

信用等级公告

联合[2016]797 号

国购投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对国购投资有限公司主体长期信用状况和拟 2016 年面向合格投资者公开发行的公司债券（第三期）进行综合分析和评估，确定：

国购投资有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

国购投资有限公司拟 2016 年面向合格投资者公开发行的公司债券（第三期）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：

二零一六年六月二十七日

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>

国购投资有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第三期）信用评级报告

本次债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次债券规模：不超过 20 亿元（含）

本期债券规模：不超过 8.4 亿元（含）

本期债券期限：5 年

还本付息方式：按年付息、到期还本

评级时间：2016 年 6 月 27 日

主要财务数据：

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	250.68	326.03	347.27
所有者权益（亿元）	64.78	75.58	87.02
长期债务（亿元）	65.23	95.13	100.92
全部债务（亿元）	82.18	116.70	120.44
营业收入（亿元）	70.85	63.45	62.38
净利润（亿元）	4.30	4.78	4.81
EBITDA（亿元）	7.12	7.33	8.64
经营性净现金流（亿元）	1.10	17.35	-2.58
营业利润率（%）	9.75	14.11	14.01
净资产收益率（%）	11.00	6.81	5.91
资产负债率（%）	74.16	76.82	74.94
全部债务资本化比率（%）	55.92	60.69	58.05
流动比率（倍）	1.51	1.22	1.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.06	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	1.20	0.63	0.63
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.36	0.37	0.43
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.85	0.87	1.03

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对国购投资有限公司（以下简称“公司”或“国购投资”）的评级反映了其作为安徽省专注于较大商业物业投资、建设、运营的企业之一，具有丰富的商业物业管理和运营经验。公司通过并购和新设子公司，对主营业务资源进行整合，同时公司剥离了毛利率较低的保障房业务，商品房销售业务更为突出。公司目前在建规模较大，可为公司后续房产销售提供支撑。同时，联合评级也关注到公司尚未开工的土地储备规模较小、在建项目未来资金支出压力较大以及公司营业利润受投资性房地产公允价值变动影响较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建商贸物流项目、商品房和商业物业项目的完工以及配套物业的销售和出租，公司经营情况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

优势

1. 公司是安徽省较大的商业物业项目投资、建设和运营企业之一，具有丰富的物业管理和运营经验。

2. 公司于 2015 年对主营业务资源进行整合，剥离了毛利率较低的保障房业务，实现商品房销售收入规模的提升，主营业务更为突出。

3. 近年来，公司资产和所有者权益增长较快，资本实力不断增强。

4. 公司在建项目规模较大，预收款规模较大，未来可结转收入较多。

5. 公司目前正在招租的商业物业面积规

模较大，如果招租进展顺利，可为公司提供更多的稳定现金流入。

关注

1. 公司房地产项目主要集中在安徽省内，以合肥地区为主，受区域房地产市场波动影响较大，存在一定的区域集中风险。

2. 公司尚未开发的土地储备规模较小，后续土地需求压力较大。

3. 公司在建项目规模较大，存在一定的资金支出压力。

4. 公司利润对投资性房地产公允价值变动收益的依赖性较强，存在一定的不确定性。

5. 公司近三年债务规模增长较快，存在一定的偿还压力。

分析师

刘 薇

电 话：010-85172818

邮 箱：liuw@unitedratings.com.cn

高永亮

电 话：010-85172818

邮 箱：gaoyl@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：

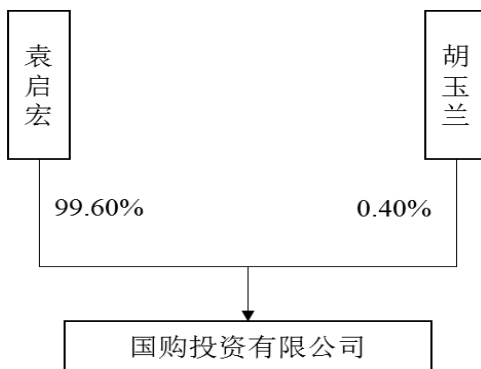


联合信用评级有限公司

一、主体概况

国购投资有限公司（以下简称“公司”或“国购投资”）于 2010 年 5 月 11 日注册成立于安徽省合肥市，初始注册资金 10,000 万元。后经过股东多轮增资，截至 2015 年底，公司注册资本为 25,000 万元，实收资本为 25,000 万元。其中，袁启宏出资人民币 24,900 万元，占实收资本的 99.60%；胡玉兰出资人民币 100 万元，占实收资本的 0.40%。公司实际控制人为袁启宏先生，如下图所示。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：从事房地产项目投资；风险投资；科技项目投资、高新技术投资；基础建设投资；实业投资；企业收购、兼并及资产重组；企业管理咨询服务。

截至 2015 年底，公司下设董事会办公室、党委办公室、法律事务中心、审计监察中心、信息管理中心、行政管理中心、人力资源中心、运营管理中心、财务管理中心、投资发展中心、市场营销中心、规划设计中心、成本管理中心、采购管理中心、工程管理中心等 15 各职能部门（详见附件一）。截至 2015 年底，公司拥有控股和全资一级子公司 12 家；拥有在职员工 2,460 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总计 347.27 亿元，负债合计 260.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 87.02 亿元，其中归属于母公司所有者权益 51.93 亿元。2015 年，公司实现营业收入 62.38 亿元，净利润（含少数股东损益）4.81 亿元，其中归属于母公司净利润 5.61 亿元；公司经营活动现金流量净额为-2.58 亿元，现金及现金等价物增加额 0.20 亿元。

公司注册地址：安徽省合肥市蜀山区肥西路 66 号汇金大厦；法定代表人：袁启宏。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“国购投资有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”，本次债券预计发行规模为不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）。本次债券期限为不超过 5 年，分期发行。本次债券票面年利率将通过询价方式，由公司与主承销商协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率。本次债券的具体品种、各品种的期限和发行规模将由公司和主承销商根据市场情况确定。本次债券票面利率采取单利按年计息，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。

本次债券无担保。

本次债券第一期于 2016 年 2 月 2 日发行结束，实际发行规模 5 亿元，期限为 5 年，发行利率

为 7.20%，债券简称：16 国购 01，债券代码：112334.SZ；第二期于 2016 年 3 月 18 日发行结束，实际发行规模 6.6 亿元，期限为 5 年，发行利率为 7.30%，债券简称：16 国购 02，债券代码：112354.SZ。前两期债券募集资金已全部用于偿还金融机构借款和补充公司的营运资金。

本期债券名称为“国购投资有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）”，基础发行规模为 3 亿元，可超额配售不超过 5.4 亿元，期限为 5 年期品种（附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权）。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券所募资金拟用于偿还金融机构借款及补充公司的营运资金，以有效支持公司业务发展和满足日常营运资金需求。

三、行业分析

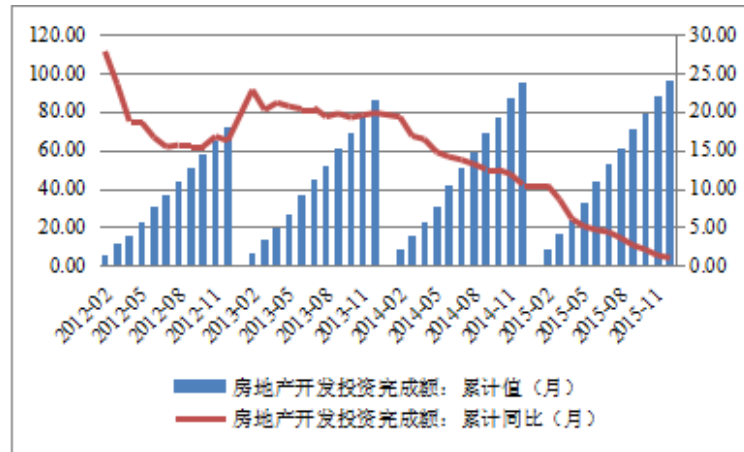
公司主要业务为房地产开发与销售、物业出租、物业管理以及其他服务，属于房地产行业。

1. 行业状况

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。

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。2011 年以来，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场持续低迷。2012 年，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。进入 2013 年，我国房地产市场景气度有所回升，2013 年全年房地产开发投资 86,013.38 亿元，同比增长 19.79%，增速同比提高 3.6 个百分点。2014 年以来，我国房地产行业增速持续减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，2014 年全年房地产开发投资 95,035.61 亿元，名义同比增长 10.49%，较 2013 年同期增速大幅下滑 9.30 个百分点。2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，增速较上年同期下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资 64,595.24 亿元，同比增长 0.38%；办公楼投资 6,210.00 亿元，同比增长 10.1%；商业营业用房投资 14,607.00 亿元，同比增长 1.82%。

图 2 2012~2015 年全国房地产开发投资情况（单位：千亿元，%）



资料来源：wind 资讯

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。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地作为房地产的主要成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响，其中，房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。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，导致部分房地产企业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，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年受供应量增加影响，土地成交量较2012年增加，2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%，其中住宅类用地涨幅较明显。2013年重点城市地价升高，2013年全国土地平均溢价率全面上涨，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。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

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。2014年全国100个城市土地供求量均有较大程度跌幅，土地供应面积及成交面积比2013年分别减少24%和26%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至11.75%；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%。

2015年，土地市场整体下行，供应土地量和成交土地量分别为5.79亿平方米和4.68亿平方米，分别较上年下降11.74%和18.04%；2015年土地平均溢价率为16.81%，较上年增加5.06个百分点。

表 1 100 大中城市土地供应及成交情况（单位：亿平方米，%）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
供应土地占地面积	8.57	8.68	6.56	5.79
成交土地占地面积	7.31	7.75	5.71	4.68

成交土地占比	85.30	89.29	87.65	80.83
土地平均溢价率	7.02	17.92	11.75	16.81

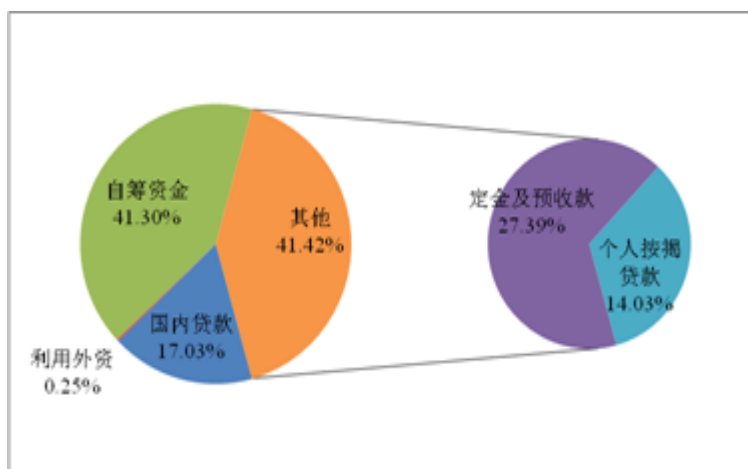
资料来源：Wind资讯

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，但土地溢价率出现上涨。

（2）开发资金来源状况

2009 年以来，房地产行业资金来源呈快速增长态势，2009~2013 年平均增速 22.26%，进入 2014 年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束了多年来的高速增长态势，首次出现负增长。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 年末房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

