

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： 2012 年 5 月 29 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.

cninf
巨潮资讯

www.cninfo.com.cn

中国证监会指定信息披露网站

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[2012]100102】

存续期间 5 年期债券 5 亿元人民币, 2009 年 11 月 13 日 - 2014 年 11 月 13 日

	主体长期信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA 级	稳定	AA 级	2012 年 5 月
前次跟踪:	AA 级	稳定	AA 级	2011 年 5 月
首次评级:	AA 级	稳定	AA 级	2009 年 4 月

主要财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人合并数据及指标			
流动资产	53.30	66.89	81.63
货币资金	14.11	11.01	13.78
流动负债	33.46	49.73	63.82
短期刚性债务	6.49	15.18	23.86
所有者权益	17.15	20.34	22.01
营业收入	59.91	60.45	61.12
净利润	3.09	3.21	1.27
经营性现金净流入量	2.52	-9.05	4.61
EBITDA	5.58	6.40	5.08
资产负债率[%]	71.93	74.82	76.29
流动比率[%]	159.30	134.51	127.92
现金比率[%]	42.17	22.13	21.63
利息保障倍数[倍]	6.76	4.02	1.93
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	7.68	-21.76	8.11
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	4.45	-24.67	3.28
EBITDA/利息支出[倍]	8.09	4.70	2.67
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.80	0.59	0.26
担保方: 宏润控股			
资产总额(亿元)	71.21	94.57	112.76
归属于母公司所有者权益(亿元)	7.75	8.30	8.63
营业收入(亿元)	60.90	61.87	62.79
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	0.91	0.72	0.40

注: 根据宏润建设和宏润控股经审计的 2009-2011 年财务报表数据整理、计算。

分析师

熊桦、朱侃

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

2011 年, 宏润建设继续推进建筑施工和房地产等主业的发展, 经营规模进一步扩大。国家对房地产市场的调控使得公司房地产业务经营及盈利面临较大压力。且随着业务发展融资规模的增加, 公司债务负担进一步加重。

- 宏润建设 2011 年建筑施工业务发展稳定, 项目承接量继续保持增长, 业务收入规模持续扩大。
- 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。
- 受到国内房产调控及业务开发节奏等因素影响, 宏润建设房地产业务发展面临一定压力。
- 受房产结转量下降等因素影响, 宏润建设 2011 年利润出现下滑。
- 随着市政 BT 等建筑施工业务的开展, 及房地产业务投入的推进, 宏润建设面临着较大的资金需求。
- 宏润建设新进入的太阳能光伏产业的业务运营效率有待关注。

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公司对本期公司债券的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有本期公司债券的一种建议。报告中引用的资料主要由宏润建设提供, 所引用资料的真实性由宏润建设负责。

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、该公司或公司）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 2011 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，得出跟踪评级结论如下。

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”）。目前本期公司债券付息情况正常。

此外，根据中国银行间市场交易商协会中市协注【2012】CP85 号《接受注册通知书》，同意该公司注册发行规模不超过 2.2 亿元的短期融资券。公司于 2012 年 5 月发行了待偿还余额为 2.2 亿元的 2012 年度第一期短期融资券，期限为 365 天。

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

该公司根据自身经营特点和管理需要，建立了涵盖工程业务管理、质量管理、安全管理、财务管理、对外投资等环节的内控管理制度。2011 年，公司进一步完善内控管理体系，对《内幕信息知情人登记管理制度》等制度进行了修订。

2011 年 12 月间，该公司控股股东浙江宏润控股有限公司（简称“宏润控股”）增持公司股份共计 1,570,094 股；截至年末，宏润控股持有公司股份比例为 44.80%。

（二）业务运营

2011 年，该公司在巩固上海市场的同时，继续开发外地区域市

场。公司积极参与政府基础设施项目，提升建筑施工业务的承接量；并通过参与上海保障房项目建设，以稳步发展自身房地产业务。2011年公司在房地产业务收入下滑的情况下，依靠建筑施工业务的稳步发展及新增的太阳能光伏业务，当年实现营业收入 61.12 亿元，较上年增长 1.11%；其中建筑施工业务实现收入 57.57 亿元（较上年增长 15.44%），占 94.20%。

