



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪549号

三湘印象股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“三湘股份有限公司2016年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年六月二十五日

三湘股份有限公司 2016 年公司债券跟踪评级报告（2018）

发行主体	三湘印象股份有限公司		
债券名称	三湘股份有限公司 2016 年公司债券		
债券简称	16 三湘债		
债券代码	112363		
发行规模	10 亿元		
存续期限	2016/3/23~2019/3/23		
上次评级时间	2017/06/27		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

三湘印象	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	30.14	66.22	63.52	62.65
总资产（亿元）	134.77	138.62	130.70	130.39
总债务（亿元）	45.89	40.13	54.29	56.02
营业总收入（亿元）	5.20	67.05	24.74	1.74
营业毛利率（%）	39.57	32.30	34.68	22.92
EBITDA（亿元）	3.52	15.40	6.19	-
所有者权益收益率（%）	2.64	14.18	3.54	-5.74
资产负债率（%）	77.64	52.23	51.40	51.95
净负债率（%）	140.46	45.51	78.58	84.98
总债务/EBITDA（X）	13.03	2.61	8.77	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.81	4.71	2.42	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2018年一季度所有者权益收益率已经过年化处理。

分析师

樊春裕 cyfan@ccxr.com.cn

张松涛 stzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月25日

基本观点

2017 年三湘印象股份有限公司（以下简称“三湘印象”或“公司”）房地产项目持续保持较好的区域布局，观印象品牌优势突出，文化演艺类业务收入稳步增长，抵押物市场价值可对本次债务本金形成充分覆盖。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司销售及结算收入大幅下滑，土地储备规模较为有限且高度集中，债务规模增长，杠杆水平上升等因素对公司整体经营及信用水平带来的不利影响。

综上，中诚信证评维持三湘印象主体信用等级为 AA，评级展望稳定；维持“三湘股份有限公司 2016 年公司债券”信用等级为 AA⁺。

正面

- 房地产项目持续保持较好的区域布局。三湘印象在建及拟建房地产项目主要位于上海、北京及杭州，区域布局良好且具有一定成本优势，可为未来的业务发展提供一定保障。
- 观印象品牌优势较为突出，文化演艺类业务收入稳步增长。受益于产品系列的不断拓展，观印象积累了丰富的创作及演出经验，品牌优势不断提升，2017 年公司文化演艺类业务实现营业收入 3.49 亿元，同比大幅增长 80.83%。
- 抵押物市场评估价值可对债券本金形成充分覆盖。深圳三湘房地产开发有限公司以其持有的深圳三湘海尚花园 200 套商铺不动产作为抵押物，为三湘股份有限公司 2016 年公司债券提供抵押担保，跟踪期内，抵押物市场评估价值持续小幅增长，可为本次债券的偿还提供支持。

关注

- 销售及结算收入大幅下滑。受上海市调控政策持续的影响，公司推盘节奏明显放缓，2017 年公司实现销售金额 10.12 亿元，同比下降 59.83%；受可结转项目较少影响，2017 年公司

结转收入 17.52 亿元，同比大幅减少 72.65%。

- 土地储备规模较为有限且集中度较高。2017 年以来，公司仅在杭州新增一宗土地。截至 2018 年 3 月末，公司土地储备总建筑面积 135.38 万平方米，其中北京燕郊项目占比为 87.11%，其未来经营业绩的实现易受市场环境及政策的影响。
- 债务规模增长，杠杆水平上升。受销售回款下滑及在建项目建设支出增加的影响，2017 年公司债务规模有所增长，年末其总债务为 54.29 亿元，同比增长 35.29%，净负债率有所提升。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

三湘股份有限公司 2016 年公司债券（债券简称为“16 三湘债”、债券代码为“112363”，以下简称“本次债券”）于 2016 年 3 月 23 日发行，实际募集总额人民币 10 亿元，债券期限为 3 年，附第 2 个计息年度末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。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。本次债券募集资金已按照募集说明书的用途使用完毕。根据三湘印象股份有限公司 2018 年 2 月 12 日关于“16 三湘债”投资者回售申报情况的公告，“16 三湘债”的回售数量为 4,061,520 张，回售金额为 4.06 亿元（不含利息），剩余托管量为 5,938,480 张，剩余本金 5.94 亿元。

基本分析

受到房地产行业政策延续分类调控、因城施策主基调的影响，2017 年以来我国商品房销售增速下滑明显。同时，房企内外部流动性来源收紧，资金平衡能力面临更高挑战。此外，兼并收购加剧了行业集中度进一步提升，具有规模优势的房企可获得更多的流动性补充。

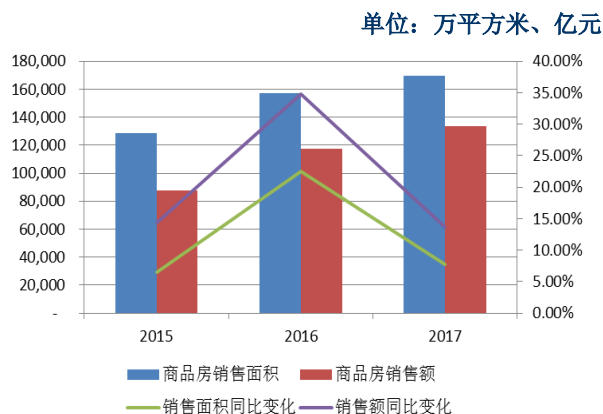
2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在此背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线城市周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涞水县、河北省张家口市崇礼区等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。受此影响，2017 年我国房地产销售增速放缓，其中一、二线城市销售增速回落显著。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于

