跟 踪 评 级 公 告

联合评字[2016]562 号

国购投资有限公司：

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发行的公司债券进行跟踪评级，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”

国购投资有限公司发行的“16 国购 01”、“16 国购 02”债券信用等级为 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 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
公司债券 2016 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：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 国购 01	5 亿元	5 年	AA	AA	2016 年 1 月 20 日
16 国购 02	6.6 亿元	5 年	AA	AA	2016 年 1 月 20 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 7 日

主要财务数据：

项　目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	326.03	347.27
所有者权益（亿元）	75.58	87.02
长期债务（亿元）	95.13	100.92
全部债务（亿元）	116.70	120.44
营业收入（亿元）	63.45	62.38
净利润（亿元）	4.78	4.81
EBITDA（亿元）	7.33	8.64
经营性净现金流（亿元）	17.35	-2.58
营业利润率（%）	14.11	14.01
净资产收益率（%）	6.81	5.91
资产负债率（%）	76.82	74.94
全部债务资本化比率（%）	60.69	58.05
流动比率（倍）	1.22	1.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	0.63	0.63
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.63	0.74

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，国购投资有限公司（以下简称“公司”或“国购投资”）通过并购和新设子公司对主营业务资源进行整合，资产规模稳定增长，商品房销售业务更为突出。同时，联合评级也关注到公司土地储备规模较小、在建项目未来资金支出压力较大以及公司利润总额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状况产生的不利影响。

公司在建项目规模仍较大，未来随着在建项目的销售，公司收入及盈利水平有望维持稳定。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16国购01”和“16国购02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司房地产项目仍主要集中在合肥地区，而 2015 年合肥房地产市场表现在安徽地区相对较好，公司房地产销售均价提升。

2.2015 年公司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，主营业务地位更为突出。

3．2015 年，受并购及投资新设子公司影响，公司资产规模进一步增加，债务负担略有下降。

4．跟踪期内，公司在建项目待售规模仍属较大，未来仍可为公司提供一定的收入支持。

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。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

赵　哲

电话：010-85172818

邮箱：zhaoz@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。

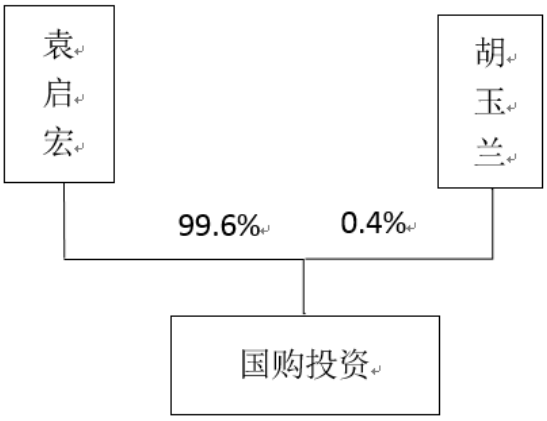
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

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。

跟踪期内，公司合并范围发生变化，但主营业务及组织架构未发生变化。截至2015年底，公司拥有控股和全资一级子公司12家，同比新增8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；2015 年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、债券发行及募集资金使用情况

公司向合格投资者公开发行的面值不超过20亿元（含20亿元）公司债券（以下简称“本次债券”）经中国证监会证监许可[2015]3013号文核准批复。本次债券分两期发行，具体情况见下表。“16国购01”于2016年2月2日发行结束，基础发行规模3亿元，超额配售2亿元，实际发行规模5亿元，期限为5年期，票面利率为7.2%。“16国购02于”2016年3月18日发行结束，基础发行规模为6亿元，超额配售0.6亿元，实际发行规模6.6亿元，期限为5年期，存续期第3年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为7.3%。

表 1　公司债券发行情况

名称	证券代码	金额（亿元）	期限（年）	票面利率(%)
16 国购 01	112334	5	3+2	7.2
16 国购 02	112354	6.6	3+2	7.3

资料来源：公司提供

截至2016年5月底，本次债券募集资金总额11.6亿元已全部使用，其中归还贷款3.56亿元，补充流动7.36亿元，支付发行费用0.68亿元，募集资金使用用途符合募集说明书承诺的用途。

