跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1285 号

亿达发展有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

亿达发展有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“列入评级观察”

亿达发展有限公司发行的“15 亿达 01”和“16 亿达 01”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十日

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

亿达发展有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果： AA **评级展望：** 列入评级观察

上次评级结果： AA **评级展望：** 列入评级观察

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 亿达 01	8.02 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2019 年 4 月 19 日
16 亿达 01	6.25 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2019 年 4 月 19 日

增信方： 亿达中国控股有限公司

增信方式： 不可撤销的全额收购承诺

跟踪评级时间： 2019 年 6 月 20 日

主要财务数据

发行人-亿达发展有限公司

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	359.50	349.03	436.41
所有者权益（亿元）	91.36	105.26	112.75
长期债务（亿元）	108.16	90.12	18.51
全部债务（亿元）	143.74	145.43	169.68
营业收入（亿元）	71.40	73.38	74.49
净利润（亿元）	10.58	10.38	5.08
EBITDA（亿元）	15.81	16.43	12.60
经营性净现金流（亿元）	26.72	17.57	35.94
营业利润率（%）	18.88	22.16	24.16
净资产收益率（%）	11.86	10.55	4.66
资产负债率（%）	74.59	69.84	74.16
全部债务资本化比率（%）	61.14	58.01	60.08
流动比率（倍）	1.43	1.40	0.73
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.11	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	1.38	1.63	1.13
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.11	1.15	0.88

增信方-亿达中国控股有限公司

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	359.60	370.97	430.86
所有者权益（亿元）	101.47	111.43	118.39
营业收入（亿元）	70.57	74.39	73.57
净利润（亿元）	5.64	9.84	8.34
资产负债率（%）	71.78	69.96	72.52

注：1、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、数据及指标计算均为合并口径；3、2018 年公司其他应付款中有息部分已计入短期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金余额。

评级观点

跟踪期内，亿达发展有限公司（以下简称“公司”或“亿达发展”）实际控制人中国民生投资股份有限公司（以下简称“中民投”）财务状况变化触发公司若干贷款加速清偿条款，若相关贷款人要求公司立即偿付相关贷款及利息，公司将面临巨大的短期偿债压力，并可能对公司持续经营造成极大不利影响。面临不利的融资环境，公司加快项目去化回笼资金，合同销售面积和金额较快增长，商务园区运营稳定，收入增长；公司降低拿地力度，但期末土地储备仍较充裕。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司融资成本增长，间接融资渠道有待拓宽，土地储备和运营商务园区集中于大连市，在建项目及土地储备规模大，货币资金规模小，资产受限比例高，债务负担重，潜在短期偿债压力巨大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来公司将加快去化速度回笼资金，但目前公司未售项目中办公项目占比较高，去化速度可能受到一定影响。同时，中民投财务状况变化对公司融资环境的影响仍有待持续观察。

亿达中国控股有限公司（以下简称“亿达中国”）对“15 亿达 01”和“16 亿达 01”提供不可撤销的全额收购承诺，跟踪期内，亿达中国资产规模进一步增长，其不可撤销的全额收购承诺对“15 亿达 01”和“16 亿达 01”的信用状况仍具有一定积极影响。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，并继续将其列入评级观察名单，同时维持“15 亿达 01”和“16 亿达 01”债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司土地储备较为充裕，待出售项目可满足公司近期销售需求。

2．2018 年，公司合同销售面积和金额均较快增长，可适度缓解公司资金压力，并为后续收入结转提供支撑。

3．2018 年，公司商务园区运营稳定，物业租金收入稳步增长；房地产结转规模增加带动公司收入增长。

关注

1．公司实际控制人中民投财务状况变化触发公司若干贷款加速清偿条款，公司面临潜在的巨大短期偿债压力，并可能对公司持续经营造成极大不利影响。2018 年，公司融资成本有所增长，间接融资渠道有待拓宽，需持续关注中民投财务状况变化对公司融资环境带来的不利影响。

2．2018 年，公司土地储备及运营商务园仍集中于大连市，区域经济波动或对公司业务带来不利影响。

3．截至 2018 年底，公司在建项目及待开发土地储备规模大，未来面临一定的资本支出压力。

4．公司货币资金规模小，资产受限比例高；债务负担重，潜在短期偿债压力巨大；资产减值损失对利润形成一定侵蚀，盈利能力一般。

分析师

王安娜
电话：010-85172818
邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

卢　瑞
电话：010-85172818
邮箱：lur@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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（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。

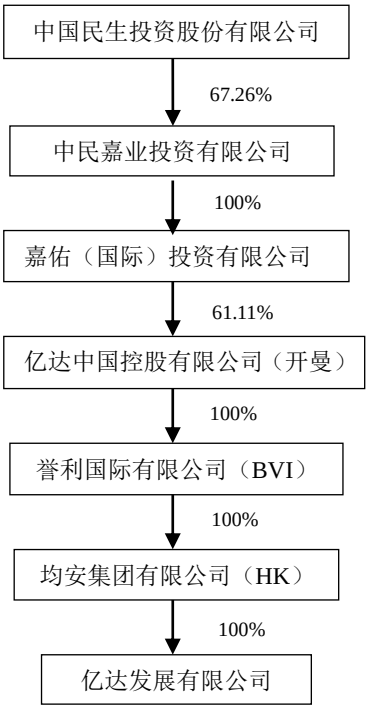
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

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。2016 年 3 月 10 日，公司名称变更为现用名。历经数次股权转让及增资，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 10.00 亿元，实收资本 10.00 亿元；均安集团有限公司持有公司 100.00%股权，为公司控股股东；中民嘉业投资有限公司（以下简称“中民嘉业”）通过嘉佑（国际）投资有限公司（以下简称“嘉佑国际”）间接持有亿达中国控股有限公司（港股联交所上市公司，股票代码“3639.HK”，以下简称“亿达中国”）61.11%股权，中国民生投资股份有限公司（以下简称“中民投”）持有中民嘉业 67.26%股权，为公司实际控制人。截至本报告出具日，亿达中国控股股东嘉佑国际累计质押亿达中国股份 1,578,751,750 股，占亿达中国股权的 61.10%，主要用于融资增信。

图1　截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018年，公司经营范围未变，组织结构略有变化，组织结构见附件1。截至2019年3月底，公司纳入合并范围子公司共76家，在职员工1,932人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 436.41 亿元，负债合计 323.66 亿元，所有者权益（含少数股东权益）112.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益 102.31 亿元。2018 年，公司实现营业收入 74.49 亿元，净利润（含少数股东损益）5.08 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.42 亿元；经营活动产生的现金流量净额 35.94 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.11 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、本次债券概况