加速推进阶段。2017 年 7 月，《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中，选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市作为住房租赁首批试点。同年 10 月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

受调控政策持续收紧影响，房地产市场步入阶段性下行周期。根据国家统计局数据显示，2017 年房地产企业累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.0%，增速与上年基本持平；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，增速分别较上年下降 14.84 个百分点和 21.13 个百分点。办公楼及商业营业用房销售增长速度高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长 5.3% 和 11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3% 和 17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长 18.7% 和 25.3%。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然保持向上趋势，12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米，较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看，2017 年 12 月末，一线城市住宅均价达 41,202 元/平方米，较上年同期增长 1.43%；同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%。受房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三四线热点城市房地产销售增速高于一二线城市。

图 1：2015~2017 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，2017 年全国土地成交金额大幅上涨，但不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。2017 年房企购置土地面积 25,508 万平方米，同比上升 15.81%；房地产建设用地成交款约 13,643 亿元，同比上涨 49.45%，成交均价涨至 5,348.52 元/平方米。分城市能级来看，受土拍限价影响，2017 年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落，同比分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点，为 9.49% 和 14.30%；二线城市土地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别较上年下降 57.43 个百分点和 23.22 个百分点，为 12.33% 和 29.33%；而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升，分别为 48.37% 和 37.05%，同比分别上升 35.01 个百分点和 17.20 个百分点。

受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金预收款及个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，较上年同期增速下降 25.51 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看，2017 年以来随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布来看，2018~2023 年为房地产债券到期高峰，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2017 年 TOP100 房企销售金额集中度提升 11.58 个百分点至 55.50%；TOP20 房企销售金额集中度则上升 7.77 个百分点至 32.50%；而 TOP10 房企销售额的比重达到 24.10%，较上年提升 5.75 个百分点，千亿房企已达 17 家。2017 年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。

2017 年以来，受房地产调控政策持续的影响，上海市商品住宅市场成交量萎缩，但成交均价创新高，全年房地产市场呈“量缩价升”态势。同期，上海市住宅用地供应量持续下行，成交溢价率及楼面均价均大幅下跌。

2017 年上海市房地产开发建设基本保持平稳态势。2017 年上海市房地产开发投资 3,856.53 亿元，同比增长 4.0%，增速较上年回落 2.9 个百分点。其中住宅开发投资 2,152.40 亿元，同比增长 9.5%，占全部房地产开发投资的 55.8%，比重提高 2.8 个百分点。房地产建设方面，2017 年上海市房屋施工总面积 15,362.25 万平方米，同比增长 1.7%，其中，住宅施工面积 8,013.80 万平方米，同比下降 0.7%。受土地供应减少影响，2017 年上海市房屋新开工面积 2,618.00 万平方米，同比下降 7.8%，其中住宅新开工面积 1,402.91 万平方米，同比下降 2.3%。竣工方面，2017 年本市商品房竣工面积 3,387.56 万平方米，同比增长 32.8%，其中，住宅竣工面积 1,862.74 万平方米，增长 21.5%。

从市场交易表现来看，2017 年全市商品住宅成交面积为 1,341.62 万平方米，同比大幅下降 33.6%。受调控政策收紧的影响，2017 年上海市房地产市场成交量有所下降。分月份来看，一季度全市商品住宅成交面积较为平稳；4 月成交面积大幅下降；6 月开始全市商品住宅成交面积有所回升，并于 8 月达到阶段性顶峰，10 月和 11 月成交量有所回落。

成交均价方面，2016 年上海市商品住宅销售均价 47,865 元/平方米，同比增长 24.7%，成交均价呈上涨态势。库存方面，2017 年，上海市政府严格管控预售证发行，全年供应量全面回落，截至 2017 年末，上海市商品住宅库存总量为 524 万平方米，同比下降 27.3%，出清周期由 2016 年末的 6.5 个月增加至 10.1 个月。

土地市场方面，2017 年上海市商品住宅用地供应量持续下行。2017 年上海土地市场累计供应住宅用地合计 40 宗，供应的商品房住宅地块出让面积为 217.65 万平米，同比下降 3.6%；土地出让金额 712.70 亿元，同比下跌 32.50%。商品住宅用地供应量仍呈下滑态势。成交方面，2017 年上海市土拍政令频出，招挂复合成为土拍常态，且租赁住宅用地供应量不断提升，全年地价过快上涨及土地高溢价成交的现象有所缓解，商品住宅用地楼面均价为 31,382 元/平方米，同比大幅下跌 79.4%。

业务运营

公司主要从事房地产开发和经营，开发项目位于上海、北京及杭州。房地产销售是公司营业收入的主要来源，近年占比始终保持在 70%以上。2017 年，公司房地产销售业务实现营业收入 19.46 亿元，同比大幅减少 69.59%；文化演艺业务实现营业收入 3.49 亿元，同比大幅增长 80.83%。

