

信用等级公告

联合[2016]169 号

大连亿达发展有限公司：

联合信用评级有限公司通过对大连亿达发展有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券（第一期）进行评级，确定：

大连亿达发展有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

大连亿达发展有限公司拟发行的 2016 年公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任： 

二零一六年三月二日

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>

大连亿达发展有限公司

2016 年公司债券（第一期）信用评级分析报告

本期公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：20 亿元（基础发行规模 10 亿元，
可超额配售不超过 10 亿元）

债券期限：5 年（附第 3 年末公司调整票面利率
选择权和投资者回售选择权）

还本付息方式：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

评级时间：2016 年 3 月 2 日

主要财务数据：

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额(亿元)	352.34	354.02	340.07	366.21
所有者权益(亿元)	77.43	65.01	76.19	80.30
长期债务(亿元)	35.90	78.03	109.10	89.63
全部债务(亿元)	84.33	129.51	157.97	174.12
营业收入(亿元)	63.48	67.93	82.37	32.40
净利润(亿元)	13.89	10.10	11.15	4.11
EBITDA(亿元)	19.93	16.54	17.72	--
经营性净现金流(亿元)	4.36	21.71	7.34	4.73
营业利润率(%)	27.86	24.29	28.02	28.10
净资产收益率(%)	19.30	14.19	15.80	--
资产负债率(%)	78.02	81.64	77.60	78.07
全部债务资本化比率(%)	52.13	66.58	67.46	68.44
流动比率	1.05	1.11	1.44	1.26
EBITDA 全部债务比	0.24	0.13	0.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.27	1.18	1.19	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.66	0.55	0.59	--

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；②本报告财务数据及指标计算均为合并口径；③公司 2015 年三季度财务报表未经审计，相关财务指标未经年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对大连亿达发展有限公司（以下简称“公司”或“亿达发展”）的评级反映了公司作为一家以商务园及多功能综合住宅社区开发为专业特色的房地产开发企业，具有开发经验丰富、专业化程度和品牌知名度较高、政府支持力度较大等方面的优势。同时，联合评级也关注到公司房地产业务周期性波动、经营地域集中度较高以及债务负担较重等因素可能对公司发展带来不利影响。

未来随着在建项目的竣工，公司可租售面积有望获得增长，公司的行业地位将进一步得到巩固，公司整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

亿达中国控股有限公司（以下简称“亿达中国”）就本期公司债券兑付作出不可撤销收购承诺，该承诺对本期债券的偿付具有积极意义。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司作为一家以商务园及多功能综合住宅社区开发为专业特色的房地产开发企业，具备开发经验丰富、专业化程度较高的综合优势。

2. 公司商务园的开发符合地方政府的经济发展规划、满足地方政府对于促进当地经济发展和税收收入的诉求。除优质土地储备外，公司项目所在区域还获得政府包括供水、污水处理、电力及公共交通等多种形式的基础设施建设支持。

3. 公司商务园开发带来了区域价值的提升和配套服务的完善，使得其住宅物业较周边同类商品具有一定品牌溢价，客户认可度较

高，相应为公司带来稳定的现金流和可观的利润。

关注

1. 房地产业受国家宏观调控政策的影响较大，政策趋紧可能导致市场阶段性下滑，公司在战略导向和经营管理上面临一定的政策压力。

2. 公司债务资本比率处于较高水平，考虑到公司土地储备及后续项目的开发需持续的资金支持，公司资金压力较大。同时，资产负债率的提高可能影响公司的再融资能力，增加再融资成本，使公司面临更大的偿债压力。

3. 公司主要项目集中于大连市，存在一定的区域集中风险。此外，公司业务集中于信息技术外包、业务流程服务外包及高科技产业为主的商务园区，容易受到特定产业行业波动影响。

4. 公司其他应收款规模较大且期限较长，对公司形成一定资金占用；存货、投资性房地产等资产抵押比例较大。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；本期债券存续期间，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

大连亿达发展有限公司（以下简称“公司”或“亿达发展”）前身为大连富华房地产有限公司，是大连华电房屋开发公司与香港柏宁顿（集团）富轩发展有限公司设立的中外合资经营企业，出资额分别为 1,800 万元和 1,200 万元。公司于 1992 年 11 月取得大连市对外经济贸易委员会关于其设立的批准，后依法取得了大连市人民政府颁发的《中华人民共和国外商投资企业批准证书》及大连市沙河口工商行政管理局颁发的《企业法人营业执照》。2013 年 3 月，公司名称变更为“大连富华商业管理有限公司”，2013 年 6 月名称变更为“大连亿达发展有限公司”。历经数次股权转让及增资，截至 2015 年 9 月底，公司注册资本 20,000 万元，¹均安集团有限公司（以下简称“均安集团”）持有公司的 100% 股权，为公司的控股股东，公司实际控制人为孙荫环。

图1 截至2015年9月底公司股权结构图²



资料来源：公司提供

公司经营范围：投资咨询、企业管理咨询、企业形象策划、企业营销策划。公司目前设产品中心、发展中心、工程中心、财务中心、营销中心、人力资源中心、品牌中心、综合管理中心8大中心、19个部门（详见附件1-1）；拥有58家控股或参股企业。截至2015年9月底，公司在职工2,465人。

¹ 公司注册资本于 2015 年 9 月末完成工商登记，于 2015 年 10 月增资到位。

² 2013 年亿达中国控股有限公司上市重组之前，亿达集团有限公司下属多家子公司。后经过重组，亿达集团有限公司被剥离到上市范围外，大连亿达发展有限公司变为红筹架构下境内平台公司，原亿达集团有限公司下属子公司和资产都转至大连亿达发展有限公司项下。截至目前，亿达集团有限公司和大连亿达发展有限公司都是大股东控制的公司，不存在隶属关系。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 340.07 亿元，负债总额 263.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）76.19 亿元。2014 年公司实现合并营业收入 82.37 亿元，净利润（含少数股东损益）11.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.34 亿元，现金及现金等价物净增加额-14.01 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 366.21 亿元，负债总额 285.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）80.30 亿元。2015 年 1~9 月公司实现合并营业收入 32.40 亿元，净利润（含少数股东损益）4.11 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.93 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.73 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.95 亿元。

公司注册地址：辽宁省大连市沙河口区东北路93号；法定代表人：姜修文。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“大连亿达发展有限公司 2016 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券拟发行规模为 20 亿元（基础发行规模 10 亿元，可超额配售不超过 10 亿元），期限为 5 年（附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）。本期债券采用单利按年计息，不计复利，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。本期债券票面年利率将根据簿记建档结果确定。本期债券票面利率在存续期内前 3 年固定不变，在存续期的第 3 年末，公司可选择调整票面利率，存续期后 2 年票面利率为本期债券存续期前 3 年票面利率加公司调整的基点，在存续期后 2 年固定不变。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金扣除发行费用后拟用于调整债务结构、补充流动资金。

三、行业分析

公司主营业务为房地产开发、销售及租赁，属房地产行业。

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产开发企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房企普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产开发企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房企较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产开发企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成

了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产开发企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

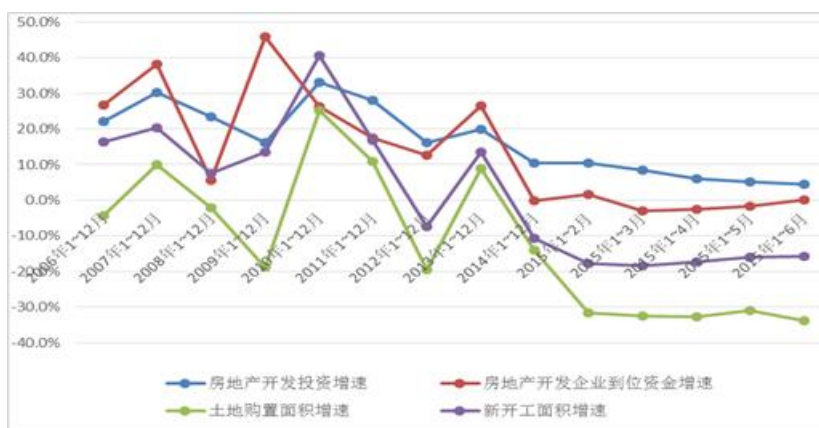
第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与企业相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动，但在整个宏观经济增速放缓背景下，我国房地产行业整体呈现下行趋势。

2014年全年，全国房地产开发投资95,036亿元，名义同比增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速比2013年回落9.3个百分点。其中，房屋施工面积72.65亿平方米，同比增长9.2%，新开工面积17.96亿平方米，同比下降10.7%，降幅扩大1.7个百分点。

2015年上半年，全国房地产开发投资43,955亿元，同比名义增长4.6%，增速比上年同期回落9.5个百分点。其中，房屋施工面积63.76亿平方米，同比增长4.3%，新开工面积6.75亿平方米，同比下降15.8%，降幅收窄0.2个百分点，政策宽松效果逐步显现。

图2 2006年~2015年5月全国房地产市场发展情况（单位：%）



资料来源：国家统计局，联合评级整理。

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。进入2015年上半年，房地产开发企业到位资金、土地购置面积和新开工面积作为房地产开发投资走势的先行指标，降幅均有所收窄，显示出房地产业有向好迹象。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现

明显变化，直接影响土地市场需求。

2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，全国300个城市共成交土地11.96亿平方米，较上年同期下降15%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，全国300个城市住宅类用地平均溢价率回调8个百分点至16%。尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。

表1 2012年~2015年6月全国300个城市土地交易情况

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
推出面积（万平方米）	158,084	177,964	135,659	47,372
同比	-8%	13%	-24%	-29%
成交面积（万平方米）	119,595	143,569	104,032	33,362
同比	-15%	20%	-28%	-40%
出让金（亿元）	19,504	31,305	23,412	7,835
同比	-13%	61%	-25%	-38%
楼面均价（元/平方米）	942	1,174	1,234	1,269
同比	-1%	25%	5%	4%
土地平均溢价率	8%	16%	10%	10%
同比	下降 4 个百分点	上升 8 个百分点	下降 6 个百分点	下降 2 个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理。

2014年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。全年，全国300个城市土地供求量均有较大程度跌幅，推出面积及成交面积比2013年分别减少24%和28%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至10%；其中，住宅类用地平均溢价率为12%，较2013年同期下降7个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为1,234元/平方米，同比上涨6%。从各线城市来看，一线城市推出面积0.37亿平方米，成交土地面积0.34亿平方米，同比分别减少26%和27%；楼面均价7,705元/平方米，同比上涨41%；土地溢价率25%，比2013年下降7个百分点，但土地价格依然相对坚挺。二线城市推出土地面积5.20亿平方米，成交土地面积4.32亿平方米，同比分别减少20%和23%，跌幅为各线城市最小；楼面均价1,337元/平方米，同比下降4%；土地溢价率8%，同比下降8个百分点。三四线城市推出土地面积8.00亿平方米，成交土地面积5.74亿平方米，同比分别减少26%和36%，跌幅最大；楼面均价724元/平方米，同比下降2%；土地溢价率6%，同比下降4个百分点。整体看，一线城市地价较为坚挺，二三四线城市土地市场遇冷。

2015年上半年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于去年同期，仅楼面均价小幅上调。从各线城市来看，各线城市推出土地面积及成交土地面积同比均有大幅下降。一线城市土地溢价率也出现大幅下滑，比2014年同期下降16个百分点至17%；仅有楼面均价小幅上涨9%至8,829元/平方米。二线城市楼面均价及土地溢价率同比分别微涨至1,393元/平方米和10%；三四线城市则延续下行趋势，微跌至722元/平方米和5%。

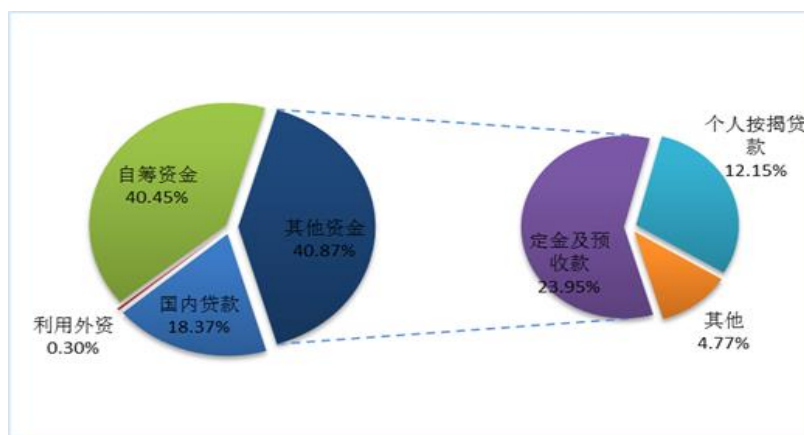
总体看，在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑，；但房企对重点城市优质地块的争夺未有丝毫减退，从而使得楼面均价仍然保持在较高水平，不过与一线城市相比，二三四线城市土地溢价率及楼面均价均有所降低，房企土地成本压力亦有所减轻。值得注意的是，2013年由于房企拿地成本较高、成交面积较大，未来可能会造成大量房源同

阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

（2）开发资金来源状况

2008 年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。据国家统计局数据显示，2014 年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比上年下降 0.1%，增速比 2013 年回落 26.6 个百分点，结束了自 2000 年以来的正向增长。其中，国内贷款 21,243 亿元，增长 8.0%，较 2013 年回落 25.1 个百分点；利用外资 639 亿元，增长 19.7%，较 2013 年回落 13.1 个百分点；自筹资金 50,420 亿元，增长 6.3%，较 2013 年回落 15 个百分点；其他资金 49,690 亿元，下降 8.8%，较 2013 年回落 37.7 个百分点。在其他资金中，定金及预收款 30,238 亿元，下降 12.4%，较 2013 年回落 42.4 个百分点；个人按揭贷款 13,665 亿元，下降 2.6%，较 2013 年回落 35.9 个百分点。整体看，2014 年银行信贷政策的收紧，使得房地产企业所获国内贷款增速出现了较大回落，个人按揭贷款更是出现了小幅下降；同时，房地产市场的低迷也降低了定金及购房款的预缴额度。

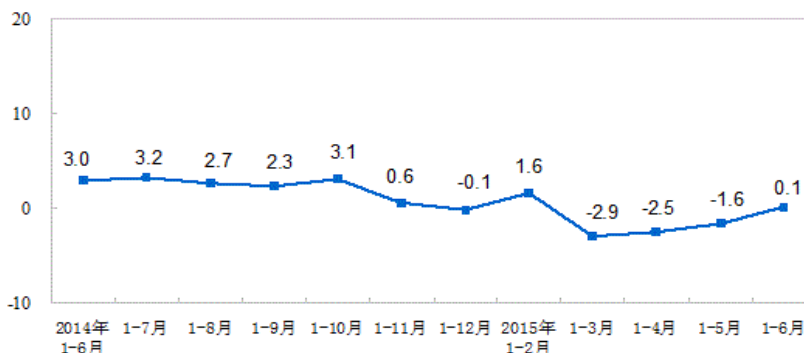
图 3 2015 年 6 月底房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

进入 2015 年，房地产开发企业到位资金增速较 2014 年同期有较大下滑，但已逐步显示出向好趋势。2015 年前 6 个月，房地产开发企业到位资金 58,948 亿元，同比增长 0.1%，降幅比 1~5 月份收窄 1.7 个百分点。其中，国内贷款 10,831 亿元，下降 4.1%；利用外资 179 亿元，下降 3.9%；自筹资金 23,844 亿元，增长 0.1%；其他资金 24,095 亿元，下降 2.0%。在其他资金中，定金及预收款 14,121 亿元，下降 0.9%；个人按揭贷款 7,163 亿元，增长 10.0%。

图 4 全国房地产开发企业本年资金到位增速（单位：%）



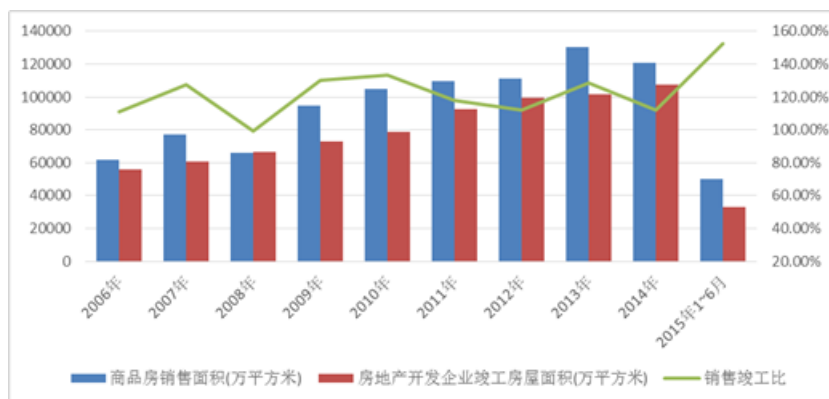
资料来源：国家统计局

总的来看，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但在央行“930 新政”下，随着金融机构对个人住房贷款投放力度的加大，房地产企业资金压力有望获得一定缓解。

（3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008 年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2012 年在一系列调控政策作用下，房地产市场整体运行稳定。全年房屋竣工面积 9.94 亿平方米，较 2011 年增长 7.3%；商品房销售面积 11.13 亿平方米，较 2011 年增长 1.8%。2013 年房地产市场稳中有升，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。统计数据显示，受市场看淡影响，过去几年新开工面积增速的减缓导致 2013 年房屋竣工面积增速回落 5.3 个百分点；但商品房销售面积同比增长 17.3%，也显示出了 2013 年房地产市场需求依然旺盛。

图 5 2006~2015 年 6 月全国商品住宅供求情况

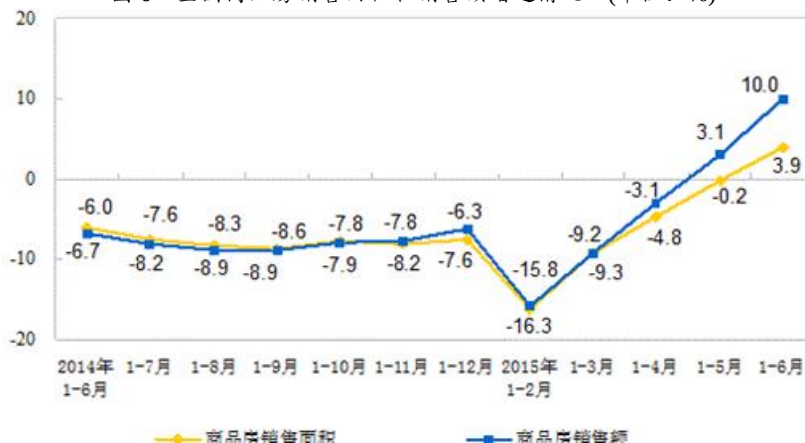


资料来源：国家统计局，联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于 1 说明供不应求，小于 1 说明供大于求。

2014 年，尽管有多轮政策调整刺激住房需求，市场观望情绪仍然强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。全年，商品房销售面积 12.06 亿平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 7.63 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，2014 年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落。全年房屋竣工面积 10.75 亿平方米，其中住宅竣工面积 8.09 亿平方米，同比增长 2.7%。

图 6 全国商品房销售面积和销售额增速情况 (单位：%)



资料来源：国家统计局

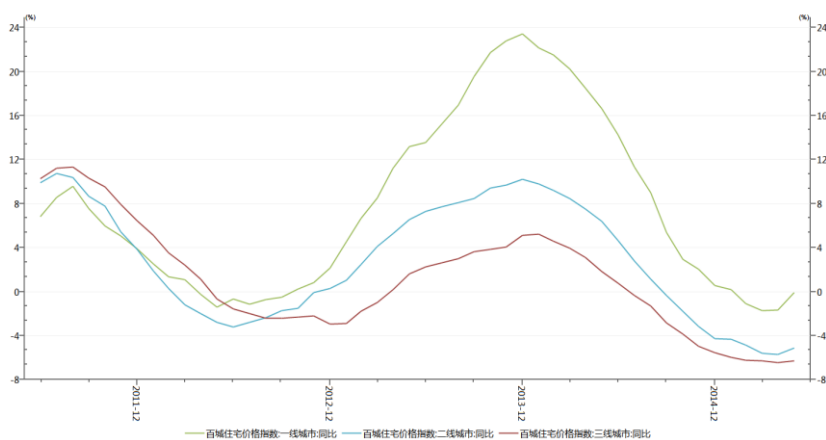
2015年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。上半年，商品房销售面积5.03亿平方米，同比增长3.9%，增速有负转正，环比提高4.1个百分点。商品房销售额34,259亿元，比1~5月增长10.0%，增速环比提高6.9个百分点。从供给方面看，2015年上半年房地产竣工面积2.66亿平方米，同比下降13.3%，其中住宅竣工面积1.96亿平方米，下降16.2%。

总体看，在政府调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放下，楼市逐步回暖趋势已基本确定。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点，如下图所示。

图7 近年来全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

2015年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015年一季度百城住宅价格为10,523元/平方米，延续去年四季度下跌态势，但跌幅明显收窄，累计小幅下跌0.18%，各月份涨跌幅均在0.25%以内，表现较为平稳。

总的来看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013年也已经基本确立了持续上涨趋势，但2014年以来房价上涨趋势得以扭转，预计2015年随着利好政策逐步落地实施，需求将进一步释放，房价将继续稳中看涨。

3. 竞争格局

从2003年至今，房地产市场已经走过了黄金10年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高

的发展态势。

进入 2014 年，行业集中度进一步提升。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 17.49%和 23.49%，较上年分别提高了 4.22 个和 5.24 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.26%和 13.51%，较上年分别提高了 1.89 和 2.39 个百分点（详见下表）。

表2 2010~2014年前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	17.49%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	23.49%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	10.26%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.51%

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表3 2015年中国房地产开发公司测评前10强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。

2012 年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入 2013 年，房地产调控进一步升级。2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表4 2013年~2015年6月主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014年9月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014年10月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015年3月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015年3月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015年3月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限

资料来源：联合评级搜集整理

2014年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

2015年上半年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月三次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至5.4%，公积金贷款利率降至3.5%，均已处于历史地位。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年上半年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

5. 行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入2014年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

资金成本上升

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2013年房地产行业平均负债率有所上升，139家房企的平均负债率为63.15%，相较于2012年的61.64%上升了近两个百分点，逾四成房企资产负债率超过70%。在宏观经济增速放缓，市场资金面偏紧常态化的情况下，房地产企业的融资能力和融资成本都将受

到不利影响。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的 60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013 年 5 月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

7. 商务园地产概况及区域经济

商务园区一般位于非传统城市中心或非 CBD 区域，但交通便捷，不仅包含办公区且提供多功能配套设施及住宅物业。目前中国的商务园行业比较分散。商务园行业的开发商总体可以分为四类：政府主导开发商、国内综合地产开发商、国外商务园开发商以及国内商务园开发商。政府主导开发商，以中关村软件园、上海紫竹科学园区等为代表，有较强的政府背景以及少量或部分的政府下属公司和集团参股，共同开发管理；国内综合房地产开发商，以瑞安、绿地、复地、万通等希望进入产业地产领域的综合开发商，其开发的园区大多规模较小，未形成成熟的产品模式；国外开发商大多数集中于厂房和仓库等领域的开发，只有新加坡两大地产商开发的商务园区有少量的办公物业；国内商务园开发商，以天安、恒生、中邦等为代表，包括全国性布局的专业开发商和众多小型单一项目的本地开发商。

近年来，商业地产逐步崛起，由此而成长起来的商务园区市场显示出强劲的市场需求。那些寻求高规格办公空间的智力密集型企业：如软件、信息服务、商务服务、科技外包、生物医药业等公司不断扩张的研发和业务流程外包业的迅猛增长，以及一些大型企业希望在高成本的市中心以外区域建立低密度、低容积率、高绿化、环境佳的园区氛围办公空间，都使得高品质商务园区的需求不断增强。同时，政府对于提升中国经济价值链的策略以及制定研发和业务流程外包服务业集聚区的政策（例如建立国家软件火炬产业基地等）也进一步促进了市场需求和行业领域的进一步集聚。根据戴德梁行关于中国商务园区市场的研究报告，戴德梁行对中国 30 个产业发展较好的城市中 414 个规模以上（即建筑面积在 1 万平方米以上）商务园区进行调研统计，预计截至 2016 年末，414 个商务园区的合计开发量将达 20,898 万平方米。同时，基于 IT 和服务外包为商务园区主导使用产业，戴德梁行对这 30 个产业发展较好城市中的 154 个以 IT 和服务外包为主导产业的商务园区进行统计，预计截至 2016 年底以 IT 和服务外包为主导的商务园合计开发量将达到 10,407 万平方米。

