

宏润建设集团股份有限公司

2009年公司债券跟踪评级报告

主体长期信用等级 AA⁻级

本期债券信用等级 AA级

评级时间 2011年5月6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.

宏润建设集团股份有限公司 2009 年公司债券跟踪评级报告
概要

编号: 【新世纪跟踪 (2011) 100036】

宏润建设集团股份有限公司 2009 年公司债券
存续期间 五年期债券 5 亿元人民币, 2009 年 11 月 13 日 - 2014 年 11 月 13 日

跟踪评级:	主体长期信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
跟踪评级:	AA 级	稳定	AA 级	2011 年 5 月
首次评级:	AA 级	稳定	AA 级	2010 年 4 月
	AA 级	稳定	AA 级	2009 年 4 月

主要财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年
发行人: 宏润建设			
资产总额(亿元)	46.52	61.10	80.79
货币资金(亿元)	6.66	14.11	11.01
负债总额(亿元)	33.76	43.95	60.45
所有者权益(亿元)	12.33	15.27	18.16
营业收入(亿元)	48.17	59.91	60.45
净利润(亿元)	2.56	3.09	3.22
经营性现金净流入量(亿元)	1.92	2.52	-9.05
EBITDA(亿元)	4.74	5.58	6.40
EBITDA/利息支出(倍)	6.53	8.09	4.70
资产负债率(%)	72.56	71.93	74.82
流动比率(%)	125.89	159.30	134.51
现金比率(%)	20.75	42.17	22.13
净资产收益率(%)	23.14	22.43	19.29
担保人: 宏润控股			
资产总额(亿元)	58.69	71.21	94.57
所有者权益(亿元)	6.94	7.75	8.30
营业收入(亿元)	49.84	60.90	61.87
净利润(亿元)	1.30	0.91	0.72

注: 1、根据宏润建设和宏润控股经审计的 2008-2010 年合并财务报表整理、计算;

2、上表中所有者权益为归属于母公司所有者权益, 净利润为归属于母公司所有者的净利润。

分析师

熊桦、覃斌

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

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

2010 年, 宏润建设继续推进建筑施工和房地产等核心主业的发展, 经营规模进一步扩大, 营业收入继续增加, 经营效益稳步提升。当前国家针对房地产市场调控力度的持续加大使得公司房地产业务经营压力增加。

- 受益于外部环境向好发展, 凭借自身在建筑施工领域不断增强的竞争实力, 宏润建设 2010 年业务量持续实现较快增长。
- 宏润建设 2010 年末货币资金存量相对充裕, 能够为即期债务的偿付提供支撑。
- 宏润控股的连带责任保证担保可在一定程度上增强本期债券本金及利息到期偿付的可靠性。
- 房地产市场受国家调控政策力度加大, 宏润建设经营风险有所增加; 境外房地产开发项目在所在国政治、经济环境以及汇率等方面存在一定的风险。
- 2010 年以来, 宏润建设开始逐步涉足太阳能光伏行业, 业务后续发展情况需加以关注。
- 2010 年, 宏润建设由于房地产业务增加土地储备, 经营环节现金流出量大幅增加。
- 随着自身业务的不断发展, 宏润建设在资金、技术装备和人员储备等方面面临一定的压力。


评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

跟踪评级报告

按照宏润建设集团股份有限公司(以下简称“宏润建设”)2009年公司债券信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据宏润建设提供的经审计的2010年财务报表及相关经营数据,对宏润建设的财务状况、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。

一、债券发行情况

该公司于2009年11月13日发行了待偿还余额为5亿元人民币的2009年公司债券,期限为5年,并于2009年12月11日起在深圳证券交易所挂牌交易(证券代码112016,证券简称“09宏润债”)。截至2010年末,公司待偿还债券本金余额为5亿元。

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

2010年,该公司继续完善治理结构,规范公司运作,通过不断加强内部管理,确保日常经营管理的有序开展。公司通过开展公司治理专项活动,建立健全并严格执行《重大信息内部报告制度》、《募集资金管理制度》、《信息披露事务管理制度》等相关制度;同时为进一步规范对外投资行为,加强对投资风险控制,公司于当年制定实施了《风险投资管理制度》。

