



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪433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，上调贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；上调本次债券的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年六月二十三日

## 三湘股份有限公司 2016 年公司债券跟踪评级报告（2017）

发行主体	三湘印象股份有限公司		
发行规模	10 亿元		
存续期限	2016/3/23~2019/3/23		
上次评级时间	2016/06/27		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA AA <sup>-</sup>	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA <sup>+</sup> AA	评级展望 稳定

### 概况数据

三湘印象	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	30.71	30.14	66.22	64.38
总资产（亿元）	115.18	134.77	138.62	123.24
总债务（亿元）	52.88	45.89	40.13	42.04
营业总收入（亿元）	12.71	5.20	67.05	6.30
营业毛利率（%）	36.05	39.57	32.30	41.93
EBITDA（亿元）	3.22	3.52	15.40	-1.71
所有者权益收益率（%）	3.87	2.64	14.18	4.69
资产负债率（%）	73.34	77.64	52.23	47.77
净负债率（%）	108.05	140.46	45.51	59.93
总债务/EBITDA（X）	16.40	13.03	2.61	24.61
EBITDA 利息倍数（X）	0.99	0.81	4.71	-3.41

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、2017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) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月23日

### 基本观点

2016 年三湘印象股份有限公司（以下简称“三湘印象”或“公司”）确立文化和地产双主业并举的战略布局，房地产项目区域布局良好，观印象品牌影响力较强、产品体系不断完善；同时，受益于多个房地产项目集中结算，公司当年房地产业务收入规模大幅增长，获现能力明显提升，经营所得对其债务本息的保障程度显著改善。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司土地储备获取难度且经营业绩有所波动等因素对公司整体经营及信用水平带来的不利影响。

综上，中诚信证评上调三湘印象主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定；上调“三湘股份有限公司 2016 年公司债券”信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

### 正 面

- 公司确立文化和地产双主业并举的战略布局。2016 年公司完成对观印象艺术发展有限公司（以下简称“观印象”）的收购，并于 2016 年 6 月将其纳入公司合并报表，未来公司将推进文化和地产业务的融合，多元化的业务布局有利于双主业协同效应的发挥和分散公司经营风险。
- 房地产项目区域布局良好。截至 2017 年 3 月末，公司在建及在售项目建筑面积合计 148.94 万平方米，均位于上海及北京，良好的区域布局可为其未来发展提供较好支撑。
- 观印象品牌影响力较强，产品体系不断完善。观印象是目前国内最知名、最成功的旅游演出创作和版权运营机构之一，自成立以来，观印象相继推出“印象”、“又见”、“最忆”和“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。
- 资本实力及营业收入大幅提升，偿债指标明显改善。受发行股份收购观印象的影响，2016 年公司自有资本实力大幅增长，同时，当年其多

个项目集中结算，全年实现营业收入 67.05 亿元，同比大幅增长 11.89 倍。受益于此，公司经营所得对其债务本息的保障程度得到显著改善。

## 关 注

- 未来土地获取情况。跟踪期内，公司仅于 2017 年 1 月在杭州获得一宗土地，规划建筑面积 11.60 万平方米。在土地市场竞争日益激烈的环境下，公司未来土地获取情况值得关注。
- 经营业绩有所波动。受房地产项目结算进度影响，近年公司经营业绩有所波动。同时，在房地产市场调控政策持续的影响下，预售证申领情况亦对其销售进展产生一定影响。

## 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和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](http://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期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，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，到期日为 2019 年 2 月 23 日，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。

## 重大提示

### 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，确立地产和文化双主业并举的战略布局

2015 年 7 月 6 日，公司公告拟以发行股份及支付现金相结合的方式收购观印象艺术发展有限公司（以下简称“观印象”）全体股东持有的观印象 100% 的股权，其中股份对价 9.5 亿元，现金对价 9.5 亿元，合计 19 亿元。2016 年 5 月 25 日，观印象就本次交易的发行股份及支付现金购买资产过户事宜办理了工商变更登记手续，并取得了北京市工商行政管理局换发的营业执照。2016 年 6 月公司将观印象纳入合并范围。

鉴于公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项已经实施完毕，2016 年 10 月 12 日公司名称由“三湘股份有限公司”变更为“三湘印象股份有限公司”。2016 年，公司进入企业重大战略调整期，确立“地产+文化”双主业并举的战略布局。

## 基本分析

2016 年以来，受“沪九条”、“沪六条”房地产调控力度持续升级影响，上海市商品住宅市场成交量波动明显，但成交均价仍呈上涨态势。同期，上海市住宅用地供应量收缩明显，成交溢价率持续处于高位。未来日趋严苛的土地出让条件及严格的土地竞拍资金来源审查，有望缓解土地市场高溢价成交现象。