截至2016年5月底，“16国购01”和“16国购02”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

1．行业概况

2015年，我国房地产行业增速进一步放缓。受经济增速放缓和行业宏观调控政策的影响，2015年全国房地产开发投资95,035.61亿元，同比增长1.00%，增速同比同期下滑9.50个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资增速最为缓慢，但住宅投资占比60%以上，仍居各类房产之首；办公楼投资表现相对较好，增速一直保持在两位数以上；商业营业用房2015年增速下滑最为明显。2015年一线城市投资增速仍保持高位，三线城市出现回稳迹象。

（1）土地供给

2015年土地市场供需走低，均价上涨，不同城市分化加剧。2015年全国100个大中城市成交土地面积4.68亿平方米，比上年下降18.04%。从各类用地的供求结构来看，2015年工业用地供求量仍具各类之首，占比均超50%，商办类用地和其他用地基本持平，住宅类用地继续下滑约3个百分点。土地价格方面，由于2014年以来政府陆续出台“930”新政等政策刺激房地产市场需求，提高市场活力，但在整体去库存的背景下，土地供应缩减，导致2015年土地溢价率大幅上涨，2015年土地溢价率达29.97%，为市场高点。其中工业用地平均溢价率0.74%，同比下降0.82%；住宅类用地平均溢价率21.59%，同比上升8.35个百分点；商办类用地平均溢价率5.93%，同比下降3.74个百分点。

2015年，一线城市由上半年控制供地节奏至年末优质地块集中放量，市场再次呈现“U”型走势，宅地价格上涨明显，京沪表现突出；二线城市以分化为主，热点区域高价地频现，整体均价及溢价率同比上涨；三四线城市受楼市库存压力影响，土地市场仍显低迷。

（2）开发资金来源

土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，整体增速呈下降趋势。目前房地产企业资金来源总额及结构较为稳定，预收资金和自筹资金仍为房地产投资的主要资金来源。

开发资金来源方面，进入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公司法人，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，同比增长2.6%，增速同比增加2.7个百分点。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%。

（3）商品房市场供需

在国家调结构、稳增长的政策背景下，房地产销售面积出现回升，销售价格回升趋势明显；各类城市房价分化加速，一线城市呈量价齐升局面。

从商品房市场供求情况看，2015年，商品房销售面积12.85亿平方米，同比增长6.50%，增速同比提高14.10个百分点。其中，办公楼销售面积增速最快，达16.20%，增速同比提高29.20个百分点，增幅较大。分城市来看，一线城市2015年商品房销售面积增幅最大，同比增长15.30%，二三线城市增速均在10.00%以下。

从销售价格来看，2015年5月份以来百城住宅均价开始逐步提高，12月，住宅平均价格为10,980.00元/平方米，同比增速为4.15%，增速同比同期增加6.84个百分点。2015年以来一线城市房价整体保持增长态势，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。

（4）行业竞争

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。2015年，房地产行业集中度进一步提升。房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为17.05%和23.06%，分别同比上升0.13和0.27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11.41%和14.75%，分别同比提升0.90和1.01个百分点。

2．行业政策

2015年，中央明确稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。2015年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，2015年以来，央行多次降息降准，调整后，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史最低位；除此之外，政府4次下调首套房及二套房个贷首付比例，同时在放松限购限贷、调整公积金、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。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月份，政府即出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，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，但行业在可预见的未来仍将受政策的影响体现出比较明显的行业波动。

3．行业关注

（1）商品房待售面积依然较高，去化压力明显

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个月增长。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

（2）行业资产负债率较高，需防范潜在风险

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，2015年三季度，按Wind资讯整体法[1]计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体负债率较高。

（3）市场格局持续分化，中小型房企市场竞争压力进一步加大

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

（4）房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续，市场对房企的战略创新及管控能力提升的要求日渐明显。

4．行业发展

（1）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。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。地产行业的金融化趋势日渐明显。

（2）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，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，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，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演更重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，市场的分化将进一步加大。未来几年，预期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。

5．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

[1] Wind 行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

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、帮不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。