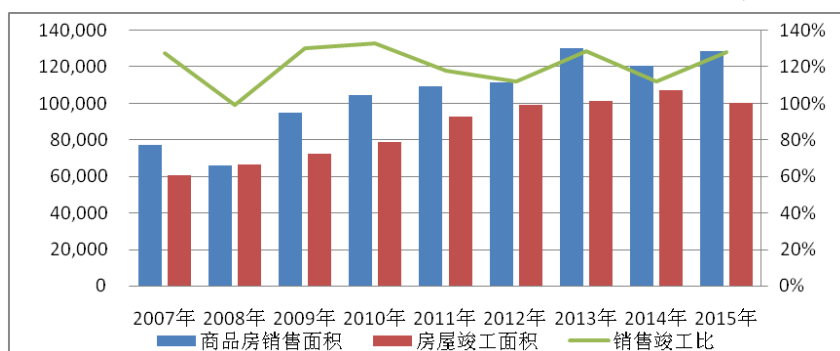
2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 297 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

总体看，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 2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

（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。2013 年，中央对房地产市场的政策思路和管理方式发生转变，在新型城镇化和土地改革等利好驱使下，一线城市房价连创新高，热点城市“地王”频现，市场分化加剧；房企销售业绩猛增，融资及海外拓展需求加大。2013 年全国商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.34%；其中，住宅销售面积 11.57 亿平方米，同比增长 17.46%。从供给方面看，绝大多数城市增加土地和普通住房供应，以政府为主提供基本保障、市场为主满足多层次需求的住房供应体系，逐步下放调控政策至各地方政府，调控方向已逐步向增大供给等市场化措施靠拢，通过改善供需来平稳房价。全年房屋竣工面积 10.14 亿平方米，增长 2.02%；其中，住宅竣工面积 7.87 亿平方米，同比下降 0.38%。

图 4 2007~2015 年全国商品住宅供求情况（单位：万平方米，%）

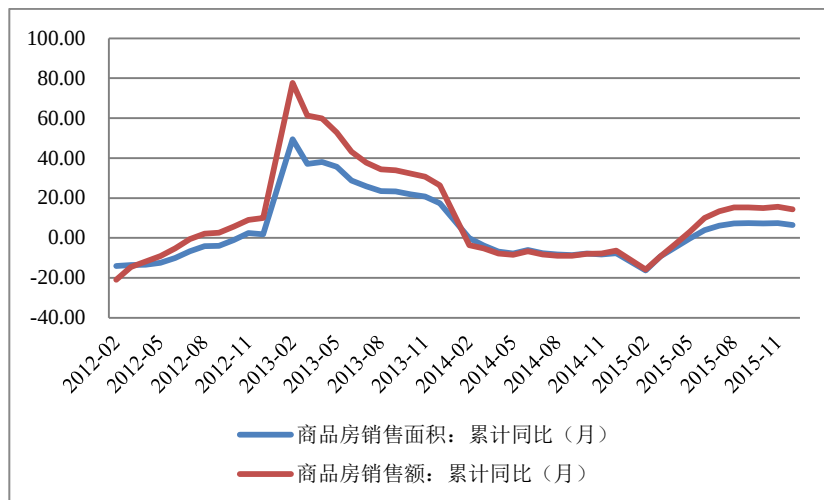


资料来源：国家统计局，联合评级整理。

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，地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策不断趋近情况下，住宅市场低迷，市场观望情绪强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降。全年商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 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，整体上住宅供不应求的状态出现明显好转。全年房屋竣工面积 107,459 万平方米，增长 5.9%。其中，住宅竣工面积 80,868 万平方米，增长 2.7%。

图 5 2012~2015 年全国商品房销售面积及销售额同比增速（单位：%）



资料来源：Wind资讯

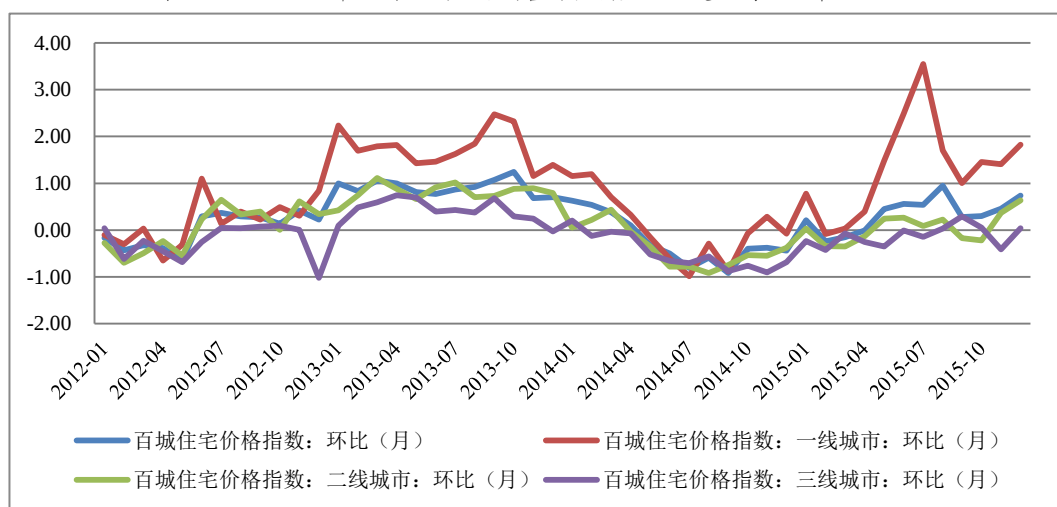
2015 年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现，主要得益于中央多轮降准降息、降首付、减免税费等降低购房成本；地方政策灵活调整，采取税费减免、财政补贴、取消限购限外等多措施刺激消费。商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%，其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房货币化安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%，其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

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，2015 年房地产开发景气指数有所回升；在当前经济增速下行、三四线城市高库存压力下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用，政策聚焦于挖掘房地产消费潜能，鼓励需求入市，进而恢复并带动投资信心。预计未来在多重政策支持下，房地产市场需求将有所释放，楼市总体呈回暖趋势。

（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。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，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。

图 6 2012~2015 年全国百城住宅销售价格指数环比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

2015 年以来，房地产行业受到多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积明显回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，百城住宅平均价格为 10,980.00 元/平方米，同比增长 4.15%，增速较上年同期增加 6.84 个百分点；环比增长 0.74%。2015 年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自 2014 年 4 月份以来连续 12 个月下跌，2015 年 5 月份开始有所好转，11~12 月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自 2014 年至 2015 年 7 月连续下跌，8 月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

总体看，从 2008 年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，2015 年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，但我国房地产市场去库存压力依然较大。

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 16.92%和 22.79%，分别提高了 3.20 和 3.91 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 10.44%和 13.65%，分别提高了 1.82 和 2.19 个百分点（详见下表）。2015 年房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大，其中一季度房企的销售情况并不乐观，从二季度开始逐步好转，三季度后一线和重点二线城市表现火爆、热销项目频现，为房企全年业绩作出了较大贡献。

表 2 2012~2015 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
前 10 大企业销售额占比	12.76%	13.72%	16.92%	16.87%
前 20 大企业销售额占比	17.62%	18.88%	22.79%	22.82%

前 10 大企业销售面积占比	7.72%	8.62%	10.44%	11.31%
前 20 大企业销售面积占比	10.38%	11.46%	13.65%	14.62%

资料来源：CRIC，中国房地产测评中心。

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，千亿房企阵营保持 7 家，2,000 亿房企增至 3 家，万科以 2,610 亿元的销售额稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 3 2016 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	融创中国控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	龙湖地产有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	华夏幸福基业股份有限公司
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。

备注：因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

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。

表 4 近期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
2015 年 9 月	央行、住建部、财政部发文再度下调二套房个贷首付比例
2015 年 9 月	央行、银监会发文下调不限购城市首套房个贷首付比例
2015 年 9 月	《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》
2015 年 10 月	习近平主席主持召开中央财经领导小组第十一次会议，发表重要讲话提出“要化解房地产库存，促进房地产业持续发展”

2015 年 10 月	全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策
2015 年 11 月	公积金贷款再度放款，将允许发行住房公积金个人住房贷款支持证券，并可将公积金购买高信用等级固定收益产品；国家住房银行有望推出。
2016 年 2 月	不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点
2016 年 2 月	从 2016 年 2 月 22 日起，对个人购买家庭首套房和改善性住房的，按不同税率减征契税（不适用于北、上、广、深四城市）
2016 年 2 月	《国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》提出，加快落实户籍制度改革政策，促进有能力在城镇稳定就业和生活的农业转移人口举家进城落户。

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，中央定调稳定住房消费，密集出台金融信贷政策，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，央行则五次降息降准。经此调整，一年期基准贷款利率下降至 4.35%，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。

2016 年，财政部、国家税务总局、住房城乡建设部三部门联合发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，通知明确规定了最新房产契税政策。新房产契税政策自 2016 年 2 月 22 日起执行。2016 年 2 月 2 日，央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例。其中，首套房的首付比例原则上最低为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点，同时，对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的再次购房最低首付款比例调整为不低于 30%。上述政策的实行，有效降低了购房者的购房成本，间接刺激了楼市需求。《国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》的出台，标志着进一步推进户籍制度改革开始进入全面实施阶段，新型城镇化建设步伐提速，或将为楼市长期持续发展带来利好。

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

（1）政策风险

房地产行业经历过去十几年的快速增长后，总体来看，各城市房地产市场形势出现分化，部分二三线城市供需严重失衡；同时，政府对房地产市场的调控方法也逐步从行政手段转向市场手

段，各地限购限贷政策逐步退出，不动产登记及房产税等市场调节方式提上议事日程。房地产项目受政策及市场形势影响较大，公司所开发的项目也在所难免，存在一定程度的政策及市场风险。

（2）商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。受近两年销售放缓影响，房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起始终保持负增长。

（3）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。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观。今年以来，已有重庆、福建等地提出促进房地产企业健康发展、加快去库存等相关措施。

（4）房企利润率回归正常水平

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。

（5）中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力：万科、恒大、碧桂园、融创、远洋等实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购方式扩充资源，融创通过合作和直接收购两种主要方式，收购天朗、中渝置地、美联地产旗下部分优质地产项目，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 行业发展

（1）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。

（2）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件，如碧桂园、远洋、金地等企业在险资入主后，逐渐强化与其在财务、金融、养老、营销、轻资产运营等层面合作，积极探索新

的增长基因。另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

（3）转变盈利模式，挖掘全产业链服务价值

伴随中国房地产正从新房开发交易为主的市场逐步向以存量房交易为主转变，行业增长也由外向增长逐渐演变为内生驱动。为提前应对行业变化带来的挑战，房企 2015 年转型服务商力度空前，结合互联网挖掘上下游产业链服务价值、拓展服务型产业为客户提供更为全面的服务，成为其谋求突破的新风口。房企积极转型服务商，围绕现有客户资源，升级物业服务体系、拓展客户延伸服务，打造全产业链增值服务模式。