表 1：2015~2017 年公司营业收入构成情况

单位：亿元			
业务板块	2015	2016	2017
房地产销售	3.67	64.00	19.46
文化演艺	-	1.93	3.49
房屋租赁	0.35	0.33	0.39
建筑施工	0.84	0.33	0.89
其他	0.34	0.45	0.51
合计	5.20	67.05	24.73

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受上海市调控政策持续的影响，公司推盘节奏明显延缓，2017 年，公司销售规模大幅下降，新项目的获取和开发节奏亦同时放慢。

从项目的销售情况来看，2017 年公司合计实现销售面积 5.33 万平方米，实现销售金额 10.12 亿元，同比分别下降 42.44%和 59.83%，主要来自三

湘海尚云邸一期（上海崇明）。2017 年公司销售收入大幅下降，主要系年内三湘海尚福邸（上海张江）¹、三湘海尚云邸二期（上海崇明）因上海调控政策影响未取得预售证以及三湘森林海尚（北京燕郊）未推盘所致。2018 年 1~3 月，公司实现销售面积 0.62 万平方米，销售金额 1.57 亿元，主要来自于三湘海尚云邸一期（上海崇明）。

结转方面，2017 年公司实现结转收入 19.46 亿元，同比大幅减少 69.62%，主要系公司当年可结转项目较少所致，结转收入主要来自三湘海尚云邸一期（上海崇明）和三湘四季花城牡丹苑（上海松江）两个项目；2018 年 1~3 月份，公司实现结转收入 0.83 亿元。

表 2：2015~2018.Q1 公司开工及竣工情况

单位：万平方米

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
新开工面积	35.71	12.48	12.07	0.00
竣工面积	27.24	12.37	18.26	0.00
在建面积	30.95	31.06	50.06	50.06

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目运营方面，2017 年公司新开工面积为 12.07 万平方米，主要来自三湘海尚观邸（杭州）；竣工面积 18.26 万平方米，主要来自三湘海尚云邸一期（上海崇明）和三湘海尚福邸（上海张江）。截至 2018 年 3 月末，公司共有 4 个在建项目，分别为三湘海尚观邸（杭州）、三湘印象名邸（上海前滩）、三湘海尚云邸二期（上海崇明）和三湘森林海尚（北京燕郊）²，在建项目合计规划建筑面积合计 142.53 万平方米，总投资金额 119.32 亿元，实际已投资金额合计 67.07 元，尚需投资金额 52.25 元。

¹ 三湘海尚云邸二期（上海崇明）、三湘海尚福邸（上海张江）分别于 2017 年 12 月、2018 年 4 月取得预售许可证。

² “三湘森林海尚城”项目共涉及 YJ2011-14、YJ2011-15、YJ2011-16、YJ2011-17、YJ2011-18、YJ2011-19 六个地块，土地金额 8.59 亿元，总用地面积 36.16 万平方米，合同建筑面积 117.93 万平方米。其中，YJ2011-015 号住宅地块总建筑面积 16.86 万平方米，2015 年该地块四证已办理完毕，并于 2015 年 12 月进场施工；YJ2011-014 号商业地块总建筑面积约 15.75 万平方米，其中一期总建筑面积 5.13 万平方米，已于 2017 年 1 月开工建设，二期总建筑面积约 10.62 万平方米，已于 2018 年 5 月取得《建设工程施工许可证》；YJ2011-16、YJ2011-017、YJ2011-018、YJ2011-19 号住宅地块《国有土地使用证》正在申领中，项目处于方案设计阶段。

表 3：截至 2018 年 3 月末公司主要项目情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

项目	业态	项目状态	规划建筑面积	总投资金额	已投资金额	楼面地价	总可售面积	剩余可售面积
上海三湘海尚城（上海宝山）	高层	竣工	21.00	29.18	28.15	8,959	18.49	3.04
三湘海尚云邸（上海崇明）	联排双拼	竣工	19.76	19.98	21.95	3,800	19.42	6.80
三湘海尚名邸（上海嘉定）	高层叠加	竣工	20.76	25.11	29.42	8,456	17.11	2.26
三湘四季花城牡丹苑（上海松江）	高层	竣工	2.84	4.04	3.79	16,608	2.73	0.04
虹桥三湘广场 0805（上海闵行）	商业	竣工	6.69	12.00	12.58	15,500	6.32	2.79
三湘海尚福邸（上海张江）	高层	竣工	5.68	18.14	15.69	26,057	5.20	5.20
三湘印象名邸（上海前滩）	高层	在建	5.38	23.86	21.89	66,629	5.38	5.38
三湘森林海尚（北京燕郊）	住宅商业	在建	117.93	54.19	10.78	1,050	-	-
海尚观邸（浙江杭州）	高层	在建	12.07	34.04	28.46	32,370	11.47	11.47