公司项目多集中于大连市内，近年来，大连市社会经济发展水平较高。据 2014 年大连市国民经济和社会发展统计公报显示：2014 年大连地区生产总值为 7,655.6 亿元，比 2013 年增长 5.8%。其中，第一产业增加值 441.8 亿元，增长 2.9%；第二产业增加值 3,696.5 亿元，增长 5%；第三产业增加值 3,517.2 亿元，增长 7%。三次产业结构由 2013 年的 6: 49: 45 调整为 5.8: 48.3: 45.9，对经济增长的贡献率分别为 2.8%、44.8%和 52.4%。人均生产总值 109,939 元，按年平均汇率折算为 17,996 美元。全年公共财政收入 780.8 亿元，比上年下降 8.2%。其中，市本级 296.9 亿元，增长 4.7%；县区级 483.9 亿元，下降 14.6%。公共财政支出 989.5 亿元，比上年下降 8.7%，其中教育、社会保障、医疗卫生、住房保障等民生方面的支出 686.2 亿元，占全部支出的 69.3%。地税局组织各项税收 603.8 亿元，比上年下降 10%；国税局组织各项税收 543.6 亿元，增长 2.8%；海关代征税收 449.8 亿元，下降 3.4%。全年居民消费价格比上年上涨 2%，其中消费品价格上涨 2%，服务项目价格上涨 2%。

总体看，随着商业地产逐步崛起，商务园区市场也显示出强劲的市场需求，公司项目集中地大连市近年来经济发展水平较高，为公司发展提供良好外部环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司商务园开发经验丰富、专业化程度高，在商务园开发方面具有较高竞争力

公司从 1998 年起开始设计及开发大连软件园，自此积累了丰富的商务园开发经验。公司在商

务园开发方面的较高竞争力体现在以下几方面：首先，公司具有对城市及其产业的发展规划设计的整合能力，以及设计及规划大型综合商务园的能力。针对不同城市的特点以及对于商务园产品的不同需求，公司的开发团队总结出不同的产品系列；其次，公司具有提供设计优良并配套完善的物业产品的能力。公司优化商务园设计，为客户提供综合的办公楼及设施，帮助客户实现空间利用率和生产效率的最大化，并提供完善的辅助基础设施及各种配套设施，此外，公司还能够根据客户的需要为其量身定制符合其独特业务运营模式的办公物业；再次，公司具有吸引众多国内外知名企业入驻公司的商务园以及为公司的客户提供全面优质服务的能力。公司为企业客户提供一站式服务并提供人力资源增值服务，帮助客户快速实现有效业务运营。同时，公司协助客户进行国际化的市场活动和品牌推广，帮助客户拓展业务，吸引持续投资。因此，公司的商务园在吸引财富 500 强企业方面较众多竞争对手更具吸引力。截至 2014 年底，公司累计开发商务园项目 8 个，开发面积累计 585 万平方米，其中天津滨海服务外包产业园和武汉光谷软件园通过 BOT 的形式参与开发并转交给当地政府。

公司的住宅物业受终端用户欢迎，为公司带来稳定的现金流和可观的利润

公司向客户提供高质量的住宅物业及方便环保的居住环境，从而赢得品牌认知度和美誉度。公司在住宅物业产品方面保持严格的质量标准，第五郡项目在 2007 年获得“联合国国际人居金奖”；杰特项目在 2008 年获得国际城市与区域规划师学会和中国城市规划学会颁发的“44 届国际规划大会”及“2008 中国城市规划年会优秀住宅规划竞赛金奖”；2009 年和 2010 年获得中国城市学会、中国风景园林学会和中国建筑学会颁发的“全国人居经典建筑规划设计方案竞赛综合大奖”及辽宁省房地产行业协会颁发的广厦杯；2011 年获得由大连市房地产开发协会和大连消费者协会颁发的“消费者首选楼盘”；东方圣克拉在 2014 年获得“广厦奖”。公司通过与国际领先设计机构的合作，为住宅物业制定完善的外围地区整体发展规划，使得住宅物业的平均售价与周边区域的住宅物业相比享有品牌溢价，例如大连软件园内的住宅物业项目与外围区域的可比住宅物业相比，价格高出近 18.5%。公司的住宅物业客户重复购买率亦较高，约为 10%的住宅物业出售给现有客户，客户忠诚度较高。截至 2014 年底，公司多功能综合住宅社区累计开发面积累计 278 万平方米。

总体看，在商务园开发方面，公司作为中国最大的商务园开发商之一，具有较丰富的商务园开发经验并得到政府支持；在住宅物业方面，公司开发的住宅品牌认知度和美誉度以及客户忠诚度较高，具有一定的品牌溢价优势。

2. 人员素质

公司现有董事 6 人，非董事高级管理人员 4 人，均有较为丰富的行业经验和管理经验，了解行业的整体状况和公司的运营发展。

公司董事长姜修文先生，38 岁，于 2000 年获得大连交通大学金属热处理学士学位，并于 2011 年获得大连理工大学高级工商管理硕士学位。姜先生于 2000 年 7 月加入公司，于 2009 年担任公司董事，并担任董事长和总经理，主要负责公司的全面运营管理。姜先生现为辽宁省工商业联合会副主席、大连工商联会副主席。

公司董事孙荫环先生，66 岁，孙先生为亿达发展的创办人，负责发展战略与投资策略，以及项目规划与业务发展的经营决策。孙先生于 1992 年 11 月担任公司董事。孙先生拥有逾 26 年房地产开发经验及近 20 年经验的商务园运营经验。孙先生现为中国人民政治协商会议第十二届全国委员会常务委员、第十一届中华全国工商业联合会副主席、中国民生投资股份有限公司董事局副主席、中国企业联合会副会长、中国房地产业协会副会长、大连市第十二届、第十三届、第十四届、

第十五届人民代表大会常务委员会委员、大连慈善总会荣誉主席。

截至2015年9月底，公司在职工2,465人，其中生产人员占62.07%，销售人员占15.46%，技术人员占4.14%，财务人员占4.98%，其他人员占13.35%；从文化程度看，高中及以下学历人员占3.15%，大专学历占27.25%，本科及以上学历占69.60%。

总体看，公司高级管理人员从业时间较长，管理经验较为丰富，公司员工学历构成较合理，能够满足目前经营发展需要。

3、外部支持

公司商务园的开发符合地方政府的经济发展规划、满足地方政府对于促进当地经济发展和税收收入的诉求。凭借专业知识及经验，公司与地方政府建立并维持合作关系，并就商务园的发展及规划提供专业意见。同时，公司通过与政府下属国有企业设立合资公司的方式，共同合作收购土地以进行商务园项目的开发。因此，公司得到地方政府信任并互相建立战略性关系。通过积极参与商务园及其周边环境的整体设计及规划，公司与地方政府谈判时处于有利地位。除优质土地储备外，公司还获得政府包括供水、污水处理、电力及公共交通等多种形式的基础设施投资支持。

近三年公司获得的政府补助分别为 10,732 万元、17,590 万元和 2,218 万元。

整体来看，公司得到地方政府的认可，能够获得优质的土地储备等多种形式的支持。

五、公司管理

1. 治理结构

公司为外商独资企业，未设股东会，公司唯一股东为其权力机构。公司设立了董事会和监事会。公司董事会由 6 名董事组成，由股东委派，设董事长 1 名。公司监事会设 3 名监事，其中 1 名为职工代表监事。公司设总经理，由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责。

总体看，公司已按现代企业治理要求初步建立起了相关职能机构。

2. 管理与内控

公司根据《企业内部控制基本规范》、《大连亿达发展有限公司章程》等有关规则，制定了相应的内控制度，有效落实公司各职能部门专业系统风险管理和流程控制，提高公司经营效率。公司内控制度涉及投资者关系、关联交易、信息披露、对外担保等多个方面。

财务管理方面，《大连亿达发展有限公司财务管理制度》规定公司对各企业实行“统一管理，分级负责”的财务管理体制。公司对各企业实行财务人员委派制度，并对各企业财务工作进行业务指导和监督管理。各企业必须设置财务职能部门，行政上接受所在企业领导，业务上接受公司财务部指导和监督。公司成员企业的财务人员必须认真执行《会计法》、《企业会计准则》、《企业财务会计报告条例》、《企业财务通则》及国家制定的其他财经法规、政策及制度。制定了收支预算、控制、核算、分析和考核、监督、检查工作，筹集资金，利用资产，实现资产的保值增值等具体规定。

在招标采购方面，《大连亿达发展有限公司招标采购管理制度》规定，公司建立全面的招标管理制度，凡单项合同额 20 万元以上（含）招标（采购）业务，必须纳入招标系统进行控制，包括但不限于：工程类（包括房屋建筑施工总承包工程、指定分包工程及独立分包工程施工及安装工程施工等）；材料设备类（包括土建、水暖通风空调及电气材料设备供应及必须的设备安装工程等）；服务类（包括勘察、测绘、监理、造价咨询、工程检测等）。

关联交易方面,《关联交易制度》规定公司关联交易应当定价公允、决策程序合规、信息披露规范,公司董事会履行公司关联交易控制和日常管理的职责,并详细规定了关联交易的认定、披露及决策程序等内容。

信息披露方面,《大连亿达发展有限公司信息披露管理制度》规定,公司全体董事或具有同等职责的人员保证公司所披露的信息真实、准确、完整,并承担个别和连带法律责任;无法保证或对此存在异议的,应当单独发表意见并陈述理由。公司投资部负责信息披露相关事宜,按照规定履行信息披露义务。公司及其他知情人在信息正式披露前,确保将该信息的知悉者控制在最小范围内,在公告前不得泄露其内容,不得进行内幕交易、操纵市场等不正当行为。

对外担保方面,《大连亿达发展有限公司对外担保管理制度》规定,公司对外担保应当遵循合法、审慎、互利、安全的原则,严格控制担保风险。对外担保事项必须由股东决定。公司股东在同次会议上审核两项以上对外担保申请(含两项)时应当就每一项对外担保进行逐项表决;并详细规定了公司对外担保申请的受理及审核程序、日常管理及风险控制等内容。

总体看,目前公司内部管理较为规范,内部控制水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务主要包括商务园开发和多功能综合住宅社区开发、商务园运营、商务园管理和其他(建筑、园林和装修等)。

2012~2014年,公司营业收入分别为63.48亿元、67.93亿元和82.37亿元,年均复合增长率达到13.91%。从营业收入构成来看,房产销售占比最大,2012~2014年,占当年营业收入比例分别为80.22%、83.99%和90.17%。2012~2014年,公司营业成本分别为39.13亿元、42.80亿元和52.63亿元,年均复合增长率为15.97%,其中房屋销售成本分别为30.17亿元、35.49亿元和47.74亿元。

从毛利率情况来看,受土地成本上涨、结算项目的区域和类型差异等因素的影响,公司房地产销售业务毛利率呈逐年下降的态势,近三年毛利率分别为40.76%、37.79%和35.73%;公司房屋租赁业务毛利率分别为68.85%、67.88%和56.90%,虽有所下降但仍维持在较高水平;建筑、装修及园林业务毛利率逐年提高,分别为16.40%、18.39%和28.94%,主要是由于部分过往年度项目集中于2014年当期结算导致;物业管理毛利率有所下降,分别为19.29%、18.91%和16.51%,主要是人工成本提高而住宅物业收费标准无较大幅度提升所致。2012~2014年,公司整体毛利率分比为38.35%、36.99%和36.10%,呈逐年下降态势。

表5 2012~2014年公司营业收入、营业成本及毛利率情况(单位:万元、%)

项目	2012年			2013年			2014年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房屋销售	509,231.32	80.22	40.76	570,520.07	83.99	37.79	742,730.58	90.17	35.73
房屋租赁	27,959.16	4.40	68.85	30,975.49	4.56	67.88	33,044.21	4.01	56.90
建筑、装修及园林	84,454.36	13.30	16.40	62,485.41	9.20	18.39	23,147.55	2.81	28.94
物业管理	12,728.95	2.01	19.29	14,818.85	2.18	18.91	21,718.81	2.64	16.51
商业园运营费	458.70	0.07	76.78	466.02	0.07	77.79	466.20	0.06	77.99
主营业务	634,832.51	100.00	38.35	679,265.83	100.00	36.99	821,107.35	99.69	35.90

其他业务	--	--	--	--	--	--	2,571.13	0.31	100.00
合计	634,832.51	100.00	38.35	679,265.83	100.00	36.99	823,678.48	100.00	36.10