1. 建筑施工业务

建筑业是我国重要支柱产业之一，其发展主要受宏观经济发展及固定资产投资等因素的驱动。近期，国内建筑业发展虽然面临着房地产调控、通货膨胀等不利因素的影响，但在政府推动保障房建设、加大水利、地铁等基础设施投资力度的情况下，建筑业市场发展空间仍较大。2011 年我国全社会建筑业实现增加值 32020 亿元，比上年增长 10.0%。

该公司建筑施工业务定位以承接国家、省、市重点基础设施项目和其他政府背景业务为主。2011 年，通过积极参与国内主要城市轨道交通建设，大力拓展新市场，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 80.17 亿元，较上年增长约 14%。

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。公司近年来在巩固上海、杭州等核心市场的同时，不断向外开拓，现已进入武汉、苏州、南京、西安、青岛、宁波、大连等城市的地铁建设领域。2011 年公司新承接轨道交通工程项目合同金额 15.92 亿元，全年完成盾构推进 16 公里。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。截至 2011 年末，公司拥有盾构掘进设备 21 台、成槽机 2 台、钢支撑 12000 余吨、行车 30 台。

在市政工程建设方面，2011 年该公司新承接市政工程项目合同 18.50 亿元。为把握市场机遇，提升盈利空间，公司积极尝试市政项目 BT 业务，2007、2008 年公司分别中标启东市“十一五”期间重点交通工程 BT 项目（简称启东 BT 项目）和宁波市东外环—南外环立交 BT 项目（简称宁波 BT 项目），项目合同总价合计为 9.87 亿元。上述两个项目现均处于回购期，其中启东 BT 项目回购期为 2008 年-2014 年；宁波 BT 项目回购期为 2011 年-2014 年。2011 年 7、8 月

份，公司先后中标了武汉市黄陂区岱黄公路刘店立交综合改造工程 BT 项目和兰州市深安大桥工程 BT 项目。

图表--1. 公司 2011 年新承接 BT 项目情况

项目	中标价 (万元)	工期	回购期	截至 2011 年末项目进展
兰州市深安大桥工程 BT 项目	67,139.73	24 个月	建成后三年	开展前期工作中
武汉市黄陂区岱黄公路刘店立交综合改造工程 BT 项目	56,622.39	900 天	建成后四年六个月	开展前期工作中

资料来源：宏润建设 2011 年报

在房屋土建业务方面，该公司 2008 年开展房地产业务以来，通过与雅居乐等大型房产商保持长期的合作关系，保障施工业务的发展。而在目前住宅市场受政策调控较严的情况下，公司积极参与动迁安置房、商业房产项目等的施工业务。2011 年公司承接土建工程承接项目金额为 45.67 亿元，主要承接项目包括上海新建万源城 C 街坊商品住宅及幼儿园项目 2 标段、上海控江路紫荆广场商办楼、罗店大型居住社区动迁安置房（C6 地块）项目等。

2. 房产开发业务

房地产业发展受政策影响大。近年国家对房地产市场保持着较大的调控力度，房地产开发商在资金链、库存、开发节奏等方面面临较大的压力。

该公司 2011 年实现房地产开发业务收入 0.97 亿元，受国家对房地产行业宏观调控及公司房地产业务开发节奏等因素影响，公司房地产业务收入较上年减少 8.47 亿元。截至 2011 年末公司完工开发产品为 2.03 亿元。公司 2011 年末处于开发中的房产项目包括龙口宏润花园（北区）、无锡宏诚花园、乌兰巴托上海宏润花园小区（一期）、宏润丽都、浦江馨都等项目。其中，公司于 2011 年新开工的宏润丽都和浦江馨都项目，均系保障房项目。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，即可累计收到住宅发展中心购房款的 90%，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--2. 截止 2011 年末公司在建房产项目情况