注：上表中三湘海尚云邸（上海崇明）项目一期已竣工，二期处于在建状态，在建规划建筑面积 7.15 万平方米，总投资金额 7.23 亿元，截至 2018 年 3 月末实际已投资金额 5.94 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备方面，2017 年 1 月 19 日，公司在杭州江干区竞得一宗土地，该项目规划建筑面积 12.07 万平方米，土地金额为 26.60 亿元，目前该项目处于在建状态。截至 2018 年 3 月末，公司在建未售项目规划建筑面积 135.38 万平方米，土地储备规模较为有限。

2017 年，得益于观印象较强的品牌影响力，文化演艺类业务收入明显增长，可为公司业绩提供一定补充。

观印象艺术发展有限公司（以下简称“观印象”）是公司文化演艺类业务的运营主体。观印象成立于 2006 年 3 月，其前身是由张艺谋、王潮歌、樊跃三位导演发起的北京印象文化艺术中心。观印象主营业务为旅游文化演艺的策划、创意和制作，主要涵盖旅游文化演艺中的山水实景演出和情境体验剧等业务类型，是目前国内最知名、最成功的旅游演出创作和版权运营机构之一。自最初的《印象·刘三姐》项目至今，观印象已成功打造了“印象”、“最忆”、“又见”及“归来”四大产品系列，产品体系不断完善，积累了丰富的创作、演出经验，并形成了较强的品牌影响力。

2016 年 5 月，公司完成对观印象的收购，并于 2016 年 6 月将其纳入合并范围。2017 年，观印象新签约《印象滇池》和《印象太极》两部“印象”品牌系列作品，公司文化演艺类业务持续拓展，目前上述 2 个项目处于制作中，预计于 2019 年 12 月公演；《最忆是杭州》和《知音号》均于 2017 年 5 月公演。

表 4：观印象已公演、已签约项目情况

项目名称	项目所在地	项目类型	项目签约时间	项目公演开始时间	项目状态
印象刘三姐	广西桂林阳朔	山水实景剧	2002 年 3 月	2004 年 3 月	已公演
印象丽江	云南丽江	山水实景剧	2005 年 5 月	2006 年 5 月	已公演
印象大红袍	福建南平武夷山	山水实景剧	2008 年 7 月	2010 年 3 月	已公演
印象普陀	浙江舟山	山水实景剧	2010 年 9 月	2010 年 12 月	已公演
印象武隆	重庆武隆	山水实景剧	2010 年 12 月	2011 年 10 月	已公演
又见平遥	山西平遥	情境体验剧	2011 年 10 月	2013 年 2 月	已公演
又见五台山	山西五台山	情境体验剧	2011 年 12 月	2014 年 9 月	已公演
又见敦煌	甘肃敦煌	情境体验剧	2014 年 10 月	2016 年 9 月	已公演
最忆是杭州	浙江杭州	山水实景剧	2017 年 1 月	2017 年 5 月	已公演
知音号	湖北武汉	情境体验剧	2014 年 12 月	2017 年 5 月	已公演
又见马六甲	马来西亚	情境体验剧	2013 年 4 月	2018 年 6 月（预计）	制作中
归来三峡	重庆奉节	待定	2016 年 11 月	2018 年 10 月（预计）	制作中
归来遵义 长征之路	贵州遵义	待定	2016 年 12 月	2018 年 10 月（预计）	制作中
最忆韶山冲	湖南韶山	待定	2016 年 12 月	2018 年 12 月（预计）	制作中
印象滇池	云南昆明	待定	2017 年 12 月	2019 年 12 月（预计）	制作中
印象太极	河南焦作	待定	2017 年 12 月	2019 年 12 月（预计）	制作中

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

业务模式方面，观印象采用轻资产运营模式，作为演出创作方，主要负责项目的策划、创意和制作，除部分参与票务管理和日常维护之外，不参与演出项目的具体运营。演出投资运营方负责募集和投入资金，调配当地资源，为观印象的演出创意工作提供必要条件，并在观印象授权后运营演出项目。观印象目前的盈利模式为“演出创作”+“知识产权许可”+“股东权益分红”模式，其收入主要来源于演出制作费收入、演出票务收入分成、维护费收入和股东权益分红等。

业绩承诺³方面，2017 年度观印象归属于母公司所有者净利润（扣除属于母公司所有者的非经常性损益后的合并报表净利润）为 1.32 元，占相关重组交易方承诺业绩 1.60 亿元的 82.48%，未实现业绩承诺，主要系桂林广维文华旅游文化产业有限公司破产重整造成观印象确认长期股权投资减值损失 4,712.48 万元所致。未来随着观印象签约项目的增加，文化演艺类业务将为公司带来持续的现金流入，可对公司业绩形成一定补充。

财务分析

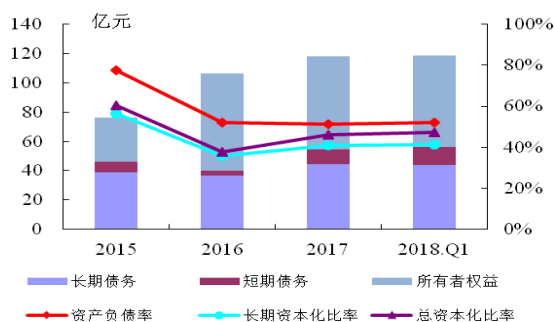
下列财务分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊伙伴关系）审计并出具标准无保留意见的 2015 年度、2016 年度及 2017 年度审计报告，以及未经审计的 2018 年一季度财务报告，所有数据均为合并口径。

