跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]911 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公开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”

国购投资有限公司公开发行的“16 国购 01”、“16 国购 02”和“16 国购 03”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年[illegible]月[illegible]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 2017 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	发行规模	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（3+2）	AA	AA	2016 年 6 月 7 日
16 国购 02	6.6 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2016 年 6 月 7 日
16 国购 03	8.4 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2016 年 6 月 27 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 22 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	347.27	428.44
所有者权益（亿元）	87.02	113.40
长期债务（亿元）	105.27	118.47
全部债务（亿元）	124.79	168.17
营业收入（亿元）	62.38	69.44
净利润（亿元）	4.81	4.05
EBITDA（亿元）	8.64	8.19
经营性净现金流（亿元）	-2.58	6.24
营业利润率（%）	14.01	17.66
净资产收益率（%）	5.91	4.04
资产负债率（%）	74.94	73.53
全部债务资本化比率（%）	58.92	59.73
流动比率（倍）	1.19	1.14
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.05
EBITDA 利息倍数（倍）	0.63	0.49
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.43	0.41

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、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；除特别说明外，均指人民币；3、长期应付款计入长期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2016 年，国购投资有限公司（以下简称“公司”或“国购投资”）进行并购扩张，资产、权益规模大幅增长，房地产业务收入有所增长，经营活动现金流净额由负转正；公司待售面积较大，可为公司后续房产销售提供支撑。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司项目区域集中度高，在建项目未来融资需求大，资产受限程度高，债务负担较重，盈利能力较弱等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司新并入化肥业务，公司营业范围将有所扩大；在建商品房和商业物业项目的完工以及配套物业实现销售和出租，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“16 国购 01”、“16 国购 02”和“16 国购 03”的债项信用等级为 AA。

优势

1. 公司作为安徽省较大的专注于商业地产开发及运营的房地产开发企业，在当地市场影响力较大，具备一定的开发运营实力及品牌优势。

2. 2016年，通过并购，公司新增化肥业务，业务范围有所扩大，有利于分散行业集中风险。公司资产和所有者权益得以增长。未来公司营业收入规模将有所扩大

3. 公司持有较大规模的优质物业，且目前正在招租的商业物业面积规模较大，若招租进展顺利，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．截至 2016 年底，公司项目待售面积较大，可支持公司未来销售。但如果项目所在地区房地产市场波动，公司将存在一定去化压力。公司在建项目规模较大，未来仍有较大的资金需求。

3．公司资产受限比例较高；其他应收款有一定资金占用，并且有一定回收风险；债务负担较重且具有一定集中偿付压力。伴随业务规模的扩大，公司盈利能力指标有所下降；公司商誉规模较大，未来若被收购企业经营业绩未达预期，则存在一定减值风险。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

候珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@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。

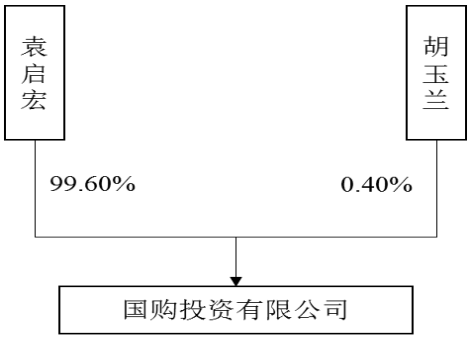
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

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 2016 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 2016 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2016 年，公司经营范围无变化。

2016 年公司部门设置无变化。截至 2016 年底，公司拥有控股和全资一级子公司 14 家；拥有在职员工 4,033 人。

截至2016年底，公司合并资产总额428.44亿元，负债合计315.04亿元，所有者权益（含少数股东权益）113.40亿元，其中归属于母公司所有者权益56.16亿元。2016年，公司实现营业收入69.44亿元，净利润（含少数股东损益）4.05亿元，其中归属于母公司净利润3.06亿元；公司经营活动现金流量净额为6.24亿元，现金及现金等价物增加额3.57亿元。

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、债券发行及募资资金使用情况

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。本次债券分三期发行，具体情况见下表。

表 1　公司公开债券发行情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券代码	金额	期限	票面利率	发行时间	发行方式
16 国购 01	112334.SZ	5.00	5（3+2）	7.20	2016/2/1	公开发行
16 国购 02	112354.SZ	6.60	5（3+2）	7.30	2016/3/17	公开发行
16 国购 03	112417.SZ	8.40	5（3+2）	7.29	2016/7/25	公开发行