资料来源：公司审计报告

2015 年 1~9 月，公司共实现营业收入 323,981.43 万元，净利润为 41,098.36 万元，较上年同期分别减少 19%和 16%，主要原因是结算项目主要集中在 10-12 月交房并实现结转收入。

总体看，近年来，公司收入规模逐年扩张，但受土地成本上涨、结算项目的区域和类型差异等因素的影响，综合毛利率呈逐年下降的态势。

2. 商务园开发和多功能综合住宅社区开发

项目获取及筛选

公司主营业务为商务园开发及运营、多功能综合社区开发，公司已于总部层面建立多个部门，对公司的所有项目的开发进行监督及控制。此外，公司也成立项目公司，负责执行总部的指示及管理具体项目的日常开发及运营活动。有关项目的有关关键决策，包括项目评估及可行性研究、土地收购及项目规划与设计，主要由总部在项目公司的协助下做出。公司派遣核心团队进驻项目公司，确保项目开发按照公司的商业模式妥善执行。

在项目的评估和筛选方面，首先由公司下属项目进行项目信息收集和调研并编制初步可行性报告，若为商务园开发项目，项目公司还需与当地政府沟通及协商主协议。由项目公司开发部门会同公司总部其他相关部门进行尽职评估，在此基础上，项目公司进一步修订及深化可行性报告并报公司总部审议。之后由项目公司编制项目运营目标书并上报公司总部，由公司总部投资委员会评估及决策。投资委员会予以批准的项目，公司将与当地政府签订主协议，并着手进行商务园区土地初步整理或对通过招投标程序获得的项目进行开发。

总体看，公司项目获取筛选流程较为严谨和规范，利于公司控制项目投资风险。

项目设计、施工及质量控制

在项目设计方面，在进行全面项目评估及可行性研究后，公司将与政府签署框架协议，与当地政府进行充分沟通，充分了解政府的区域发展计划及方向。商务园的规划及设计方面，公司选择国际领先的规划设计团队，与政府共同开展控制性规划，及针对该地块进行综合性规划，并最终取得监管机构的批准。在规划确定及收购适当土地后，公司的设计部门将与国际领先的设计机构合作，在与地方监管机构订立主投资协议前，制定开发项目的概念规划。在项目施工方面，公司通过总部工程管理部门及项目公司的工程管理部门管理公司的项目。公司总部的施工管理部门审阅项目施工过程的关键参数、制定评估标准及列明项目公司的主要责任。同时，公司也制定集中采购与供应范围、交付标准、施工标准及质量控制标准。项目公司层面的工程管理部门监督其各自项目的日常施工过程。所有项目工程施工及供货单位均是通过招标方式选取，在招标过程中所有的拟投标单位均从合格供方库中选取。同时，公司拥有施工公司——大连亿达建设工程有限公司，在各项目的招标过程中，大连亿达建设工程有限公司也会同时参与竞争。

在项目监控方面，公司主要进行成本控制、进度控制以及质量控制。成本控制方面，公司就项目的各阶段制定目标成本，包括土地获取阶段、详规阶段、单体扩初阶段、施工图设计阶段和开盘定价阶段；进度控制方面，为监控施工进度，公司考虑公司的过往项目经验及具体项目的特点，就各项目制定全周期主项计划，其载列各施工里程碑的范围及时间。公司将依据主项计划中的达成情况审核项目公司业务表现。为协调不同部门，公司在主项计划的前提下制定具体设计、开发、采购、施工及市场营销专项计划，以更好的进行项目预控及细化各专业工作任务。公司也

结合市场情况，及时调整市场营销计划及时间表，以实现销售目标及提高资本效率及流动性；质量控制方面，公司的质量控制系统包括制定设计标准、质量预控、客户敏感控制、原材料及设备技术标准。公司在客户关注的自然采光、舒适的通风换气、集成信息系统及电力系统保障方面形成一系列配置标准。公司进行每月及每季检查及集中进行专项检查及第三方评估，以形成完整的评分考核和整改回馈系统。此外，公司通过交付验收及用户回馈评估项目质量，以持续改进提升。

总体看，公司项目设计水平较高，项目施工过程中分工明确，项目质量把控较为严格。

土地储备

根据当前法律及法规，商业用途、娱乐及商品住宅物业的土地使用权只能通过公开招标、拍卖或挂牌出售等方式由政府授予。在决定土地使用权受让人方面，政府不仅考虑投标价格，也会考虑信用记录及投标方资质及其开发建议。政府机构通常为土地使用权的出售设定并宣布公开招标、拍卖或挂牌出售条件。该土地收购流程通常需要三至六个月完成。公司通过参加公开招标、拍卖及挂牌出售程序收购土地。

从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本（土地出让金、土地转让费、土地征用和拆迁补偿费、异地造林费、土地相关规费、土地使用税）、前期工程费（建设用地测量及地质勘探费、规划设计费、环境评估费、三通一平费、建设单位临时设施费、建安相关规费）、基础建设费（大、小市政工程费用）、建筑安装工程费（土建工程费用、装饰工程费用、安装工程费用、白蚁防治工程费用、监理费用）、公共配套设施费（公共工程费用、配套设施工程费用）、工程物资、开发间接费用（含利息费用）等。土地出让金的支付一般在“招拍挂”前支付保证金，拍到土地后再支付余下的土地款（支付时间各合同有所不同），同时取得对应的土地发票。2012~2014年，公司土地成本分别为1.65亿元、14.66亿元和4.07亿元。

截至2015年9月末，公司土地储备总建筑面积为6,560,105平方米，其中大连、武汉、成都和沈阳占比分别为85.67%、11.52%、1.93%和0.88%。

表6 截至2015年9月末公司主要土地储备情况（单位：平方米、%）

地区	竣工		在建		待建	总土地储备	占比
	总建筑面积	余下可供租售建筑面积	总建筑面积	可供租售建筑面积	规划建筑面积	总土地储备	
大连	4,097,443	1,868,013	1,455,452	1,260,945	2,296,450	5,619,915	85.67
武汉	--	--	138,341	111,523	617,156	755,497	11.52
成都	76,913	5,021	119,784	106,678	1,495	126,300	1.93
沈阳	47,256	16,324	42,069	40,980	--	58,393	0.88
总和	4,221,612	1,889,358	1,755,646	1,520,126	2,915,101	6,560,105	100.00

资料来源：公司提供

注：上表中土地储备为竣工余下未售建筑面积、在建总建筑面积和代建规划建筑面积之和。

总体看，公司土地储备多集中于大连市内，土地储备规模基本能够满足公司开发需要。

项目开发情况

（1）商务园项目

自1998年公司开始商务园开发，至今已积累丰富开发经验。目前，商务园项目是公司商业模式的重要组成部分。公司协助当地政府进行区域的发展规划设计，并在近郊区设计并开发综合商务园。截至2015年9月底，公司牵头进行六个商务园项目的开发，其中五个位于辽宁省大连市、一个位于湖北省武汉市，包括：大连软件园、大连生态科技创新城核心区商务园、亿达信息软件园、大连腾飞软件园以及大连天地、武汉软件新城。

大连软件园位于辽宁省大连市主干路中山路北侧，毗邻大连理工大学、东北财经大学及大连海事大学。该项目是公司首个商务园项目，占地约 3 平方公里，包括软件园办公楼、住宅项目峦翠园、东方圣克拉一至三期、软景 E 居、公寓项目软景中心及其他配套设施。2006 年，大连软件园被商务部评为“中国服务外包基地城市示范区”，并获“中国软件自主创新特别贡献奖”；2009 年，获“联合国全球最适宜居住社区国际大赛金奖”。截至 2015 年 9 月底，大连软件园已竣工可供租售的建筑面积合计 862,547 平方米，包括约 390,904 平方米的办公楼；约 103,282 平方米的住宅物业、约 175,845 平方米的学生公寓；约 33,803 平方米的商业以及约 158,713 平方米停车位。在建总建筑面积约为 86,753 平方米，包括约 18,292 平方米的住宅物业、约 47,511 平方米的商业配套以及约 19,273 平方米停车位。

大连生态科技创新城位于辽宁省大连市甘井子区，距机场约 5 公里，距高铁站约 12 公里。大连生态科技创新城核心区商务园项目提供综合办公楼、住宅、商业及教育配套设施。公司按照科技、创新、生态及智慧的发展理念，围绕科技研发、现代服务业、文化创意、总部经济及新兴产业五大产业方面设计核心区商务园。2010 年，大连生态科技创新城核心区商务园被评选为辽宁省沿海经济带的重点支持区域。截至 2015 年 9 月底，大连生态科技创新城核心区商务园的已竣工可供租售建筑面积共约 117,599 平方米，包括约 49,628 平方米的办公楼物业、约 29,386 平方米的住宅物业、约 5,607 平方米的商业配套和约 32,978 平方米的停车位。在建总建筑面积约为 822,104 平方米，包括约 148,230 平方米的办公楼物业、约 308,452 平方米的住宅物业、约 36,884 平方米的商铺、约 228,319 平方米的停车位和约 100,219 平方米的其他配套。待建总建筑面积约为 662,870 平方米，包括约 330,369 平方米的办公室、约 49,780 平方米的住宅、约 51,601 平方米的商业配套、约 221,560 平方米的停车位及约 404 平方米的其他配套。

亿达信息软件园位于辽宁省大连市旅顺南路软件产业带。旅顺南路软件产业带为辽宁沿海经济圈的主要区域，包括 15 个商务园及产业基地。该项目提供综合办公楼、住宅物业及其他配套设施。截至 2015 年 9 月底，亿达信息软件园的已竣工可供租售的建筑面积共约 270,489 平方米，包括约 201,595 平方米的住宅项目、约 5,095 平方米的商铺和约 63,799 平方米的停车位。在建总建筑面积约为 324,371 平方米，包括约 113,930 平方米的办公楼物业、约 118,604 平方米的住宅项目、约 77,272 平方米的停车位及约 14,565 平方米的其他配套。待建总建筑面积为 290,986 平方米，包括约 94,613 平方米的住宅、约 94,063 平方米的办公室、约 101,510 平方米的停车位及约 800 平方米的其他配套。

大连腾飞软件园位于辽宁省大连市旅顺南路软件产业带中央，由公司与新加坡腾飞私人有限公司合作开发，总建筑面积约 306,268 平方米。该项目提供综合办公楼及其他配套设施。截至 2015 年 9 月底，公司所占 50%权益的已竣工可供出租的建筑面积共约 79,592 平方米，包括约 70,866 平方米的办公楼，以及约 8,726 平方米的停车位，在建办公楼建筑面积为 17,068 平方米，待开发办公楼建筑面积为 20,984 平方米。

武汉软件新城位于湖北省武汉市东湖国家自主创新示范区，占地约 3.4 平方公里，总规划建筑面积约为 310 万平方米。该项目提供办公楼、住宅物业及其他配套设施在内的综合物业。根据武汉东湖新技术开发区管理委员会、湖北联合发展及公司订立的合作协议，办公楼总建筑面积的 30%~50%将由湖北联合发展投资集团有限公司购回，剩余销售或出租。

表 7 截至 2015 年 9 月底公司主要商务园项目情况（单位：平方米）

已建	园区	项目所在地	总建筑面积	总可租售面积
	大连软件园	大连	1,540,420	1,451,426

	亿达信息软件园	大连	456,131	415,263
	大连生态科技城	大连	342,415	302,849
	大连腾飞软件园	大连	115,082	79,592
在建	园区	项目所在地	总建筑面积	总供租售面积
	大连软件园	大连	86,753	85,076
	亿达信息软件园	大连	324,371	305,846
	大连生态科技城	大连	822,104	721,885
	大连腾飞软件园	大连	17,068	17,068
	武汉软件新城	武汉	138,341	138,341
待建	园区	项目所在地	总建筑面积	总供租售面积
	亿达信息软件园	大连	290,986	290,186
	大连生态科技城	大连	662,870	662,466
	大连腾飞软件园	大连	20,984	20,984
	武汉软件新城	武汉	617,156	617,156

资料来源：公司提供

注：公司在大连腾飞软件园和武汉软件新城项目中所占股权比例均为 50%，公司在亿达信息软件园中普罗旺斯一期、二期项目中所占股权比例为 51%，以上数据为按照公司所占权益计算。

表中数据与文字表述中数据差异体现在“已建”数据，表格中的“已建”体现的是项目总的建筑面积和可售面积，包括已经结转收入对应的面积。文字表述中各项目已建部分的面积是扣除已经结转收入的面积。