资本结构

近年来，公司资产规模较为稳定，截至 2017 年末，公司资产总额 130.70 亿元，同比下降 5.71%；自有资本方面，截至 2017 年末公司所有者权益（含少数股东权益）为 63.52 亿元，同比下降 4.07%，主要系 2017 年 1 月公司出售上海中鹰置业有限公司（以下简称“中鹰置业”）99%股权所致。公司负债规模有所下降，截至 2017 年末，公司负债总额为 67.18 亿元，同比下降 7.21%。财务杠杆比率方面，截至 2017 年末公司资产负债率由 2016 年的 52.23% 下降至 51.40%；净负债率由 2016 年的 45.51% 上升至 78.58%。另截至 2018 年 3 月末，公司资产合计 130.39 亿元，负债合计 67.74 亿元，资产负债率和净负债率分别为 51.95% 和 84.98%。

³ 2015 年 7 月，观印象承诺 2015 年度、2016 年度、2017 年度和 2018 年度实现的扣除非正常性损益前后孰低的合并报表口径下归属于母公司所有者的净利润分别不低于 1 亿元、1.3 亿元、1.6 亿元和 1.63 亿元。

图 2：2015~2018.Q1 公司资本结构



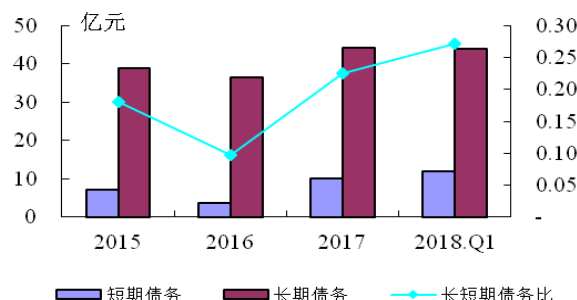
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产以流动资产为主，公司流动资产主要由货币资金和存货构成。截至 2017 年末，公司货币资金同比大幅下降 56.25%至 4.37 亿元。存货方面，截至 2017 年末，公司存货账面净额 95.42 亿元，同比减少 0.89%，主要由已完工开发产品和在建开发产品构成。非流动资产方面，公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和递延所得税资产构成。截至 2017 年末，公司长期股权投资账面余额 4.04 亿元，同比减少 10.89%，主要系本期计提公司对广西文华艺术有限责任公司的长期股权投资减值准备所致⁴；投资性房地产账面净额 4.64 亿元，其中受限资产为 2.45 亿元，受限比例仍较高。

负债方面，公司负债主要由预收款项、其他应付款和有息债务构成。截至 2017 年末，公司预收款项 1.41 亿元，同比减少 10.26 亿元，主要系三湘四季花城牡丹苑（上海松江）、三湘海尚云邸一期（上海崇明）等项目竣工结转营业收入所致；其他应付款 3.13 亿元，同比减少 59.51%，主要系支付上海中鹰投资管理有限公司股权转让款所致。有息债务方面，截至 2017 年末，公司有息债务为 54.29 亿元，同比增长 35.29%，主要系观印象股权质押借款 11.50 亿元使得长期借款增加所致。债务期限结构方面，截至 2017 年末，公司长短期债务比（短

期债务/长期债务）由 2016 年末的 0.10 倍增加至 0.23 倍，公司以长期债务为主的债务期限结构较为合理。截至 2018 年 3 月末，公司总债务 56.02 亿元，长短期债务比为 0.27 倍。

图 3：2015~2018.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产规模较为稳定，在销售回款下降及在建项目工程持续投入的影响下，公司债务规模有所增长，财务杠杆有所提高。

流动性

截至 2017 年末，公司流动资产为 102.46 亿元，同比减少 5.40%，占同期资产总额的比例为 78.39%，占比较上年增加 0.26 个百分点。公司流动资产主要由货币资金和存货构成，二者合计占流动资产的比重维持在 95%以上。

表 5：2015~2018.Q1 公司流动资产分析

	2015	2016	2017	2018.Q1
流动资产/总资产	91.50%	78.13%	78.39%	78.34%
存货/流动资产	96.07%	88.89%	93.13%	94.69%
货币资金/流动资产	2.89%	9.22%	4.26%	2.72%
(存货+货币资金)/流动资产	98.96%	98.12%	97.40%	97.41%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

存货方面，截至 2017 年末，公司存货净额为 95.42 亿元，同比减少 0.89%。从存货结构来看，公司存货主要由已完工开发产品和在建开发产品构成，2017 年已完工开发产品和在建开发产品占同期存货的比重分别为 17.39%和 82.15%。公司已完工开发产品占比大幅下降 23.01 个百分点，主要系公司处置中鹰置业 99%股权，使得中鹰黑森林一、二期和三期不再纳入合并范围所致。受限资产方面，截至 2017 年末，公司投资性房地产、固定资产和存货中已设立银行借款抵押担保的金额分别为 2.45 亿元、0.14 亿元和 54.76 亿元，受限资产合计 57.36