资料来源：公司年报

“16 国购 01”、“16 国购 02”和 16 国购 03”合计募集资金 20 亿元，主要用于：归还贷款（含利息）6.58 亿元，补充流动性资金 12.488 亿元，支付发行费用 0.932 亿元。截至 2016 年底，“16 国购 01”、“16 国购 02”和 16 国购 03”募集资金用于归还贷款（含利息）6.58 亿元，补充流动性资金 12.488 亿元，支付发行费用 0.932 亿元，募集资金使用用途符合募集说明书承诺的用途。“16

国购01”、“16国购02”分别于2017年2月3日和2017年3月17日完成了首次付息。“16国购03”尚未到达付息日期。

三、行业分析

公司主营业务是房地产开发销售与商业物业租赁，属于房地产行业。

1．行业概况

2016年全国房地产开发投资102,581亿元，同比名义增长6.90%（扣除价格因素实际增长7.5%），增速较上年同期增长5.90个百分点。分产品来看，住宅投资68,704亿元，同比增长6.4%，增速提高0.4个百分点，占比高达67%，仍居各类房产之首；办公楼投资6,533亿元，同比增长5.2%，增速下滑较快；商业营业用房投资15,838亿元，同比增长8.4%。自2016年开始，一二三四线城市投资增速开始趋同，具体来看，一线城市房地产开发投资增速为8%，二线城市开发投资增速为8.2%，三四线城市增速为7.6%；住宅新开工面积一线城市增速为-4%，二线城市为16%，三四线城市为8%，整体看开发经营指标的增长主要来源于二、三线城市。

（1）土地供给

受2015年“去库存”政策的指影响，2016年前三季度地方政府继续减少土地推出量，但四季度以来热点一二线城市开始加大土地供应量以满足刚性需求。2016年，房地产开发企业土地购置面积22,025万平方米，同比下降3.4%；土地成交价款9,129亿元，增长19.8%，增速回落1.6个百分点。

2015年下半年以来宽松的货币信贷环境下房地产企业融资便利且成本较低，进一步推动土地市场持续高热，同时部分城市土地供应收缩，导致“地王”频现，土地成交溢价率在“十一”前后达到顶峰，后受调控政策的影响，成交土地溢价率有所下降。2016年，全国300个城市各类用地平均溢价率为42.77%，同比提高了26.55个百分点：其中，住宅用地平均溢价率为54.65%，同比提高了33.79个百分点；商办用地平均溢价率为14.35%，同比提高了7.01个百分点。

（2）商品房市场供需

2016年全国商品房销售面积15.7亿平方米，同比增长22.5%，其中，商品住宅销售面积为13.8亿平方米，同比增长22.4%；办公楼销售面积同比增长31.4%；商业营业用房销售面积同比增长16.8%。2016年，全国商品房销售额117,627亿元，同比增长34.8%，增速回落2.7个百分点；其中，住宅销售额增长36.1%，办公楼销售额增长45.8%，商业营业用房销售额增长19.5%。

销售价格方面，受宽松货币政策环境、阶段性供求紧张及地价上涨影响，热点城市房价快速攀升，2016年百城住宅价格累计上涨18.72%，较2015年扩大14.57个百分点，但在2016年四季度多城调控政策密集出台后，热点城市的新房及二手房价格涨幅出现一定回落。其中，一线城市房价累计涨幅高达23.50%；二线城市房价累计涨幅达13.93%；三四线城市房价整体变化较为稳定。

（3）行业竞争

2016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%，分别较上年上升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%，分别较上年提升0.90和1.01个百分点。

总体看，2016年房地产行业呈持续回暖态势，房地产投资完成额、销售金额及销售价格均呈快

速增长态势；土地溢价率处于较高水平；房地产行业集中度进一步提高。

2．行业政策

2016年的房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程。2016年上半年，在“稳增长”和“去库存”政策框架下，中央政策对于房地产市场的支持力度不断加大：一方面，央行不断释放流动性激发了住宅需求的进一步释放，信贷、税收政策持续改善，另一方面，地方政府亦陆续出台房地产去库存的相关政策。

随着热点城市房价地价快速上涨，政府从三月份开始针对热点城市进行政策调控，并在十月份开始扩大政策调控的城市范围，限购限贷集中出台，遏制投资投机性需求，防范市场风险，三四线城市则仍坚持去库存政策；此轮政策继续坚持了分类调控、精准施策的原则，在注重抑制投资投机性需求的同时仍然保持了对合理消费需求的支持，有利于市场回归平稳。但2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，升级的调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。