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，价格也程下降趋势，但合肥市表现较好；同时，安徽省商品房库存压力凸显，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、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2015 年，公司对主营业务进行整合，剥离了棚改和保障房业务以及农产品销售业务，新增智能制造等制造业务。2015 年公司实现营业收入 62.38 亿元，同比小幅减少 1.68%，主要系公司剥离农产品销售业务所致。实现净利润 4.81 亿元，与上年基本持平。

从业务构成上看，公司主营业务仍为房地产开发。2015 年，受保障房项目毛利率低，且新项目拓展有区域局限性的影响，公司将该类业务剥离，公司房地产业务收入均来自于商品房销售，其收入合计占到公司营业总收入的 91.38%，占比同比提升 16.19 个百分点，主要系商品房销售结转收入增加所致。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；同期，随着公司物业运营成熟度的不断提高，租金及管理费收入进一步增加，收入占比同比提升至 2.43%；公司其他收入占比与上年持平，为 0.39%。

从毛利率情况看，房地产业务对公司毛利率贡献较大，2015 年，公司商品房销售毛利率与上年基本持平，为 20.12%；物业租金和管理业务毛利率为 39.31%，同比大幅下降 27.69 个百分点，一方面系新项目投入运营前期加大招商宣传力度所产生的费用增加，另一方面系人员工资及改造成本摊销增加所致；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，2015 年其他业务毛利率同比大幅下降 18.36 个百分点至 77.64%，主要系人员工资及其他开展活动的费用增加所致。综上，

2015 年公司整体毛利率为 20.93%，同比增加 0.56 个百分点，增幅较小。

表 2　2014~2015 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块		2014 年			2015 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业务	商品房	47.71	75.19	20.00	57.00	91.38	20.12
	棚改和保障房	7.36	11.59	15.00	0.00	0.00	--
租金及管理费		1.14	1.80	67.00	1.52	2.43	39.31
销售农产品		7.00	11.03	17.00	0.00	0.00	--
制造业收入		--	--	--	3.19	5.11	23.94
销售收入		--	--	--	0.43	0.69	9.85
其他		0.24	0.39	96.00	0.24	0.39	77.64
合计		**63.45**	**100**	**20.37**	**62.38**	**100.00**	**20.93**

资料来源：公司提供
注：其他项主要为停车场、广场活动费及其他商品销售所得。2015 年公司新并入子公司较多，但多为新设子公司，且主营业务未发生变化，对经营数据的可比性影响不大。

总体看，2015 年公司房地产业务收入均来自于商品房开发销售，收入占比同比大幅提升；同期，公司减少农产品销售业务，新增制造和商品销售业务，业务板块略有调整，整体收入规模和毛利率水平同比变化不大。

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”），导致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。2015年，公司实现房地产销售收入57.00亿元，同比增加3.50%，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

公司主要通过招拍挂方式获取土地。2015年，公司新增1块土地储备，土地面积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块土地储备，分别为京商商贸城项目（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和西园路交叉口，合计土地面积198.13万平方米，规划建筑面积678.53万平方米，同比减少48.11%，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。年末土地储备中，已进行开发的建筑面积510.13万平方米，土地用途为商住；尚未开发的建筑面积为168.40万平方米，主要分布在合肥地区，土地用途为商业用地和商办用地。公司2014~2015年新开工面积分别为384万平方米和273万平方米，公司现有未开发土地储备规模低于年度新开工面积，公司后续土地需求压力较大。

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。

表 3　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

总体看，2015年公司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。

（2）项目开发和销售

公司商品房项目的开发和销售模式与2014年相比无变化。从项目开发数据来看，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%[2]；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，公司在建项目16个，在建项目施工面积为856万平方米，同比增加18.07%。

表4　2014~2015年公司房地产业务开发数据情况（单位：个，万平方米）

项目	2014 年	2015 年
新开工项目	9	4
新开工面积	384	273
竣工面积	169	163
完成交付项目	9	10
完成交付面积	127	144
在建项目	19	16
施工面积	725	856

资料来源：公司提供
注：上述:2015年末在建面积≠2014年末在建面积+2015年新开工面积-2015年竣工面积，主要系统计口径差异所致。

从项目销售情况来看，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所致；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。