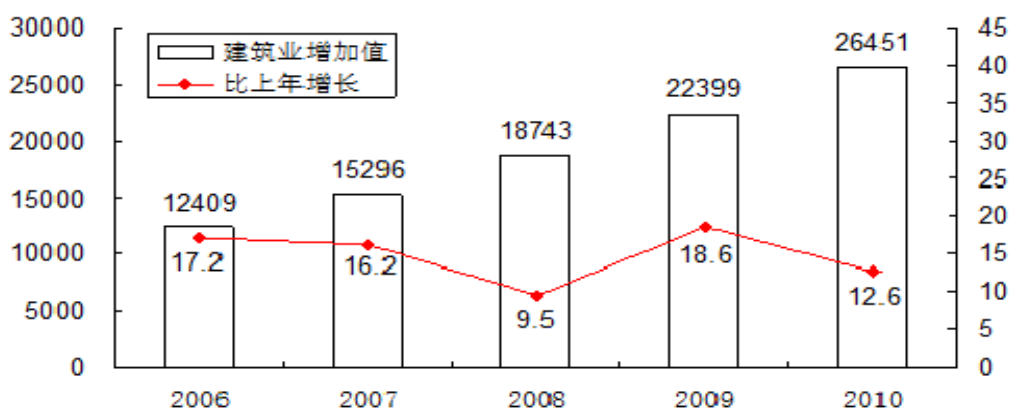
(二) 行业状况

1. 建筑业

2010年,全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业(不含劳务分包建筑业企业)完成建筑业总产值95206亿元,比上年增长24.0%。全年全社会建筑业实现增加值26451亿元,比上年增长12.6%(如图表1所示);全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业共实现利润3422亿元,比上年增长25.9%。

从2011年发展情况来看,国家对于住宅市场调控力度的加大,信贷政策的逐渐收紧等因素会对主要业务领域集中于房地产建筑施工的企业产生一定负面影响,但随着国内经济持续向好,以及全社会对保障性住房、轨道交通、水利设施建设等领域的持续投入,从事相关领域业务的建筑企业仍面临一定的发展空间。

图表--1. 2006-2010 年我国建筑业增加值变动情况 (单位: 亿元)



资料来源: 国家统计局

与发达国家相比, 目前我国城市轨道交通仍然处于初级发展阶段。除了北京、上海两地城市轨道交通发展相对成熟外, 国内其他地区发展相对滞后。近年伴随着国家拉动内需政策措施的出台, 对于城市轨道交通领域建设的支持力度加大, 目前我国已被获批运营、开建、筹划地铁的城市共有 28 个, 行业未来发展空间较大。仅从上海情况来看, 根据《上海市城市快速轨道交通近期建设规划 (2010-2020 年)》显示, 2010 年至 2020 年, 上海新一轮的轨道交通建设项目将有 13 项, 包括 5 条延伸线和 8 条新建线, 线路总长合计约 310 公里, 车站 189 座。总体来看, 国内轨道交通领域建设步伐的加快对相关企业发展可以提供较好的外部支撑。

2. 房地产业

为促进房地产行业长期健康发展, 2010 年 4 月中旬开始, 国家针对房地产市场密集出台了“国十一条”、“国十条”和“新国五条”等多项旨在抑制房价过快上涨、打击投机性购房的调控措施, 并先后提出了严格的差别化住房信贷政策、暂停第三套购房行为、提高商品住房首付比例等一系列调控细则。

2010 年全年来看, 在房地产政策持续紧缩等因素影响下, 房地产市场景气度回落, 根据国家统计局数据显示, 2010 年我国房地产开发景气指数先扬后抑, 年末为 101.79, 同比下滑 1.87 点。从销售来看, 2010 年国内实现商品房销售面积 10.43 亿平方米, 较 2009 年增长 10.1%, 但增幅比 2009 年减少 32 个百分点。但与此同时, 我国房地产开发力度继续增强, 全年完成房地产开发投资 48267 亿元, 同比增长 33.2%, 较 2009 年上升 17.1 个百分点; 当年新开工房屋面积 16.38 亿平方米, 同比增长 40.7%。预计 2011 年, 开发商面临开发规模扩大而市场需求增长放缓、销售现金回笼能力减弱、融资渠道逐步收紧的行业形势。