⁴ 观印象持有广西文华艺术有限公司（以下简称“广西文华”）45%股权，广西文华主要资产为其持有的桂林广维文华旅游文化产业有限公司（以下简称“桂林广维”）33%股权。桂林广维是《印象·刘三姐》项目的运营公司，桂林广维于 2017 年 8 月进入破产重整程序，根据重整计划，广西文华将其持有的桂林广维 33%的股权以零价格转让给重整人北京天创文投演艺有限公司。2017 年度广西文华对桂林广维投资可回收金额为零，相应的观印象对广西文华的长期股权投资应确认投资损失 4,711 万元。

亿元，占期末总资产的比例为 43.89%，受限资产规模仍较大，或对公司的流动性产生一定的影响。

表 6：2015~2017 年公司存货结构分析

单位：亿元

	2015	2016	2017
存货	118.46	96.28	95.42
存货同比增长率	67.65%	-18.72%	-0.89%
已完工开发产品	11.19	38.90	16.59
已完工开发产品/存货	9.45%	40.40%	17.39%
在建开发产品	87.45	56.35	78.39
在建开发产品/存货	73.82%	58.53%	82.15%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，2017 年公司存货周转率和总资产周转率分别为 0.17 次/年和 0.18 次/年，公司整体周转效率大幅下降，主要系当年公司可结转项目较少所致。

表 7：2015~2017 年公司周转率相关指标

	2015	2016	2017
存货周转率（次/年）	0.03	0.42	0.17
总资产周转率（次/年）	0.04	0.49	0.18

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

现金流方面，2017 年公司经营性现金流净额为 -25.46 亿元，经营性现金流呈流出状态，主要系当年公司海尚观邸（浙江杭州）等项目投入增加，销售房款减少所致；2017 年公司投资性现金流净额为 1.90 亿元，主要系公司处置中鹰置业收到转让款使得当年投资活动现金产生的流入增加所致。综上，2017 年公司非筹资性现金流为 -23.56 亿元，未能对债务本息形成保障。

货币资金方面，2017 年末公司货币资金为 4.37 亿元，同比大幅减少 56.25%，手持货币资金对短期债务的保障程度下降至 0.44 倍。

表 8：2015~2018.Q1 公司部分流动性指标

单位：亿元

	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	3.56	9.99	4.37	2.78
经营活动现金流净额	-7.69	6.91	-25.46	-1.75
经营净现金流/短期债务 (X)	-1.09	1.95	-2.55	-0.15
货币资金/短期债务 (X)	0.52	2.81	0.44	0.23

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受可结转项目减少影响，公司整体周转效率大幅下降，货币资金对短期债务的保障程

度不足，同时公司受限资产规模仍较大，或对公司的流动性产生一定的影响。

盈利能力

2017 年全年公司实现营业收入 24.74 亿元，同比减少 42.31 亿元，其中，房地产销售收入 19.46 亿元，同比大幅减少 69.59%，主要系当年可结转项目减少所致。从毛利水平来看，2017 年公司营业毛利率为 34.67%，较 2016 年增加 2.38 个百分点，分业务类型来看，2017 年公司房地产板块毛利率与上年基本持平；同期，文化演艺板块毛利率较 2016 年减少 8.09 个百分点。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.74 亿元，营业毛利率为 22.92%。

表 9：2015~2017 年公司营业收入构成及毛利率

单位：亿元、%

业务	2015		2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售	3.67	40.36	64.00	31.20	19.46	31.23
文化演艺	-	-	1.93	70.84	3.49	62.75
房屋租赁	0.35	54.46	0.33	50.46	0.39	49.68
建筑施工	0.84	43.44	0.33	20.53	0.89	10.53
其他	0.34	5.96	0.45	17.24	0.51	4.45
合计	5.20	39.53	67.05	32.29	24.73	34.67

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年公司期间费用为 3.28 亿元，受营业收入大幅减少的影响，当年三费收入占比由 2016 年的 7.21% 增加至 13.24%。2018 年 1~3 月，公司三费收入占比上升至 69.34%。

表 10：2015~2018.Q1 公司三费分析

单位：亿元

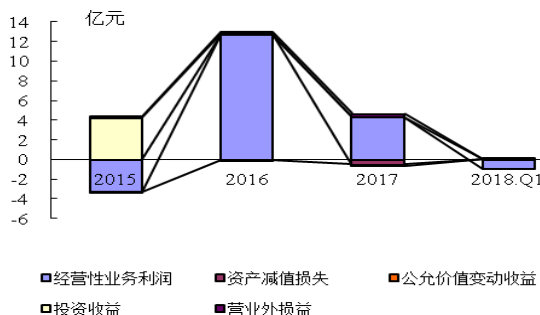
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	0.87	1.21	0.46	0.06
管理费用	1.93	1.82	1.49	0.57
财务费用	2.15	1.81	1.33	0.57
三费合计	4.95	4.83	3.28	1.21
营业总收入	5.20	67.05	24.74	1.74
三费收入占比	95.29%	7.21%	13.24%	69.34%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。具体来看，2017 年公司经营性业务利润由 2016 年的 12.71 亿元下降至 4.29