经中国证监会证监许可〔2015〕2121 号文核准，公司于 2015 年 9 月 25 日成功发行大连亿达发展有限公司 2015 年公司债券（第一期）（债券简称“15 亿达 01”，债券代码“122475.SH”），并于 2015 年 10 月 30 日上市，债券总额 10 亿元，期限为 5 年期，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 6.00%；于 2016 年 3 月 9 日成功发行大连亿达发展有限公司 2016 年公司债券（第一期）（债券简称“16 亿达 01”，债券代码“136273.SH”），并于 2016 年 3 月 25 日上市，债券总额 20 亿元，期限为 5 年期，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 6.50%。

“15 亿达 01”和“16 亿达 01”募集资金总额 30 亿元，其中 25.50 亿元用于偿还银行贷款，剩余部分用于补充流动资金。截至 2018 年底，债券募集资金均已按照约定使用完毕。

2018 年 9 月 25 日，公司支付“15 亿达 01”回售资金 1.98 亿元及相应计息年度内的利息，回售完成后，“15 亿达 01”债券余额 8.02 亿元，票面利率维持 6.00%。

2019 年 3 月 11 日，公司支付“16 亿达 01”回售资金 13.75 亿元及相应计息年度内的利息，回售完成后，“16 亿达 01”债券余额 6.25 亿元，票面利率上调至 10.00%。

亿达中国就“15 亿达 01”和“16 亿达 01”的兑付作出不可撤销的全额收购承诺。

三、行业分析

目前公司主要收入来源于房地产开发与销售，属于房地产行业。

1．行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。一二三线城市百城住宅价格指数增速在调控下也有所放缓。

2019 年一季度，全国房地产开发投资 23,803.00 亿元，同比增长 11.80%，增速创近几年新高，主要系土地购置费依旧高位，以及一季度销售、资金端改善，房企新开工和施工意愿增强，带动建安投资回升所致。但一季度土地市场下行，全国 300 个城市土地市场指标按一二三线城市统计的指标均不同程度下降；其中 2019 年 3 月，二线城市土地成交溢价率和楼面均价同环比均涨，二线城市土地市场热度有所回升。房地产开发企业到位资金 38,948.00 亿元，同比增长 5.90%，增速较前两月回升 3.80 个百分点，其中国内贷款、个人按揭贷款同比转正；另目前首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续三月下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。全国房地产销售面积 29,828.94 万平方米，同比下降 0.90%，增速转负，但较前两月上涨 2.7 个百分点；销售金额 27,038.77 亿元，同比增长 5.60%，增速较前两月上涨 2.80 个百分点；受益于调控政策在因城施策下结构性微调、信贷条件宽松，一二线城市被压制需求释放，3 月房地产销售情况有所好转，2019 年 4 月中央政治局会议再提“房住不炒”，

预计后续市场以“稳”为主。

集中度方面，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

政策方面，2018 年，政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。2019 年两会明确提出“落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展”；2019 年 4 月 19 日中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。”

总体看，2018 年房地产开发投资保持较高韧性，土地市场趋于理性，销售面积和销售价格在调控深化影响下，均有所放缓；行业集中度继续提升。2019 年一季度，地产投资增速创近年新高，行业融资环境有所改善，但土地市场和销售整体下行，二线城市土地和销售回暖，房企逐步回归二线城市，政策上仍然以“房住不炒”、“因城施策”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2．行业关注

（1）行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

（3）中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

3．行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，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型房地产企业也会获得一定的生存空间。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

四、管理分析

2019 年 4 月，董磊先生因个人原因辞去监事职务，由李勇先生就任监事。跟踪期内，公司董事和高管未发生变动。

李勇先生，41 岁，硕士学历，高级工程师。历任大连圣北房地产有限公司招标采购部经理、工

程总监、副总经理，大连蓝湾房地产有限公司总经理，亿达发展成本总监，大连软景房地产开发有限公司项目总经理，大连青云天下房地产有限公司中方总经理，恒大地产集团华东公司舟山、温州分公司总经理。现任亿达中国副总裁、亿达发展监事。

总体看，公司监事有所调整，但核心管理团队未发生变动，对公司业务运营影响不大。

五、经营分析

1．经营概况

2018 年，公司业务仍以商务园区开发及运营、多功能综合住宅开发为主。

2018 年，公司实现营业收入 74.49 亿元，同比小幅增长 1.52%；实现净利润 5.08 亿元，较上年减少 50.99%，主要系财务费用增长、公允价值变动收益下降和资产减值损失增加共同影响所致；归属于母公司所有者的净利润 5.42 亿元。

从收入构成看，2018 年，房屋销售、房屋出租及物业管理仍为公司最主要的收入来源，三者收入合计占公司营业收入的 94.13%。具体看，房屋销售收入较上年变动不大；房屋出租和物业管理收入分别同比增长 18.54%和 28.40%，主要系出租物业和管理物业规模增加所致；公司其他板块业务收入规模仍较小。

从毛利率看，2018 年，公司综合毛利率 31.00%，同比增长 5.83 个百分点，主要系收入占比较大的房屋销售板块毛利率增长所致。分板块看，2018 年，房屋销售毛利率同比提升 8.26 个百分点至 30.91%，主要系当期结转的大连天地黄泥川等项目毛利较高所致；物业管理毛利率同比下降 11.12 个百分点至 12.54%，主要系当年新增物业项目仍处拓展期，毛利率相对较低所致；房屋出租毛利率同比变动不大；其他板块因收入占比较低，对公司整体盈利能力影响较小。具体情况见下表。

表 1　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	59.36	83.14	21.50	60.48	82.42	22.65	60.16	80.76	30.91
房屋出租	3.92	5.49	63.70	3.88	5.29	69.47	4.60	6.17	70.71
建筑、装修及园林	4.75	6.65	19.78	4.70	6.41	22.49	3.20	4.29	11.58
物业管理	3.22	4.51	24.79	4.17	5.69	23.66	5.36	7.19	12.54
商务园运营	0.11	0.15	52.68	0.15	0.20	23.89	0.34	0.45	52.72
其他业务	0.05	0.07	60.07	--	--	--	0.84	1.13	3.60
合计	**71.40**	**100.00**	**23.92**	**73.38**	**100.00**	**25.17**	**74.49**	**100.00**	**31.00**

资料来源：公司审计报告

总体看，2018 年，公司收入小幅增长，仍主要来自于房屋销售；房屋出租和物业管理收入稳步增长，为公司提供相对稳定的现金流入；受益于部分结转项目毛利率较高，公司综合毛利率有所增长。