总体来看，我国城市化进程加快推进、经济持续较快速发展等因素仍有助于房地产市场的长期发展，但房地产市场受政策影响较大，周期性波动明显。2010年以来政府针对房地产行业调控力度不断加大，细化政策不断出台，预计中短期内国内房地产市场面临的不确定性因素将明显增加，房产开发商面临着较为严峻的行业局面。

（三）经营状况

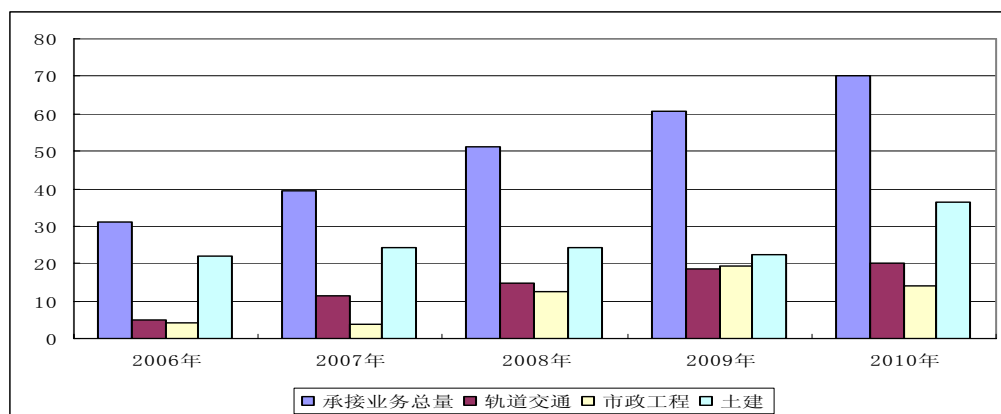
2010年，该公司在巩固上海市场的同时，继续积极开发外地区域市场，当年实现营业收入60.45亿元，同比增长0.9%；其中建筑施工业务实现收入49.87亿元，占82.50%；房地产开发业务实现收入9.45亿元，占15.63%。

1. 建筑施工业务

该公司建筑施工业务市场定位以承建国家、省、市重点基础设施项目和其他政府背景业务为主，资金回收安全性相对较高，为公司的稳步发展提供了较好的保障。公司建筑施工业务综合实力较强，2010年荣获了1项中国土木工程詹天佑奖、4项中国市政工程金杯奖和其他20项省市优质工程奖。

2010年，通过积极参与轨道交通建设、大力拓展新市场，该公司建筑施工业务得以持续发展，当年建筑施工业务新承接订单70.08亿元，较2009年增长15.8%。从业务结构来看，近几年在公司新承接的合同中，轨道交通施工合同的承接量呈逐年增长的趋势（如图表2所示）。

图表--2. 公司2006-2010年业务承接量分类比较图（单位：亿元）



资料来源：宏润建设

该公司是国内最早进入轨道交通建设领域的民营企业之一，在该业务领域显示了较强的竞争力。2010年公司新承接轨道交通工程项目合同金额19.98亿元，较2009年增长7.13%，全年完成盾构推进15公里。当年公司继续巩固在上海、杭州等核心市场的业务，相继中标上海轨道交通12号

线、杭州地铁 2 号线等项目的部分标段，同时公司继续区域市场开拓，将业务领域拓展到青岛、宁波等市场，承接了青岛地铁 3 号线、宁波轨道交通 2 号线等项目标段，进入施工城市数量达到 10 个。随着国内轨道交通领域建设的不断加快，预计公司该领域的业务有着较大的发展空间。

在地铁盾构施工业务竞标中，盾构设备的数量是反映一个企业竞标能力的重要指标。该公司注重设备采购以满足业务发展需要，拥有盾构设备数量不断增加。2010 年公司新购置盾构设备 6 台，年末拥有盾构掘进设备 21 台，另外公司拥有先进吊车设备 4 台、地下连续墙设备 2 台、钢支撑 12000 余吨、行车 30 台。