2016 年上海市房地产开发建设基本保持平稳态势。2016 年上海市房地产开发投资 3,709.03 亿元，

同比增长 6.9%，增速较上年回落 1.3 个百分点。其中住宅开发投资 1,965.43 亿元，同比增长 8.4%，占全部房地产开发投资的 53.0%，比重提高 0.7 个百分点。房地产建设方面，2016 年上海市房屋施工总面积 15,111.24 万平方米，同比增长 0.1%，其中，住宅面积 8,073.94 万平方米，同比下降 3.6%。2016 年房屋新开工面积 2,840.95 万平方米，同比增长 9.1%，其中住宅新开工面积 1436.13 万平方米，同比下降 8.0%。受前几年新开工面积下降影响，本市商品房竣工面积同比下降。2016 年，本市商品房竣工面积 2,550.64 万平方米，比上年下降 3.6%。其中，住宅竣工面积 1,532.88 万平方米，下降 3.5%。

图 1：2016 年上海市商品住宅成交情况

单位：万平方米、亿元



资料来源：中指数据，中诚信证评整理

从市场交易表现来看，2016 年全市商品住宅成交面积为 2,019.80 万平方米，同比小幅增长 0.5%，增速回落明显。受“沪六条”和“沪九条”等调控政策的影响，上海市房地产市场成交量波动明显。分月份来看，3 月上海市商品住宅成交面积达到年内顶峰；3 月 25 日上海市率先发布“沪九条”，启动新一轮更加严格的房地产市场调控政策，受“沪九条”影响，4 月成交面积大幅下降；5 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 月相继出台“沪六条”和信贷监管措施，调控政策加码，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 38,369 元/平方米，同比增长 18.85%，成交均价呈上涨态势。库存方面，截至 2016 年末，上海市商品住宅库存总量为 661.04 万平方米，同比下降 38.53%，出清周期由 2015 年末的 7.35 个月缩短至 6.32 个月。

土地市场方面，近年来上海市严控新增建设用地规模，住宅用地供应规模收缩明显。2016年上海市共推出203宗土地，合计规划建筑面积1,650.28万平方米，同比下降15.1%，供应量达到近年来较低值，其中，商品住宅用地规划建筑面积414.92万平方米，同比下降29.8%，商品住宅用地供应量连续三年呈下滑态势。根据2015年12月通过的《中共上海市委关于制定上海市国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》，上海市“十三五期间逐年减少建设用地增量，规划建设用地总量实现负增长”，预计上海市未来的住宅用地供应量将维持减少的态势。成交方面，在土地供应量持续缩减及房地产开发企业拿地意愿强烈的共同影响下，2016年上海市住宅用地溢价成交情况增多且溢价率持续处于高位，全年商品住宅用地楼面均价为31,382元/平方米，同比大幅上涨79.4%。但考虑到未来日趋严格的土地出让条件以及“沪六条”调控政策中加强房地产企业参与土地竞拍资金来源合规性的审核，抬高了房地产企业参与土地竞拍的门槛，上海市土地高溢价成交的现象有望得到缓解。

**随着社会的进步、居民生活水平的提升及政策的大力支持，近年我国文化产业快速发展，在国民经济中所占的比重不断提高。**

近年来，国家明确提出扎实推进社会主义文化强国建设的战略任务，出台实施了一系列推进文化改革与发展的政策措施。2016年，国务院在“十三五”规划纲要中明确提出，“坚持把社会效益放在首位、社会效益和经济效益相统一，加快文化改革发展”；“丰富文化产品和服务”；“十三五”期间要实现“公共文化服务体系基本建成，文化产业成为国民经济支柱性产业”的目标。文化体制改革不断向纵深推进，文化产业实现快速发展。

图 2：2014~2016 年我国文化产业发展情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

根据国家统计局发布的数据，2014年我国文化产业实现增加值23,940亿元，同比增长12.1%，占同期GDP的比重为3.76%，较2013年提高0.13个百分点。2015年我国文化产业实现增加值27,235亿元，同比增长13.76%，占GDP的比重为3.97%，较上年继续增加0.21个百分点。2016年我国文化及相关产业增加值达到30,254亿元，首次突破3万亿元，占当年GDP的比重为4.07%，首次突破4%。文化产业在国民经济发展中的地位在不断提高，对经济的拉动作用在不断增强，文化产业已成为我国经济增长的新亮点和转型升级的新引擎。

## 业务运营

公司主要从事房地产开发和经营，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90%以上。2016年，公司房地产销售业务实现营业收入64.00亿元，同比大幅增长约16.44倍；2016年公司完成对观印象的收购，新增文化演艺业务，当年实现营业收入1.93亿元。