2．商务园开发和多功能综合住宅社区开发

（1）土地储备

公司开发产品主要分为商务园区开发、独立办公物业、独立住宅物业和城市综合体。

2018 年，公司先后布局长沙、郑州、重庆、合肥等城市，共计新增 7 个项目，合计建筑面积 190.50 万平方米，合计购地支出 22.75 亿元，含产业园、特色小镇、写字楼和住宅等。

截至 2018 年底，公司土地储备总建筑面积 985.68 万平方米，其中，未开发土地储备建筑面积 449.07 万平方米，土地储备较为充裕。公司未开发土地储备主要位于商务园区，占 80.17%，商务园区内办公室区可对外出售（约占 80.00%）或自持运营，住宅区全部为对外出售。从业态看，公司土地储备以商业（商务园区中办公室区）为主，占比 57.45%。从区域分布看，公司土地储备主要分布于大连（占比 69.82%）、长沙（占比 12.01%）及武汉（占比 9.45%），区域集中度仍较高。截至 2018 年底，公司已竣工建筑面积 297.21 万平方米；其中，商务园区已竣工建筑面积 251.57 万平方米，其中，持有运营的商务园区约 161.50 万平方米，其他主要为已竣工待售物业；多功能住宅区已竣工建筑面积 45.64 万平方米，主要为已竣工待售物业；公司已竣工待售物业中含较大规模的车位、公建等。具体情况见下表。

表 2　截至 2018 年底公司土地储备情况（单位：%、万平方米）

类型	项目/城市	业态	权益比例	土地储备（建筑面积）			
				已竣工	开发中	未开发	合计
商务园区	大连软件园	办公室区	100	59.49	--	--	59.49
	大连软件园	住宅区	100	9.33	--	--	9.33
	大连科技城	办公室区	100	13.14	18.23	49.19	80.56
	大连科技城	住宅区	100	27.92	0.75	1.40	30.07
	武汉软件新城	办公室区	50	28.57	--	50.85	79.42
	武汉软件新城	住宅区	50	0.42	--	13.31	13.73
	亿达信息软件园	办公室区	100	14.90	--	11.88	26.78
	亿达信息软件园	住宅区	100	36.21	--	11.39	47.60
	大连腾飞软件园	办公室区	50	20.25	--	9.19	29.44
	大连天地	办公室区	100	32.30	29.97	102.02	164.28
	大连天地	住宅区	100	9.03	49.16	--	58.19
	成都天府智慧交通科技城	办公室区	60	--	9.91	--	9.91
	长沙梅溪湖健康科技城	办公室区	51	--	6.12	25.79	31.91
	长沙亿达制造产业小镇	办公室区	70	--	--	41.22	41.22
	长沙亿达制造产业小镇	住宅区	70	--	24.60	20.62	45.22
	郑州亿达科技新城	办公室区	100	--	9.77	23.15	32.92
	重庆亿达创智广场	办公室区	100	--	10.33	--	10.33
多功能综合住宅	大连	住宅区	25~100	42.04	80.56	59.87	182.47
	成都	住宅区	80~100	2.80	--	0.37	3.17
	沈阳	住宅区	100	0.80	--	--	0.80
	合肥	住宅区	100	--	--	28.82	28.82
合计			--	**297.21**	**239.39**	**449.07**	**985.68**

注：1、土地储备统计口径为全口径，包含已竣工、开发中和未开发的土地储备；2、已竣工土地储备中含持有运营的商务园区、已签约销售但竣工未交付的物业和已竣工待销售的物业。
资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司继续拓展大连市以外项目，未开发土地储备规模较为充裕，但其中办公用地规模较大，去化速度低于一般住宅；土地储备仍集中于大连市。公司目前面临较大资金压力，未来可能降低土地储备获取力度。

（2）项目开发情况

商务园项目

公司采用“产城融合”的开发模式，现已积累较为丰富的市场化园区开发和运营经验。截至 2019 年 3 月底，公司已在大连市和武汉市建成 6 个商务园区，建筑面积 612.23 万平方米，总租售建筑面积 558.04 万平方米，其中，位于大连市的商务园区建筑面积占比 87.49%。

截至 2019 年 3 月底，公司商务园区在建项目总建筑面积 158.83 万平方米，主要为大连天地和长沙亿达智造产业小镇等项目，尚需投资 34.35 亿元，其中，2019 年计划投资 17.68 亿元；公司商务园区拟建项目总建筑面积 362.97 万平方米，主要为大连天地、长沙亿达智造产业小镇和大连科技城等项目。

表 3　截至 2019 年 3 月底公司商务园在建及拟建情况（单位：万平方米、亿元）

状态	园区	项目	总建筑面积	总租售面积	尚需投资	2019 年计划投资
在建	大连科技城	060 产业二期 H、I 地块	18.98	9.86	3.03	0.75
	大连天地	产业项目	29.97	28.68	0.27	0.14
	大连天地	住宅项目	49.16	46.29	15.39	7.85
	成都天府指挥交通科技城	成都天府指挥交通科技城	9.91	9.91	1.88	1.68
	长沙梅溪湖健康科技城	C35 地块	6.12	4.56	2.30	1.13
	长沙亿达智造产业小镇	2 号地	24.60	19.98	5.68	3.01
	郑州亿达科技新城	3 号地	9.77	9.65	2.81	1.73
	重庆亿达创智广场	1 号地	10.33	7.97	2.99	1.40
	小计		**158.83**	**136.90**	**34.35**	**17.68**
拟建	大连科技城	湖滨商业 S01 项目	1.40	0.80	0.68	0.34
	大连科技城	020N2 项目	7.20	4.24	--	--
	大连科技城	060 产业二期 L、M、G 地块	44.95	30.94	--	--
	亿达信息软件园	信息谷产业二期	11.88	8.69	--	--
	亿达信息软件园	蓝山 D2 区	11.39	11.39	4.68	1.90
	大连腾飞软件园	--	9.19	9.19	--	--
	武汉软件新城	住宅二期	13.31	11.90	--	--
	武汉软件新城	产业四五期	50.85	43.46	--	--
	大连天地	产业项目	102.02	86.89	--	--
	长沙梅溪湖健康科技城	C37、C39 地块	25.79	20.19	--	--
	长沙亿达智造产业小镇	1、3 号地	61.84	53.77	--	--
	郑州亿达科技新城	4 号地	23.15	19.27	--	--
	小计		**362.97**	**300.72**	**5.36**	**2.24**
合计			**521.81**	**437.62**	**39.71**	**19.92**

注：公司商务园区部分拟建项目未做投资预算。
资料来源：公司提供

总体看，公司已建成商务园区规模大，且主要位于大连市；商务园区在建规模较大，且公司面临较为不利的融资环境，公司未来资本支出压力较大；随着武汉软件新城和长沙亿达智造小镇项目的逐步开发，公司商务园区规模效应将愈加明显，区域集中风险亦将有所降低。