总体看，目前公司在大连市内的商务园项目开发的体量较大，未来，随着武汉软件新城项目的开发，公司商务园开发业务体量将进一步扩大。

（2）多功能综合社区项目

近三年，公司在大连、沈阳、成都及北京等城市开发多功能综合住宅社区项目，包括各种住宅物业（如高层及多层住宅、花园洋房及联排别墅）、商用物业（如商铺及金融办公场所）、高端教育资源（如幼儿园、小学及中学）、健身会所等其他配套设施。近三年，公司在大连有 8 个住宅社区项目，包括唯美品格、杰特、第五郡、梧桐路、第一郡、天琴山、高尔基路及青云天下等。

唯美品格位于大连市甘井子区，临近东北快速路。该项目占地面积约为 127,622 平方米，已竣工总建筑面积约为 194,834 平方米，该项目由洋房及高层住宅组成。该项目于 2007 年第一季度开工，已于 2010 年第四季度竣工，截至 2014 年，公司已出售所有住宅单位、商铺及停车位。

杰特位于大连市沙河口区星海湾，临近主干道中山路和金融中心星海广场。该项目总占地面积约为 8,411 平方米，已竣工总建筑面积约为 64,783 平方米，可售建筑面积约为 61,707 平方米，由三栋高层住宅、停车位及商铺组成。该项目于 2012 年第四季度竣工。截至 2014 年，公司已出售所有住宅单位、商铺及停车位。

第五郡临近大连市甘井子区政府，总占地面积约为 453,732 平方米，总建筑面积约为 774,205 平方米及可售总建筑面积约为 734,644 平方米。该项目包括联排别墅、多层住宅、高层住宅、停车位及零售区域。该项目分为六期开发，其中一期至五期已于 2014 年底前竣工，六期占地面积约为 36,663 平方米，总核准建筑面积约为 18,332 平方米，现公司持作未来开发，将用于兴建医疗配套设施。

梧桐路位于大连市甘井子区，总占地面积约为 7,149 平方米，总建筑面积约 34,418 平方米，总可售建筑面积约为 27,775 平方米，由四栋高层住宅、商铺及停车位组成。该项目已于 2011 年第三季度竣工。截至 2014 年，公司已出售所有住宅单位、商铺及停车位。

第一郡项目临近大连市旅顺口区政府，占地面积约为 329,140 平方米，预计总建筑面积约为

634,969 平方米，由多层住宅、高层住宅、商铺及停车位组成。该项目将分为三期开发。一期项目占地总面积约为 128,152 平方米，总建筑面积约为 247,627 平方米，可供销售总建筑面积约为 157,267 平方米的住宅物业及 90,306 平方米的停车位。二期项目占地总面积约为 129,868 平方米，总建筑面积约为 216,708 平方米，可供销售总建筑面积约为 129,971 平方米的住宅物业、5,790 平方米的商铺及 80,347 平方米的停车位。三期项目总占地面积约为 71,120 平方米。项目整体于 2011 年第四季度开工，预计于 2019 年第四季度竣工。

天琴山位于大连市西岗区，总占地面积约为 24,621 平方米，总建筑面积 80,300 平。由五栋高层、商铺及停车位组成。该项目已于 2011 年第四季度开工，于 2014 年第二季度竣工。

高尔基路位于大连市西岗区主干路中山路南侧，紧邻奥林匹克商圈，占地总面积约为 107,501 平方米，总建筑面积约为 527,236 平方米。该项目目前处于规划中，有待开发。

青云天下位于大连市中山区，总占地面积约为 176,557 平方米，总建筑面积约为 1,140,000 平方米，将由高层住宅、商铺及停车位组成。该项目 A 区总占地面积约为 80,586 平方米，总建筑面积约为 590,000 平方米，已于 2014 年第一季度开工，预计于 2016 年第四季度竣工。该项目 B 区总占地面积约为 95,971 平方米，总建筑面积约为 550,000 平方米，公司与日本的住友不动产株式会社合资开发，公司持有该项目 25% 的权益。

此外，公司在沈阳拥有玖墅住宅项目；在成都拥有上善栖和上善熙两个住宅项目。

表 8 截至 2015 年 9 月底公司主要多功能综合社区项目情况（单位：平方米）

	项目所在地	总建筑面积	总可售面积
已建	大连	1,524,923	1,468,559
	沈阳	47,256	43,631
	成都	76,913	76,739
在建	项目所在地	总建筑面积	总可售面积
	大连	113,616	106,547
	沈阳	42,069	40,980
	成都	119,784	106,678
待建	项目所在地	总建筑面积	总可售面积
	大连	859,943	858,918

资料来源：公司提供

截至 2015 年 9 月底，公司已在大连、沈阳、成都建成多个多功能综合社区，总建筑面积分别为 1,524,923 平方米、47,256 平方米、76,913 平方米，总可售面积分别为 1,468,559 平方米、43,631 平方米、76,739 平方米。在大连、沈阳、成都有多个多功能综合社区在建中，建成后，总建筑面积将分别为 113,616 平方米、42,069 平方米、119,784 平方米，总可售面积将分别为 106,547 平方米、40,980 平方米、106,678 平方米。在大连持有多个待建项目，预计总建筑面积为 859,943 平方米，总可售面积为 858,918 平方米。

总体看，公司多功能综合社区项目主要集中于大连市内，开发规模较大。

房产销售情况

公司主要通过自身销售团队以及第三方房地产代理公司销售房产（向第三方房地产经纪公司支付占销售收入一定比例的佣金，通常为总销售额的 0.5% 至 1.0%）。公司实施了较为有效的销售策略，即在项目正式开盘前，会做较为详细的客户调研，以此预先了解推房数量、价格区间以及售房进度安排，为开盘后的销售做准备，避免出现有价无市、或供大于求等不利情形。2012~2014 年，公司实现合同销售建筑面积分别为 343,939 平方米、515,529 平方米和 586,597 平方米，实现

合同销售金额分别为 460,935 万元、723,615 万元和 745,033 万元。从房产销售价格来看，公司房产销售价格在当地比周边区域的可比住宅高出 15-20%，溢价效果明显。2012~2014 年，公司商务园内住宅项目合同销售均价分别为 1.24 万元/平方米、1.49 万元/平方米和 1.29 万元/平方米，2013 年销售价格较高主要是由于当期联排住宅产品开盘销售，提高了公司整体销售均价；多功能综合住宅社区销售均价分别为 1.62 万元/平方米、1.23 万元/平方米以及 1.24 万元/平方米，2012 年销售价格较高，主要是由于当期高品质花园洋房产品开盘销售，提高了公司整体销售均价。从销售区域来看，公司房产销售主要集中于大连市。

表 9 公司合同销售情况（单位：平方米、万元）

分项目类型	2012 年		2013 年		2014 年	
	销售建筑面积	销售金额	销售建筑面积	销售金额	销售建筑面积	销售金额
商务园内住宅	253,180	314,163	336,684	503,071	343,017	443,248
多功能综合住宅社区	90,758	146,772	178,845	220,544	243,579	301,784
分地区	销售建筑面积	销售金额	销售建筑面积	销售金额	销售建筑面积	销售金额
大连	332,570	446,912	502,295	708,513	545,677	717,908
沈阳	4,495	4,827	7,884	7,490	5,875	5,327
成都	6,874	9,196	5,350	7,612	35,044	21,797

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司房产销售价格以市场为主导，销售规模逐年增加；目前，公司在建和拟建项目规模较大且主要位于大连市，考虑到大连市目前房地产市场较为低迷，未来一段时期内公司可能存在一定去库存压力。

3. 商务园运营

作为公司业务模式的一部分以及根据公司的战略计划，公司保留用于投资的商务园办公楼物业，根据区域政策，一般 30%的产业办公楼用于销售，剩余 70%的优质资产公司持有。公司设有专门的租赁团队且建立适当的租赁政策，包括一对一的客户经理管理、客户资源管理、客户服务管理，从而为客户提供一站式服务。公司的一对一客户经理对重要客户就其所在行业的行业政策提供建议、通过研讨会及调查问卷的方式及时收集企业对行业政策的建议，且及时收集有关资料并提交予政府或行业的相关部门，有助于客户实施具有行业特色的政策。客户服务管理也提供全面的行政管理服务以及人力资源增值服务，包括人才招聘、人才培养及人员派遣，以通过公司的服务为企业创造价值。因此，公司与商务园的客户建立了较为稳固的关系。

公司与租户签订固定期限的租赁协议，一般可于双方共同约定时更新。公司将地标或旗舰办公楼内的办公空间租赁予 IBM、简柏特、赛门铁克、思科、甲骨文及软银等全球领先的信息技术公司，从而提升公司的商务园的形象并吸引其他中小企业租户。

2012~2014 年，公司租金收入分别为 2.80 亿元、3.10 亿元和 3.30 亿元。

表 10 截至 2015 年 9 月底公司已建成的持有型商务园办公物业情况（单位：平方米、%）

园区	项目所在地	项目名称	总建筑面积	总可出租面积	出租率
大连软件园	大连	办公楼	431,027	390,904	95
	大连	学生公寓	179,569	175,845	100
	大连	商业配套	1,035	1,035	100

生态科技城	大连	办公楼	73,810	49,628	98
腾飞软件园	大连	办公楼	79,592	70,866	89

资料来源：公司提供

截至 2015 年 9 月底，公司已在大连已建成 3 个持有型商务园，分别为大连软件园、生态科技城及腾飞软件园。其中，大连软件园包括办公楼项目、学生公寓项目及商业配套项目，总建筑面积为 611,311 平方米，总可出租面积为 567,784 平方米，平均出租率为 98.33%；生态科技城为办公楼项目，总建筑面积为 73,810 平方米，总可出租面积为 49,628 平方米，出租率为 98%；腾飞软件园为办公楼项目，总建筑面积为 79,592 平方米，总可出租面积为 70,866 平方米，出租率为 89%。

表 11 截至 2015 年 9 月底，公司在建及待建的持有型商务园办公物业情况（单位：平方米）

	园区	项目名称	总建筑面积	总可出租面积
在建	大连生态科技城	3#办公楼	73,810	49,630
		5#办公楼	74,500	49,300
		6#办公楼	74,500	49,300
	大连亿达信息软件园	安博谷产业	64,406	47,722
		信息谷产业一期	86,879	66,208
	园区	项目名称	总建筑面积	总可出租面积
待建	大连生态科技城	办公楼	557,530	381,970
	大连亿达信息软件园	信息谷二期办公楼	118,798	94,063

资料来源：公司提供

截至 2015 年 9 月底，公司在大连有 2 个持有型商务园在建，2 个持有型商务园待建。两个在建项目为大连生态科技城与大连亿达信息软件园，其中大连生态科技城包含 3 个办公楼项目，总建筑面积达 222,810 平方米，总出租面积达 148,230 平方米；大连亿达信息科技园包含安博谷项目与信息谷产业一期项目，总建筑面积达 151,285 平方米，总可出租面积达 113,930 平方米；两个待建项目同为大连生态科技城与大连亿达信息软件园，其中大连生态科技城办公楼项目总建筑面积达 557,530 平方米，总出租面积达 381,970 平方米；大连亿达信息软件园将包含信息谷产业二期项目，总建筑面积达 118,798 平方米，总可出租面积达 94,063 平方米。

总体看，公司商务园运营业务板块规模较大，盈利能力较好。

4. 商务园管理

除拥有的商务园项目以外，公司还提供商务园运营管理服务并收取管理费。

目前公司作为运营商为武汉软件新城的一期、上海江桥项目、苏州高铁文创园项目、苏州吴中尚金湾项目、长沙科技新城项目及深圳龙岗海科兴项目提供运营管理服务。截至 2015 年 9 月底，武汉软件新城一期出租率约为 89%，已签约客户 38 家，包括 IBM、法国阳狮、飞利浦等标志性客户，初步形成软件研发、文化创意、金融服务、互联网、电子商务及新技术新材料新能源类六大产业聚集。公司曾通过 BOT 项目形式参与开发运营了武汉光谷软件园和天津滨海服务外包产业园，且已转交给当地政府。

2012~2014 年，公司收取的管理费用分别为 458.70 万元、466.02 万元和 466.20 万元。

总体看，公司商务园管理业务板块收入规模较小。

5. 其他业务

公司还开展物业管理、建筑施工、室内装修以及园林绿化业务。

由公司持有的大连亿达物业管理公司、沈阳亿达物业管理有限公司、成都亿兴物业管理有限公司向由公司发的商务园办公空间和住宅物业的租户和住户提供物业管理服务。这三家公司也向由第三方开发的其他物业提供物业管理服务。