表 1：2014~2016 年公司营业收入构成情况

业务板块	2014	2015	2016
房地产销售	11.52	3.67	64.00
文化演艺	-	-	1.93
房屋租赁	0.38	0.35	0.33
建筑施工	0.38	0.84	0.33
其他	0.43	0.34	0.45
<b>合计</b>	<b>12.71</b>	<b>5.20</b>	<b>67.05</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年公司销售规模有所下降，同时放缓了新项目的获取和开发节奏。不过，公司在建在售项目区域布局良好，可为其未来发展提供支撑。

从项目的销售情况来看，受上海市房地产调控政策影响，公司旗下三湘海尚云邸（上海崇明）二期和三湘海尚福邸（浦东张江）项目尚未取得预售许可证，对其房地产业务销售规模产生一定影响。2016 年公司合计实现销售面积约 9.26 万平方米，销售金额约 25.19 亿元，同比分别下降 29.37% 和 32.36%。销售主要来自于中鹰黑森林和三湘海尚云邸等项目。2017 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。

**表 2：2016~2017.Q1 公司主要在售项目销售情况**

单位：万平方米、亿元

项目	2016		2017.Q1	
	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额
三湘七星府邸 (上海杨浦)	0.11	0.78	-	-
上海三湘海尚城 (上海宝山)	0.73	0.89	0.09	0.30
三湘未来海岸 (上海杨浦)	0.05	0.03	0.02	0.01
三湘海尚名邸 (上海嘉定)	2.34	1.73	0.03	0.01
三湘海尚云邸 (上海崇明)	2.52	6.70	0.36	1.12
三湘四季花城 牡丹苑 (上海松江)	0.53	1.43	0.12	0.13
虹桥三湘广场 (上海闵行)	0.37	1.27	-	-
中鹰黑森林 (上海普陀)	1.66	11.43	-	-
<b>合计</b>	<b>8.31</b>	<b>24.26</b>	<b>0.62</b>	<b>1.57</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**表 3：2014~2017.Q1 公司业务运营情况**

单位：万平方米、亿元

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
销售面积	7.40	13.11	9.26	0.63
销售金额	15.92	37.24	25.19	1.57
结算金额	11.52	3.67	64.05	4.49

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目结转方面，2016 年公司实现结转收入 64.05 亿元，同比大幅增长 16.45 倍，结转收入主要来自三湘海尚名邸、虹桥三湘广场和中鹰黑森林三个项目；2017 年 1~3 月份，公司实现结转收入

4.49 亿元。

**表 4：2014~2017.Q1 公司开工及竣工情况**

单位：万平方米

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
新开工面积	6.82	35.71	12.48	5.13
竣工面积	-	27.24	12.37	0.00
在建面积	30.38	30.95	31.06	36.19

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目运营方面，2016 年公司新开工面积为 12.48 万平方米，主要来自三湘印象名邸（浦东前滩）和三湘海尚云邸（崇明）二期两个项目；同期竣工面积 12.37 万平方米，主要来自三湘四季花城牡丹苑和中鹰黑森林两个项目。截至 2017 年 3 月末，公司共有 4 个在建项目，分别为三湘海尚云邸（崇明）、三湘海尚福邸（浦东张江）、三湘森林海尚（北京燕郊）<sup>1</sup>和三湘印象名邸（浦东前滩），在建项目合计占地面积 57.54 万平方米，规划建筑面积合计 148.94 万平方米，总投资金额 116.17 亿元，实际已投资金额合计 59.68 亿元，尚需投资金额 56.49 亿元。

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，截至 2017 年 3 月末，公司仅有杭州一宗土地储备，占地面积 3.74 万平方米，规划总建筑面积 11.60 万平方米，计划总投资 36.86 亿元。整体而言，公司项目及土地储备均位于上海、北京及杭州等一线城市，项目区域布局良好，可为其未来发展提供支撑。

截至 2017 年 3 月末，公司在建和拟建项目合计总投资金额 157.04 亿元，已投资金额 59.68 亿元，尚需投资 97.36 亿元，公司未来或将面临一定的资本支出压力。未来公司将推进文化+地产的协同融合发展，加大对地产领域已进入城市及观印象文艺演出项目所在城市的投资研判，适时增加

<sup>1</sup> “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，目前正在办理《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。

土地储备，但在目前的土地市场环境下，其土地获取或将面临一定挑战。

**观印象自成立以来相继推出“印象”、“又见”、“最忆”和“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，未来有望为公司带来持续的现金流入。**

观印象成立于 2006 年 3 月，其前身是由王潮歌、樊跃和张艺谋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。