总体看，2016年我国房地产政策进一步分化，对于热点城市呈持续收紧态势，通过限购、限贷、限价等方式进行调控；房地产库存压力较大的地区继续因地制宜实施去库存政策。

3．行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

2015 年以来，国内货币政策持续宽松，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项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公司债违约风险。

（2）房地产调控政策再度趋严

2016年10月以来，我国房地产调控政策日益趋严，全国各个热点城市陆续出台限购、限价和限贷政策来促使当地房地产市场降温；政策环境已较为趋紧，但后续降温效果仍有待观察，未来不排除多轮调控后仍有政策继续出台的可能性，房地产行业可能再度进入行业紧缩期。

（3）中小房企面临被整合风险

高库存及房地产行业去杠杆的大环境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，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力。

4．行业发展

（1）地产金融化和资本化催生大地产格局，地产金融属性加速释放

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，地产呈现金融化趋势。

（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。

（3）房企拓展第二主业意愿加强

受毛利率逐渐下滑等因素的影响，房地产企业跨界转型拓展第二主业的意愿强烈。房地产企业在转型方面已经进行了较多尝试，转型行业有包括金融、医疗、能源、军工、材料、TMT 等。

目前，中国经济发展进入结构调整和动力转换的关键时期，趋势性、阶段性、周期性矛盾相互叠加，经济中长期发展趋势不明显。房地产市场的走势短期会受政策影响而出现政策市，但中长期更多地还是依赖自身供求关系等基本面要素；各城市市场因城市经济发展、人口流动和供求关系的差异，出现了明显的分化。

总体看，房地产行业呈现金融化趋势；高周转的房地产经营模式逐渐成为主流；房企业务类型呈多元化趋势。

5．安徽省房地产市场概况

受政策回暖影响，房地产开发投资方面，2016 年安徽省房地产市场投资增速较上年有所上升，全年房地产开发投资 4,603.6 亿元，同比增长 4.0%，增幅同比上升 2.1 个百分点；全年房地产开发施工面积 35,645.4 万平方米，增长 4.1%；新开工面积 8,586.4 万平方米，同比上升 10.7%。

从土地市场情况来看，2016 年全省土地交易总量较上年有所上升，全年全省经营性土地成交累计 38,017.93 亩，同比增长 17.70%。

从全省商品房销售情况来看，2016 年全省商品房销售面积 8,499.7 万平方米，同比增长 37.7%，其中商品住宅销售面积 7,506.9 万平方米，较上年增加 40.1%，整体市场表现保持良好。芜湖、蚌埠、淮南、马鞍山、滁州、阜阳、宿州、六安、亳州 9 个市的商品住房成交量增幅均超过 50%。

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。2016 年底全省商品房去化周期降至 16 个月，比上年减少 3 个月，去库存效果明显。但是亳州市、六安市、淮北市去化周期仍在 36 个月以上，而合肥、芜湖等城市的去化周期均少于 8 个月。

从合肥市房地产市场情况来看，2016 年，合肥市区新建商品住宅累计成交 75,457 套，比 2015 年减少 16,257 套，降幅为 17.7%；成交面积累计 820.4 万平方米，比 2015 年减少 148.4 万平方米，降幅为 15.3%；年平均成交均价约为 11,069.1 元/平方米，每平米单价同比增长 2,458.0 元，涨幅为 28.5%。截至 2016 年 12 月 31 日，合肥市区新建商品住宅可售套数为 16,033 套，综合下半年的平均去化速度，目前合肥市区商品住宅存量完全去化周期约 3.5 个月。随着限购政策的执行，多数买房者开始选择理性购房，合肥库存不足的现象有所缓解。

政策方面，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。2016 年 6 月 12 日，安徽省政府发布《关于去库存促进房地产市场稳定发展的实施意见》（皖政[2016]56 号文件），计划用三年左右时间，去化商品房库存 2,500 万平方米；到 2018 年底，全省商品住房去化周期控制在 15 个月以内；到 2020 年，实现供需基本平衡，房价基本稳定，有效控制市场潜在风险。2016 年 10 月 2 日，为促进房地产市场健康发展，合肥市政府发布《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的若干意见》，该意见包括实施区域性住房限购、从严控制公积金贷款、合理调整土地供应结构等十项内容，并规定合肥市区本地人限购 2 套，