公司持有的大连亿达建设工程有限公司获得住建部房地产开发企业一级资质、电气安装三级认证、土石方施工三级认证及市政工程三级认证资格，具有年施工工民建总包工程超过 100 万平方米的能力，曾获得住建部颁发的“鲁班奖”。大连亿达建设工程有限公司承建公司工期急、施工难度大的工程项目，有利于保证个别项目的竣工时间和利润率。

公司与松下电器（中国）有限公司合资成立的松下亿达装饰工程有限公司（以下简称“松下亿达”），其持有建筑装饰装修工程专业承包国家一级企业、工程设计乙级资质，是东北最早一家提供整体装修服务的公司。松下亿达负责公司所有样板房及整体精装修的设计、施工、售后维修服务，有利于保证精装修项目的施工进度、施工品质及售后服务。

公司还拥有一家园林绿化公司——大连亿达园林绿化工程有限公司，其持有住建部园林绿化三级认证资格。大连亿达园林绿化在山东省自第三方租赁的土地种植树苗，以供项目公司需求。其还负责公司所有项目的软体园林绿化及部分硬体园林绿化。

2012~2014 年，公司物业管理、建筑施工、室内装修以及园林绿化业务收入分别为 9.72 亿元、7.73 亿元和 4.49 亿元，业务收入大幅减少系由于项目主要为公司内部项目，合并报表后，显示收入下降。

总体看，公司其他业务板块业务规模逐年缩减。

6. 经营效率

2012~2014 年公司应收账款周转率分别为 12.66 次、13.06 次和 17.16 次；存货周转率分别为 0.39 次、0.37 次和 0.43 次；总资产周转率分别为 0.19 次、0.19 次和 0.24 次，均呈提高态势。与同行业上市公司相比，公司经营效率较高。

表 12 房地产开发类上市公司 2014 年经营效率指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
苏州高新	15.38	0.19	0.17
浦东金桥	16.12	0.39	0.17
张江高科	2.34	0.29	0.17
亿达发展	17.16	0.43	0.24

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表除亿达发展外的企业数据引自 Wind 资讯，Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异。

总体看，公司整体经营效率较高。

7. 关联交易

2014 年，公司接受关联方的劳务交易额为 6,260.21 万元，占营业成本的 1.19%；向关联方提供劳务交易额为 24,492.97 万元，占营业收入的 2.97%。

2014 年，公司向关联方出租余额为 704.48 万元，向关联方承租余额为 140.00 万元。

2014 年，公司关联资金拆出方为大连软件园荣达开发有限公司和大连软件园腾飞发展有限公司，拆出资金总额为 13,800.00 万元，到期日分别为 2015 年 4 月 27 日和 2017 年 12 月 28 日。

总体看，公司关联交易额均较小。

8. 经营关注

政策风险

公司所处的房地产行业与国民经济和国民生活紧密相联、息息相关，长期以来受到政府和社会各界的密切关注。从中长期的角度，行业可能受到宏观经济整体增长速度、城镇化进程的发展阶段以及老龄化社会加速到来等经济基本面的影响。从中短期的角度，政策层面对于行业的周期波动可能带来一定影响。政府可能根据国家宏观经济和社会发展的整体状况，通过土地政策、产业政策、信贷政策和税收政策等一系列措施，引导和规范行业的健康发展。从 2002 年以来，国家相继采取了一系列宏观政策措施，出台了一系列政策法规，从信贷、土地、住房供应结构、税收、市场秩序、公积金政策等方面对房地产市场进行了规范和引导。宏观经济形势和政府政策将影响房地产市场的总体供求关系、产品供应结构等，并可能使房地产市场短期内产生波动。如果公司不能适应宏观经济形势的变化以及政策导向的变化，则公司的经营管理和未来发展将可能受到不利影响。

财务风险

公司债务资本比率处于较高水平。随着业务的发展，为满足公司的房地产开发项目的资金需求，未来公司的负债规模可能继续增长，使得更多的经营活动现金流被用于偿本付息，可能减少用于运营支出、资本性支出等用途的现金流；同时，资产负债率的提高可能影响公司的再融资能力，增加再融资成本，使公司面临一定的偿债压力。

房地产行业属于资金密集型行业，近年来，房地产开发企业获取土地的资金门槛不断提高，地价款的支付周期有所缩短，增加了企业前期土地储备资金支出负担，且后续项目的开发也需持续的资金支持，因此现金流量的充足程度对维持公司正常的经营运作至关重要。截至 2015 年 9 月底，公司在建及拟建建筑面积为 4,670,747 平方米。良好的项目储备情况使公司具备较强的持续发展后劲，但也给公司带来了一定的资金支出压力。如果国家经济政策、产业政策及银行贷款政策发生变化，公司可能面对资金短缺或资金成本高的风险。

经营地域集中度较高风险

公司主要项目集中于大连，截至 2015 年月 30 日，公司牵头进行六个商务园项目的开发，其中五个位于辽宁省大连市及一个位于湖北省武汉市。截至 2015 年 9 月 30 日，公司约 562 万平方米的土地储备位于大连市，约占公司总土地储备的 85.67%。如大连市对商用物业和住宅的需求或价格下跌，会对公司的业务、现金流和经营业绩构成重大不利影响。此外，公司集中经营信息技术外包、业务流程服务外包及高科技产业为主的商务园区，使其容易受到特定产业的风险影响。虽然公司在积极、稳健地寻求对外扩张，但在向其他城市扩张的过程中，可能受到地方政府关系、客户群行业及喜好差异、当地承包商及供应商的可靠性、市政规划政策等多个因素影响，无法复制在大连的成功经验。

9. 未来发展

公司计划未来五年内每年在至少一个新城市拓展公司的业务模式。为实现公司的长期业务目标，公司计划实施下列策略：

（1）抓住中国政府产业结构转型升级的机遇，在一二线城市收购土地，快速复制商业模式

为实现快速复制商业模式的目标，公司首先将向一线城市外围的城镇扩展。如北京及上海等一线城市已吸引众多企业并形成产业集群效应。由于租金快速上涨、交通压力及该等企业及行业

拓展其业务的需求，预计一线城市的众多企业租户将开始向郊区搬迁；其次，向南京、西安、杭州等拥有大量高校的城市拓展。充足的受过良好教育的人力资源供应对高质量租户，特别是从事以知识和高科技为基础的租户，具有强烈的吸引力；再次，向天津及深圳等区域金融中心城市拓展。公司计划在该类城市探索金融服务行业对商务园项目的潜在需求。

（2）继续吸引更多国内外知名企业入驻公司的商务园，并建立长期战略关系，以支持业务及区域扩充及提升物业价值

公司致力与国内外知名企业建立长期战略关系以支持业务扩充及提升物业价值。公司为商务园租户打造的便捷、高效的工作环境、舒适的生活环境以及卓越的商务园运营管理服务，能够推动潜在客户选择公司的商务园及赢得品牌知名度。未来，公司计划进一步强化招商业务建设，吸引更多的国内外知名企业作为长期租户，以此提升公司的商务园项目的形象及声誉。

（3）继续向客户提供增值服务与多元化产品，进一步提升公司的品牌认知度

品牌形象与声誉对公司于激烈的市场竞争中取得佳绩至关重要，物业质量及客户服务是公司维持客户满意度与忠诚度的关键环节。未来，公司将强化客户关系管理，不断向商务园办公楼租户及住宅物业住户提供更多的增值服务，进一步提升品牌认知度和品牌忠诚度。同时，公司将更加注重在商务园发展多元化产品，针对特定客户的需求提供符合标准的产品，并将投入更多的资源不断通过不同媒体渠道（包括报纸、互联网、电视、电台及户外广告）及举办与参加各种论坛、会议等活动宣传公司的品牌，以提升品牌形象与认知度。

（4）寻求优化用于出售及投资用途的物业组合，提升公司业绩、财务表现及资产价值

未来，公司将对通过出售而获利的物业以及以产生长期经常性租金收入及资本增值为投资目的而持有的物业组合进行优化。用于出售的物业可提高公司的营运资本和流动性状况及公司为项目开发提供资金的能力。另一方面，以投资目的而持有的物业，可使公司受惠于中国的持续城镇化及国内经济增长而带动的物业升值。未来，公司将系统而灵活地调整上述两种类别的物业比例。此外，持有适当规模的投资物业有助于公司积累物业运营与管理方面的宝贵经验并增强公司的实力，以实现公司成为中国最好的商务园开发商及最大的商务园运营商的目标。

总体看，公司未来将致力于在全国具有以知识和高科技为基础的行业发展潜力的地区，拓展包括开发、租赁、出售及管理商务园办公楼、住宅物业以及其他配套设施开发的商业模式。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年度合并财务报表已经安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2015 年三季度财务报表未经审计。

从合并范围上看，2013 年 7 月 1 日，公司以 1.30 亿元出售部分子公司的股权，不再将其纳入公司合并范围。2013 年 11 月 15 日，公司以 0.2 亿元取得大连亿达管理咨询有限公司及其子公司和大连亿达服务咨询有限公司及其子公司（统称“被收购公司”）100%股权，由于亿达集团、公司以及被收购公司的最终控制人均均为孙荫环先生，鉴于合并前后合并各方均受孙荫环控制且该控制并非暂时性，故该合并属于同一控制下的企业合并。2014 年公司合并范围无变化。综合来看，公司三年主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 340.07 亿元，负债总额 263.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）76.19 亿元。2014 年公司实现合并营业收入 82.37 亿元，净利润（含少数股东损益）11.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.34 亿

元，现金及现金等价物净增加额-14.01 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 366.21 亿元，负债总额 285.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）80.30 亿元。2015 年 1~9 月公司实现合并营业收入 32.40 亿元，净利润（含少数股东损益）4.11 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.93 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.73 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.95 亿元。

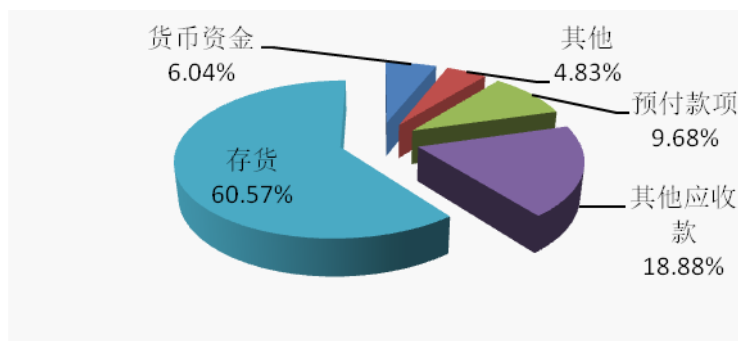
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额小幅波动，基本保持平稳，近三年年均复合减少 1.76%。截至 2014 年底，公司资产总额 340.07 亿元，其中流动资产合计占 58.53%，非流动资产占 41.47%，资产构成以流动资产为主。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产合计 199.04 亿元，占比较大的项目包括货币资金（占 6.04%）、预付款项（占 9.68%）、其他应收款（占 18.88%）和存货（占 60.57%）。

图 8 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司货币资金合计 12.03 亿元，近三年呈波动下降趋势，年均复合减少 10.80%，其中 2013 年货币资金规模较大主要由于当年增加外部融资规模所致。截至 2014 年底，公司货币资金中银行存款 12.02 亿元，占比为 99.96%，其中 5.34 亿元银行存款为使用受限的货币资金（房地产预收款 3.28 亿元、质押存单 1.63 亿元和工伤意外保证金 0.43 亿元）。

截至 2014 年底，公司预付款项 19.27 亿元，近三年呈逐年递增的态势，年均复合增加 5.88%，主要为预付土地款、工程款等。从账龄来看，1 年以内的预付款占比为 75.13%，账龄 3 年以上的占比为 13.92%。公司未对预付款计提坏账准备。

截至 2014 年底，公司其他应收款合计 37.58 亿元，近三年年均复合减少 33.59%，2013 年和 2014 年基本保持平稳，主要为代垫土地开发款，2012 年由于关联方往来款较多导致规模较大。截至 2014 年底，公司应收代垫土地开发款占其他应收款的 87.53%，付款方主要为甘井子区人民政府和大连高新园区财政局。截至 2014 年底，公司应收关联方款项合计为 3.06 亿元，占公司其他应收款总额的比例为 8.13%。从账龄来看，1 年以内的其他应收款占比为 17.78%，1~2 年的占比为 24.60%，2~3 年的占比为 28.24%，3 年以上的占比为 29.38%。公司近三年未对其他应收款计提坏账准备。