多功能综合住宅社区项目

截至 2019 年 3 月底，公司多功能综合住宅区在建项目全部位于大连市，计划 2019 年投资 13.73 亿元；拟建项目主要位于大连市和合肥市，其中，位于大连市和成都市的拟建项目均已取得土地证，

位于合肥市的拟建项目已签署土地出让合同并缴纳部分土地款。具体情况见下表。

表 4　截至 2019 年 3 月底公司多功能综合住宅区项目情况（单位：个、万平方米、亿元）

状态	城市	项目数量	总建筑面积	可出售面积	尚需投资	2019 年计划投资
在建	大连	3	80.56	80.45	14.63	13.73
拟建	大连	2	59.87	56.57	--	--
	成都	1	0.37	0.37	--	--
	合肥	1	28.82	21.92	41.85	--

注：公司部分多功能综合住宅区拟建项目未做投资预算。
资料来源：公司提供

总体看，公司多功能综合住宅区项目在建项目全部位于大连市，开发规模较大，可满足未来一段时期内的销售需求，同时公司仍面临一定的资本支出压力。

（3）房产销售情况

受益于销售规模增长，2018 年，公司合同销售金额同比增长 17.54%，销售额仍主要来自于商务园区。从区域分布看，公司合同销售额仍主要来自于大连市，占比 91.74%。销售均价方面，2018 年，公司销售均价 11,693 元/平方米，同比下降 2.04%，主要系大连市和成都市销售均价下降所致；其中，大连市销售均价 12,471 元/平方米，同比小幅下降 2.34%。回款率方面，2018 年回款率 87.19%，较上年提升 21.79 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现合同销售额 10.48 亿元，主要来自大连市（占比 52.04%）和郑州市（占比 37.81%），郑州亿达科技新城项目对公司合同销售额贡献较大；其中，大连市销售均价 12,385 元/平方米，较 2018 年全年销售均价小幅下降 0.69%。具体情况见下表。

表 5　公司合同销售情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目类型	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1~3 月		
	面积	金额	金额占比	面积	金额	金额占比	面积	金额	金额占比	面积	金额	金额占比
商务园区	71.15	70.83	85.29	48.71	58.03	79.89	59.80	71.05	83.22	11.33	8.48	80.91
多功能综合住宅社区	11.22	12.22	14.71	12.15	14.61	20.11	13.22	14.33	16.78	2.16	2.00	19.09
合计	**82.37**	**83.05**	**100.00**	**60.85**	**72.63**	**100.00**	**73.01**	**85.37**	**100.00**	**13.49**	**10.48**	**100.00**
分地区	**面积**	**金额**	**金额占比**	**面积**	**金额**	**金额占比**	**面积**	**金额**	**金额占比**	**面积**	**金额**	**金额占比**
大连	52.37	63.00	75.85	51.98	66.37	91.38	62.80	78.32	91.74	4.40	5.45	52.04
武汉	27.20	18.34	22.08	5.51	3.33	4.59	6.93	4.25	4.98	0.51	0.10	0.94
成都	1.88	1.06	1.28	1.25	1.25	1.72	1.59	1.42	1.66	0.31	0.26	2.50
沈阳	0.92	0.66	0.80	2.13	1.68	2.31	1.70	1.39	1.63	--	--	--
郑州	--	--	--	--	--	--	--	--	--	7.61	3.96	37.81
重庆	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.27	0.23	2.24
长沙	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.38	0.47	4.46

资料来源：公司提供

在售项目方面，截至 2019 年 3 月底，公司已取得预售证剩余可售建筑面积 120.76 万平方米，预计 2019 年 4~12 月可取得预售证建筑面积 62.37 万平方米，公司可售项目较为充裕。从区域分布看，已取得预售证剩余可售项目主要分布在大连市（占 69.34%）和武汉市（占 28.05%），随着武汉软件新城项目建设的推进，公司销售对大连市区域销售的依赖将有望减轻。具体情况见下表。

表 6　截至 2019 年 3 月底公司可售项目情况（单位：万平方米）

城市	项目	总可售建筑面积	已取得预售证建筑面积	已售建筑面积	2019 年预计取得预售证面积
大连	大连软件园	55.14	55.14	54.48	--
大连	大连科技城	89.85	89.85	76.17	0.80
大连	亿达信息软件园	62.80	62.80	55.26	11.39
大连	大连天地	105.15	91.55	67.01	14.84
大连	第一郡	36.55	36.55	25.73	--
大连	玉龙湾	5.08	5.08	4.39	--
大连	青云天下	11.91	11.91	5.17	--
大连	青云天下	36.63	--	--	--
大连	第五郡	56.77	56.77	55.44	--
大连	青云云集	22.70	22.70	4.96	--
武汉	软件新城	93.16	72.66	38.79	7.39
成都	上善熙	10.94	10.94	8.34	--
成都	天府智慧交通科技城	9.91	--	--	--
长沙	梅溪湖健康科技城	29.58	--	--	3.89
长沙	亿达智造产业小镇	60.10	--	--	24.06
郑州	亿达科技新城	32.92	--	--	--
重庆	亿达创智广场	7.97	--	--	--
沈阳	玖墅	8.46	8.46	7.91	--
合肥	亿达东城国际	21.92	--	--	--
大连	高尔基路	28.19	--	--	--
合计		**785.73**	**524.41**	**403.65**	**62.37**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司合同销售额有所增长，仍主要来自于大连市；大连市项目销售均价同比有所下降，需关注大连市房地产市场波动对公司房产销售带来的不利影响；公司可售项目较为充裕。但公司在售和土地储备中办公产品占比较高，去化预计较慢，不利于其加快销售，回笼现金以缓解资金压力。

3．商务园运营

截至 2018 年底，公司已建成 6 个持有型商务园区，总可租建筑面积 161.20 万平方米，除武汉软件新城外，均位于大连市。公司运营的商务园区聚焦于软件产业，目前已累计进驻 700 多家中外软件企业，包括简柏特、IBM、埃森哲、惠普等约 60 家世界 500 强。出租率方面，除亿达信息软件园和武汉软件新城出租率偏低外，其他自持商务园出租率均处于较高水平；亿达信息软件园于 2015 年正式投入运营，已交付运营的信息谷 A 区出租率 100.00%，因安博谷已竣工尚未投入运营，致使园区整体出租率较低；武汉软件新城于 2017 年正式投入运营，其中产业二期于 2017 年 11 月竣工备案，产业三期于 2018 年 1 月竣工备案，目前仍处于招商阶段。租金方面，公司商务园区平均租金相对较低，凭借园区内全产业闭环优势，公司运营商务园区具备较强的市场竞争力。其中，大连软件园和大连腾飞软件园运营时间较早，周边配套齐全，客户粘性高，租金处于较高水平，拥有 Genpact、IBM、埃森哲、甲骨文、惠普、SAP、索尼等长租大客户。具体情况见下表。

