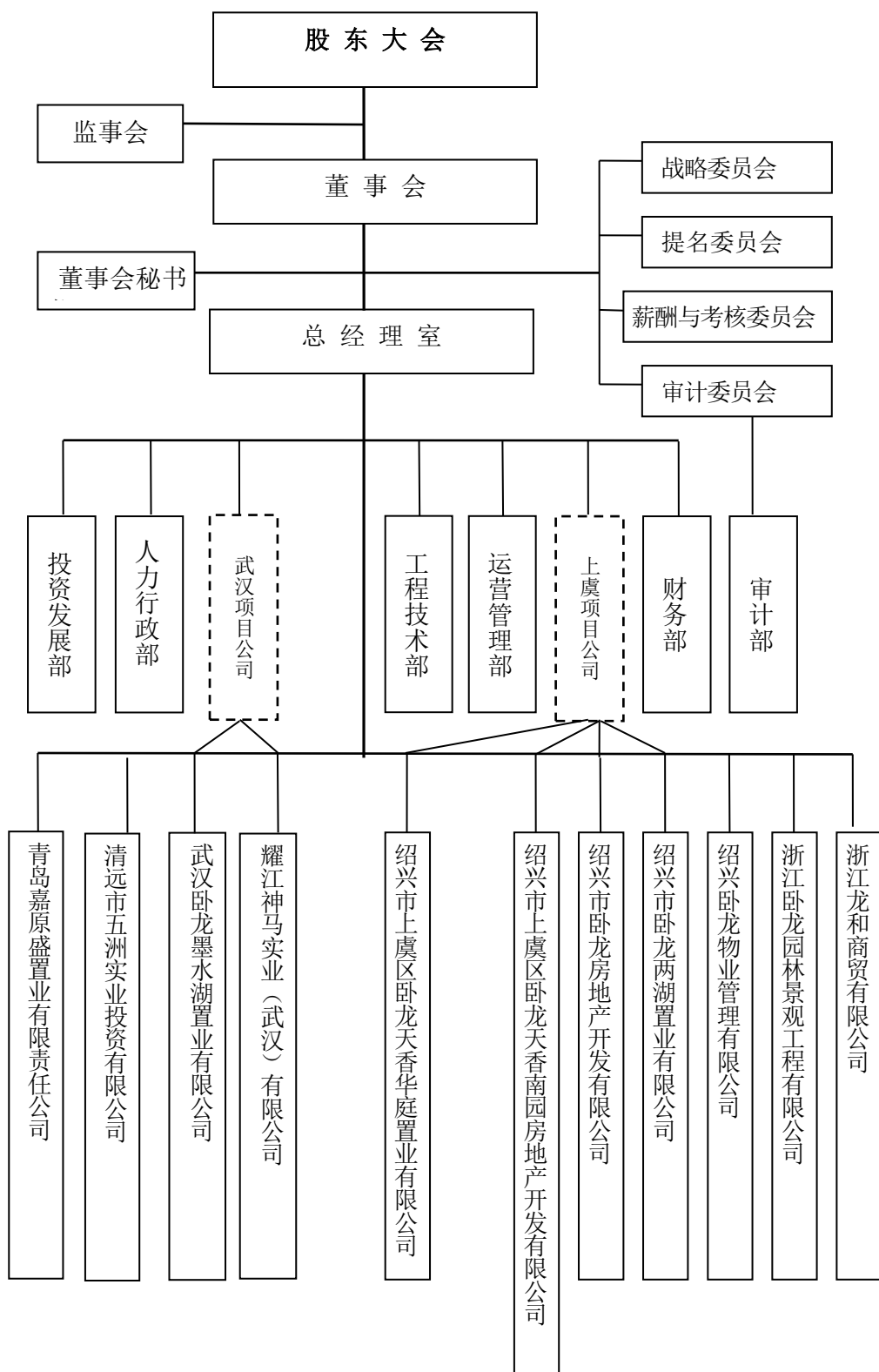
2017 年，卧龙地产集中精力于现有地产项目的去化，本期签约销售规模同比大幅增长；同时公司积极进行业务转型，完成对君海网络 51% 股权的收购，新增游戏业务收入，初步形成地产、游戏双主业的业务格局；目前公司货币资金充裕，债务负担较轻。同时，联合评级也关注到房地产行业仍将持续面临政策风险、公司土地储备规模较小、部分项目面临一定去化压力、新增游戏业务面临一定经营管理风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司新上线游戏产品进入运营成熟期，公司游戏业务收入有望取得增长，公司整体经营状况有望保持稳定。