从项目结转情况来看，2015年，公司结转收入面积105万平方米，同比增加5.00%；结转收入金额为57.00亿元，同比增加3.51%，项目结转情况同比变化不大。

表 5　2014~2015 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	2014 年	2015 年
实现预售项目	21	22
协议销售面积	169	66
协议销售均价	5,110	5,950

[2] 公司无为观澜项目有 21 万平方米在 2014 年完工，2015 年初取得《竣工验收报告》，但因公司 2014 年竣工面积的统计口径以工程完工为标志，2015 年以取得《竣工验收报告》为标志，故导致该项目的竣工面积两次计入竣工数据，导致数据偏差。如统一按取得《竣工验收报告》调整后，2015 年的竣工面积应同比增加 10.14%。

实现预售金额	90.34	47.87
结转收入面积	100	105
结转收入	55.07	57.00

资料来源：公司提供

从公司主要物业的销售情况来看，2015年公司主要销售项目包括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。从项目类型看，公司2015年销售物业主要以商贸物流、刚需及改善性商品房及商业物业项目为主。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（包括在建项目的可售面积827.67万平方米和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6　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 竣工时间	可售面积	平均销售单价	2015 年销售面积	累计实现收入
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	55.4	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	101.7	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，价格也程下降趋势，公司房地产销售面临去化压力；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，2015年公司新开工面积有所下降，但期末在建项目规模仍较大；受项目开发节奏影响，公司销售面积大幅下降，预售金额出现明显下滑。

（3）在建项目

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，项目已销售面积为440.38万平方米，在建项目剩余可售面积为387.29万平方米，可售面积规模较大。

截至2015年底，公司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 7　截至 2015 年底公司在建地产项目基本情况（单位：万平方米）

项目名称	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	629.62	2013.1	2018.10	75.70	152.63	248.80	191.21	62.26
滨湖假日花园	156.00	2009.6	2017.9	133.50	124.71	3.15	73.43	68.36
星河府	58.51	2010.9	待定	46.97	39.61	8.68	50.01	46.29
国购中心	39.58	2011.8	2017.12	0.00	0.96	16.29	14.74	9.64
无为观湖园（慧成）	14.97	2014.1	2016.9	11.00	10.91	1.95	9.62	6.60
无为国购广场	14.61	2014.6	2017.10	0.00	0.00	1.20	5.54	2.29
无为锦绣园（天筑）	16.87	2014.6	2016.12	0.00	11.71	3.04	7.26	3.82
无为国际酒店	9.40	2015.12	2017.6	0.00	0.00	3.00	3.15	0.49
郎溪汽贸城	13.16	2012.1	2016.9	6.00	0.96	10.85	4.98	4.08
淮北国购广场	114.88	2012.1	2016.8	103.77	39.87	15.62	49.22	39.01
淮北汽车文化园	23.15	2012.12	2016.8	10.01	15.17	7.83	4.83	3.40
亳州观澜天下	41.39	2013.9	2016.6	0.00	18.45	11.79	8.46	5.32
蚌埠国购广场	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	37.80	2014.8	2017.1	0.00	1.46	9.99	16.65	7.03
亳州温泉酒店	4.23	2014.3	2017.2	0.00	--	--	1.30	0.41
合计	**1,228.69**	--	--	**351.98**	**440.38**	**387.29**	**469.97**	**271.38**

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目剩余可售面积规模较大，能够满足公司未来1~2年的销售需求；同时，在建项目所需投资规模仍较大，存在一定的融资压力。

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

2015 年，公司正在经营的经营性物业项目仍为宣城国购广场、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 共 6 个，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。2015 年，公司租金收入为 2.04 亿元，与上年基本持平。

此外，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。

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 8　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	--	内部装修招商中
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

总体看，公司投资性物业公允价值较大，2015 年租金收入同比略有提升，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)制造业和商品销售

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。2015 年，公司新增制造业收入 3.19 亿元，毛利率为 23.94%。

公司销售收入主要指 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，公司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。

5．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。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，继续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。

充分发挥上市公司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，将上市公司打造成为行业内有影响力的企业，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。

六、财务分析

公司提供的 2015 年度财务报表经亚太（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。公司财务报告遵照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》编制。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；2015 年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。