自成立以来，观印象已相继推出“印象”、“又见”、“最忆”和“归来”四大产品系列，产品体系不断完善。观印象在成立初期主打“印象”系列的山水实景演出，演出以真山真水为演出舞台，以当地文化和民俗为主要内容。《印象·刘三姐》是我国第一部大型山水实景演出，采用 180 度全景视野，集漓江山水和广西少数民族文化为一体，自 2004 年 3 月 20 日首场公演开始，《印象·刘三姐》每年演出 500 多场。《印象·丽江》以玉龙雪山为背景，以丽江当地民俗文化为载体，在海拔 3,100 米的世界最高的室外演出场地上出演，自 2006 年 5 月公演以来，累计演出超过 5,100 余场。《印象·西湖》以西湖为

天然剧场，开创首个都市山水实景演出，《印象·西湖》于 2007 年 3 月开始公演，每晚演出 1 至 2 场，旅游旺季可增至 3 场。《印象·大红袍》以旅游胜地武夷山为地域背景，以武夷岩茶文化为表现主题，首创环景剧场和 360 度旋转观众席，2010 年 3 月 29 日，《印象大红袍》正式公演，累计演出逾千场。

观印象从南到北的发展受到天气因素影响，为了适应我国北方的气候条件，观印象推出了主打室内情景演出的“又见”系列，开创了文化旅游演艺的新品类。《又见平遥》情境体验剧于 2013 年 2 月首演，从 2013 年开始，又见平遥演出上座率不断提高，目前已达到 95%。《又见敦煌》是甘肃省重点文化项目，于首届“丝绸之路敦煌国际文化博览会”上首次公演，为“一带一路”重要战略目标的实施贡献了一份文化力量。

随着业务规模扩张，2016 年以来，观印象推出“最忆”和“归来”两大全新系列。《最忆是杭州》作为 2016 年中国杭州 G20 峰会文艺演出，于 2016 年 9 月 4 日首演，获得了参会各国领导人的赞赏；观印象于 2016 年 12 月新签约《最忆韶山冲》项目，目前该项目正处于制作中，预计于 2018 年 12 月公演。2016 年观印象新签约《归来三峡》和《归来遵义·长征之路》，目前上述 2 个项目处于制作中，预计于 2018 年 12 月公演。

**表 5: 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
印象西湖	浙江杭州	山水实景剧	2005 年 4 月	2007 年 3 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
印象国乐	全国巡演	民族音乐剧	2013 年 6 月	2013 年 8 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
又见国乐	全国巡演	民族音乐剧	2015 年 3 月	2015 年 7 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	马来西亚	山水实景剧	2017 年 1 月	2017 年 5 月	即将公演
知音号	浙江杭州	情境体验剧	2014 年 12 月	2017 年 5 月	即将公演
又见马六甲	湖北武汉	情境体验剧	2013 年 4 月	2018 年	制作中

归来三峡	重庆奉节	待定	2016年11月	2018年	制作中
最忆韶山冲	湖南韶山	待定	2016年12月	2018年12月	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	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。其中，演出制作费收入（60%）为固定收入，创作及导演收费金额由观印象及总导演根据工作内容及预估的工作量与委托方协商确定，并根据项目开展进度按阶段收取，该部分收入一般在公演前收取完毕；票房分成收入（30%）根据演出票房收入按合同约定比例进行收取，在项目正式公演售票后，按月/季度根据合同约定的比例按门票销售收入进行分成；维护费收入（10%）在公演后的演出期间内按合同约定收取；其他收入如旅游纪念品收入，根据销售收入按比例分成收取。

业绩承诺<sup>2</sup>方面，2016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1.25亿元，占相关重组交易方承诺业绩1.30亿元的96.42%，未实现业绩承诺，主要系G20演出导致《印象西湖》2016年全年停演，造成观印象门票分成和维护费损失共计约500万元所致。但考虑到“最忆是杭州”将于2017年5月1日正式对外公演，预计公演后观印象的门票票房分成收入将会大幅增加。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。

## 财务分析

下列财务分析基于公司提供的经天职国际会

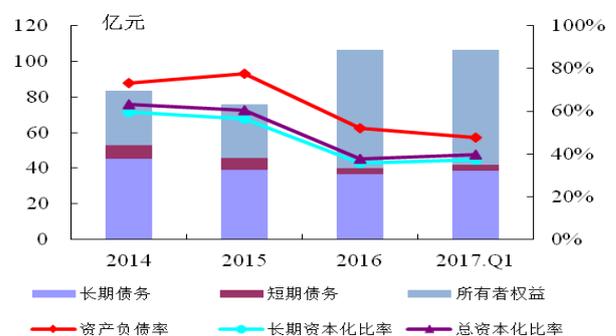
<sup>2</sup> 2015年7月，观印象承诺2015年度、2016年度、2017年度和2018年度实现的扣除非经常性损益前后孰低的合并报表口径下归属于母公司所有者的净利润分别不低于1亿元、1.3亿元、1.6亿元和1.63亿元。