房地产项目	总建筑面积 (m ²)	项目预计总投资 (万元)	已投入资金 (万元)	开工时间
宏润丽都	226,158	104,500	37,495	2011年4月
浦江馨都	157,783	92,279	30,554	2011年6月
乌兰巴托宏润上海花园 (一期)	281,500	96,448	15,344	2010年5月
龙口宏润花园 (北区)	204,949	52,000	23,725	2010年6月
无锡宏城花园	420,440	153,670	65,948	2007年5月
衡阳电脑城 (二期)	64,308	28,146	2,503	2011年10月
合计	1,355,138	527,043	175,569	--

资料来源：宏润建设

此外，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（已全部支付），主要规划项目包括哈尔滨宏润翠湖天地、嘉兴宏润花园等。其中哈尔滨宏润翠湖天地项目总投资预计为 51.5 亿元，计划于 2012 年内开工，分期进行开发，其中一期总投资约 18.80 亿元。

3. 太阳能光伏领域

2011 年 3 月，该公司以 2.02 亿元收购了上海交大泰阳绿色能源有限公司¹76.07% 股权（以下简称“上海泰阳”），正式涉足太阳能光伏领域。上海泰阳主要产品是单晶电池组件，由于主要客户集中于欧洲地区，销售受欧洲地区太阳能光伏产业发展及政策的影响大，上海泰阳当年净利润-0.42 亿元。

太阳能光伏作为新兴高科技环保产业，属于政策支持行业，且与该公司目前主业建筑业具有较高关联度。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一定的经营难度，太阳能光伏业务经营效益有待关注。

（三）财务质量

2011 年，该公司继续推进建筑施工等主业发展，工程承揽和建设力度的加大等使得资金需求量加大，公司通过增加银行借款等方

¹现已更名为上海泰阳绿色能源有限公司。

式满足资金需求。截至 2011 年末公司负债总额达到 70.85 亿元，同比增长 17.20%。受债务规模扩大影响，公司年末资产负债率为 76.29%，同比上升 1.47 个百分点，负债经营程度持续提高。

从债务构成来看，随着该公司年内长期借款的偿还，年末非流动负债减少至 7.03 亿元，长短期债务比相应下滑至 11.02%。公司年末非流动负债主要为 4.97 亿元的应付债券和 1.80 亿元的长期应付款（主要为融资租赁设备款）。公司 2011 年末流动负债中短期刚性债务共计为 23.86 亿元，占流动负债 37.39%；应付账款随着经营规模的扩大增加至 17.91 亿元，占流动负债 28.06%；其它应付款为 10.73 亿元，主要是房产项目公司前期款及少量的股东借款；预收款项为 7.58 亿元，主要系预收的龙口宏润花园（北区）等项目房款。

2011 年，该公司建筑施工业务继续保持了较好发展态势，带动了公司营业收入的增长。但受到房地产调控、开发节奏等因素影响，公司房地产业务结转量较上年出现较大下滑。毛利率较高的房地产业务量的下滑使得公司综合毛利率下滑至 10.50%。公司 2011 年营业毛利为 6.42 亿元，较上年下降 30.02%。公司 2011 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 1.27 亿元，较上年下滑 60.46%。

2011 年该公司营业收入现金率为 106.47%。公司施工业务按工程进度确认收入，且市政 BT、房地产项目等业务的收入确认及现金回笼存在一定时差，造成公司年度间营业收入现金率存在波动。2011 年，公司经营环节现金净流量为 4.61 亿元，与短期刚性债务的比率为 23.60%。公司 2011 年收购上海泰阳 76.07% 股权²，以及机器设备的支出等，造成当年投资环节现金流继续呈现净流出状态，为 -2.74 亿元。

随着经营规模扩大，2011 年末，该公司资产总额为 92.86 亿元，同比增长 14.94%。公司年末流动资产为 81.63 亿元，占资产总额的 87.91%；流动比率和速动比率分别为 127.92% 和 35.88%，受到当年流动负债规模继续上升影响，公司流动性有所下滑。