1．资产质量

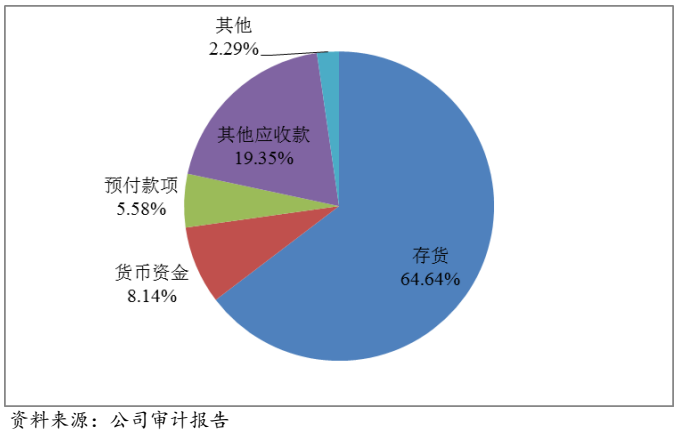
截至2015年底，公司资产规模347.27亿元，较年初增长6.52%，主要系非流动资产增长所致。其中流动资产占比46.32%，非流动资产占比53.68%，非流动资产占比提升5.21个百分点。公司资产构成以非流动资产为主。

流动资产

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2　截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金 13.10 亿元，较年初减少 24.99%，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%，货币资金受限具备一定规模。

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%。公司账龄超过一年且金额重大的预付款项余额为 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。

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，回款风险尚可，具体见下表。

表 9　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**

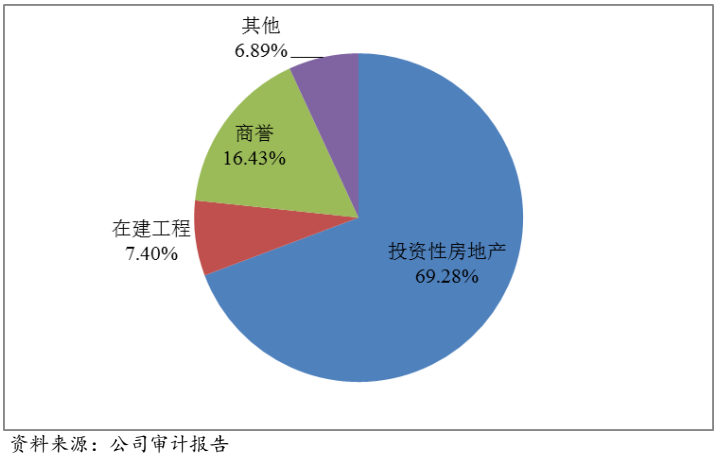
资料来源：公司提供

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%）和开发产品（35.13%）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。

非流动资产

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3　截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司投资性房地产 129.14 亿元，较年初增加 15.29%，主要系存货结转投资性房地产所致。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。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。

截至 2015 年底，公司在建工程 13.79 亿元，随着工程进度推进，公司在建工程同比增长 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。

截至 2015 年底，公司商誉 30.63 亿元，较年初增加 3.23%，主要系本期新增巢湖宏光的商誉 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，同比无变化。目前公司商誉不存在减值的情况。

总体看，2015 年，公司非流动资产占比提升，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。

2．负债及所有者权益

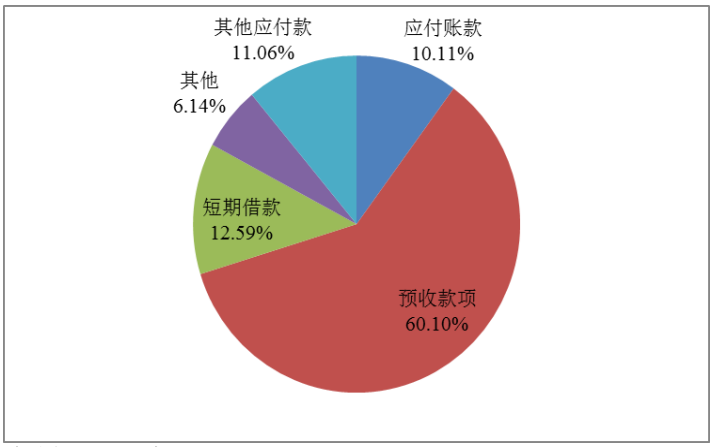
截至 2015 年底，公司负债合计 260.25 亿元，较年初增加 3.92%，主要系非流动负债增加所致。