（4）兼并重组，房企高效盘活存量、优化资源配置，开启行业整合新时代

2015 年，房地产市场运行环境日趋宽松，但房地产行业拐点已悄然来临，有效供给的挖掘和消费需求升级为行业带来结构性发展机会，技术、产品、业态等各类创新为主的“结构性改革”成为未来发展的主旋律，为行业新的发展动力。在此背景下，房企以互联网、资本为重要切入点，开启收、并购与整合之路进行资源整合，以较低成本盘活存量，为房企规模化扩张、进一步做大做强提供契机。一是推进内部重组，集中优势资源壮大核心业务。二是借道存量市场兼并收购以扩大业务版图。房企兼并完成后，对资源、财务和管理的高效整合也能够实现双方资源互补，最大化企业价值。

总体看，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。

7. 安徽省房地产市场概况

2015 年安徽省房地产市场增速明显放缓，全年开发投资完成额 2,849.19 亿元，同比增长 0.10%，增幅同比回落 11.60 个百分点；全年完成商品房施工面积 34,244.67 万平方米，同比增长 2.29%；新开工面积 7,759.35 万平方米，同比下降 11.19%；竣工面积完成 5,537.74 万平方米，同比增长 6.57%。

从土地市场情况来看，2015 年安徽省多地推出公积金及购房企业补贴政策，房地产企业积极采取以价换量的措施刺激市场，加速去化，部分城市成交土地上涨明显，但大多数城市库存高企，需求疲软，成交持续低迷，地市间分化逐渐扩大。2015 年全省土地市场成交缩减，下半年有所好转，多个地市成交以体量小、价格低位为主要特点，国企拿地用于安置房建设成为一大支撑。全年全省土地成交 73,571.1 亩，成交金额 1,034.2 亿元，年底土地成交量大幅提升，呈量价齐升高的局面。整体看，除合肥市外，2015 年全省仅芜湖市、淮北市土地市场供求基本平衡，其余城市均供大于求；淮南、黄山、马鞍山、六安、铜陵、阜阳六市土地成交量同比上涨，其余城市均是下滑；池州市全年土地成交量为零。

从全省商品房销售情况来看，2015 年安徽省商品房销售面积下降幅度较大，2015 年全省新建商品房交易总量 3,335.6 万平方米，同比下降 15.3%，其中商品住宅 2,814 万平方米，同比下降 14.8%。同样，2015 年安徽省商品房销售均价也呈下降趋势，但是整体幅度小。2015 年全省 16 城市商品房销售均价 6,066 元/平方米，同比下降 0.3%；其中商品住宅均价 5,709 元/平方米，同比增长 1.9%，整体市场表现不容乐观。但就合肥市来看，2015 年合肥市无论是地价还是房价都有较大幅度上涨。

安徽省各城市房地产市场差异较大，从房地产开发投资额、销售总量、商品房销售均价及库存去化周期都有较大差别。特别是亳州市、六安市、淮北市去化周期均在 24 月以上，滁州市、淮

南市、阜阳市、蚌埠市下半年库存增幅均超过 20%以上。全省去库存压力较大。

据 2015 年 1%人口抽样调查推算，截至 2015 年底，安徽省常住人口 6,143.6 万人，比上年增加 60.7 万人，为 2000 年以来增加最多的年份，其中合肥市常住人口为 779.00 万人，2013~2015 年，年均复合增长 1.17%。2015 年安徽省外出人口回流 18 万人左右，占当年常住人口增量近 30%，自 2013 年以来外出人口连续三年回流。

2015 年 6 月，安徽省住建厅、发改委、财政厅等 12 个部门联合出台《关于促进房地产市场平稳健康发展的意见》，取消各类没有法律法规依据的行政性管理措施。包括商品房销售备案价格由房地产开发企业根据开发建设成本、市场供求状况等因素自行确定等，房企的定价正式回归市场化。2016 年 1 月 27 日，安徽省政府发布《关于促进经济持续健康较快发展的意见》(皖政〔2016〕1 号文件)，明确拥有一套住房并已结清购房贷款的家庭，为改善住房条件再次申请住房公积金贷款购买住房的，最低首付比例由 30%降至 20%；贷款偿还期限可延至借款人法定退休年龄后 5 年，最长贷款期限为 30 年。

总体看，2015 年安徽省房地产开发投资增速放缓；商品房施工面积继续扩大，新开工面积下降；土地市场地区间分化逐渐扩大；楼市交易量降幅较大，价格也呈下降趋势，但合肥市表现较好；同时，安徽省商品库存压力凸显，市场消化能力有所减弱，区域分化明显。从人口变动情况看，安徽省常住人口进一步增加，外出人口持续回流，房地产市场需求有望进一步增强。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

公司立足于商业物业的投资、建设和运营，具有房地产开发一级资质，在行业内精耕细作，建设和运营了一批区域内的经典商业物业，先后成功投资开发了“安徽国购广场”、“国购大润发广场”、“汇金大厦”等项目，积累了一整套先进的设计、招商、运营、管理等理念和经验，成为行业内的标杆企业。2013 年以来，国购投资积极响应安徽省委、省政府大力发展民营经济的号召，大力实施结构调整、转型发展，又积极介入现代农业、新型建材等新兴产业领域。

截至 2015 年底，公司累计开发了合肥国购广场、合肥滨湖假日、合肥星河府、合肥海棠湾、合肥京商商贸城、无为中央城、淮北国购广场、宣城国购广场、合肥国际中心等个房地产项目，累计开发建筑面积 2,200 多万平方米。

依据中国房地产业协会与中国房地产测评中心测评，公司位列“2015 中国房地产开发企业 500 强”第 49 位，荣获“2015 年中国房地产开发企业运营效率 10 强”殊荣。公司子公司华源物业发展有限责任公司（以下简称“华源物业”）于 2003 年通过 ISO9001 质量体系认证，其自成立以来，多次被安徽省合肥市人民政府评为“年度先进单位”，且积极参与慈善事业，并获得“合肥慈善奖”，被合肥市慈善协会评为“最具爱心企业”。

综上所述，公司是安徽省较大的商业物业投资、建设和运营企业之一，具有丰富的管理和运营经验；公司响应政府政策号召，利用自身优势积极介入新的产业领域；公司在当地市场中的地位突出，公司竞争力较强。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员 11 人，董事长 1 人，监事 3 人，均具有丰富的房地产企业管理经验。

公司董事长兼总经理袁启宏先生，1970 年出生，大专学历，曾先后任海南三佳实业投资公司

副总经理、合肥华源物业发展有限责任公司总经理；2005年11月至今，任公司董事长。袁启宏先生先后担任安徽省第十一届、十二届人大代表，合肥市第十四届人大代表，合肥市蜀山区政协副主席、区工商联主席，安徽省工商联直属商会常务副会长，合肥市工商联副会长。

公司执行总经理袁其福先生，1973年出生，中国科技大学高级管理人员工商管理硕士(MBA)，中级工程师，从事房产营销管理、商业运营、土木工程建设、房地产开发（特别是商业地产）等领域多年，是公司子公司合肥华源物业发展有限责任公司的创始人之一；先后成功投资开发了“合肥国购广场”、“国购大润发购物广场”、“汇金大厦”等项目。2014年1月8日，公司董事会选举袁其福为公司执行总经理。

截至2015年底，公司共有在职员工2,460人。从学历划分，研究生及其以上学历占6%，本科学历员工63%，本科以下学历31%；从职称构成看，公司初级职称人员35%，中级职称人员占40%，高级职称人员25%；从年龄划分，公司30岁以下的员工42%，30至50岁的员工55%，50岁以上的员工3%。

总体看，公司高级管理人员具备多年管理经验，整体素质较高；员工文化素质尚可，能满足公司生产经营的实际需要。

五、公司管理

1. 治理结构

根据《公司法》等相关法律、法规的要求，公司建立了相对完善的法人治理结构，包括股东会、董事会和监事会。

股东会是公司的权力机构，由全体股东组成；股东会每年召开一次，于每年4月召开。公司董事会目前由3名董事组成，其中董事长1人，董事由股东会选举产生。

公司设置监事会，由3名成员组成，其中职工代表监事1名，由公司职工通过职工代表大会选举产生；监事会为公司经营管理活动的监督机构，包括对公司依法规范运作，对董事、高级管理人员的履职情况的监督以及对公司的生产经营情况、财务状况的检查。

公司设总经理一人，由董事长提名，董事会聘任或解聘，主要负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作。目前，公司总经理由董事长兼任。

总体看，公司治理结构相对清晰，经营与管理决策透明度较高，组织机构的设置可以满足其经营与管理需要。

2. 管理体制

公司重视内部控制体系建设。公司内部控制制度内容主要包括财务管理、内部审计和人力资源管理，主要控制对象是各部门及各业务环节，切实保障公司持续健康运营。

财务管理方面，公司制定了《财务预算管理流程》来明确公司财务预算编制、执行及反馈流程，保证经营目标的实现。首先，公司各部门及城市公司需按要求每年、每月上报下期资金预算草案，经财务管理部经理审批后下达至各部门及城市公司；然后财务部按相关规定报批后进行资金支付，并对资金执行情况进行监控；在对资金执行结果进行评价后，财务管理部将编制资金计划执行情况评价报告，最后对预算执行情况进行半年度综合分析和年度全面分析，还要求各部门必须严格按原预算指标执行，在预算调整申请未被批准前不得擅自调整预算。

审计管理方面，为加强公司内部审计监督和服务职能，提高风险防范能力，促进公司可持续

发展，公司根据国家《审计法》、《内部审计准则》、《内部审计服务指南》及其他相关法律法规，结合公司实际情况，制定了一系列的内部审计监察制度和财务、风险管理、经济责任审计实施办法，对公司及其子公司的经验和相关资料进行审计，主要为了规范公司的财务审计工作、强化内部控制、提高内部管理水平以及提高经济效益。

人力资源管理方面，为确保公司人力资源管理的有效性和公司各项业务的有效性，公司按照相关法律法规制定并严格执行《员工考勤与请假管理流程》、《员工离职管理流程》、《员工试用与转正流程》和《员工招聘管理流程》。

对外担保上，公司股东大会为公司对外担保的最高决策机构，董事会根据《公司章程》有关董事会对外担保审批权限的规定，行使对外担保的决策权。超过公司章程规定的董事会的审批权限的，董事会应当提出预案，并报股东大会批准。董事会组织管理和实施经股东大会通过的对外担保事项。公司对外担保必须订立书面的担保合同和反担保合同，已维护公司利益。

另外，近年来公司逐步提高对规范化管理的重视，多次与国内知名的管理咨询公司合作，构架了集团强操作管控型总部，加城市公司的两级架构，同时梳理并建立了基于房地产开发价值链管理的流程管理体系，对其管理体系进行了深度优化，提高了公司的运营管理效率。