亿元，主要系公司 2017 年结转收入大幅减少所致；同期，投资收益为-0.16 亿元，主要系本期权益法核算的长期股权投资收益减少所致。综上，2017 年公司利润总额为 3.94 亿元，同比减少 69.42%。2018 年 1~3 月，公司利润总额为-0.91 亿元，其中经营性业务利润-0.91 亿元，净利润为-0.90 亿元，同比下降 119.13%。

图 4：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，受结算项目减少影响，公司 2017 年营业收入大幅下降，盈利水平随之下滑。

偿债能力

截至 2017 年末，公司总债务为 54.29 亿元，同比增长 35.29%；截至 2018 年 3 月末，公司债务总额进一步增加至 56.02 亿元。从还款期限来看，截至 2018 年 3 月末，公司 1 年以内到期的有息债务 11.96 亿元，1~2 年内到期的有息债务 13.51 亿元，2~3 年以内到期的有息债务 14.72 亿元，3 年以上到期的有息债务 15.82 亿元。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2017 年 EBITDA 为 6.19 亿元，较 2016 年大幅减少 9.21 亿元，主要系公司当年经营业绩表现较差所致。从主要偿债能力指标表现来看，2017 年公司总债务/EBITDA 为 2.61 倍；同期 EBITDA 利息保障倍数为 8.77 倍，经营所得对债务本息的保障程度有所下降。

表 11：2015~2018.Q1 公司部分偿债指标

	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务（亿元）	7.04	3.55	9.97	11.96
总债务（亿元）	45.89	40.13	54.29	56.02
EBITDA（亿元）	3.52	15.40	6.19	-
资产负债率（%）	77.64	52.23	51.40	51.95
净负债率（%）	140.46	45.51	78.58	84.98
经营净现金流/短期债务（X）	-1.09	1.95	-2.55	-0.15
总债务/EBITDA（X）	13.03	2.61	8.77	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.81	4.71	2.42	-

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司担保余额 32.93 亿元，其中对外担保 2.86 亿元，系对上海湘芒文化投资有限公司提供的担保，公司或有风险相对可控。

财务弹性方面，公司与包括建设银行、农业银行、广发银行、浙商银行等在内的多家金融机构保持了良好的合作关系。截至 2018 年 3 月末，公司合并口径下获得主要合作金融机构授信总额约为 51.39 亿元，其中未使用的授信额度约为 20.46 亿元。同时，考虑到作为上市企业，公司融资渠道较为畅通，财务弹性较好。

总体来看，公司债务规模有所增加；受政策影响，公司当年销售规模减少，使得获现能力和偿债能力均有所减弱，货币资金对短期债务的保障不足。同时，公司土地储备规模较小，未来其偿债能力将在较大程度上取决于项目销售情况。

抵押担保

2015 年 10 月 26 日，深圳三新房地产开发有限公司股东会同意以其持有的深圳三湘海尚花园 200 套商铺不动产作为抵押物，为三湘股份有限公司 2016 年公司债券提供抵押担保，以增进其信用。2015 年公司将持有的深圳三新 15.5% 的股权出售，但其对公司 2016 年公司债券提供的抵押担保仍然有效。根据沃克森（北京）国际资产评估有限公司于 2018 年 5 月 4 日出具的抵押资产评估报告书（沃克森评报字（2018）第 0521 号）显示，以 2018 年 3 月 23 日为评估基准日，采用市场法和收益法两者结果的算术平均值，得到该抵押物的市场评估价值为 194,321.92 万元，同比增长 4.34%，对