计师事务所（特殊伙伴关系）审计并出具标准无保留意见的2014年度、2015年度、2016年度审计报告，以及未经审计的2017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，公司资产规模整体呈现增长态势，截至2016年末，公司资产总额138.62亿元，同比小幅增长2.86%；自有资本方面，截至2016年末公司所有者权益（含少数股东权益）为66.22亿元，同比大幅增长119.73%，主要系2016年公司发行股份购买观印象100%股权并募集配套资金，该次发行计入股本溢价23.74亿元，进而带来公司所有者权益大幅增长。公司负债规模有所下降，截至2016年末，公司负债总额为72.40亿元，同比下降30.80%，主要系2016年公司结算项目较多，预收账款减少所致。财务杠杆比率方面，截至2016年末公司资产负债率和净负债率分别由2015年的77.64%和140.46%下降至52.23%和45.51%。另截至2017年3月末，公司资产合计123.24亿元，负债合计58.87亿元，资产负债率和净负债率分别为47.77%和59.93%，公司财务杠杆比率持续下降，资本结构持续优化。

图3：2014~2017.Q1公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

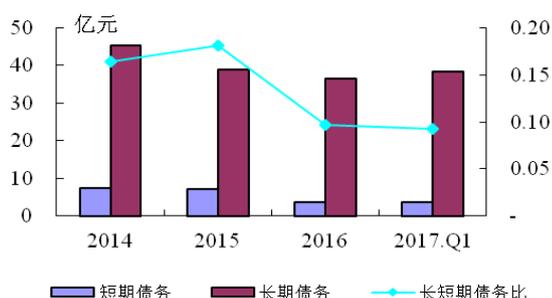
资产构成方面，公司资产以流动资产为主，公司流动资产主要由货币资金和存货构成。截至2016年末，公司货币资金同比大幅增长180.42%至9.99亿元，主要系收到发行“16三湘债”款项及非公开发行股票募集资金所致。存货方面，截至2016年末，

公司存货账面净额 96.28 亿元，同比减少 18.72%，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 2016 年末，公司长期股权投资账面余额 4.53 亿元，同比增长 22.68%，主要系增加投资广西文华艺术有限责任公司所致；投资性房地产账面净额 3.95 亿元，其中受限资产为 2.52 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 2016 年末，公司预收款项 11.67 亿元，同比减少 32.81 亿元，主要系三湘海尚名邸（上海嘉定）项目、虹桥三湘广场（上海闵行）项目和中鹰黑森林项目部分竣工结转营业收入所致；其他应付款 7.73 亿元，同比减少 32.18%，主要系归还关联方往来款、清算土地增值税款及回购未达到解锁条件的限制性股票共同影响所致。

有息债务方面，截至 2016 年末，公司有息债务为 40.13 亿元，同比减少 12.56%。债务期限结构方面，截至 2016 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由 2015 年末的 0.18 倍下降至 0.10 倍，债务期限结构进一步优化。截至 2017 年 3 月末，公司总债务 42.04 亿元，长短期债务比为 0.09 倍。

图 4：2014~2017.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，受益于定向增发公司所有者权益大幅增长，负债规模有所下降，资本结构持续优化。

## 流动性

截至 2016 年末，公司流动资产为 108.31 亿元，同比减少 12.17%，占同期资产总额的比例为 78.13%，占比较上年下降 13.37 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 94% 以上。

表 6：2014~2017.Q1 公司流动资产分析

	2014	2015	2016	2017.Q1
流动资产/总资产	89.28%	91.50%	78.13%	76.76%
存货/流动资产	74.71%	96.07%	88.89%	91.19%
货币资金/流动资产	19.15%	2.89%	9.22%	3.66%
(存货+货币资金)/流动资产	99.79%	99.69%	98.12%	94.85%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

存货方面，截至 2016 年末，公司存货净额为 96.28 亿元，同比减少 18.72%，主要系三湘海尚名邸、虹桥三湘广场和中鹰黑森林项目部分竣工结转成本所致。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，2016 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 40.40% 和 58.53%。公司已完工开发产品占比仍较高，已完工开发产品中大部分为当年竣工项目，其他为早期竣工项目的尾盘，考虑到其已完工项目均位于上海，存货跌价风险较小。受限资产方面，截至 2016 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 2.52 亿元、0.15 亿元和 59.69 亿元，受限资产合计 62.36 亿元，占同期末总资产的比例为 44.99%，受限资产规模较大，或对公司的流动性产生一定的影响。

表 7：2014~2016 年公司存货结构分析

单位：亿元

	2014	2015	2016
存货	76.83	118.46	96.28
存货同比增长率	24.86%	67.65%	-18.72%
已完工开发产品	13.37	11.19	38.90
已完工开发产品/存货	17.40%	9.45%	40.40%
在建开发产品	63.18	87.45	56.35
在建开发产品/存货	82.23%	73.82%	58.53%