总体看，公司各项经营活动有章可循，制度建设较为完善，规范了公司日常经营活动。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为商品房、棚改和保障房的开发与销售（以下统称“房地产业务”），房地产业务收入合计占到公司营业总收入的 85%以上，公司主业突出。同时，公司经营项目主要集中在安徽省内，其中合肥市占比突出，占到房地产收入的 60%以上。2015 年，公司原有保障房项目大多完工，未拓展新保障房项目；原安庆保障房项目股权实现转让，公司顺利剥离了保障房项目。

近三年受公司业务结构调整的影响，公司营业收入持续下降，年均复合减少 6.17%；2015 年，公司实现营业收入 62.38 亿元，同比小幅减少 1.68%，主要系公司剥离棚改和保障房业务、农产品销售业务所致。近三年公司净利润基本维持稳定，年均复合增加 0.51%；2015 年公司实现净利润 4.81 亿元，公允价值变动收益对其贡献度较高，与上年基本持平。

从收入构成来看，商品房收入为公司营业收入的主要来源，占比不断提升。2015 年商品房销售结转收入增加，且公司剥离棚改和保障房业务，商品房收入占当期营业收入的比重上升至 91.38%。公司保障房项目毛利率低，且新项目拓展有区域局限性的影响，2015 年公司将该类业务剥离。近三年，公司物业运营成熟度不断提高，租金及管理费收入持续增加，收入占比由 2013 年的 1.24%提升至 2.43%。2015 年公司新增智能制造等制造业务，其收入占营业收入比重为 5.11%；公司商品销售收入是新增下属安徽国购投资管理有限公司收到的联销收入和经销收入，其收入占比为 0.69%，主要是为安徽百大合家福连锁超市股份有限公司（以下简称“合家福”）采购农产品产生的收入，该类收入 2014 年归集到销售农产品收入中，2015 年起单独列示。

表5 2014~2015年公司营业收入情况（单位：亿元，%）

业务板块		2013年			2014年			2015年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产	商品房	51.82	73.13	15.00	47.71	75.19	20.00	57.00	91.38	20.12

业务	棚改和保障房	14.32	14.32	15.00	7.36	11.59	15.00	--	--	--
租金及管理费		0.88	1.24	64.00	1.14	1.80	67.00	1.52	2.43	39.31
销售农产品		3.80	5.37	17.00	7.00	11.03	17.00	--	--	--
制造业收入		--	--	--	--	--	--	3.19	5.11	23.94
商品销售收入		--	--	--	--	--	--	0.43	0.69	9.85
其他		0.04	0.06	63.00	0.24	0.39	96.00	0.24	0.39	77.64
合计		70.86	100.00	15.87	63.45	100.00	20.37	62.38	100.00	20.93

资料来源：公司提供

从毛利率水平来看，近三年，公司不断调整业务结构，逐步剥离了毛利率水平较低的棚改和保障房业务，扩大商品房业务规模，整体毛利率持续上升，分别为 15.87%、20.37%和 20.93%。受益于 2015 年 11 月开始，合肥房地产市场回暖，公司房地产业务随着市场回暖的小幅企稳，毛利率水平持续上升，2015 年升至 20.12%；公司棚改和保障房系为政府建设，与政府签订回购协议，毛利率水平较低，公司于 2015 年剥离该业务；2015 年，公司制造业毛利率水平较高，达 23.94%，商品销售毛利率为 9.85%；其他业务主要是物业公司收取的临时停车费、场地租赁、开展活动等产生的收入，近三年毛利率水平波动明显，其规模较小，对公司整体毛利水平影响有限。

总体看，公司不断调整业务结构，剥离毛利率水平较低的业务，重点向商品房领域发展，营业收入规模小幅下降，但毛利率水平有所提升。

2. 房地产业务

2015 年公司合并范围减少安庆国购投资有限公司（以下简称“安庆国购”），保障房业务从公司营业范围中剥离。目前公司房地产开发业务的经营主体为安徽蓝鼎置地集团有限公司（以下简称“安徽蓝鼎”），主要以商品房开发销售为主。公司房地产项目主要集中在安徽省内，其中合肥市占比突出，达 60%以上。

（1）土地储备

公司房地产项目开发的主要环节包括土地获取、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地获取、规划设计等前期准备和后期的房产销售是公司实现营业收入和经营利润最为重要的环节。鉴于土地收购对项目盈利的重要影响，公司会对土地收购进行细致的研究。目前公司投资拓展中心负责土地收购工作的具体开展。具体来看，公司通常会先做出土地开发预案，包括物业种类、产品定位、价格水平、销售预期、收入及利润预算等，在经投委会、董事会批准后，实施土地收购。公司土地出让金按照每次土地招拍挂的合同约定支付。

公司主要通过招拍挂方式获取土地。2013~2015 年，公司陆续取得 14 宗土地，规划建筑面积合计 1,290.30 万平方米，其中 2013 年取得 1180.92 万平方米，占比较大；土地性质以商住用地为主，少量商业、仓储物流用地。从区域分布来看，安徽省内地区的占比 90%以上，其中合肥占比 60%以上。

表6 近三年公司土地获取情况（单位：万平方米）

序号	开发项目	获取时间	面积	区域	性质	建筑面积	截至2015年底已开发	截至2015年底未开发
1	星河府	2013.7	14.73	合肥	商住	58.51	58.51	--
	国购中心		6	合肥	商业	39.58	39.58	--
	海棠湾		6.75	合肥	商住	26.44	26.44	--

	蓝鼎大厦		0.57	合肥	酒店	2.64	2.64	--
	滨湖假日花园		48.12	合肥	商住	156	156	--
	京商商贸城		174.93	合肥	商住	629.62	510.13	119.49
	无为中央城（含酒店）		48.38	无为	商住	125.55	125.55	--
2	蚌埠国购广场	2013.1	26.87	蚌埠	商住	101.19	101.19	--
3	亳州观澜天下	2013.5	11.53	亳州	商住	41.39	41.39	--
4	淮北汽车文化园二期	2014.1	5.4	淮北	商服用地	5.8	5.8	--
5	无为天筑锦绣园	2014.1	5.93	无为	商住	16.87	16.87	--
6	宿州国购广场	2014.8	8.47	宿州	商住	37.8	37.8	--
7	芜湖国购商贸城一期	2014.12	21.47	芜湖	商业用地	35.8	--	35.8
8	国购广场二期	2015.5	1.73	合肥	商办用地	13.11	--	13.11
合计			380.88			1,290.30	1,121.90	168.40

资料来源：公司提供

2015 年，公司新增 1 块土地储备，土地占地面积 1.73 万平方米，规划建筑面积为 13.11 万平方米，该土地为商办用地，主要用于合肥国购广场二期西园项目开发。

截至 2015 年底，公司共有 3 块主要土地储备，为京商商贸城项目（合肥）、芜湖国购商贸城一期项目和合肥国购广场二期西园项目，分别位于合肥市瑶海区新蚌埠路与淮海大道交口、芜湖市鸠江区梦溪路与官陡门路交叉口和合肥市蜀山区长江西路与西园路交口，合计土地面积 198.13 万平方米，规划建筑面积 168.40 万平方米，较年初明显减少，主要系公司 2015 年新增土地较少，且公司一般在取得土地 4 个月左右即进入开发阶段，导致未开工土地规模减少所致，公司土地储备不足。公司土地储备主要分布在合肥地区，土地用途为商业用地和商办用地。

表7 截至2015年底公司土地储备情况（单位：万平方米，元/平方米）

项目名称	占地面积	规划建筑面积	楼面均价	在建面积	享有权益	土地用途
京商商贸城	174.93	629.62	305	510.13	100%	商住
芜湖国购商贸城一期	21.47	35.80	881	--	80%	商业用地
合肥西园项目	1.73	13.11	3,800	--	100%	商办
合计	198.13	678.53	402.92	--	--	--

资料来源：公司提供

从公司土地储备价格来看，合肥西园项目土地储备楼面均价远高于其他两个项目，为 3,800 元/平方米，一方面系合肥西园项目位于合肥市核心地段（一环内成熟商圈），属于稀缺、优质资源；另一方面系京商商贸城项目土地和芜湖国购商贸城一期项目土地分别为 2012 年和 2014 年获取，合肥西园项目土地为 2015 年获取，而近几年地价走高，导致土地获取成本增加所致，公司获取土地均价整体处于较低水平。

总体看，近三年公司土地获取速度下降，尚未开发的土地储备规模较小，获取均价较低，未来土地储备需求较大，土地储备略显不足。

（2）项目开发

从成本构成来看，和行业内其他房地产开发公司类似，公司的项目开发成本主要是土地成本、

建安成本和相关税费等，其中土地成本和建安成本占比较高，合计占比在 70~78%。公司建安费用通常根据项目工程进度支付，通常是按月支付上月审定工程进度产值的 75%；竣工验收前支付款项不超过 85%，项目决算后一般付至 95%的款项，剩余 5%作为工程质保金。

土地收购完成后，公司委托相关合作方进行项目设计，成本管理部根据项目设计方案负责成本预算、采购部通过公开招标的方式确定各环节的建筑安装公司和工程物资采购；工程部负责项目监督现场工程的具体施工；项目达到预售条件后，由营销策划部负责销售方案的制定，并进行项目的销售工作。

公司投资较大的项目，如京商商贸城项目占地 2,623.95 亩，位于合肥市新站区，东临卧龙路、南临泗水路、西临陶冲湖路、北临淮海大道，总建筑面积近 629.62 万平米，总投资近 191.30 亿元；滨湖假日项目占地近 721.79 亩，位于合肥市滨湖新区庐州大道与中山路交汇处，总建筑面积近 156 万平米，总投资 73.43 亿元；无为中央城项目占地约 526 亩，位于无为县城南新区，总建筑面积近 101.3 万平米，总投资约 34.15 亿元；海棠湾项目占地约 101 亩，位于合肥市高新区交通干道黄山路与科学大道交口西北角，总建筑面积约 26.44 万平米，总投资约 23 亿元。

表8 2013~2015年公司房地产业务开发数据情况（单位：个，万平方米）

项目	2013年	2014年	2015年
新开工项目数量	4	9	4
新开工面积	213	384	273
竣工面积	163	169	163
完成交付项目数量	10	9	10
完成交付面积	143	127	144
在建项目数量	21	19	15
施工面积	660	725	856

资料来源：公司提供

注：上述年末在建面积=上年年末在建面积+当年新开工面积-当年竣工面积，主要系统口径差异及部分项目重复计算所致。

近年，公司新开工面积整体呈增长趋势。从项目开发数据来看，2014 年新开工面积达 384 万平方米，较上年增长 80.28%，同时处于建设阶段的项目数量基本稳定。2015 年公司新开工项目 4 个，新开工面积 273 万平方米，同比减少 28.91%；竣工面积 163 万平方米，同比减少 3.55%；完成交付项目 10 个，交付面积达 144 万平方米，同比增加 13.39%。