2010 年，该公司新承接市政工程项目合同 13.84 亿元，主要承揽标的项目包括上海污水治理白龙港片区南线输送干线完善工程 SST2.5 标、佛山市南海区海八路隧道工程施工（第 II 标段）等。土建业务方面，公司通过与雅居乐等房产商合作，承接其项目施工业务；2010 年公司承接土建工程承接项目金额增长快，为 36.26 亿元，较 2009 年增长 62.16%，主要承接项目包括广州雅居乐花园北区项目相关工程、上海闵行区浦江镇新选址 1 号基地 3 号地块配套商品房项目 B 工程等。

2. 房地产开发业务

该公司的房地产开发业务以普通商品住宅及配套商业房为主，业务发展重点区域为长三角地区，并由中心城市逐步向二、三线城市扩展，现有房地产项目分布于上海、江苏、浙江、山东、蒙古国乌兰巴托市等。公司坚持低价拿地的策略，所开发土地购买价格相对较低，同时为减轻资金压力多采用滚动开发方式，主要融资渠道为自有资金和银行借款。

该公司 2010 年实现房地产开发业务收入 9.45 亿元，主要来自象山宏润花园等项目。公司 2010 年末处于开发中的房地产项目主要为龙口宏润花园、无锡宏诚花园和乌兰巴托上海宏润花园小区项目，均系分期开发（如图表 3 所示）。

图表--3. 截至 2010 年末公司在建房地产项目情况

项目	建筑面积 (平方米)	计划投资规模 (万元)	已投入资金 (万元)
无锡宏城花园	419,010	153,670	61,059
龙口宏润花园	340,000	104,821	52,288
乌兰巴托上海宏润花园小区	600,000	15,070 (美元)	1,886 (美元)

资料来源：宏润建设

该公司 2011 年拟开工建设的项目为上海配套商品房闵行区君莲基地和浦江 2 号地块的相关项目。上述项目根据与上海市住宅发展中心签署的协议书，约定各单体完成结构封顶并取得《商品房预售许可证》后 10 天内，即可收到住宅发展中心购房款的 60%，剩余房款待小区交付后付清，总体来看开发风险相对较小。

图表--4. 公司 2011 年拟开工房地产项目情况

项目	建筑面积 (平方米)	计划投资规模 (万元)	开工时间
浦江馨都	157,783.53	64,605	2011年上半年
君莲基地	226,158.00	104,500	2011年下半年

资料来源：宏润建设

2010 年，为增强业务后续发展潜力，该公司增加土地储备，成功竞得了哈尔滨和嘉兴两地共计 49.91 万平方米的土地，土地价款共计 21.04 亿元，已支付 19.31 亿元。目前公司项目储备相对充足，有利于房地产业务持续发展。但随着各级政府对于国内房地产市场调控力度的不断加大，房地产市场环境日益严峻，加大了公司业务开展难度。

3. 其他

2010 年以来，为了进一步拓展利润增长点，该公司逐步开始涉足太阳能光伏领域。2010 年公司作为战略投资者投资 6750 万元，参股江苏金太阳电力有限公司¹（以下简称“江苏金太阳”），截至 2010 年末，公司持有其 25% 股权；2011 年 2 月，公司发布公告，拟以 20230 万元受让江苏金太阳持有的上海交大泰阳绿色能源有限公司 76.07% 股权²。太阳能光伏作为新兴高科技环保产业，属于政策支持行业。同时，太阳能光伏行业与公司目前主业建筑业具有较高关联度，国家《推动太阳能光电建筑应用的实施办法》的出台，金太阳示范工程的启动，对推动国内光伏建筑一体化发展能起到良好的推动作用。但同时，公司在该业务领域经营经验较为欠缺，且目前太阳能光伏产业销售以外需为主，内需尚不足，公司进入太阳能光伏领域面临着相应的经营难度，业务经营效率有待关注。

（四）财务状况

2010 年，该公司继续推进建筑施工和房地产业务发展，工程承揽和建设力度的加大，房地产土地储备量的增加等使得资金需求量加大，公司通

¹主要业务包括硅料拉棒、切片，生产太阳能电池片，电池组件，太阳能系统工程等，截至 2010 年资产总额 3.80 亿元，2010 年实现营业收入 4.13 亿元，净利润 0.40 亿元。