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，2016 年公司存货周转率和总资产周转率分别为 0.47 次/年和 0.48 次/年，公司周转速度大幅增长，主要系当年公司加大了项目结转力度所致。

表 8：2014~2016 年公司周转率相关指标

	2014	2015	2016
存货周转率（次/年）	0.11	0.03	0.47
总资产周转率（次/年）	0.11	0.04	0.48

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

现金流方面，由于 2016 年公司无新增土地储

备及新开工项目，经营性活动现金流出大幅减少，当年公司经营性现金流净额为 6.91 亿元；2016 年公司投资性现金流为-6.33 亿元，主要系收购观印象导致投资性现金流出大幅增加所致。综上，2016 年公司非筹资性现金流为 0.58 亿元，未能对债务本息形成保障。

货币资金方面，受益于公司收到发行“16 三湘债”款项及非公开发行股票募集资金，截至 2016 年末公司货币资金为 9.99 亿元，同比大幅增长 1.81 倍，手持货币资金对短期债务的保障程度提升至 2.81 倍。

表 9：2014~2017.Q1 公司部分流动性指标

	单位：亿元			
	2014	2015	2016	2017.Q
货币资金	19.70	3.56	9.99	3.46
经营活动现金流净额	-14.25	-7.69	6.91	-15.65
经营净现金流/短期债务(X)	-1.91	-1.12	1.95	-4.39
货币资金/短期债务(X)	2.64	0.52	2.81	0.97

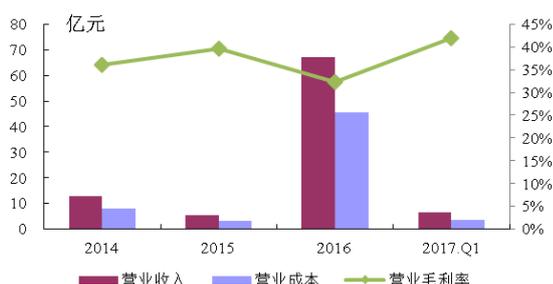
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于项目的结转，公司整体周转效率显著提高，同时货币资金对短期债务的保障程度大幅上升，但公司受限资产规模较大，或对公司的流动性产生一定的影响。

### 盈利能力

2016 年全年公司实现营业收入 67.05 亿元，同比增长 61.85 亿元，主要系当年三湘海尚名邸、虹桥三湘广场、中鹰黑森林项目部分交房结转收入所致。从毛利水平来看，2016 年公司营业毛利率为 32.30%，虽小幅下降但仍处于较高水平。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.30 亿元，营业毛利率为 41.39%。

图 5：2014~2017.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016 年公司期间费用为 4.83 亿元，受益于营业收入的大幅增长，当年三费收入占比由 2015 年的 95.29% 下降至 7.21%。2017 年 1~3 月，公司三费收入占比上升至 13.62%。

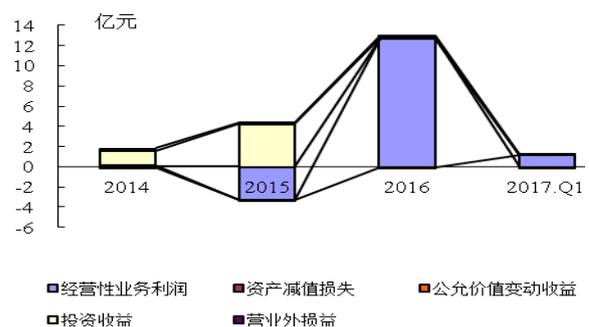
表 10：2014~2017.Q1 公司三费分析

	单位：亿元			
	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	0.56	0.87	1.21	0.86
管理费用	1.49	1.93	1.82	0.48
财务费用	1.11	2.15	1.81	0.30
三费合计	3.16	4.95	4.83	0.86
营业总收入	12.71	5.20	67.05	6.30
三费收入占比	24.88%	95.29%	7.21%	13.62%

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，2016 年公司经营性业务利润由 2015 年的-3.32 亿元大幅增长至 12.71 亿元，主要系公司 2016 年结转收入大幅增加所致；同期，投资收益为 0.04 亿元，同比减少 98.97%，主要系公司已于 2015 年出售深圳市三新房地产开发有限公司（以下简称“深圳三新”）15.50% 的股权所致。综上，2016 年公司利润总额为 12.89 亿元，同比增长 11.52%。2017 年 1~3 月，公司利润总额为 1.20 亿元，其中经营性业务利润 1.17 亿元。

图 6：2014~2017.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，受益于公司结算项目增多，公司 2016 年营业收入大幅增长；营业毛利率始终处于较高水平且利润水平有所增长，但近年公司营业收入规模波动幅度较大，存在一定的经营业绩波动风险。