截至2015年底，公司主要在建项目有京商商贸城、滨湖假日花园、淮北国购广场、蚌埠国购广场等项目。截至2015年底，公司在建项目15个，在建项目施工面积为856万平方米，同比增加 18.07%；在建项目的计划总投资额为469.97亿元，已完成投资额为271.38亿元，尚需投资额为198.59 亿元，未来投资需求仍较大。

表9 截至 2015 年底公司在建地产项目基本情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	区位	总建筑面积	开工时间	完工时间	已竣工面积	已销售面积	剩余可售面积	计划总投资额	已完成投资额
京商商贸城	合肥	629.62	2013.1	2018.10	75.70	152.63	248.80	191.21	62.26
滨湖假日花园	合肥	156.00	2009.6	2017.9	133.50	124.71	3.15	73.43	68.36
星河府	合肥	58.51	2010.9	待定	46.97	39.61	8.68	50.01	46.29
国购中心	合肥	39.58	2011.8	2017.12	0.00	0.96	16.29	14.74	9.64
无为观湖园（慧成）	无为	14.97	2014.1	2016.9	11.00	10.91	1.95	9.62	6.60
无为国购广场	无为	14.61	2014.6	2017.10	0.00	0.00	1.20	5.54	2.29

无为锦绣园（天筑）	无为	16.87	2014.6	2016.12	0.00	11.71	3.04	7.26	3.82
无为国际酒店	无为	9.40	2015.12	2017.6	0.00	0.00	3.00	3.15	0.49
郎溪汽贸城	郎溪	13.16	2012.1	2016.9	6.00	0.96	10.85	4.98	4.08
淮北国购广场	淮北	114.88	2012.1	2016.8	103.77	39.87	15.62	49.22	39.01
淮北汽车文化园	淮北	23.15	2012.12	2016.8	10.01	15.17	7.83	4.83	3.40
亳州观澜天下	亳州	41.39	2013.9	2016.6	0.00	18.45	11.79	8.46	5.32
蚌埠国购广场	蚌埠	101.19	2013.6	AB 区 2016.4 CD 区待 定	12.00	23.94	45.10	29.57	12.38
宿州国购广场	宿州	37.80	2014.8	2017.1	0.00	1.46	9.99	16.65	7.03
亳州温泉酒店	亳州	4.23	2014.3	2017.2	0.00	--	--	1.30	0.41
合计		1,275.36	--	--	398.95	440.38	387.29	469.97	271.38

资料来源：公司提供

注：总建筑面积-已竣工面积-待售面积=期末在建面积，表中数据与表 8 数据存在差异，主要系统统计口径差异所致。

总体来看，公司新开工面积波动上升，在建项目规模较大，所需投资规模仍较大，存在一定的融资压力。

（3）项目销售

从销售项目来看，近年来公司物业销售主要项目有合肥京商商贸城项目、合肥滨湖假日项目、合肥海棠湾项目、无为中央城项目等。

从销售数据来看，近三年公司销售面积和销售收入均呈下降趋势。2015 年，公司实现预售项目 22 个，实现协议销售面积 66 万平方米，同比大幅减少 60.95%，一方面是因为 2014 年度京商商贸城的专业批发市场集中推盘销售，导致当年销售面积较大，而 2015 年京商商贸城专业批发市场销售完毕，其他类型地产尚不满足对外销售的条件，另一方面是因为合肥房地产市场回暖，公司主动调整合肥区域地产销售结构，减少低端产品销售面积；协议销售均价同比有所提升，为 5,950 元/平方米。由于协议销售面积大幅下降，2015 年公司实现预售金额同比减少 47.01%至 47.87 亿元。从结转情况来看，受开发进度影响，公司近三年结转面积总体下降，结转收入亦呈下降趋势。

表 10 2013~2015 年公司房地产业务运营数据情况（单位：个，万平方米，元/平方米，亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
实现预售项目	18	21	22
协议销售面积	131	169	66
协议销售均价	5,670	5,110	5,950
实现预售金额	67.76	90.34	47.87
结转收入面积	132	100	105
结转收入	66.13	55.07	57.00

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司可售项目的总建筑面积为 1,455.19 万平方米，同比增加 3.26%；可售面积为 996.88 万平方米（公司在建项目已销售面积为 440.38 万平方米，剩余可售面积为 387.29 万平方米；已竣工项目的可售面积 169.21 万平方米），同比减少 1.90%；公司可售项目累计实现销售收入 217.09 亿元，同比增加 28.29%。截至 2015 年底，公司所有项目的剩余可售面积为 406.64 万平方米，可售面积规模较大，能够满足公司 1~2 年的销售需求。

表11 截至2015年底公司物业销售情况（单位：万平方米，万元/亩，元/平方米，亿元）

项目	建筑面积	土地成本	开工时间	可售面积	平均销售单价	2015年销售面积	累计实现收入
			竣工时间				
星河府	58.51	666(B地块)	A地块: 2010.9-2014.3	45.57	5,980	0.49	7.02
			B地块: 2015年.12开工, 完工待定	8.68	暂未定价、开盘	0.00	0.00
滨湖假日花园	156.00	323	2009.6-2017.09	127.86	7,051	2.51	14.77
国购中心	39.58	173	2011.8-2017.12	17.25	7,792(仅公寓价格)	0.40	0.53
海棠湾	28.81	970	2011.9-2014.10	26.97	7,266	5.09	15.46
京商商贸城	629.62	70	2013.1-2018.10	401.43	5,358	24.75	79.89
淮北国购广场	114.88	293	2012.1-2016.8	55.40	6,454	0.86	22.01
淮北汽车文化园	23.15	30	2012.12-2016.8	23.00	2,626	2.60	1.40
宿州国购广场	37.83	401	2014.8-2017.1	11.45	12,312	1.46	2.17
蚌埠国购广场	101.19	71	A/B:2013.6-2016.4 C/D: 2015.12开工, 完工待定	60.73	4,560	4.05	10.05
宣城国购广场	23.36	624	2011.5-2014.4	17.51	9,297	0.68	6.82
郎溪国购广场	33.49	101	2012.5-2015.5	24.79	4,687	0.91	9.92
郎溪小商品市场	9.44	156	2011.8-2013.10	8.79	5,324	0.57	1.31
亳州名城项目	39.01	110	2011.1-2015.9	35.51	4,579	1.13	10.31
亳州观澜天下	41.39	146	2013.9-2016.6	30.24	4,547	6.56	7.42
无为中央城项目	117.93	208	2011.10-2016.12	101.70	5,121	14.00	28.01
合计	1,454.19	--	--	996.88	--	66.06	217.09

资料来源：公司提供

注：可售面积为总可售面积，包括已交付的和未交付的面积；平均销售单价为总可售部分平均销售单价；累计实现收入为累计实际回款。

受2015年以来安徽省商品房库存压力凸显，区域分化明显，楼市交易量降幅较大，价格也呈现下降趋势，公司部分项目布局在三四线城市，销售面临去化压力；但由于公司项目主要分布区域为合肥，而合肥市2015年楼市表现相对较好，并且随着近几年安徽省人口的持续回流，公司房地产库存压力有望缓解。

总体看，受项目开发节奏及销售结构调整的影响，公司销售面积大幅下降，预售金额出现明显下滑；公司可售面积较大，可以满足未来一至两年的销售需求。

3. 其他业务

公司其他业务的主要经营主体为合肥华源物业发展有限公司（以下简称“华源物业”），其中华源物业的下属公司安徽国购商业运营管理集团有限公司和安徽诚和物业管理有限公司主要收取租金和管理费收入；华源物业的下属公司铜陵市三佳电子（集团）有限责任公司（以下简称“铜陵三佳”）和巢湖市宏光矿业有限公司（以下简称“巢湖宏光”）主要是制造业收入。

（1）物业租赁

近年来，公司正在经营的物业项目主要为宣城国购广场、郎溪国购广场、合肥大润发、合肥国购广场、郎溪小商品市场和合肥国购广场-IFC 等项目。截至 2015 年底，该等物业总建筑面积 23.86 万平方米，可出租面积 19.95 万平方米，已出租面积 19.95 万平方米，出租率较高；平均租金水平为 2.80 元/平方米/天，同比略有提高。2013~2015 年，公司确认租金收入分别为 0.88 亿元、1.14 亿元和 1.52 亿元，呈不断增长态势，主要系公司管理水平提升所致。

截至 2015 年底，公司投资性房地产公允价值为 129.14 亿元，增值率为 150.13%，增值率较高。

表 12 公司经营性物业情况 (单位: 万平方米, 亿元)

项目	位置	建筑面积	业态	入账成本	入账时间	截至 2015 年底 公允价值	2014 租金 收入	2015 年租 金收入
宣城国购广场	宣城市宣州区 叠嶂西路 10 号	3.72	综合商业	2.98	2013.11	10.09	0.38	0.37
郎溪国购广场	郎溪县建平镇 伍员路 477 号	4.91	综合商业	2.44	2014.11	5.10	0.16	0.16
大润发	合肥市合作化 北路四里河立 交桥侧	2.11	综合商业	1.17	2008.11	5.89	0.09	0.09
合肥国购广场	合肥市蜀山区 长江西路 199 号	5.04	综合商业	2.95	2004.12	15.33	0.88	0.89
郎溪小商品市场	郎溪县建平镇 吉原路与郎川 路交口	5.76	综合商业	2.42	2013.10	4.53	0.17	0.18
合肥国购广场-IFC	合肥市蜀山区 梅山路 18 号	2.32	综合商业	3.07	2014.10	5.26	0.35	0.35
淮北国购广场	淮北市相山区 桓谭路 66 号	22.42	综合商业	12.33	2014.12	21.53	--	内部装修招商中
京商商贸城-土地	合肥市瑶海区 新蚌埠路与淮 海大道交口	67.19	综合商业	7.37	2013.6	28.12	--	--
京商商贸城-房屋	合肥市瑶海区 新蚌埠路与淮 海大道交口	59.56	综合商业	16.90	2015.10	33.28	--	内部装修招商中
合计	--	173.04	--	51.63	--	129.14	2.03	2.04

资料来源: 公司提供

截至 2015 年底, 公司尚未开始运营的经营性物业包括淮北国购广场和合肥京商商贸城, 其中, 淮北国购广场建筑面积为 22.42 万平方米, 目前招商基本完成, 预计 2016 年 10 月投入运营; 合肥京商商贸城位于合肥市新蚌埠路与淮海大道交口, 周边交通便利, 物流便捷, 项目建筑面积 59.56 万平方米, 目前正在装修和招商中, 预计 2017 年下半年投入运营。