²主要生产太阳能光伏电池片和电池组件，年生产太阳能电池片和电池组件约 100MW，产品主要销往国外市场，截至 2010 年末资产总额 3.74 亿元，2010 年实现营业收入 8.59 亿元，净利润 0.07 亿元。截至评级报告日，该项股权交易已完成。

过增加银行借款等方式满足资金需求；加之应付账款随着业务量的增加而同比增长等因素影响，截至 2010 年末公司负债总额达到 60.45 亿元，同比增长 37.55%。受负债上升影响，公司年末资产负债率为 74.82%，同比上升 2.89 个百分点，负债经营程度提高。

从债务构成来看，该公司 2010 年末银行借款共计为 19.27 亿元（占负债总额 31.88%），较 2009 年末增长 77.88%，增加的主要是短期借款。应付账款随着经营规模的扩大增加至 17.34 亿元，较 2009 年末增长 19.62%；其它应付款为 9.45 亿元，增加的主要是下属房地产公司少数股东提供的资金，用于缴纳土地出让金款项。公司年末应付债券为 4.96 亿元。上述四类负债合计为 51.02 亿元，占负债总额的 84.39%。

2010 年，该公司实现主营业务毛利 9.17 亿元，较上年增长 13.99%；其中建筑施工业务实现毛利 5.18 亿元，占 56.49%；房地产业务实现毛利 3.76 亿元，占 41.00%。公司 2010 年三项期间费用共计为 2.03 亿元；受借款规模增加、公司债券付息等因素影响，公司当年利息支出增长，使得财务费用支出规模明显上升，进而使得当年三项期间费用较 2009 年增长 38.18%。2010 年公司单位收入期间费用率为 3.35%，较 2009 年小幅上升 0.90 个百分点。公司 2010 年投资收益和营业外收支净额相对较小，对公司盈利影响不大。公司当年实现净利润 3.21 亿元，较 2009 年增长 3.68%。

2010 年，受到房地产业务增加土地储备，土地出让金支出规模大幅增加的影响，该公司当年经营性现金流体现为净流出状态，为 -9.05 亿元。公司 2010 年继续增加盾构机等机械设备的投资，以及针对太阳能光伏业务对外投资的增加，当年投资性现金净流出 1.21 亿元。随着当年经营规模扩大，公司加大银行借款融资以满足营运资金上升需求，筹资活动现金净流入 6.85 亿元，同比增长 17.10%。

2010 年，该公司通过送股，股本增至 4.5 亿元，同时较好的经营积累使得资本实力进一步增强，年末所有者权益为 20.34 亿元，较 2009 年末增长 18.60%。

随着经营规模扩大，2010 年末，该公司资产总额为 80.79 亿元，同比增长 32.23%。公司年末流动资产为 66.89 亿元，占资产总额的 82.79%；流动比率和速动比率分别为 134.51% 和 38.43%，受到当年流动负债规模上升较快影响，短期偿债能力有所下滑。

该公司 2010 年末流动资产中，存货为 45.14 亿元，占 67.48%，主要体现为拟开发土地、工程施工和在在建开发产品，分别占存货的 46.63%、27.38% 和 19.05%；受当年土地储备量增加影响，年末存货规模同比增长

66.98%；当前国内住宅房地产市场受国家调控影响加大，公司房产类存货的变现能力预计会相应受到一定影响。公司年末货币资金余额为 11.01 亿元，占 16.46%，现金比率为 22.13%。公司 2010 年末非流动资产为 13.90 亿元，同比增长 78.23%，主要是新增加的长期应收款，主要体现为 BT 项目款³。

综上所述，该公司 2010 年经营规模进一步扩大，营业收入规模和经营效益持续提升。为满足业务发展的资金需要，公司融资力度的加大使得债务规模增加，负债经营程度上升。但公司货币资金相对充裕，能对即期债务偿付形成一定支撑。从未来发展来看，随着国内城市轨道交通的快速发展，公司建筑施工业务的发展空间仍较大；但房地产业务受政策调控影响，业务经营不确定性增加；此外，公司新进入的太阳能光伏领域的经营发展情况需进一步关注。