没有纳税或社保的外地人不能买房。

总体看，2016 年安徽省房地产开发投资加速增长，新开工面积增加，房地产市场供给充分；受供给充分、需求旺盛影响，楼市交易量大幅增加；安徽省商品房库存受政府去库存政策影响较大，压力有所缓解，市场消化能力上升，但 10 月限购令颁布，安徽房地产市场有所降温。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员无变动，高管团队稳定，相关管理制度延续以往模式。

五、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（以下简称“房地产业务”），2016 年以来，房地产业务收入合计占到公司营业总收入的 90%以上，公司主业突出。同时，公司经营项目主要集中安徽省内，其中合肥市占比突出，占到房地产收入的 60%以上。2016 年，公司实现营业收入 69.44 亿元，同比增长 11.32%，主要系公司商品房收入增长所致。2016 年公司实现净利润 4.05 亿元，与上年基本持平，主要系 2015 年公司公允价值变动收益较高所致。

从收入构成来看，商品房收入为公司营业收入的主要来源。2016 年，公司商品房销售收入同比增长 10.11%。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，占比略有提升。2016 年公司智能制造等制造业务收入有所增加，占营业收入的比重增长为 5.99%；公司商品销售收入是 2015 年新增的子公司安徽国购投资管理有限公司收到的联销收入和经销收入，主要是为部分超市采购农产品产生的收入，2016 年商品销售收入占比为 0.62%。公司其他收入主要是物业公司收取的临时停车费，以及场地租赁、开展活动等产生的收入，占比较小，对公司影响不大。

表2　2015~2016年公司营业收入情况（单位：亿元，%）

业务板块	2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业务	57.00	91.38	20.12	62.76	90.37	22.80
租金及管理费	1.52	2.43	39.31	1.94	2.80	60.41
制造业收入	3.19	5.11	23.94	4.16	5.99	38.01
商品销售收入	0.43	0.69	9.85	0.43	0.62	13.52
其他	0.24	0.39	77.64	0.15	0.22	40.96
合计	**62.38**	**100.00**	**20.93**	**69.44**	**100.00**	**24.73**

资料来源：公司提供

从毛利率水平来看，伴随商品房业务规模扩大，2016 年公司综合毛利率为 24.73%，同比上升 3.80 个百分点。商品房业务方面，公司部分合肥的项目陆续结转收入，其早期土地获取成本较低，伴随合肥房地产市场回暖，毛利率持续提升，2016 年升至 22.80%；2016 年，公司制造业毛利率水平较高，达 38.01%，商品销售毛利率为 13.52%；其他业务毛利率大幅上升，但其收入占比极小，对公司整体毛利水平影响有限。

总体看，2016 年公司继续发展商品房领域，营业收入规模与毛利率水平均有所提升。

2．房地产业务

2016年，公司房地产项目仍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

2016年，公司无新增土地储备。

截至2016年底，公司土地储备为京商商贸城项目（合肥）项目，属商办用地，位于合肥市瑶海区新蚌埠路与淮海大道交口，合计土地面积174.93万平方米，规划建筑面积629.62万平方米；其中未开发土地面积69.89万平方米，总规划建筑面积235.38万平方米。公司2015年以来新增土地较少，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，公司土地储备预计仅可满足未来一年的开发需求，土地储备规模较小，未来土地购置需求较大。

从公司土地储备价格来看，公司京商商贸城项目土地为2013年获取，楼面均价为305.00元/平方米，公司目前土地储备均价很低。

总体看，2016年，公司无新增土地储备；截至2016年底，公司尚未开发的土地储备规模较小，均价很低；但公司土地储备略显不足，未来有一定土地购置需求。

（2）项目开发

截至2016年底，公司投资较大的项目主要包括：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3　2015~2016年公司房地产业务开发数据情况（单位：个，万平方米）

项目	2015年	2016年
新开工项目数量	4	2
新开工面积	175	73
竣工面积	163	268
完成交付项目数量	10	5
完成交付面积	144	268
在建项目数量	15	14
在建面积	758	429

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，上述年末在建项目数量≠上年年末在建项目数量+当年新开工项目数量-当年竣工项目数量，主要系统计口径差异及部分项目重复计算所致。