总体看, 公司投资性物业公允价值较大, 近三年租金收入不断提升, 公司未来几年可以投入运营的经营性物业面积较大, 对公司未来租金收入预计将产生明显推动作用。

(2) 制造业

近年来, 公司积极拓展产业布局。2015 年, 公司并购上海宏望资产管理有限公司 (间接控制铜陵三佳及铜陵中发三佳科技股份有限公司) 和巢湖宏光, 上述纳入合并范围的公司均属制造业, 生产产品主要包括智能制造、汽车零配件、电子机械产品、建筑材料及其延伸加工产品等, 产品品类较多。2015 年, 公司新增制造业收入 3.19 亿元, 毛利率为 23.94%。

(3) 商品销售

公司商品销售收入主要指 2015 年新设立的安徽国购投资管理有限公司收到的联销收入和经销收入, 2015 年, 公司实现销售收入 0.43 亿元, 主要是为合家福集中采购农产品产生的差价收入, 毛利率为 9.85%。

整体看, 公司制造业和商品销售毛利率较高, 后期该类业务规模的扩大, 可对公司的收入及盈利水平提供一定支撑作用。

4. 经营效率

近三年, 受营业收入下降的影响, 公司存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率整体呈下降趋势。2015 年, 公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率分别为 0.38 次、0.46 次和 0.19 次, 受营业收入下降影响, 公司流动资产周转率和总资产周转率分别较上年下降 0.01 次和 0.03

次，受存货下降影响，公司存货周转率较上年上升 0.01 次。

与同行业上市标杆公司相比，公司的总资产周转率处于行业较低水平，流动资产周转率、存货周转率处于一般水平。

表 13 房地产开发类上市公司 2015 经营效率指标（单位：次）

证券简称	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
万科 A	0.39	0.40	0.35
招商蛇口	0.30	0.28	0.26
保利地产	0.34	0.30	0.32
世茂股份	0.41	0.39	0.24
荣盛发展	0.27	0.28	0.26
东华实业	0.22	0.21	0.19
绿景控股	0.06	0.08	0.06
行业平均值	0.31	0.29	0.24
行业最高值	0.39	0.40	0.35
国购投资	0.38	0.46	0.19

资料来源：Wind 资讯；联合评级整理。

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

整体看，公司经营效率符合所处行业特征，整体表现较好。

5. 经营关注

（1）公司房地产项目主要集中在安徽省内，以合肥地区为主，项目销售受区域房地产市场影响较大，若公司项目所在区域房地产市场景气度下降，公司将面临较大的去库存压力。

（2）公司现有土地储备规模较小，现有未开发土地储备规模低于近两年的新开工面积，公司后续土地需求压力较大。

（3）公司未来开发投资需求规模较大，未来仍有较大的融资需求；公司在建及拟建项目规模较大，后续资金支出存在一定压力；招租项目面积较大，若招租进程不能顺利进行，将影响公司盈利水平。

6. 未来发展

公司未来将立足主业，打造一个集产业投资、商业资产运营、金融投资和城市综合服务于一体的综合性控股集团。公司积极对接资本市场，实现集团业务和资产证券化，力争用 3~5 年时间形成资产和收入超千亿的经营规模。

产业投资领域，公司坚持产业地产发展方向，在住宅地产和文化动漫、物流和商贸地产领域挖掘投资机会。其中，住宅地产方面，公司将深耕发展前景良好的二线城市，通过新投资和兼并重组等方式拓展新项目；文化动漫地产的布局将选择消费能力强，人口密度较高的区域，如华东区域、京津冀等地区；商贸物流项目将倾向于选择交通便捷、辐射半径大和人口较稠密的区域开发新项目。

商业资产运营领域，进一步整合集团商业资产，充分发挥运营优势，扩大商业资产运营规模，提升城市综合服务运营能力，提高资产运营效益，将集团轻资产板块打造成为新型的城市综合运营商。积极布局健康医疗行业，挖掘集团在商业资产及其运营方面的潜力，通过引进外部优质的医疗、养老和健康服务资源，开展多种形式的合作，盘活存量资产，培育新兴产业，为产业转型

打好基础。

充分发挥子公司铜陵三佳中发科技股份有限公司（SH600520）资本运营平台的优势，利用其融资和整合能力，通过做大做强现有主业和并购重组等方式，积极发展国家支持和鼓励的战略新兴产业，在集成电路和智能制造等领域培养核心优势和行业竞争力，将上市子公司打造成为行业内具有影响力的企业，成为集团在该领域的整合发展平台。

金融投资和服务领域，根据集团的产业发展战略，发挥资本市场优势，强化与金融机构在并购重组、资产管理等业务上的合作，提升集团主业发展层次，培育集团金融产业；大力推进保险、基金、信托、证券等领域的投资，努力打造综合性的金融业务板块。

总体看，公司未来将以产业投资为核心，同时整合集团商业资产，充分发挥集团商业运营积累的丰富商业资源，在城市综合运营、大健康和金融服务等领域寻求机遇，有利于分散经营风险，增强公司未来发展的稳定性和成长性。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年度合并财务报表，经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司财务报告遵照最新会计准则编制。2014 年公司合并范围较 2013 年无变化；2015 年公司合并报表新增合并单位 15 家（收购 6 家，新设 9 家），减少合并单位 4 家。截至 2015 年底，公司合并范围内子公司 46 家，其中控股和全资一级子公司 12 家，公司新增的合并单位以新设为主，且收购的子公司规模较小，合并范围的变化对公司财务数据的可比性影响不大；同时公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至2015年底，公司合并资产总计347.27亿元，负债合计260.25亿元，所有者权益（含少数股东权益）87.02亿元，其中归属于母公司所有者权益51.93亿元。2015年，公司实现营业收入62.38亿元，净利润（含少数股东损益）4.81亿元，其中归属于母公司净利润5.61亿元；公司经营活动现金流量净额为-2.58亿元，现金及现金等价物增加额0.20亿元。

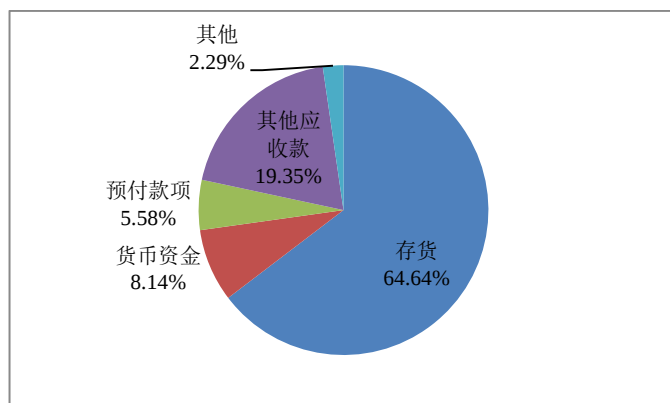
2. 资产质量

近三年，公司资产总额持续增长，年均复合增长17.70%，主要系非流动资产增加所致。截至2015年底，公司资产规模347.27亿元，较年初增长6.52%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产占比46.32%，非流动资产占比53.68%，非流动资产占比提升5.21个百分点。公司资产构成以非流动资产为主。

（1）流动资产

近三年公司流动资产波动减少，年均复合减少0.12%；截至2015年底，公司流动资产总额160.87亿元，较年初减少4.24%，主要系货币资金和存货减少所致；公司流动资产主要由货币资金（占比8.14%）、预付款项（占比5.58%）、其他应收款（占比19.35%）和存货（占比64.64%）构成，如下图所示。

图7 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

近三年，随着营业规模的扩大，公司货币资金波动增长，年均复合增加 6.63%。截至 2015 年底，公司货币资金 13.10 亿元，较年初减少 24.99%，主要系公司并购支出资金所致，主要以银行存款和其他货币资金为主，其中，现金及银行存款占 84.49%，其他货币资金为银行承兑汇票保证金及其他保证金，属使用受到限制的货币资金，占 15.51%，货币资金受限规模尚可。

近三年，公司预付款项波动增长，年均复合增加 2.17%。截至 2015 年底，公司预付款项 8.98 亿元，较年初增加 11.34%，主要系预付工程款增加所致，其中账龄 1 年以内的占比 80.36%，1~2 年的占比 17.41%，2 年以上的占比 2.23%。其中，公司未及时结算的预付款项余额为 4.31 亿元，金额较大，主要因为项目正在建设中，工程款尚未结算所致。

近三年，公司往来款项增长，其他应收款年均复合增加 11.05%。截至 2015 年底，公司其他应收款账面净值 31.13 亿元，与年初基本持平，主要为往来款及投资款等。公司其他应收款账面余额为 32.96 亿元，共计提坏账准备 1.83 亿元，占其他应收款余额的 5.55%。公司按账龄组合计提坏账准备的其他应收款余额为 32.70 亿元，其中 1 年以内的占比 34.60%，1~2 年的占比 46.71%，2~3 年的占比 16.05%，3 年以上的占比 2.64%。公司前五名的其他应收款余额为 15.64 亿元，占其他应收款余额的 47.43%，集中度较高，存在一定回款风险，具体见下表。

表 14 公司前五名其他应收款情况（单位：亿元，%）

单位名称	款项性质及用途	期末余额	占比
长安动漫产业集团有限公司	往来款：主要用于合肥动漫项目的投资，目前该项目在正常推进中，待项目落地后，将转为对项目的投资。	4.53	13.74
上海中发电气（集团）股份有限公司	往来款：目前公司正与该公司实际控制人及潜在合作方洽商相关回收事宜，预计将于 2016 年底前清理该款项。	3.98	12.07
合肥五金商会	代收销售保证金款：该商会为京商商贸城的销售代理方，京商项目销售情况良好，随着销售货款回笼，该款项将陆续归还项目公司。	3.16	9.60
上海太平洋房屋服务有限公司	投资款及往来款：该款项用于无锡项目的投资建设，无锡项目已进入预售期，2016 年预计预售达 10 亿元，还款能力较强。	2.09	6.34
POWER STEP GOLB AL LTD	往来款：款项主要用于在境外拓展合作项目，开展并购等业务，提升公司资本运营实力。	1.87	5.68
合计	--	15.64	47.43

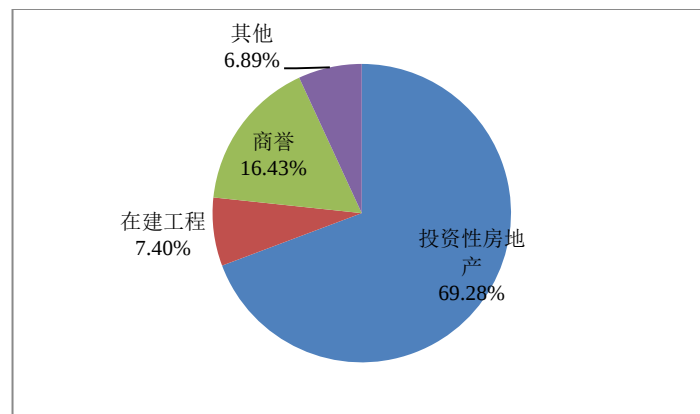
资料来源：公司提供

近三年，公司存货持续下降，年均复合减少 4.34%，主要系公司产品销售及转入投资性房地产所致；截至 2015 年底，公司存货账面价值为 103.98 亿元，较年初减少 6.23%，主要以开发成本（占比 63.24%，主要为宿州广场项目 7.45 亿元、无为中央城 6.07 亿元、京商商贸城 24.68 亿元等）和开发产品（占比 35.13%，主要为海棠湾 7.61 亿元、星河府 5.53 亿元、京商商贸城 5.86 亿元等）为主。公司按照存货成本高于可变现净值的差额共计提存货跌价准备 0.09 亿元，由于房地产开发项目保值增值的能力较强，公司仅对占比较小的原材料、在产品及库存商品计提了少量跌价准备，未对房地产开发项目计提减值准备。考虑 2015 年安徽省房地产行平均交易价格下降，地区分化加剧，合肥地区以外项目有一定的去化风险。