## 偿债能力

截至 2016 年末,公司总债务为 40.13 亿元;2017 年 3 月末,公司债务总额进一步增加至 42.04 亿元。从还款期限来看,截至 2017 年 3 月末,公司 1 年以内到期的有息债务 3.57 亿元,1~2 年内到期的有息债务 13.40 亿元,2~3 年以内到期的有息债务 11.60 亿元,3 年以上到期的有息债务 13.48 亿元,公司有息债务还款期限分布较为相对合理。

获现能力方面,公司 EBITDA 主要由利润总额构成,2016 年 EBITDA 为 15.40 亿元,较 2015 年大幅增长 11.87 亿元,主要得益于公司当年经营业绩表现较好。从主要偿债能力指标表现来看,2016 年公司总债务/EBITDA 为 2.61 倍;同期 EBITDA 利息保障倍数为 4.71 倍,经营所得对债务本息的保障程度大幅提升。

表 11: 2014~2017.Q1 公司部分偿债指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
短期债务(亿元)	7.45	7.04	3.55	3.57
总债务(亿元)	52.88	45.89	40.13	42.04
EBITDA(亿元)	3.22	3.52	15.40	-1.71
资产负债率(%)	73.34	77.64	52.23	47.77
净负债率(%)	108.05	140.46	45.51	59.93
经营净现金流/短期债务(X)	-1.91	-1.09	1.95	-4.39
总债务/EBITDA(X)	16.40	13.03	2.61	-24.61
EBITDA 利息倍数(X)	0.99	0.81	4.71	-3.41

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 2017 年 3 月末,公司担保余额 18.35 亿元,其中对外担保 0.27 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 2017 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 41.40 亿元,其中未使用的授信额度约为 5.14 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,公司确立文化和地产双主业并举的战略布局,资本结构持续优化;在房地产项目集中结转的影响下,公司获现能力明显提升,偿债能力有所强化。但公司土地储备规模较小,经营业绩波

动较大,未来其房地产业务发展的持续性及其经营业绩的稳定性值得关注。

## 抵押担保

2015 年 10 月 26 日,深圳三新股东会同意以其持有的深圳三湘海尚花园(以下简称“三湘海尚花园”)部分未售资产作为抵押物,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 年公司将其持有的深圳三新 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 2017 年 4 月 18 日出具的抵押资产评估报告(沃克森评报字(2017)第 0422 号)显示,以 2017 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 186,233.46 万元,对应的抵押率约为 53.71%。

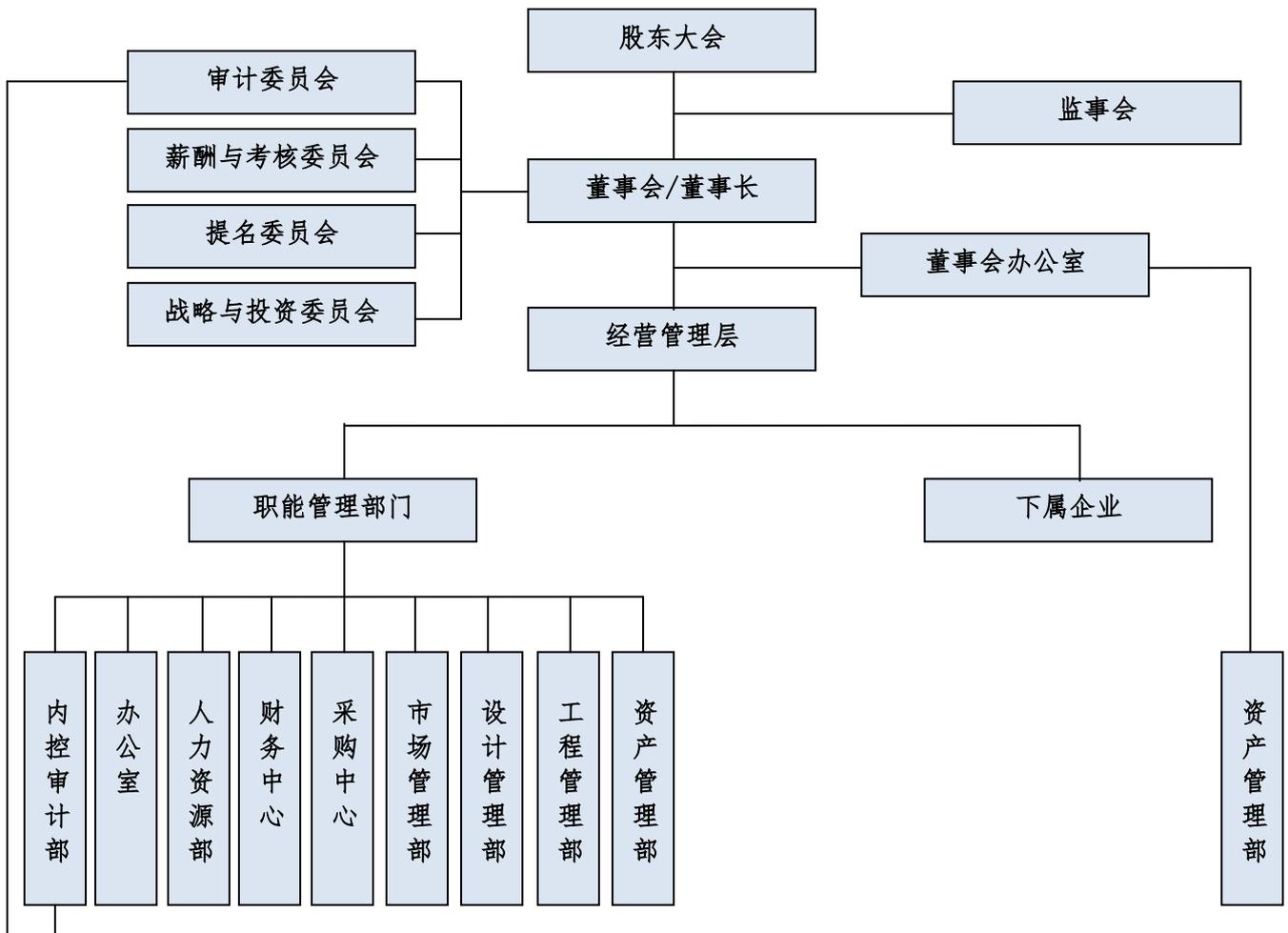
整体来看,中诚信证评认为抵押物评估结果较为合理,在债券存续期内,中诚信证评会对抵押物的价值给予持续关注。