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。

流动负债

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4　截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

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%。

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%。

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 年预售项目减少，导致预售面积下降，预收购房款减少所致。

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%，主要为应付工程往来款增加所致。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%。

非流动负债

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。

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。

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税暂时性差异所致。

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，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，较年初增加6.09%，主要系长期借款增加所致。截至2015年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为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，公司债务水平同比有所下降

总体看，2015 年，公司负债以流动负债为主，负债规模较年初有所增加，但受所有者权益增幅较大影响，公司债务指标较年初下降，债务负担仍属可控。

所有者权益

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，提高了公司债务承载能力，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。

3．盈利能力

2015 年公司实现营业收入 62.38 亿元，同比下滑 1.68%；实现利润总额 6.38 亿元，同比下滑 1.98%；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，公司营业收入及利润规模同比变化不大，但归属于母公司所有者的净利润增幅较大，一方面是因为 2015 年新纳入合并范围的铜陵三佳和中发科技少数股东所占股权比例较大（分别为 70%和 83%），故在 2015 年两公司亏损应由少数股东分担部分较大（约-0.67 亿元）；同时，2015 年合肥华源物业发展有限责任公司合并范围变动亦确认少数股东权益为-0.19 亿元；另一方面，2015 年公司合并范围内实现的盈利主要为公司股权占比较高的子公司贡献，因此，2015 年归属于母公司所有者的利润较 2014 年增幅较大。

从期间费用来看，2015 年公司费用总额为 5.32 亿元，同比增加 22.81%，主要系公司并购和新设企业较多，导致管理费用增幅较大所致。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；随着公司债务规模的增长，2015 年公司的财务费用为 1.22 亿元，同比大幅增加 135.08%；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。2015 年，公司费用收入比为 8.52%，同比增加 1.70 个百分点，公司费用控制能力下降。

2015 年，公司投资性房地产的公允价值变动收益为 3.28 亿元，同比增加 10.27%，其占利润总额的比重为 51.36%，占比进一步提高，公司利润总额对投资性房地产的公允价值变动收益依赖性增强。2015 年，公司投资收益由负转正，达 0.15 亿元，主要是因为公司持有的以公允价值计量

且其变动计入当期损益的金融资产和可供出售金融资产的投资收益增加所致。同期，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。

2015 年，公司各项盈利指标同比均略有下降，其中营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 14.01%、3.01%、2.25%和 5.91%，分别同比下降了 0.10 个百分点、0.06 个百分点、0.15 个百分点和 0.90 个百分点。

总体看，2015 年，公司剥离保障房业务后，营业收入规模略有下降，但主营业务毛利率有所提升；公司费用控制能力同比减弱，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。

4．现金流

从经营活动情况来看，2015 年公司经营活动产生的现金流量净额由正转负，为-2.58 亿元，主要系公司销售商品提供劳务收到的现金大幅减少所致。从经营活动现金流入情况来看，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，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。2015 年公司现金收入比为 75.46%，同比下降 77.77 个百分点，降幅较大，收入质量亟待提升。

从投资活动情况来看，2015 年公司投资活动产生的现金流量净额为-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。从投资活动现金流入情况来看，2015 年公司收回投资收到的现金减少 0.68 亿元，处置固定资产及其他长期资产收回的现金净额增加 0.12 亿元，处置子公司及其他营业单位收到的现金净额增加 0.38 亿元，受此影响，公司投资活动现金流入同比减少 17.45%至 0.57 亿元。从投资活动现金流出情况来看，公司投资活动现金流出金额为 6.11 亿元，同比减少 78.42%，主要系公司投资支付的现金大幅减少 91.52%所致，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。

从筹资活动情况来看，2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 8.32 亿元，同比大幅减少 32.84%，主要系取得借款收到的现金减少所致。从筹资活动现金流入情况来看，2015 年公司取得借款收到的现金同比减少 16.75%至 22.06 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金同比大幅增加 382.21%至 13.31 亿元；从筹资活动现金流出情况来看，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。