（2）非流动资产

近三年，公司非流动资产持续快速增长，年均复合增加 44.39%。截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 186.41 亿元，较年初增加 17.95%，主要系投资性房地产增加所致。公司非流动资产构成以投资性房地产（占比 69.28%）、在建工程（占比 7.40%）和商誉（占比 16.43%）为主。

图8 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

近三年，公司投资性房地产持续增长，年均复合增加 29.17%，主要系存货结转投资性房地产所致；截至 2015 年底，公司投资性房地产 129.14 亿元，较年初增加 15.29%。其中房屋及建筑物占 78.22%，土地使用权占比 21.78%。公司投资性房地产中的房屋及建筑物，系公司自持物业，主要以经营租赁的形式租给第三方或自营，公司对投资性房地产按公允价值计量，并定期评估，截至 2015 年底增值率为 150.13%。公司用于抵押的投资性房地产账面价值为 93.95 亿元，占比 72.75%，占比较高，投资性房地产受限规模较高。

近三年公司在建工程持续增长，年均复合增加 37.30%；截至 2015 年底，公司在建工程 13.79 亿元，随着工程进度推进，公司在建工程较年初增长 50.20%。公司目前主要的在建工程包括无为蓝鼎购物中心、合肥蓝鼎国际大酒店、安徽蓝鼎伯廷酒店、国购购物中心、中发产业园项目等。公司在建工程共计提跌价准备 0.01 亿元，主要是对 LED 支架项目中模具所生产的产品淘汰而计提的跌价准备。公司抵押的在建工程账面价值为 8.27 亿元，占比 59.97%，占比较高。

近三年，公司商誉持续快速增长，年均复合增长 1,635.22%。2014 年公司商誉 29.67 亿元，较年初增长 29,066.71%，主要系当年确认安徽蓝鼎置地集团有限公司（该公司目前运营正常，不存在商誉减值风险）商誉 29.57 亿元所致。截至 2015 年底，公司商誉 30.63 亿元，较年初增加 3.23%，主要系新增因合并巢湖宏光产生的商誉 1.01 亿元所致；其中，来自安徽天禾农业科技股份有限公司和安徽蓝鼎置地集团有限公司商誉分别为 0.10 亿元和 29.57 亿元。目前公司商誉不存在减值的

情况。

总体看，公司资产结构以非流动资产为主；流动资产中存货占比较大，且存在一定去化风险；非流动资产主要以投资性房地产为主，非流动资产中投资性房地产和在建工程的受限资产占比较大，公司整体资产质量一般。

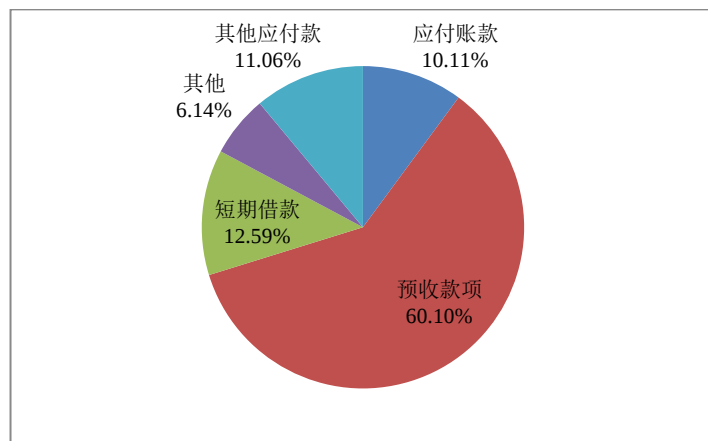
3. 负债及所有者权益

(1) 负债

近三年，公司负债总额持续增长，年均复合增加 18.32%，主要系非流动负债增加所致；截至 2015 年底，公司负债合计 260.25 亿元，较年初增加 3.92%，主要系非流动负债增加所致。公司流动负债和非流动负债分别占比 52.05%和 47.95%，流动负债占比较年初略有下降。

近三年，公司流动负债波动增长，年均复合增加 12.49%，主要系预收款项增加所致；截至 2015 年底，公司流动负债合计达 135.47 亿元，较年初微幅减少 1.26%。公司流动负债以短期借款（占比 12.59%）、应付账款（占比 10.11%）、预收款项（占比 60.10%）和其他应付款（占比 11.06%）为主。

图9 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

近三年，随着房地产业务的扩张，公司短期借款持续增长，年均复合增加 5.45%。截至 2015 年底，公司短期借款合计 17.06 亿元，较年初增加 61.12%，主要系公司房地产开发投资需求较大，公司抵押借款大幅增加所致。其中抵押借款占比 40.85%，质押借款占比 5.27%，保证借款占比 53.78%，信用借款占比 0.09%。

近三年，公司应付账款波动下降，年均复合减少 2.59%。截至 2015 年底，公司应付账款余额为 13.70 亿元，较年初增加 55.31%，主要系应付工程款增加所致。从账龄构成来看，账龄 1 年以内占比 64.92%，1~2 年的占比 29.78%，2~3 年的占比 2.22%，3 年以上的占比 3.08%。

近三年，公司预收款项波动上升，年均复合增加 16.11%。截至 2015 年底，公司预收款项余额为 81.42 亿元，较年初减少 11.92%，主要系公司 2015 年预售面积下降，预收购房款减少所致。

近三年，公司其他应付款波动上升，年均复合增加 0.57%。截至 2015 年底，公司其他应付款余额为 14.99 亿元，较年初增加 23.82%，主要为保证金及往来款增加所致。从账龄构成来看，账龄在 1 年以内的占比 51.03%，1~2 年的占比 32.21%，2~3 年的占比 11.49%，3 年以上的占比 5.28%。公司账龄超过一年的重要其他应付款主要为应付合肥建工集团有限公司、上海誉欧贸易有限公司等公司的往来款项，金额共计 3.40 亿元，占比 22.68%。

近三年，公司非流动负债持续上升，年均复合增加 25.81%，主要系长期借款增加所致。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 124.78 亿元，较年初增长 10.18%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 80.88%）和递延所得税负债（占比 15.53%）构成。

近年来，随着运营规模扩张，公司长期借款持续增加，年均复合增加 24.38%。截至 2015 年底，公司长期借款余额合计 100.92 亿元，较年初增加 6.09%，公司长期借款主要由抵押借款（占比 61.55%）、质押借款（占比 11.38%）、保证借款（占比 20.73%）和信用借款（系公司向中航信托股份有限公司申请的信托贷款，占比 6.34%）构成。从长期借款的期限结构来看，1~2 年（含 2 年）到期的金额为 80.91 亿元，占比 80.18%；2~3 年（含 3 年）到期的金额为 9.05 亿元，占比 8.97%；4~5 年（含 5 年）到期的金额 0.17 亿元，占比 0.17%；5 年以上到期的金额为 10.79 亿元，占比 10.69%。公司长期借款还款期限主要集中于 1~2 年内，存在一定的集中还款压力。

近三年，公司递延所得税负债持续上升，年均复合增加 19.59%。截至 2015 年底，公司递延所得税负债 19.38 亿元，较年初增加 9.22%，系投资性房地产增值带来的应纳所得税暂时性差异增加所致。

近三年，公司全部债务持续上升，年均复合增加 21.02%；截至 2015 年底，公司全部债务为 120.44 亿元，较年初增加 3.21%，主要系长期债务增加所致。其中短期债务为 19.52 亿元，占全部债务的 16.21%，较年初减少 9.50%，主要系应付票据同比大幅减少 72.63% 所致；长期债务 100.92 亿元，占全部债务的 83.79%，较年初增加 6.09%，主要系长期借款增加所致。公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率近三年波动上升；截至 2015 年底，分别为 74.94%、58.05% 和 53.70%，分别较年初下降了 1.88 个百分点、2.64 个百分点和 2.03 个百分点，主要系所有者权益增幅较大所致，公司债务负担同比有所下降。

总体看，公司负债规模不断上升，以流动负债为主；债务规模不断上升，以长期债务为主，债务结构较为合理；公司债务指标整体上升，债务负担仍属可控。

（2）所有者权益

近三年，公司所有者权益持续上升，年均复合增加 15.90%，主要系未分配利润增加所致。截至 2015 年底，公司所有者权益 87.02 亿元，较年初增加 15.13%，主要系其他综合收益和未分配利润增加所致。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 51.93 亿元，其中股本占 4.81%；其他综合收益占 67.44%，其他综合收益占比较上年提升 25.35 个百分点，主要系公司自用房地产转换为以公允价值计量的投资性房地产在转换日公允价值大于账面价值部分的变动收益增加所致；未分配利润占 27.75%。公司所有者权益主要由其他综合收益构成，所有者权益结构稳定性较差。

总体看，公司所有者权益增长较快，提高了公司债务承担能力，但所有者权益中其他综合收益占比较大，结构稳定性有待提升。

4. 盈利能力

近三年，公司营业收入持续下降，年均复合减少 6.17%，主要系业务结构调整所致；2015 年公司实现营业收入 62.38 亿元，同比下滑 1.68%。得益于公允价值变动收益的持续增加，公司净利润有所上升，三年年均复合增加 5.76%；2015 年公司实现净利润 4.81 亿元，同比增加 0.51%，其中归属于母公司所有者的净利润为 5.61 亿元，同比增加 27.48%。整体看，公司营业收入下降，利润规模同比变化不大。

2015 年，公司确认资产减值损失 1.25 亿元，同比增加 195.81%，主要系当期公司计提坏账损失 1.14 亿元所致。2015 年公司资产减值损失占营业利润的比重由 2014 年的 5.90% 上升至 22.34%，

对营业利润造成较大的影响。

从期间费用来看，近三年公司期间费用持续增长，主要系财务费用和管理费用增加所致。2015 年公司费用总额为 5.32 亿元，同比增加 22.81%，系公司并购和新设企业较多，导致管理费用大幅增加所致。近三年公司销售费用波动增长，年均复合增加 22.23%，2015 年公司的销售费用为 1.37 亿元，同比减少 16.97%，主要系 2015 年新开盘项目较少，在售项目均进入销售成熟期，无前期大量宣传推广费用所致。随着公司对外举债规模的上升，近年来公司财务费用持续增长，年均复合增加 96.33%；2015 年公司的财务费用为 1.22 亿元，同比大幅增加 135.08%。近三年，随着公司合并范围的增加，管理费用持续增长，年均复合增加 37.12%；2015 年公司管理费用为 2.72 亿元，同比增加 26.17%，主要系铜陵三佳及其子公司和巢湖宏观纳入合并范围导致管理费用增加所致。从费用构成来看，2015 年销售费用、管理费用和财务费用在三项费用合计中的占比分别为 25.79%、51.18%和 23.02%，管理费用占比较高，对公司盈利水平影响较大。近三年，公司费用收入比分别为 3.79%、6.82%和 8.52%，公司费用控制能力下降。