应的抵押率约为 30.57%。

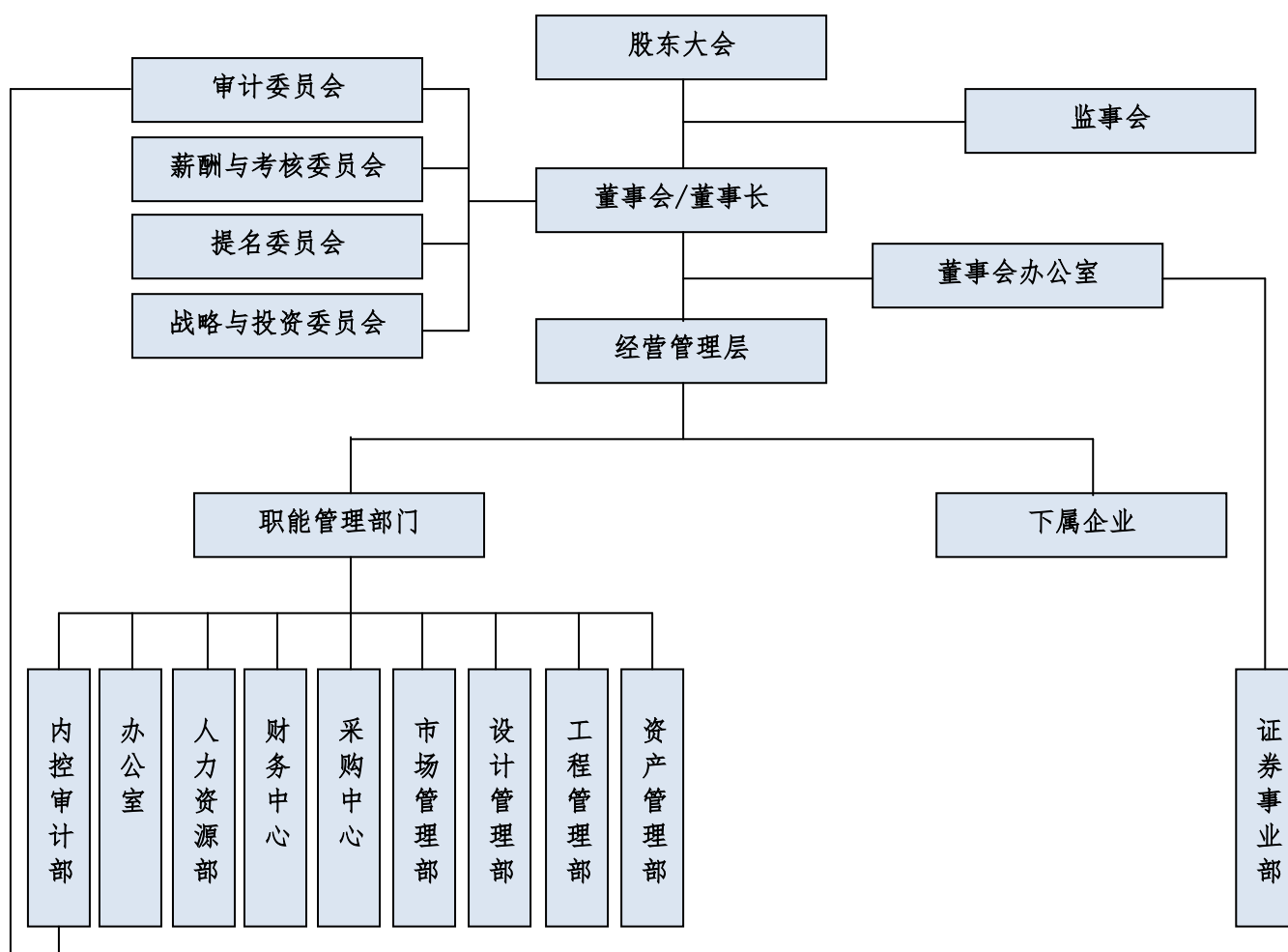
整体来看，中诚信证评认为抵押物评估结果较为合理，在债券存续期内，中诚信证评会对抵押物的价值给予持续关注。

结 论

综上所述，中诚信证评维持三湘印象主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；维持“三湘股份有限公司2016年公司债券”信用等级为**AA⁺**。

[illegible]

附二：三湘印象股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附三：三湘印象股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	35,615.34	99,872.30	43,692.61	27,799.59
应收账款净额	2,237.54	6,644.03	15,924.54	6,616.532
存货净额	1,184,590.61	962,793.10	954,230.93	967,254.29
流动资产	1,233,100.54	1,083,079.54	1,024,608.95	1,021,480.53
长期投资	36,950.76	49,849.59	42,891.59	44,384.43
固定资产合计	46,143.84	45,172.26	51,082.98	50,446.72
总资产	1,347,658.05	1,386,201.68	1,306,990.75	1,303,930.63
短期债务	70,410.36	35,489.34	99,741.07	119,632.53
长期债务	388,509.51	365,790.59	443,131.19	440,550.00
总债务（短期债务+长期债务）	458,919.87	401,279.93	542,872.26	560,182.53
总负债	1,046,281.22	723,984.88	671,752.35	677,448.25
所有者权益（含少数股东权益）	301,376.83	662,216.80	635,238.39	626,482.38
营业总收入	51,950.29	670,484.85	247,391.82	17,425.69
三费前利润	16,298.67	175,410.92	75,643.99	2,936.87
投资收益	42,327.55	435.50	-1,566.70	38.52
净利润	7,958.78	93,920.57	22,476.68	-8,986.17
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	35,228.07	153,963.04	61,879.58	-
经营活动产生现金净流量	-76,890.75	69,110.45	-254,567.34	-17,463.50
投资活动产生现金净流量	53,627.78	-63,309.80	19,026.69	-1,468.80
筹资活动产生现金净流量	-139,357.77	59,643.86	179,329.00	3,048.47
现金及现金等价物净增加额	-162,332.95	65,248.96	-56,235.51	-15,893.02
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	39.57	32.30	34.68	22.92
所有者权益收益率（%）	2.64	14.18	3.54	-1.43
EBITDA/营业总收入（%）	67.81	22.96	25.01	-
速动比率（X）	0.08	0.36	0.33	0.25
经营活动净现金/总债务（X）	-0.17	0.17	-0.47	-0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	-1.12	1.95	-2.55	-0.15
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.77	2.11	-9.95	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.81	4.71	2.42	-
总债务/EBITDA（X）	13.03	2.61	8.77	-
资产负债率（%）	77.64	52.23	51.40	51.95
净负债率（%）	140.46	45.51	78.58	84.98

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2018 年一季度所有者权益收益率已经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。