表 7　截至 2018 年底公司持有型商务园办公物业情况（单位：万平方米、%、元/平方米/月）

商务园区	业态	总建筑面积	可出租建筑面积	出租率	租金水平
大连软件园	写字楼	63.70	64.60	94	60
亿达信息软件园	写字楼	15.50	15.50	69	43
大连科技城	写字楼	14.70	14.70	84	37
大连天地	写字楼	33.40	32.30	83	39
大连腾飞软件园	写字楼	20.40	20.30	95	54
武汉软件新城	写字楼	13.80	13.80	45	35
合计	--	**161.50**	**161.20**	--	--

注：公司收取租金中含公共区域水电费，不含客户区域的水电费。
资料来源：公司提供

总体看，公司自持商务园区规模大，主要位于大连市，存在一定的区域集中风险；除部分新运营商务园外，公司商务园区整体出租率较高；租金仍处于相对较低水平，市场竞争力较强。

4．经营关注

（1）未来公司土地储备获取和项目开发或将放缓

公司当前资金紧张，且面临不利的融资环境，未来公司土地储备获取和项目开发或将放缓。

（2）公司业务集中度高，受区域经济及房地产市场波动影响较大

公司自持商务园区及房地产业务均集中于大连市，区域经济波动将对公司自持商务园区租金收入和房地产销售去化及现金流造成不利影响。

（3）公司资本支出压力较大

公司商务园区及多功能综合住宅在建规模大，同时考虑到公司持续拓展大连市以外项目，以及当前公司的债务负担和融资环境，公司资本支出压力较大。

5．重大事项

（1）收购大连天地项目

亿达中国于 2017 年 11 月 14 日分别与创域集团有限公司和明域集团有限公司签订协议，拟分别以 31.60 亿元（含承担债务 2.88 亿元）和 13.00 亿元（含承担债务 0.98 亿元）收购其持有的富岸集团有限公司（亿达中国联营企业，持股 10.30%股权，以下简称“富岸集团”）的 61.50%和 28.20%股权。2018 年 5 月 14 日，亿达中国完成全部股权交割，同时，公司通过协议实现对富岸集团的控制，并于当日将富岸集团纳入合并范围。富岸集团成立于 2007 年，旗下 4 家项目公司负责开发和运营大连天地项目，大连天地项目总建筑面积约 300 万平方米，含办公室、住宅、商业及住宅物业、酒店和教育设施。截至 2019 年 5 月 31 日，公司剩余未支付对价约 16.00 亿元。

总体看，收购大连天地项目有益于加强公司在商务园区开发和运营方面的能力，但同时也加重公司债务负担和短期流动性压力。

（2）实际控制人中民投资产冻结触发公司贷款加速清偿条款

2019 年 4 月 10 日，亿达中国公告称，公司实际控制人中民投资产被冻结在技术上触发亿达中国及附属公司（以下简称“亿达集团”）约 42.77 亿元贷款的相关条款，由于该触发事件，上述贷款的贷款人可要求亿达集团立即偿还贷款的未偿还贷款、应计利息及其他应计或未偿还的金额。鉴于中民投流动性紧张和负面舆情较多，公司面临实际控制人变更风险，以及潜在短期偿债压力巨大，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）于 2019 年 4 月 19 日将公司列入信用观察名单。

2019 年 4 月 20 日，亿达中国公告称，由于中民投流动资金困难，进一步触发集团若干贷款的

相关条款，贷款人可要求立即偿还贷款的金额由 42.77 亿元增加至 87.52 亿元。

2019 年 4 月，亿达中国出具财务支持函，表示将继续根据公司需要提供资金支持。

为缓解资金压力，公司加快销售回笼现金，销售速度有所加快。2019 年 6 月 11 日，亿达中国公告称，亿达集团 2019 年 1~5 月实现合约销售额 26.62 亿元，权益合约销售额 24.96 亿元，销售面积 26.34 万平方米，权益销售面积 24.57 万平方米；其中，亿达集团 2019 年 5 月实现合约销售额 7.56 亿元，权益合约销售额 7.35 亿元，销售面积 5.28 万平方米，权益销售面积 5.00 万平方米；亿达集团物业销售有所提速，有利于加快现金回流和适当缓解公司短期偿债压力。

总体看，中民投资产被冻结及流动性紧张触发公司部分贷款加速清偿条款，致使公司潜在短期偿债压力巨大。联合评级将持续关注公司与贷款人沟通豁免进展，公司融资环境变化，以及公司经营和财务状况。

6．未来发展

（1）聚焦产城项目，运用多种模式，提升企业发展动能。提升产城融合项目核心运营能力，提高产业聚集效果，重点聚焦在新一线城市、强二线城市布局，目标大连、武汉、合肥、长沙等城市，同时加大在重庆、南京、苏州、成都、郑州等城市的产城项目布局。在项目发展上，将灵活运用多种合资合作模式，寻求优质商业伙伴深化合作，发挥各自优势，以合理的价格获取项目，共赢发展。

（2）提质商务园区运营，强化产业核心能力。提升运营能力，增加服务适性，坚定创新智能园区运营服务模式，将全面上线园区物联平台、招商租售一体化平台、产业服务平台、大数据可视分析，加快服务资源整合，实现与龙头科技企业的全面合作，搭建在线、线下的数字、科技、金融、服务于一体的共享服务平台，全面实现所有产业项目运营、管理与服务在线化，形成“空间即服务”的产业服务体系，真正构建智慧园区云服务共享平台，逐步实现向“服务型公司”的战略优化。

（3）践行去库存、去杠杆和轻重并举的中长期发展目标，稳健落实再融资计划。对存量资产加速去库存，对一部分资产长期背负的有息负债逐步优化、整合实现去杠杆，在经营和项目拓展方面逐渐实现重资产业务轻量化、轻资产业务收入占比提升和投融资模式全面创新的战略目标。强调销售现金流管理，稳健落实 2019 年再融资计划。积极引入战略资源，实现公司资本结构根本性优化，打造更具可持续性、盈利性和抗风险性的企业发展模式。

总体看，公司积极拓展大连市以外项目，有利于公司分散运营风险；重点发展轻资产业务，可降低公司资金压力。

六、财务分析

公司提供的 2018 年度合并财务报表已经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了带与持续经营相关的重大不确定性段的无保留意见的审计结论。