## 结论

综上所述,中诚信证评上调三湘印象主体信用等级为 AA,评级展望稳定;上调“三湘股份有限公司 2016 年公司债券”信用等级为 AA<sup>+</sup>。



附二：三湘印象股份有限公司组织结构图（截至 2017 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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	196,956.28	35,615.34	99,872.30	34,602.68
应收账款净额	1,521.97	2,237.54	6,644.03	8,441.32
存货净额	768,309.42	1,184,590.61	962,793.10	862,701.83
流动资产	1,028,345.85	1,233,100.54	1,083,079.54	946,069.36
长期投资	52,154.06	36,950.76	49,849.59	49,822.28
固定资产合计	47,602.26	46,143.84	45,172.26	43,233.25
总资产	1,151,822.18	1,347,658.05	1,386,201.68	1,232,434.33
短期债务	74,490.22	70,410.36	35,489.34	35,655.58
长期债务	454,287.51	388,509.51	365,790.59	384,739.11
总债务（短期债务+长期债务）	528,777.73	458,919.87	401,279.93	420,394.69
总负债	844,711.31	1,046,281.22	723,984.88	588,674.45
所有者权益（含少数股东权益）	307,110.88	301,376.83	662,216.80	643,759.88
营业总收入	127,081.02	51,950.29	670,484.85	63,027.21
三费前利润	33,177.41	16,298.67	175,410.92	20,269.49
投资收益	13,853.03	42,327.55	435.50	-13.35
净利润	11,879.38	7,958.78	93,920.57	7,542.88
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	32,249.55	35,228.07	153,963.04	-17,082.40
经营活动产生现金净流量	-142,546.58	-76,890.75	69,110.45	-156,530.84
投资活动产生现金净流量	15,502.92	53,627.78	-63,309.80	-9,419.11
筹资活动产生现金净流量	278,939.34	-139,357.77	59,643.86	100,682.48
现金及现金等价物净增加额	151,895.65	-162,332.95	65,248.96	-65,269.62
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	36.05	39.57	32.30	41.93
所有者权益收益率（%）	3.87	2.64	14.18	1.17
EBITDA/营业总收入（%）	25.38	67.81	22.96	-27.10
速动比率（X）	0.69	0.08	0.36	0.45
经营活动净现金/总债务（X）	-0.27	-0.17	0.17	-0.37
经营活动净现金/短期债务（X）	-1.91	-1.12	1.95	-4.39
经营活动净现金/利息支出（X）	-4.38	-1.77	2.11	-31.25
EBITDA 利息倍数（X）	0.99	0.81	4.71	-3.41
总债务/EBITDA（X）	16.40	13.03	2.61	-24.61
资产负债率（%）	73.34	77.64	52.23	47.77
净负债率（%）	108.05	140.46	45.51	59.93

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、2017 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
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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
<b>AA</b>	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
<b>A</b>	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
<b>BBB</b>	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
<b>BB</b>	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>B</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
<b>CCC</b>	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
<b>CC</b>	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
<b>C</b>	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

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	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。