近三年，公司投资性房地产的公允价值变动收益分别为 1.20 亿元、2.97 亿元和 3.28 亿元，占营业利润的比重分别为 20.65%、41.46%和 58.53%，占比不断提高，公司营业利润对投资性房地产的公允价值变动收益依赖性较高且不断提高。近三年，公司营业外收入波动明显，占当期利润总额的比重分别为 22.04%、2.10%和 12.73%，2015 年公司营业外收入为 0.81 亿元，同比大幅增加 493.95%，一方面是因为收到的政府返还的土地契税（缴纳土地款后一次性返还）大幅增加所致，另一方面是因为公司收购上海宏望资产管理有限公司产生大量其他营业外收入所致，整体看，公司营业外收入波动较大，可持续性偏弱。此外，2015 年，公司计提资产减值损失 1.25 亿元，规模较大，主要系公司计提坏账损失 1.14 亿元所致。

从盈利能力指标看，2013~2015 年公司总资本收益率分别为 5.08%、3.07%和 3.01%，总资产报酬率分别为 4.36%、2.40%和 2.25%，净资产收益率分别为 11.00%、6.81%和 5.91%，均呈下降趋势，主要系公司利润总额、净利润增速相对较低所致。

相比于同业标杆上市公司，公司的净资产收益率、总资产报酬率、销售毛利率处于较低水平。

表 15 房地产开发类上市公司 2015 年盈利指标情况（单位：%）

证券简称	净资产收益率（年化）	总资产报酬率	销售毛利率
万科 A	19.24	6.11	29.35
招商蛇口	15.29	5.96	37.68
保利地产	18.58	6.41	33.20
世茂股份	11.51	6.58	36.32
荣盛发展	14.07	3.80	28.52
东华实业	6.40	4.13	41.65
绿景控股	-12.33	1.36	36.80
行业平均值	10.60	5.34	35.87
行业中位数	13.06	6.04	36.56
国购投资	5.91	2.25	20.93

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表对比公司的数据引自 wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，近三年受业务调整和市场影响，公司营业收入规模下降；公司费用控制能力减弱，营业利润对投资性房地产公允价值变动收益等非经营性收益的依赖度高，存在一定的不确定性，整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动现金流入情况来看，近三年公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增加 0.09%；2015 年公司销售商品提供劳务收到的现金为 47.07 亿元，同比减少 51.58%，一方面是因为 2014 年度京商商贸城的专业批发市场集中推盘销售，导致当年销售面积较大，而 2015 年京商商贸城专业批发市场销售完毕，其他类型地产尚不满足对外销售的条件，另一方面是因为合肥房地产市场回暖，公司主动调整合肥区域地产销售结构所致；收到其他与经营活动有关的现金大幅增加 1,308.33%至 4.42 亿元，主要系收到工程保证金、税费返还、利息收入及往来单位转款增加所致。从经营活动现金流出情况来看，近三年亦呈波动增长态势，年均复合增加 3.67%；2015 年公司购买商品接受劳务所支付的现金同比小幅增加 3.38%至 46.65 亿元，支付的其他与经营活动有关的现金同比大幅下降 92.39%至 2.21 亿元，主要系 2015 年公司规范资金管理，减少与关联单位资金往来款所致。近三年公司经营活动产生的现金流量净额波动下降，2015 年由正转负，为-2.58 亿元。近三年公司现金收入比分别为 72.39%、153.23%和 75.46%，2015 年降幅较大。

从投资活动现金流入情况来看，公司投资活动现金流入规模较小，近三年持续增长，年均复合增加 864.85%，2015 年公司收回投资收到的现金同比减少 17.45%至 0.57 亿元。从投资活动现金流出情况来看，近三年公司投资活动现金流出金额年均复合减少 62.64%，分别为 43.78 亿元、28.33 亿元和 6.11 亿元，主要系公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金及投资支付的现金波动减少所致；2014 年公司支付其他与投资活动有关的现金 21.29 亿元；2014 年公司投资支付的现金大幅增加，主要系公司收购安徽蓝鼎的并购款主要在 2014 年支付（合计支付 23.45 亿元）所致。2013~2014 年公司对外投资力度较大，现金流出额较高，投资活动产生的现金流量净额分别为-43.78 亿元和-27.64 亿元；2015 年公司投资活动产生的现金流量净额-5.55 亿元，净流出额同比大幅下降，主要系投资活动现金流出金额大幅减少所致。

从筹资活动现金流入情况来看，随着公司对外借款的减少，现金流入持续降低，年均复合减少 21.62%，2013 年公司大量购置土地，对外借款金额较高，取得借款所收到的现金 56.16 亿元 2014~2015 年借款金额下降；近三年公司筹资活动现金流出量波动增加，2014 年公司偿还债务及分配股利支付现金大幅增长，2015 年公司偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金分别同比减少 30.99%和 57.66%至 10.59 亿元和 2.79 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金同比增加 22.99%至 13.66 亿元。从筹资活动情况来看，公司筹资活动产生的现金流量呈净流入，流入净额持续下降，年均复合减少 58.41%，主要系取得借款收到的现金减少所致。

总体看，近年来，公司经营、筹资活动的现金流入和流出规模均持续下降，其中经营活动产生的现金流量净额由正转负，筹资活动产生的现金净流入金额也出现下滑；公司投资活动产生的现金净流出额持续减少，整体看，公司随着经营活动的开展，筹资需求有所增加。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于公司流动负债的增加，公司流动比率有所降低，近三年流动比率分别为1.51倍、1.22倍和1.19倍；流动资产中由于货币资金增长较快，剔除存货后，速动比率有所下降，分别为0.44倍、0.42倍和0.42倍；由于公司现金类资产波动，近三年现金短期债务比亦呈

波动趋势，分别为0.72倍、0.81倍和0.69倍，现金类资产对短期债务的保护能力一般。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，近三年公司 EBITDA 分别为7.12亿元、7.33亿元和8.64亿元，主要由利润总额构成，占比分别为94.77%、88.82%和73.86%；计入财务费用的利息支出占比分别为2.84%、5.72%和13.95%。近三年 EBITDA 利息倍数分别为1.20倍、0.63倍和0.63倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；EBITDA 全部债务比分别为0.09倍、0.06倍和0.07倍，覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2015年底，公司获得各银行授信合计200.06亿元，已使用145.81亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2015年底，公司对外担保金额合计8.45亿元，其中对关联方担保金额2.89亿元，对非关联方担保金额5.56亿元，被担保方运营正常。公司对外担保金额占所有者权益的比例为9.71%，占比较小，公司或有负债的风险较小。

截至2015年底，公司不存在可能对公司财务状况、经营成果、业务活动、未来前景等产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

根据公司提供企业信用报告，截至2016年5月17日，公司本部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，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力一般。考虑到公司是安徽省较大的商业物业投资、建设和运营企业之一，公司参与当地市场竞争的实力较强；2015年，公司新增制造和销售业务毛利率水平较高，且其未来发展空间较大；以及合肥市房地产市场回暖，公司整体偿债能力仍属较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年底，公司债务总额为 120.44 亿元。本次拟发行债券规模不超过人民币 20 亿元，占公司 2015 年底全部债务的 16.61%，对公司现有债务负担影响较大。

以 2015 年底财务数据为基础，假设本次募集资金净额为 20 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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将分别变为 76.31%、61.74%和 58.15%，债务负担有所加重。

考虑到公司本次债券的部分筹集资金将用于偿还现有债务，因此公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率可能低于上述预测值。整体看，公司债务负担有所加重，但仍处于可控水平。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年的 EBITDA 为 8.64 亿元，为本次公司债券发行额度（20 亿元）的 0.43 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；公司 2015 年经营活动现金流入量为 51.51 亿元，为本次公司债券发行额度（20 亿元）的 2.58 倍，覆盖程度较高。

综合上述分析，同时考虑到公司是安徽省较大的商业物业投资、建设和运营企业之一，公司参与当地市场竞争的实力较强；股东实力较强；公司预收账款余额较大、在建项目较为充足，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

公司作为安徽省专注于较大的商业物业投资、建设、运营企业之一，具有丰富的商业物业管理和运营经验。公司通过并购和新设子公司对主营业务资源进行整合，以及剥离毛利率较低的保障房业务，公司的商品房销售业务更为突出。公司目前在建规模较大，可为公司后续房产销售提供支撑。同时，联合评级也关注到公司尚未开工的土地储备规模较小、在建项目未来资金支出压力较大以及公司营业利润受投资性房地产公允价值变动影响较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建商贸物流项目、商品房和商业物业项目的完工以及配套物业的销售和出租，公司经营状况将保持良好。

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

[illegible]

附件 2 国购投资集团有限公司

主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	250.68	326.03	347.27
所有者权益（亿元）	64.78	75.58	87.02
短期债务（亿元）	16.95	21.57	19.52
长期债务（亿元）	65.23	95.13	100.92
全部债务（亿元）	82.18	116.70	120.44
营业收入（亿元）	70.85	63.45	62.38
净利润（亿元）	4.30	4.78	4.81
EBITDA（亿元）	7.12	7.33	8.64
经营性净现金流（亿元）	1.10	17.35	-2.58
存货周转次数（次）	0.84	0.45	0.46
总资产周转次数（次）	0.44	0.22	0.19
现金收入比率（%）	72.39	153.23	75.46
总资本收益率（%）	5.08	3.07	3.01
总资产报酬率（%）	4.36	2.40	2.25
净资产收益率（%）	11.00	6.81	5.91
营业利润率（%）	9.75	14.11	14.01
费用收入比（%）	3.79	6.82	8.52
资产负债率（%）	74.16	76.82	74.94
全部债务资本化比率（%）	55.92	60.69	58.05
长期债务资本化比率（%）	50.17	55.72	53.70
EBITDA 利息倍数（倍）	1.20	0.63	0.63
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.06	0.07
流动比率（倍）	1.51	1.22	1.19
速动比率（倍）	0.44	0.42	0.42
现金短期债务比（倍）	0.72	0.81	0.69
经营现金流动负债比率（%）	1.02	12.65	-1.90
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.36	0.37	0.43
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.85	0.87	1.03

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+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。

联合信用评级有限公司关于国购投资有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期） 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，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年国购投资有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

国购投资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。国购投资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国购投资有限公司的相关状况，如发现国购投资有限公司或本次（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，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如国购投资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，可宣布信用等级暂时失效，直至国购投资有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（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国购投资有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年六月二十七日