与持续经营相关的重大不确定性：由于公司实际控制人中民投财务状况发生变化，触发了公司贷款合同的相关标准条款，如果贷款人据此提出还款要求，公司需立即偿还人民币 83.6 亿元借款。其中包括：人民币 33.7 亿元按照贷款合同规定于 2019 年 12 月 31 日之前到期，以及人民币 49.9 亿元按照贷款合同规定于 2019 年 12 月 31 日之后到期但被重分类为流动负债。

从合并范围上看，2018 年，公司新增 14 家子公司，公司合并范围变动较大，财务数据可比性一般。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 436.41 亿元，负债合计 323.66 亿元，所有者权益（含少数

股东权益）112.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益 102.31 亿元。2018 年，公司实现营业收入 74.49 亿元，净利润（含少数股东损益）5.08 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.42 亿元；经营活动产生的现金流量净额 35.94 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.11 亿元。

1．资产及负债结构

（1）资产

截至 2018 年底，公司合并资产总额 436.41 亿元，较年初增长 25.03%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产占 46.84%，非流动资产占 53.16%。公司资产结构相对均衡，非流动资产较年初占比上升较大。

截至 2018 年底，公司流动资产 204.40 亿元，较年初增长 10.55%，主要系存货增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 8.80%）、应收票据及应收账款（占 6.43%）、其他应收款（占 16.68%）和存货（占 64.00%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 17.99 亿元，较年初下降 38.88%，主要系投资支出和偿还债务支出增加所致；货币资金主要为银行存款，占 99.99%；货币资金中有 7.28 亿元受限资金，受限比例为 40.49%，受限比例高，主要为用于短期借款担保和受限预售款等。应收票据及应收账款账面价值 13.13 亿元，全部为应收账款，较年初增长 38.46%，主要系大连天地项目纳入合并范围所致；应收账款账龄以 1 年以内（占 77.32%）为主，累计计提坏账 0.19 亿元，全部来自于账龄 2~3 年的应收账款；应收账款前五大欠款方合计金额为 8.31 亿元，占比为 63.29%，集中度较高。其他应收款 34.09 亿元，较年初增长 18.96%，主要系关联方往来款和押金及保证金增长所致；其他应收款主要由代垫土地开发款（占 60.26%）和关联方往来款（占 20.88%）构成，公司代垫土地开发款为代大连市政府开发若干一级土地而垫付的款项，含垫付的成本费用和财务费用；账龄方面，其他应收款主要为 1 年以内（占 63.81%）和 1~2 年内（占 30.28%）。存货账面价值 130.82 亿元，较年初增长 25.24%，主要系项目开发投入增加和大连天地项目纳入合并范围所致；存货主要由开发成本（占 57.72%）和开发产品（占 42.18%）构成，累计计提跌价准备 2.70 亿元，主要来自于大连亿达信息软件园（占 66.89%）；公司开发产品规模大，其中，写字楼等商业类约 16.85 亿元，住宅类约 20.37 亿元，存在一定去化和跌价风险。

截至 2018 年底，公司非流动资产 232.01 亿元，较年初增长 41.34%，主要系投资性房地产增加所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 7.67%）、投资性房地产（占 80.19%）和其他非流动资产（占 11.01%）构成。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 17.80 亿元，较年初下降 17.40%，主要系大连天地项目纳入合并范围后将其从权益法核算的长期股权投资中转出所致。投资性房地产账面价值 186.04 亿元，较年初增长 51.94%，主要系大连天地项目纳入合并范围所致；投资性房地产主要为商务园区，采用公允价值模式进行后续计量，投资性房地产整体增值率 66.00%；投资性房地产中 138.69 亿元因银行借款抵押而受限。其他非流动资产 25.55 亿元，较年初增长 84.43%，全部为预付土地款，该部分土地未取得土地证且暂无开发计划。

截至 2018 年底，公司受限资产 213.91 亿元，受限资产占总资产比重为 49.02%，受限比例高。具体情况见下表。

表 8　截至 2018 年底公司资产受限情况（单位：亿元、%）

项目	受限资产金额	占相应科目比例	受限原因
投资性房地产	138.69	74.55	银行借款抵押
存货	64.94	49.64	银行借款抵押
货币资金	7.28	40.49	预售房款、质押存单、保证
固定资产	0.45	60.50	银行借款抵押
其他应收款	2.54	7.46	银行借款抵押
合计	**213.91**	--	--

资料来源：公司年报

总体看，2018 年，受大连天地项目纳入合并范围影响，公司资产规模增长较快，非流动资产占比有所提升；公司非受限货币资金规模小，主要资产受限比例高；存货中开发产品规模大，存在一定的去化和跌价风险；公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

（2）负债及所有者权益

截至 2018 年底，公司负债总额 323.66 亿元，较年初增长 32.77%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占 86.51%，非流动负债占 13.49%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较大。

截至 2018 年底，公司流动负债 279.98 亿元，较年初增长 111.94%，主要系短期借款大幅增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占 29.03%）、应付票据及应付账款（占 9.55%）、其他应付款（占 29.44%）、预收款项（占 10.84%）、一年内到期的非流动负债（占 12.88%）和其他流动负债（占 5.27%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 81.29 亿元，较年初增长 13.76 倍，主要系实际控制人中民投财务状况发生变化触发公司部分借款相关条款后，部分长期借款被重分类至短期借款所致；短期借款主要是抵押、质押借款和保证借款，公司部分借款已由账面价值 126.87 亿元的资产进行抵押或质押；短期借款利率区间为 1.20%~18.00%（2017 年短期借款利率区间为 3.00%~9.00%），较 2017 年上升较大，公司面临的融资环境有所恶化。应付票据及应付账款 26.74 亿元，较年初增长 40.88%，主要系应付账款增加所致；应付账款主要为应付工程款，账龄超过 1 年的重要应付账款主要为尚未结算而未予以支付的工程款与质保金。预收款项 30.35 亿元，较年初增长 134.94%，主要系大连天地项目纳入合并范围后销售规模增长所致；预收款项主要由预收房款及预收租金构成。其他应付款 82.42 亿元，较年初增长 151.82%，主要系应付关联方往来款增加所致；其他应付款中来自子公司少数股东借款 4.25 亿元，含 3.98 亿元一年期有息（银行基准利率）借款。一年内到期的非流动负债 36.06 亿元，较年初下降 23.21%，主要系偿还到期债务所致；一年内到期的非流动负债含即将进入回售期的“16 亿达 01”，2019 年 3 月 7 日，公司已支付回售资金 13.75 亿元，债券剩余本金 6.25 亿元，将于 2021 年 3 月 6 日到期。其他流动负债 14.75 亿元，较年初增长 60.56%，主要为债券“15 亿达 01”（已于 2018 年 9 月回售，回售后余额 8.02 亿元）和预提土地增值税。