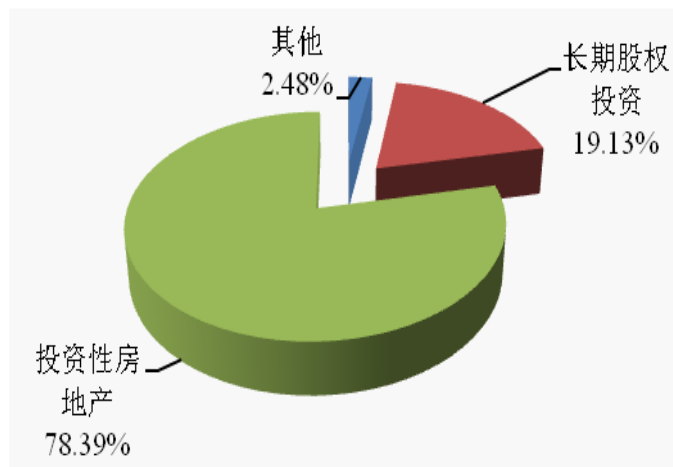
截至 2014 年底，公司存货账面价值为 120.55 亿元，近三年年均复合增长 6.40%，主要是公司业务规模扩大所致。截至 2014 年底，公司存货由建筑材料（占 0.02%）、开发成本（占 83.11%）和开发产品（占 16.87%）构成，近三年公司未计提存货跌价准备。账面价值 1.92 亿元的存货被用

于借款抵押。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 141.03 亿元，以长期股权投资(占 19.13%)和投资性房地产（占 78.39%）为主。

图 9 截至 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司长期股权投资 26.97 亿元，近三年年均复合增长 35.62%，主要是 2013 年公司增加对大连青云天下房地产开发有限公司的投资所致。公司长期股权投资主要为对合营企业、联营企业投资等，未对长期股权投资计提减值准备。

截至 2014 年底，公司投资性房地产 110.56 亿元，近三年年均复合变动率 4.48%。公司投资性房地产主要为用于出租的持有型商业物业及办公用产业楼，公司对于已完工投资性房地产，采用公允价值计量；对于在建投资性房地产，部分项目采用公允价值计量，部分项目采用成本计量。截至 2014 年底，公司已完工投资性房地产 81.39 亿元，占比为 73.62%；在建投资性房地产 29.17 亿元，占比为 26.38%。账面价值 92.06 亿元的投资性房地产被用于借款抵押，占全部投资性房产账面价值的 83.27%。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总额 366.21 亿元，较年初增长 7.69%，主要是货币资金增加所致。2015 年 9 月末公司资产中，流动资产和非流动资产分别占比 61.42%和 38.58%，资产构成较年初变化不大。

总体看，公司资产规模基本保持平稳，资产构成以流动资产为主；流动资产中存货占比较大；非流动资产以投资性房地产为主。公司资产结构符合行业特征，整体资产质量较好。

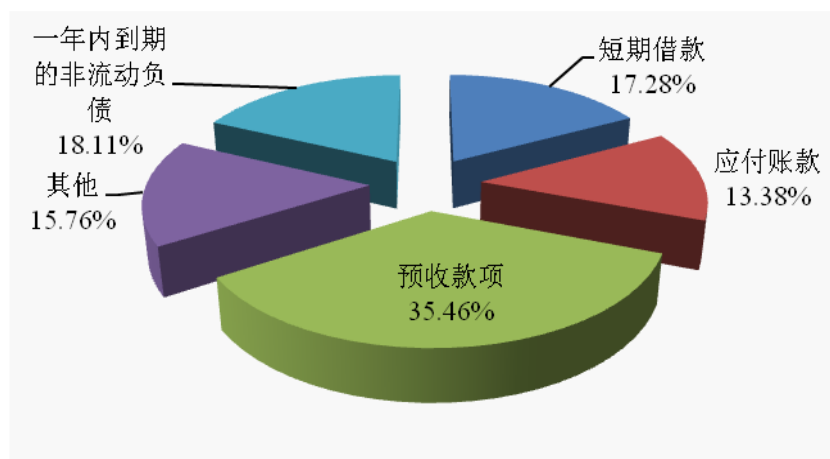
3. 负债和所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债规模基本保持平稳，近三年复合减少 2.03%；债务结构变化较大，流动负债逐年递减，非流动负债逐年递增，但债务仍以流动负债为主。截至 2014 年底，公司负债总额 263.88 亿元，其中流动负债占比 52.33%，债务结构有所优化。

截至 2014 年底，公司流动负债合计为 138.08 亿元，占比较大的项目包括短期借款(占 17.28%)、应付账款（占 13.38%）、预收款项（占 35.46%）和一年内到期的非流动负债（占 18.11%）。

图 10 截至 2014 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司短期借款合计 23.86 亿元，近三年复合减少 5.39%，其中质押贷款 12.37 亿元，以银行定期存单作为质押；抵押贷款 7.52 亿元，以投资性房地产、开发项目以及固定资产为抵押；保证借款 3.97 亿元，由公司内部单位提供担保。

截至 2014 年底，公司应付账款合计 18.47 亿元，近三年复合增加 12.74%，主要为工程款和材料采购款的增加。公司应付账款不计息，并通常在 90 天内清偿。

截至 2014 年底，公司预收款项合计 48.97 亿元，近三年复合减少 7.81%，主要由于预收房款的减少所致。截至 2014 年底，公司预收款项主要为预收房款和预收工程款，分别占比为 91.97% 和 6.43%。

截至 2014 年底，公司其他应付款合计 3.82 亿元，近三年复合减少 79.13%，主要是公司对关联方亿达集团的应付款项结清所致。

截至 2014 年底，公司其他流动负债合计 8.32 亿元，近三年复合减少 11.71%。公司其他流动负债包括预提开发成本 4.64 亿元和预提土地增值税 3.68 亿元。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债余额为 25.01 亿元，近三年复合增加 7.18%，其中质押借款 4.00 亿元、抵押借款 9.11 亿元、保证借款 4.90 亿元和信用借款 7.00 亿元。

截至 2014 年底，公司非流动负债合计为 125.81 亿元，以长期借款（占比为 86.72%）和递延所得税负债（占比为 12.31%）为主。

截至 2014 年底，公司长期借款余额为 109.10 亿元，近三年复合增长 74.31%，主要是抵押借款的增加。其中，质押借款 8.00 亿元、抵押借款 78.40 亿元、保证借款 10.70 亿元、信用借款 12.00 亿元。公司长期借款 1~3 年内的为 52.44 亿元、3~5 年的为 44.64 亿元、5 年以上的为 12.02 亿元，公司有一定的集中偿付风险。

截至 2014 年底，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 77.60%、67.46% 和 58.88%，公司负债水平高，偿债压力较大。

2012~2014 年，公司全部债务规模增幅较大，近三年复合增长 36.86%，主要系长期债务增加所致。截至 2014 年底，公司全部债务 157.97 亿元，其中短期债务 48.87 亿元，长期债务 109.10 亿元，债务构成以长期债务为主。

截至 2015 年 9 月底，公司负债总额为 285.91 亿元，较年初上升 8.35%，主要是一年内到期的非流动负债增加所致。2015 年 9 月末，公司负债结构变化不大，仍以流动负债为主（占比为 62.67%）。

总体看，公司负债以流动负债为主，债务规模逐年增加，整体负债水平较高。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益呈波动下降态势，近三年小幅下降 0.81%，其中 2013 年所有者权益大幅下降主要由于资本公积中资本溢价的减少，为公司于同一控制下企业合并中支付的对价。

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 76.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 69.05 亿元。归属于母公司的所有者权益中，股本占比为 1.45%、资本公积占比为 4.40%、其他综合收益占比为 0.03%、盈余公积占比为 0.32%、未分配利润占比为 93.80%，公司所有者权益稳定性较弱。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益 80.30 亿元，较年初增长 5.39%，公司所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益大部分由未分配利润构成，权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入近三年复合增加 13.91%，主要是房屋销售增加所致；公司营业利润近三年复合减少 12.68%，主要是受房地产开发项目土地成本上涨、项目区域及类型差异等因素影响，公司营业成本的复合增长率高于营业收入的复合增长率所致；由于营业外收入的减少以及所得税费用的增加，公司净利润近三年复合减少 10.39%。2014 年公司实现营业收入 82.37 亿元；实现净利润 11.15 亿元。其中，归属于母公司所有者的净利润为 9.52 亿元，近三年复合减少 15.21%。2012~2014 年，公司营业外收入分别为 0.23 亿元、2.81 亿元和 1.67 亿元，其中政府补助（主要为项目补助、税收返还及财政补贴等）和非流动资产处置利得占比较大，公司营业外收入占利润总额的比例分别为 1.22%、20.61%和 10.71%。

2014 年，公司期间费用总额为 9.07 亿元，近三年复合增加 18.99%。2014 年，销售费用余额为 3.02 亿元，近三年复合增加 14.92%，主要包括销售职工薪酬、样板间费及广告费用等，近三年销售费用占营业收入的比重分别为 3.60%、4.48%和 3.66%；管理费用余额为 4.28 亿元，近三年复合增加 15.03%，主要包括职工薪酬、办公费用、税金、折旧及摊销等，近三年管理费用占营业收入的比重分别为 5.10%、4.53%和 5.20%；财务费用余额为 1.77 亿元，近三年复合增加 41.44%，主要为费用化的利息支出（减利息收入）、汇兑损益、手续费等，近三年财务费用占营业收入的比重分别为 1.39%、3.74%和 2.15%。2012~2014 年，公司费用收入比分别为 10.09%、12.75%和 11.01%，公司费用控制能力较好。

从盈利指标看，近三年，公司主营业务毛利率呈逐年下降的趋势，2014 年为 35.90%；总资产报酬率和净资产收益率均呈现先下降后上升的态势，2014 年分别为 5.04%和 15.80%。公司盈利指标与其他房地产上市公司对比情况如下表所示。

表 13 2014 年主要房地产上市公司盈利能力指标情况 （单位：%）

企业简称	总资产报酬率	净资产收益率	主营业务毛利率
苏州高新	3.24	4.92	25.69
浦东金桥	7.17	8.24	55.22
张江高科	5.32	6.21	47.75
平均值	5.24	6.46	42.89
亿达发展	5.04	15.80	35.90

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

从同行业对比来看，公司总资产报酬率在同行业中处于中等水平，净资产收益率在同行业中处于领先水平，主营利率毛利率属于中等水平。

2015年1~9月，公司实现营业收入32.40亿元、净利润4.11亿元，较上年同期分别减少19%和16%，主要是因为结算项目主要集中在10~2月交房并实现结转收入。

总体看，公司营业收入逐年增加，但由于营业外收入的减少以及所得税费用的增加，公司净利润水平有所下降。与同行业上市公司相比，公司盈利能力较好。

5. 现金流

公司销售商品、提供劳务收到的现金近三年复合增长9.48%，低于营业收入的增长率。2012~2014年，公司收到其他与经营活动有关的现金复合减少36.67%，主要系政府补助减少所致；支付的其他与经营活动有关的现金复合减少7.90%，主要系往来款减少所致；经营活动现金流量净额分别为4.36亿元、21.71亿元和7.34亿元。2012~2014年，公司现金收入比分别为93.66%、104.27%和86.53%，收入实现质量一般。

2012~2014年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-5.77亿元、-8.79亿元和0.48亿元，2013年和2014年投资流出规模较大主要为购建固定资产和投资子公司所致。

2012~2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-7.99亿元、2.50亿元和-21.83亿元，2013年筹资活动产生的现金净流入主要是由于当年偿还债务支付的现金较少所致。

2015年1~9月，公司经营活动产生的现金流量净额为4.73亿元；投资活动产生的现金流量净额为2.23亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为-0.08亿元。