总体看，2015 年公司经营、投资及筹资活动的现金流入和流出规模均同比下降，其中经营活动产生的现金流量净额由正转负，投资活动产生的现金净流出额同比大幅减少，筹资活动产生的现金净流入金额也出现下滑，整体看，公司随着经营活动的开展，筹资需求有所增加。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2015年底，公司流动比率为1.19倍，同比下降0.04倍，主要系流动资产降幅大于流动负债所致；公司速动比率为0.42倍，与上年持平。受货币资金大幅下降影响，公司现金短期债务比由上年的0.81倍降至0.69倍，但短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2015年，公司 EBITDA 合计8.64亿元，同比增加17.88%，主要系计入财务费用的利息支出大幅增加所致，其中，折旧占比7.51%，摊销占比4.69%，计入财务费用的利息支出占比13.95%，利润总额占比73.86%；公司 EBITDA 全部债务比为0.07倍，同比有所提高，主要系 EBITDA 增幅较大所致，但仍处于较低水平；公司的 EBITDA 利息倍数与上年持平，为0.63倍，EBITDA 对利息的保护程度较低；由于经营活动现金流量由净流入转为净流出状态，公司经营现金债务保护倍数由0.15倍降至-0.02倍，保护程度较低。整体上公司长期偿债能力有待提升。

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。公司对外担保金额占所有者权益的比例为9.71%，占比较小，公司对外担保风险较小。

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，2015年，公司短期偿债能力下降；长期偿债能力仍有待提升。考虑到2015年公司新增制造和销售业务毛利率水平较高，以及合肥市房地产市场表现回暖，公司整体偿债能力仍属较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产达13.39亿元，约为“16国购01”、“16国购02”存续本金合计（11.60亿元）的1.15倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度尚可；净资产达87.02亿元，约为债券存续本金合计（11.60亿元）的7.50倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16国购01”、“16国购02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为8.64亿元，约为债券存续本金合计（11.60亿元）的0.74倍，公司EBITDA对本次券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入51.51亿元，约为债券存续本金合计（11.6亿元）的4.44倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为安徽省较大的商业物业投资、建设和运营企业之一，在商业物业管理运营等方面具有优势，公司对“16 国购 01”、“16 国购 02”的偿还能力较强。

八、综合评价

作为安徽省内较大的商业物业投资、建设和运营企业之一，公司具有丰富的商业物业管理和运营经验。跟踪期内，公司通过并购和新设子公司对主营业务资源进行整合，资产规模稳定增长，

商品房销售业务更为突出，整体收入规模同比略有提升。同时，联合评级也关注到公司土地储备规模较小、在建项目未来资金支出压力较大以及公司利润总额受投资性房地产公允价值变动影响较大等因素可能对公司信用状况产生的不利影响。

公司可售项目规模仍较大，未来随着在建项目的销售，公司收入及盈利水平有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16国购01”、“16国购02”的债项信用等级为“AA”。

附件1　国购投资有限公司
主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	326.03	347.27
所有者权益（亿元）	75.58	87.02
短期债务（亿元）	21.57	19.52
长期债务（亿元）	95.13	100.92
全部债务（亿元）	116.70	120.44
营业收入（亿元）	63.45	62.38
净利润（亿元）	4.78	4.81
EBITDA（亿元）	7.33	8.64
经营性净现金流（亿元）	17.35	-2.58
应收账款周转次数(次)	67.06	30.49
存货周转次数（次）	0.45	0.46
总资产周转次数（次）	0.22	0.19
现金收入比率（%）	153.23	75.46
总资本收益率（%）	3.07	3.01
总资产报酬率（%）	2.40	2.25
净资产收益率（%）	6.81	5.91
营业利润率（%）	14.11	14.01
费用收入比（%）	6.82	8.52
资产负债率（%）	76.82	74.94
全部债务资本化比率（%）	60.69	58.05
长期债务资本化比率（%）	55.72	53.70
EBITDA 利息倍数（倍）	0.63	0.63
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.07
流动比率（倍）	1.22	1.19
速动比率（倍）	0.42	0.42
现金短期债务比（倍）	0.81	0.69
经营现金流动负债比率（%）	12.65	-1.90
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.63	0.74

注：EBITDA/代偿本金合计= EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2　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	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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+拆入资金

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 3　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。