截至 2018 年底，公司非流动负债 43.68 亿元，较年初下降 60.89%，主要系部分长期借款减少所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 42.38%）和递延所得税负债（占 57.62%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 18.51 亿元，较年初下降 69.52%，主要系部分长期借款重分类至短期借款所致；长期借款主要为抵押、质押借款，占 86.13%。从期限分布看，2020 年到期的占 80.22%，集中偿付压力大。递延所得税负债 25.17 亿元，较年初增长 16.83%，主要系非同一控制下合并大连天地项目公允价值变动形成的应纳税暂时性差异增加所致。

截至 2018 年底，公司债务总额 169.68 亿元，较年初增长 16.68%，主要系短期借款增长所致。其中，短期债务占 89.09%，长期债务占 10.91%，短期债务占比高。短期债务 151.17 亿元，较年初

增长 173.35%，主要系长期借款重分类所致。长期债务 18.51 亿元，较年初下降 79.46%。截至 2018 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 74.16%、60.08%和 14.10%，较年初分别提高 4.32 个百分点、提高 2.07 个百分点和下降 32.02 个百分点，债务负担加重。

截至 2018 年底，公司所有者权益为 112.75 亿元，较年初增长 7.11%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 90.74%，少数股东权益占比为 9.26%。归属于母公司所有者权益 102.31 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 9.77%、4.57%、0.22%和 83.27%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

总体看，2018 年，随着大连天地项目纳入合并范围，公司负债规模进一步增长，债务负担有所加重，融资成本有所增加；受实际控制人中民投财务状况变化影响，公司部分长期借款重分类至短期借款，短期债务迅速增长，短期债务占比很高，若贷款人要求公司立即偿还相关贷款，公司将面临巨大的偿债压力，并可能影响到公司持续经营；公司所有者权益稳定性一般。

2．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 74.49 亿元，同比小幅增长 1.52%。实现净利润 5.08 亿元，较上年减少 50.99%，主要系财务费用增长、公允价值变动收益下降和资产减值损失增加共同影响所致。归属于母公司所有者的净利润 5.42 亿元。

从期间费用看，2018 年，公司期间费用总额为 11.03 亿元，较上年增长 47.51%，主要系管理费用和财务费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 17.46%、40.28%和 42.26%，以管理费用和财务费用为主。其中销售费用为 1.93 亿元，较上年下降 13.46%，主要系项目推广费用下降所致。管理费用为 4.44 亿元，较上年增长 37.42%，主要系专业服务费（咨询费、审计费和设计费等）增长所致。财务费用为 4.66 亿元，较上年增长 130.89%，主要系融资成本增加及资本化利息费用下降共同影响所致。

从利润构成来看，2018 年，公司实现投资收益 1.70 亿元，较上年增长 52.26%，主要系原持有大连天地项目股权于合并日公允价值大于账面价值所致；投资收益占营业利润比重为 24.22%，对营业利润影响较大。2018 年，公司资产减值损失 2.24 亿元，较上年增长 3.03 倍，主要系存货跌价损失增长所致；资产减值损失占营业利润比重为 31.86%，对公司利润形成一定侵蚀。

从盈利指标看，2018 年，公司营业利润率为 24.16%，较上年提高 2.01 个百分点；2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.60%、3.14%和 4.66%，较上年分别减少 1.55 个百分点、1.44 个百分点和 5.89 个百分点，公司盈利指标有所下滑；公司盈利能力一般。

总体看，2018 年，公司收入小幅增长，但受财务费用增长、公允价值变动收益下降和资产减值损失增加共同影响，公司净利润下滑明显，整体盈利能力一般。

3．现金流

从经营活动来看，2018年，公司经营活动现金流入82.54亿元，较上年增长34.45%，主要系合同销售额增长及销售回款率提升所致；经营活动现金流出46.60亿元，较上年增长6.37%。综上，2018年，公司实现经营活动净流入35.94亿元，较上年增长104.47%。

从投资活动来看，2018年，公司投资活动现金流入6.23亿元，较上年增长10.82倍，主要系处置子公司收到的现金增加所致；投资活动现金流出34.34亿元，较上年增长136.66%，主要为支付收购大连天地项目股权对价。综上，2018年，公司实现投资活动净流出28.11亿元，净流出规模有所扩大。

从筹资活动来看，2018年，公司筹资活动现金流入73.20亿元，较上年增长20.90%，主要系非全

资子公司收到少数股东借款增加所致；筹资活动现金流出81.13亿元，较上年增长13.25%，主要系偿还债务增加所致。综上，2018年公司实现筹资活动净流出7.93亿元，净流出规模有所缩小。

总体看，2018 年，受合同销售额增长和购地支出下降共同影响，公司经营活动现金流继续表现净流入；因收购大连天地项目，公司投资活动现金流净流出规模有所扩大；公司筹资活动继续表现为净流出，需关注公司偿债压力及融资环境变动情况。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 1.40 倍和 0.61 倍分别减少至 0.73 倍和 0.26 倍，主要系部分长期借款重分类后流动负债大幅增长所致；流动资产对流动负债的保障程度较低。截至 2018 年底，公司现金短期债务比由上年底的 0.53 倍减少至 0.12 倍，现金类资产对短期债务的保障程度低。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 12.60 亿元，较上年下降 23.35%。从构成看，公司 EBITDA 由计入财务费用的利息支出（占 35.72%）、利润总额（占 62.23%）构成。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 1.63 倍下降至 1.13 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较弱；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.11 倍下降至 0.07 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债能力较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 176.92 亿元，已使用额度 157.91 亿元，未使用额度 19.01 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保 3.24 亿元，全部为对购房按揭担保，担保比率为 2.87%，或有负债风险较小。

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G1021020400250490A），截至 2019 年 4 月 23 日，公司已结清信贷中有 1 笔 2018 年 11 月 21 日产生的欠息记录，主要系公司账户未及时变更，银行系统自动扣息失败所致，公司已于 11 月 22 日结清利息。

总体看，2018 年，受长期借款重分类及利润下滑影响，公司短期和长期偿债指标均有所下降，且处于较弱水平；公司间接融资渠道有待拓宽，且公司面临较为严峻的融资环境。考虑到公司目前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，公司整体偿债能力很强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为17.99亿元，为“15亿达01”和“16亿达01”待偿还本金合计（14.27亿元）的1.26倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度较好；截至2018年底，公司净资产为112.75亿元，为“15亿达01”和“16亿达01”待偿还本金合计（14.27亿元）的7.90倍，公司净资产对本次债券按期偿付的保障作用较强。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为12.60亿元，为“15亿达01”和“16亿达01”待偿还本金合计（14.27亿元）的0.88倍，公司EBITDA对“15亿达01”和“16亿达01”债券本金合计的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2018年，公司经营活动产生的现金流入为82.54亿元，为“15亿达01”和“16