总体看，公司经营活动现金流波动较大，目前呈净流入状态，收入实现质量一般；公司投资活动支出规模逐年减小；公司主要通过取得银行借款方式进行筹资，但由于偿还债务支付的现金波动较大导致筹资活动波动较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2012~2014年公司流动比率呈上升趋势，分别为1.05倍、1.11倍和1.44倍；速动比率基本保持平稳，分别为0.57倍、0.48倍和0.57倍，整体处于较好水平；2012~2014年公司经营现金流动负债比分别为1.95倍、11.18倍和5.32倍，经营现金对公司流动负债的覆盖程度较好；现金短期债务比分别为0.31倍、0.56倍和0.25倍，公司现金类资产对短期债务覆盖能力较差。整体看，公司短期债务偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2012~2014年公司EBITDA分别为19.92亿元、16.54亿元和17.72亿元；EBITDA利息倍数呈波动下降态势，分别为2.27倍、1.18倍和1.19倍，对利息的覆盖能力较弱；EBITDA全部债务比呈下降态势，分别为0.24倍、0.13倍和0.11倍，对债务的保护能力较弱。考虑到公司拥有较大规模的土地储备和投资性房地产，一定程度上提升了公司对全部债务的保障能力。综合来看，公司整体偿债能力较强。

截至2015年9月底，公司共获银行授信额度206.89亿元，已使用164.43亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至2015年9月底，公司不存在金额在1,000万元以上的重大未决诉讼、仲裁事项。

截至2015年9月底，公司为客户按揭贷款46,314万元提供保证担保。从关联担保来看，公司为关联方提供的担保金额合计为106,150.00万元，详见下表，截至目前，被担保关联企业经营情况正常。

表 14 截至 2015 年 9 月底公司关联担保情况 (单位: 万元)

被担保方	担保金额	担保期限
大连软件园安博开发有限公司	14,600.00	2014 年 4 月 24 日至 2017 年 4 月 17 日
大连软件园世通开发有限公司	32,500.00	2014 年 12 月 23 日至 2017 年 12 月 22 日
武汉软件新城发展有限公司	500.00	2015 年 5 月 29 日至 2025 年 5 月 29 日
	19,800.00	2013 年 12 月 10 日至 2016 年 12 月 5 日
	20,000.00	2014 年 8 月 29 日至 2017 年 8 月 29 日
大连亿泽房地产开发有限公司	6,750.00	2013 年 12 月 16 日至 2016 年 12 月 15 日
大连软件园中兴开发有限公司	12,000.00	2014 年 6 月 13 日至 2016 年 6 月 12 日
合计	106,150.00	--

资料来源: 公司提供

根据公司提供企业信用报告, 截至 2015 年 10 月 14 日, 公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录, 过往债务履约情况良好。

总体看, 公司整体偿债能力较强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 9 月底, 公司全部债务合计 174.12 亿元, 本期拟发行债券基础规模为 10 亿元, 可超额配售不超过 10 亿元, 相对于目前公司负债规模, 本期债券发债额度对公司负债水平影响不大。

以 2015 年 9 月底财务数据为基础, 假设募集资金净额为 20 亿元, 本期债券发行后, 在其它因素不变的情况下, 公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 57.72%、70.74%和 79.21%, 债务负担进一步加重。考虑到公司募集资金大部分将用于偿还银行贷款, 实际指标将低于上述值。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2014 年底的相关财务数据为基础, 公司 2014 年 EBITDA 为 17.72 亿元, 为本期公司债券发行额度 (20 亿元) 的 0.89 倍, EBITDA 对本期债券的覆盖程度一般; 2014 年经营活动产生的现金流入为 73.42 亿元, 为本期公司债券发行额度 (20 亿元) 的 3.67 倍, 对本期债券覆盖程度较高; 2014 年经营活动现金净流量为 7.34 亿元, 为本期公司债券发行额度 (20 亿元) 的 0.37 倍, 对本期债券覆盖程度较弱。未来, 随着公司新项目陆续开发及预售, 公司的盈利能力有望得以增强, 对本期债券的偿还能力有望有所提高。

综合以上分析, 并考虑到公司作为国内大型的商务园区开发商, 在综合实力、开发规模、项目前景及土地储备等方面具有较强的竞争优势, 能够通过持续经营取得较高的盈利水平, 联合评级认为, 公司对本期债券的偿还能力较强。

九、债权保护条款分析

1. 增信措施

亿达中国控股有限公司（以下简称“亿达中国”）就本期公司债券兑付作出不可撤销承诺，发生以下任一情形时，债券持有人有权要求亿达中国收购本期债券：（1）根据本期债券募集说明书的规定，在付息日（T日）或兑付日（T日）前的第3个工作日（T-3个工作日之日），亿达发展在专项偿债账户中的资金不足以兑付本期债券的应付利息或应付本金及利息；（2）在本期债券存续期内，如债券持有人会议根据本期债券募集说明书的规定通过关于提前兑付债券的议案，而在债券持有人大会通过的提前兑付日（T日）前的第3个工作日（T-3个工作日之日），亿达发展在专项偿债账户中的资金不足以兑付本期债券的应付本金及利息。

如果债券持有人按照上述约定要求亿达中国收购本期债券，在符合中华人民共和国（仅为本承诺函之目的，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区，下同）相关法律法规及适用于亿达中国的相关法律法规规定的前提下，亿达中国承诺将无条件自行或指定亿达中国实际控制的其他境内外子公司在兑付日/提前兑付日（T日）前全额收购本期债券，收购价格为计算至收购日（如果收购日早于兑付日/提前兑付日，则应计算至兑付日/提前兑付日）本期债券的未偿还本息以及罚息（如有）、违约金（如有）、损害赔偿金（如有）的总和。

2. 亿达中国概况

亿达中国间接持有公司100%股权，其于2007年11月26日在开曼群岛注册成立，并于2014年6月27日在香港联合交易所有限公司主板上市（股票代码：3639）。截至2015年3月底，亿达中国共发行25.8397亿股，每股0.01美元。孙荫环先生通过设立于英属维尔京群岛的正宏管理有限公司间接及实际持有亿达中国已发行股本总额的62.36%，孙荫环先生及正宏管理有限公司为亿达中国的控股股东，亿达中国实际控制人为孙荫环。

截至2014年末，亿达中国按香港财务报告准则经审计的总资产为361.56亿元，净资产为89.79亿元；2014年度税前收入为82.11亿元，净利润为8.97亿元；经营活动产生的现金流量净额为5.34亿元，现金及现金等价物净增加额为-13.76亿元。

总体看，亿达中国资产规模较大、盈利水平较好，其收购承诺对本期债券的兑付具有积极意义。

十、综合评价

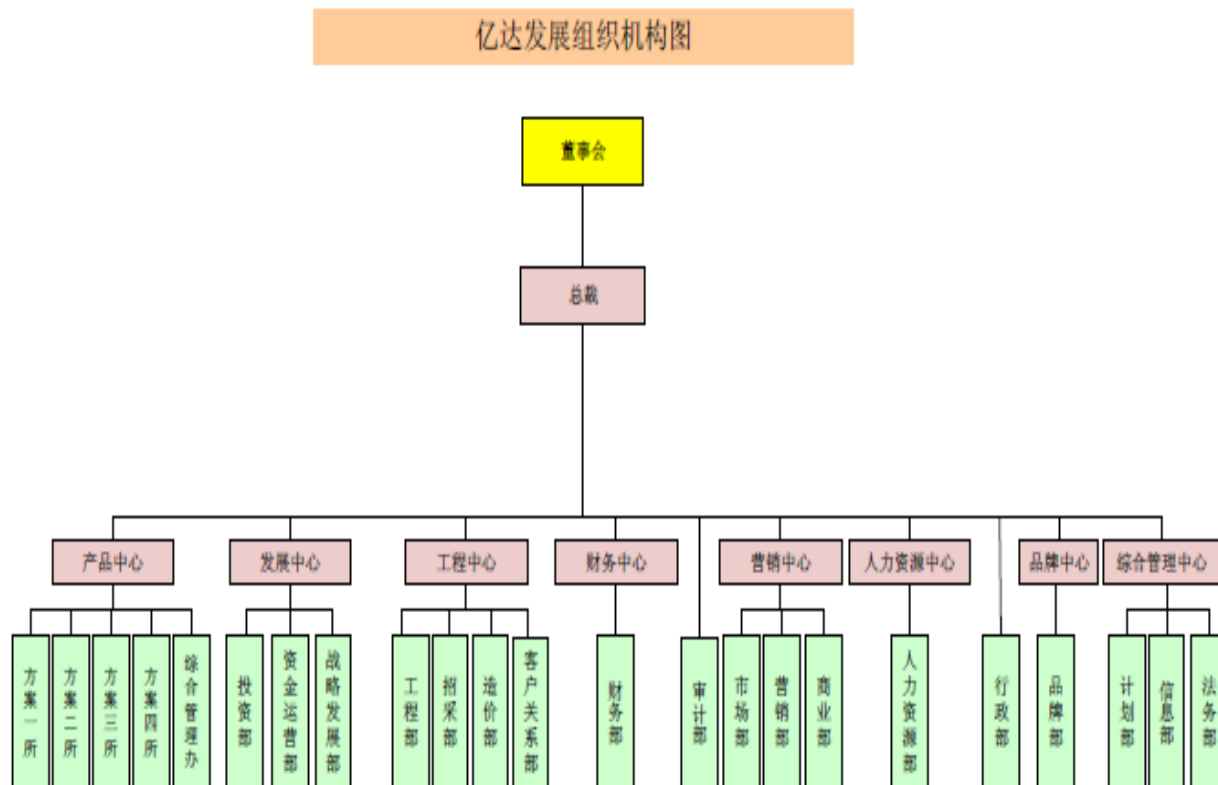
公司作为一家以商务园及多功能综合住宅社区开发为专业特色的房地产开发企业，具有开发经验较丰富、专业化程度较高、政府支持力度较大、品牌知名度较高等方面的优势。同时，联合评级也关注到公司所处房地产业面临政策调控、市场需求下滑、经营地域集中度较高以及债务负担较重等因素可能对公司发展带来不利影响。

未来随着在建项目的竣工，公司可租售面积有望获得增长，公司的行业地位将进一步得到巩固，公司整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

亿达中国控股有限公司就本期公司债券兑付作出不可撤销收购承诺，该承诺对本期债券的偿付具有积极意义。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险低。

附件 1 大连亿达发展有限公司组织机构图



附件 2 大连亿达发展有限公司 相关财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额（亿元）	352.34	354.02	340.07	366.21
所有者权益（亿元）	77.43	65.01	76.19	80.30
短期债务（亿元）	48.43	51.48	48.87	84.49
长期债务（亿元）	35.90	78.03	109.10	89.63
全部债务（亿元）	84.33	129.51	157.97	174.12
营业收入（亿元）	63.48	67.93	82.37	32.40
净利润（亿元）	13.89	10.10	11.15	4.11
EBITDA（亿元）	19.93	16.54	17.72	--
经营性净现金流（亿元）	4.36	21.71	7.34	4.73
应收账款周转次数（次）	12.66	13.06	17.16	--
存货周转次数（次）	0.39	0.37	0.43	0.17
总资产周转次数（次）	0.19	0.19	0.24	0.09
现金收入比率（%）	93.66	104.27	86.53	115.38
总资本收益率（%）	13.02	7.16	6.09	--
总资产报酬率（%）	5.84	4.61	5.04	--
净资产收益率（%）	19.30	14.19	15.80	5.25
营业利润率（%）	27.86	24.29	28.02	28.10
费用收入比（%）	10.09	12.75	11.01	12.93
资产负债率（%）	78.02	81.64	77.60	78.07
全部债务资本化比率（%）	52.13	66.58	67.46	68.44
长期债务资本化比率（%）	31.68	54.55	58.88	52.75
EBITDA 利息倍数（倍）	2.27	1.18	1.19	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.13	0.11	--
流动比率（倍）	1.05	1.11	1.44	1.26
速动比率（倍）	0.57	0.48	0.57	0.58
现金短期债务比（倍）	0.31	0.56	0.25	--
经营现金流动负债比率（%）	1.95	11.18	5.32	2.64
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.66	0.55	0.59	--

注：公司 2015 年 3 季度财务数据未提供资本化利息、应收账款坏账准备、计入财务费用的利息支出等数据，相关指标无法计算，故 2015 年 3 季度相关指标未予列示。

附件 3 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	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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	
总资本收益率	(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+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 大连亿达发展有限公司 2016 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，在每年大连亿达发展有限公司审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

大连亿达发展有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。大连亿达发展有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注大连亿达发展有限公司的相关状况，如发现大连亿达发展有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如大连亿达发展有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至大连亿达发展有限公司提供相关资料。

联合评级对本期债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送大连亿达发展有限公司、监管部门等。