该公司 2011 年末流动资产中，存货为 56.81 亿元，占 69.59%，随着经营规模的扩大，公司存货规模较上年末增长 25.84%。公司年末存货主要体现为拟开发土地、在建开发产品和工程施工，分别占

² 转让价格 20,230 万元。

存货的 39.50%、31.21%和 23.89%；其中拟开发土地系公司 2010 年购得的位于哈尔滨和嘉兴两地共计 49.91 万平方米的土地，土地款已全部支付。当前国内住宅房地产市场受国家调控影响大，公司房产类存货的变现能力相应会受到影响。公司年末货币资金余额为 13.78 亿元，占 16.88%，现金比率为 21.63%。

该公司 2011 年末非流动资产为 11.23 亿元，同比减少 19.24%，主要是随着处于回购期的宁波 BT 项目等回购款的回收，公司长期应收款规模相应减少。2011 年末公司长期应收款为 2.81 亿元，较上年末减少-59.62%。

（四）增级因素

该公司本期债券由控股股东宏润控股提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。截至 2011 年末，宏润控股经审计的合并会计报表口径资产总额为 112.76 亿元，所有者权益为 22.36 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 8.63 亿元）；全年实现营业收入 62.79 亿元，净利润 1.04 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.40 亿元），本期债券担保方担保能力无明显变化。

综上所述，该公司 2011 年经营规模进一步扩大，建筑施工业务的较好发展保证了公司收入规模的持续增长；但政府对于房地产市场的调控使得公司房地产业务发展面临一定压力，公司通过积极参与保障房项目建设，稳定业务发展。为满足业务发展的资金需求，公司加大外部融资力度，负债经营程度继续上升。2011 年公司核心主业发展稳定，经营环节现金流较为充沛，能对即期债务偿付形成一定支撑。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。

同时，我们仍将持续关注：（1）政府针对住宅房地产市场的政策调控情况，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等。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2009 年	2010 年	2011 年
金额单位：人民币亿元			
流动资产合计	53.30	66.89	81.63
货币资金	14.11	11.01	13.78
流动负债合计	33.46	49.73	63.82
短期刚性债务	6.49	15.18	23.86
所有者权益合计	17.15	20.34	22.01
营业收入	59.91	60.45	61.12
净利润	3.09	3.21	1.27
EBITDA	5.58	6.40	5.08
经营性现金净流入量	2.52	-9.05	4.61
投资性现金净流入量	-1.06	-1.21	-2.74
资产负债率[%]	71.93	74.82	76.29
权益资本与刚性债务比率[%]	101.21	78.77	71.87
长期资本固定化比率[%]	28.22	44.76	38.66
流动比率[%]	159.30	134.51	127.92
速动比率[%]	68.15	38.43	35.88
现金比率[%]	42.17	22.13	21.63
现金类资产/短期刚性债务[倍]	2.17	0.73	0.58
应收账款周转速度[次]	10.29	12.59	13.29
存货周转速度[次]	2.06	1.42	1.07
固定资产周转速度[次]	13.69	13.24	11.99
毛利率[%]	13.43	15.17	10.50
营业利润率[%]	6.91	7.04	3.07
利息保障倍数[倍]	6.76	4.02	1.93
总资产报酬率[%]	8.66	7.71	4.23
净资产收益率[%]	20.69	17.11	5.99
营业收入现金率[%]	93.32	86.30	106.47
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	7.68	-21.76	8.11
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	4.45	-24.67	3.28
EBITDA/利息支出[倍]	8.09	4.70	2.67
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.80	0.59	0.26

注：表中数据根据宏润建设经审计的 2009-2011 年财务报表数据整理、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	期末负债合计/期末资产总计×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	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计 - 期末流动负债合计)×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%
现金类资产/短期刚性债务	(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)/期末短期刚性债务余额
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/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/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)/[(期初资产总计+期末资产总计)/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/短期刚性债务	= EBITDA/[(期初短期刚性债务 + 期末短期刚性债务)/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. 短期刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+其他具期短期债务

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

附录三：

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。