亿达01”待偿还本金合计（14.27亿元）的5.78倍，覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为大连市内规模较大的房地产开发企业，在行业经验、专业化程度、品牌知名度等方面具有综合竞争优势，公司对“15 亿达 01”和“16 亿达 01”的偿还能力很强。

八、债券保护条款分析

1．债券保护条款

亿达中国就本次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.HK）。

2016 年 11 月，中民嘉业投资有限公司通过其全资附属公司嘉佑（国际）投资有限公司购买亿达中国股份，截至 2019 年 3 月底，亿达中国共发行 25.84 亿股普通股。嘉佑（国际）投资有限公司持有亿达中国已发行股本总额的 61.11%，为亿达中国的控股股东；正宏管理有限公司持有 9.34%，亿达中国实际控制人为中民投。

截至 2018 年底，亿达中国按香港财务报告准则经审计的总资产为 430.86 亿元，净资产为 118.39 亿元；2018 年度营业总收入为 73.57 亿元，净利润为 8.34 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 29.10 亿元，现金及现金等价物净增加额为-4.06 亿元。

总体看，亿达中国 2018 年保持较大资产规模，其收购承诺对债券本金的兑付依然具有一定积极影响。

九、综合评价

跟踪期内，公司实际控制人中民投财务状况变化触发公司若干贷款加速清偿条款，若相关贷款人要求公司立即偿付相关贷款及利息，公司将面临巨大的短期偿债压力，并可能对公司持续经营造成极大不利影响。面临不利的融资环境，公司加快项目去化回笼资金，合同销售面积和金额较快增

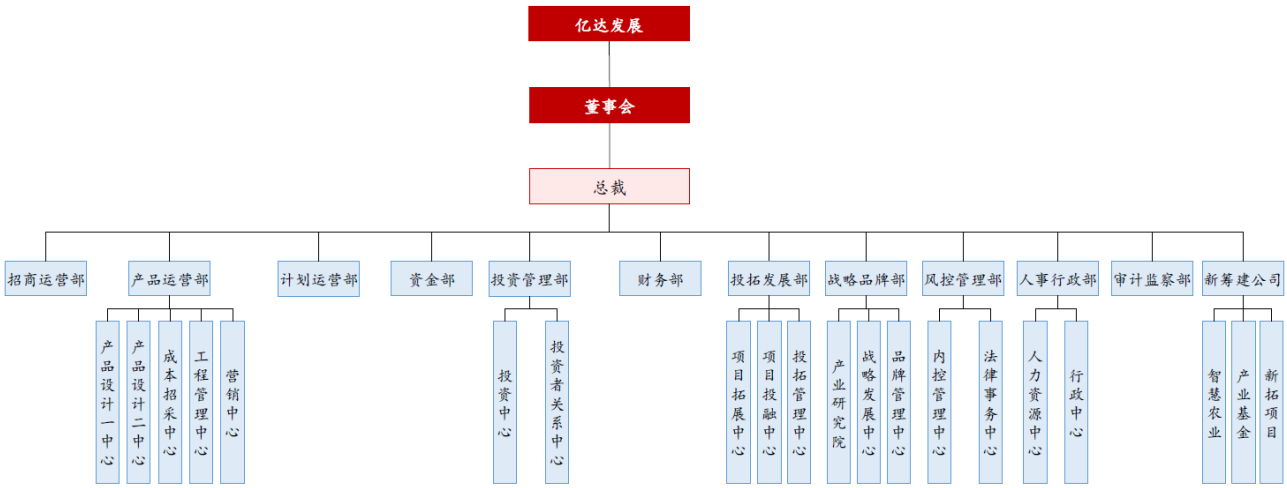
长，商务园区运营稳定，收入增长；公司降低拿地力度，但期末土地储备仍较充裕。同时，联合评级也关注到公司融资成本增长，间接融资渠道有待拓宽，土地储备和运营商务园区集中于大连市，在建项目及土地储备规模大，货币资金规模小，资产受限比例高，债务负担重，潜在短期偿债压力巨大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来公司将加快去化速度回笼资金，但目前公司未售项目中办公项目占比较高，去化速度可能受到一定影响。同时，中民投财务状况变化对公司融资环境的影响仍有待持续观察。

亿达中国对“15 亿达 01”和“16 亿达 01”提供不可撤销的全额收购承诺，跟踪期内，亿达中国资产规模进一步增长，其不可撤销的全额收购承诺对“15 亿达 01”和“16 亿达 01”的信用状况仍具有一定积极影响。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，并继续将其列入评级观察名单，同时维持“15 亿达 01”和“16 亿达 01”债项信用等级为“AA”。

附件 1　亿达发展有限公司组织机构图



附件 2　亿达发展有限公司
相关财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	359.50	349.03	436.41
所有者权益（亿元）	91.36	105.26	112.75
短期债务（亿元）	35.59	55.30	151.17
长期债务（亿元）	108.16	90.12	18.51
全部债务（亿元）	143.74	145.43	169.68
营业收入（亿元）	71.40	73.38	74.49
净利润（亿元）	10.58	10.38	5.08
EBITDA（亿元）	15.81	16.43	12.60
经营性净现金流（亿元）	26.72	17.57	35.94
应收账款周转次数(次)	10.35	8.36	6.48
存货周转次数（次）	0.46	0.46	0.43
总资产周转次数（次）	0.21	0.21	0.19
现金收入比率（%）	80.68	77.05	102.25
总资本收益率（%）	5.49	5.15	3.60
总资产报酬率（%）	4.54	4.58	3.14
净资产收益率（%）	11.86	10.55	4.66
营业利润率（%）	18.88	22.16	24.16
费用收入比（%）	11.01	10.19	14.81
资产负债率（%）	74.59	69.84	74.16
全部债务资本化比率（%）	61.14	58.01	60.08
长期债务资本化比率（%）	54.21	46.13	14.10
EBITDA 利息倍数（倍）	1.38	1.63	1.13
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.11	0.07
流动比率（倍）	1.43	1.40	0.73
速动比率（倍）	0.46	0.61	0.26
现金短期债务比（倍）	0.81	0.53	0.12
经营现金流动负债比率（%）	19.27	13.30	12.83
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.11	1.15	0.88

注：1、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、数据及指标计算均为合并口径；3、2018 年公司其他应付款中有息部分已计入短期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金余额。

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）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+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。