该公司本期债券由控股股东浙江宏润控股有限公司（简称“宏润控股”）提供全额无条件不可撤销的连带责任担保。截至 2010 年末，宏润控股经审计的合并会计报表口径资产总额为 94.57 亿元，所有者权益为 20.62 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 8.30 亿元）；全年实现营业收入 61.87 亿元，净利润 2.51 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 7223.54 万元），本期债券担保方担保能力无明显变化。

本评级机构仍将关注：（1）政府针对住宅房地产市场的政策调控力度日趋加大，对宏润建设房地产业务后续开展及相关施工业务承接的影响程度；（2）宏润建设新涉足的太阳能光伏业务的发展状况，及其对公司整体经营业绩所产生的影响；（3）宏润建设在资金、技术、装备和人才等方面对其业务扩张的满足程度。

经本评级机构信用评级委员会评审，决定维持宏润建设集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺级，评级展望为稳定；维持宏润建设集团股份有限公司 2009 年公司债券信用等级为 AA 级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2011 年 5 月 6 日

³ 2010 年开始，根据相关规定，该公司 BT 业务会计政策发生变更，导致当年长期应收款大幅增加，详见公司 2010 年年报。

附录一

主要财务指标表

主要财务指标	2008年	2009年	2010年
资产总额(亿元)	46.52	61.10	80.79
流动负债(亿元)	32.08	33.46	49.73
归属于母公司所有者的权益(亿元)	12.33	15.27	18.16
营业收入(亿元)	48.17	59.91	60.45
EBITDA(亿元)	4.74	5.58	6.40
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	2.56	3.09	3.22
经营性现金净流入量(亿元)	1.92	2.52	-9.05
投资性现金净流入量(亿元)	-2.79	-1.06	-1.21
资产负债率(%)	72.56	71.93	74.82
长期资本固定化比率(%)	42.53	28.22	44.76
流动比率(%)	125.89	159.30	134.51
速动比率(%)	51.84	68.15	38.43
现金比率(%)	20.75	42.17	22.13
应收账款周转速度(次)	11.11	10.29	12.59
存货周转速度(次)	1.92	2.06	1.42
固定资产周转速度(次)	14.34	13.69	13.24
总资产周转速度(次)	1.18	1.11	0.85
毛利率(%)	14.21	13.43	15.17
营业利润率(%)	6.95	6.91	7.04
利息保障倍数(倍)	5.47	6.76	4.02
总资产报酬率(%)	9.69	8.66	7.71
净资产收益率(%)	23.14	22.43	19.29
营业收入现金率(%)	91.92	93.32	86.30
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	6.90	7.68	-21.76
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-3.15	4.45	-24.67
EBITDA/利息支出(倍)	6.53	8.09	4.70
EBITDA/流动负债(倍)	0.17	0.17	0.15

注：根据宏润建设经审计的2008-2010年财务报表整理、计算。

附录二

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%
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%
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]
流动比率	期末流动资产总额 / 期末流动负债总额 × 100%
速动比率	(期末流动资产总额 - 存货净额 - 预付账款 - 待摊费用 - 待处理流动资产损益) / 期末流动负债总额 × 100%
现金比率	(期末货币资金 + 期末短期投资净额 + 期末应收票据 < 银行承兑汇票 > 余额) / 期末流动负债总额 × 100%
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 - 报告期营业成本 / 报告期营业收入 × 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	(报告期税前利润 + 报告期列入财务费用的利息支出) / 报告期利息支出 × 100%
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	报告期归属于母公司所有者的净利润 / [(期初归属于母公司所有者权益 + 期末归属于母公司所有者权益) / 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流动负债比率	报告期经营性现金流量净额 / [(期初流动负债 + 期末流动负债) / 2] × 100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额 / [(期初流动负债 + 期末流动负债) / 2] × 100%
EBITDA/利息支出	EBITDA / 报告期利息支出
EBITDA/流动负债	EBITDA / ((期初流动负债 + 期末流动负债) / 2)

注：(1)上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

(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

(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)

(4) 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

(5) 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。

附录三

评级结果释义

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。