“13 卧龙债”由卧龙集团提供全额不可撤销连带责任保证担保。2017 年，卧龙集团经营情况良好，其担保对提升“13 卧龙债”的信用水平仍具有积极作用。

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

附件1 卧龙地产集团股份有限公司 组织结构图



附件2 卧龙地产集团股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	41.21	57.62	56.30
所有者权益（亿元）	16.69	20.42	21.82
短期债务（亿元）	0.00	0.01	0.01
长期债务（亿元）	5.98	5.99	5.98
全部债务（亿元）	5.98	6.00	5.98
营业收入（亿元）	14.03	15.58	10.37
净利润（亿元）	0.80	3.56	1.40
EBITDA（亿元）	1.35	4.24	--
经营性净现金流（亿元）	8.66	14.52	1.19
流动资产周转次数（次）	0.35	0.35	--
存货周转次数（次）	0.40	0.37	--
总资产周转次数（次）	0.33	0.32	--
现金收入比率（%）	149.20	178.75	54.56
总资本收益率（%）	3.37	14.50	--
总资产报酬率（%）	3.11	8.24	--
净资产收益率（%）	4.84	19.17	---
营业利润率（%）	15.83	28.05	21.56
费用收入比（%）	6.34	7.91	4.05
资产负债率（%）	59.51	64.56	61.24
全部债务资本化比率（%）	26.38	22.72	21.52
长期债务资本化比率（%）	26.38	22.69	21.50
EBITDA 利息倍数（倍）	1.98	7.66	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.23	0.71	--
流动比率（倍）	2.13	1.59	1.69
速动比率（倍）	0.69	0.76	0.90
现金短期债务比（倍）	--	1,870.09	2,550.26
经营现金流动负债比率（%）	47.16	46.82	4.19
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.23	0.71	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、公司 2018 年一季度财务数据均未经审计，相关财务指标未年化。

附件 3 卧龙控股集团有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	252.67	284.40	284.88
所有者权益（亿元）	76.80	87.48	89.43
短期债务（亿元）	67.40	60.11	63.93
长期债务（亿元）	46.82	61.03	57.92
全部债务（亿元）	114.22	121.14	121.84
营业收入（亿元）	142.37	160.76	43.00
净利润（亿元）	4.00	10.86	1.86
EBITDA（亿元）	12.99	23.88	--
经营性净现金流（亿元）	13.90	18.68	1.45
流动资产周转次数（次）	0.87	0.93	--
存货周转次数（次）	2.36	2.52	--
总资产周转次数（次）	0.59	0.60	--
现金收入比率（%）	90.65	88.50	94.93
总资本收益率（%）	4.41	8.02	--
总资产报酬率（%）	3.78	7.32	--
净资产收益率（%）	5.37	13.23	--
营业利润率（%）	16.95	18.18	19.97
费用收入比（%）	14.48	14.77	14.90
资产负债率（%）	69.61	69.24	68.61
全部债务资本化比（%）	59.79	58.07	57.67
长期债务资本化比率（%）	37.87	41.09	39.31
EBITDA 利息倍数（倍）	2.64	3.97	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.20	--
流动比率（倍）	1.39	1.41	1.38
速动比率（倍）	0.97	1.00	1.01
现金短期债务比（倍）	0.79	0.95	0.89
经营现金流动负债比率（%）	11.71	14.56	1.11
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.17	3.98	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、卧龙集团 2018 年一季度财务数据均未经审计，相关财务指标未年化。

附件 4 有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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。