2016年公司新开工项目2个，新开工面积73万平方米，同比减少58.29%；竣工面积268万平方米，同比增加64.42%；完成交付项目5个，交付面积达268万平方米，同比增加86.11%。2016年公司新开工面积下降主要系公司主要项目京商商贸城专业市场于2015年末及2016年上半年陆续竣工，其他新开工项目较少所致。

截至2016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；公司在建项目14个，其中郎溪汽贸城项目已经完工但未完成验收。其他13个在建项目总

建筑面积1236.88万平方米，其中已竣工面积577.31万平方米，在建面积352.07万平方米；在建项目的计划总投资额为464.89亿元，已完成投资额为305.88亿元，尚需投资额为159.01亿元，为公司净资产的1.40倍，投资规模较大，公司存在一定的融资压力。

表 4　截至 2016 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	229.65	204.27	197.16	191.21	87.99
滨湖假日花园	合肥	156.00	2009.6	2017.9	133.50	126.42	1.44	73.43	70.81
星河府	合肥	58.51	2010.9	待定	47.30	40.36	13.89	50.29	48.51
国购中心	合肥	39.58	2011.8	2017.12	0.00	2.51	14.74	14.74	10.77
无为国购广场	无为	14.61	2014.6	2017.10	0.00	0.00	0.00	5.54	2.77
无为国际酒店	无为	9.40	2015.12	2017.6	0.00	0.00	0.00	3.36	0.52
淮北国购广场	淮北	114.88	2012.1	2017.1	103.77	42.31	13.09	48.74	43.74
淮北汽车文化园	淮北	23.15	2012.12	2017.12	10.01	13.68	9.32	5.05	4.04
蚌埠国购广场	蚌埠	101.19	2013.6	AB 区 2016.4 CD 区待定	53.08	28.75	31.98	29.55	16.63
宿州国购广场	宿州	37.80	2014.8	2017.1	0.00	3.39	8.06	16.65	10.40
亳州温泉酒店	亳州	4.23	2014.3	2017.2	0.00	0.00	0.00	1.54	0.48
国购广场二期西园	合肥	13.40	2016.6	2019.5	0.00	0.00	4.45	12.73	5.58
芜湖汽贸城一期	芜湖	34.51	2016.10	2018.12	0.00	0.00	13.37	12.06	3.64
合计	**--**	**1,236.88**	**--**	**--**	**577.31**	**461.69**	**307.50**	**464.89**	**305.88**

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 4 数据存在差异，主要系统计口径差异所致。

总体看，公司新开工面积下降，开发节奏减缓；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，2015~2016 年，公司实现协议销售面积分别为 66 万平方米和 84 万平方米，2016 年销售面积大幅增长；协议销售均价为 5,647 元/平方米，同比有所下降；上述变动主要系当年京商商贸城项目的高层公寓及其他已完工项目的车库销售面积较大且均价较低所致。2015~2016 年，公司实现预售金额分别为 47.87 亿元和 47.44 亿元，变动较小。受开发进度影响，公司结转收入面积有所上升，分别为 105 万平方米和 128.72 万平方米；结转收入亦有所上升，分别为 57.00 亿元和 62.76 亿元。

表 5　2015~2016 年公司房地产业务运营情况（单位：个，万平方米，元/平方米，亿元）

项目	2015 年	2016 年
实现预售项目	22	21
协议销售面积	66	84
协议销售均价	5,950	5,647
实现预售金额	47.87	47.44
结转收入面积	105	128.72
结转收入	57.00	62.76

资料来源：公司提供
注：实现预售金额不等于协议销售面积与协议销售均价之乘积系统计口径差异及统计误差所致

截至 2016 年底，公司可售项目（包含在建项目和已竣工项目）的总建筑面积为 1,452.83 万平方米；总规划可售面积 997.16 万平方米，剩余可售面积规模较大，考虑到公司目前的销售情况，预计能够满足公司未来 3 年以上的销售需求，如果公司销售项目所在区域房地产市场波动，公司可能有一定销售压力。

表6　截至2016年底公司物业销售情况

项目名称	建筑面积（万平方米）	开工时间 竣工时间	可售面积（万平方米）	平均销售单价（元/平方米）	2016 年销售面积（万平方米）	累计实现预售金额（亿元）
星河府	58.51	A 地块：2010.9-2014.3	45.57	14,622	0.76	25.95
		B 地块：2015 年.12 开工，完工待定	8.68	0	0	0
滨湖假日花园	156	2009.6-2017.09	127.86	13,922	1.44	88.97
国购中心	39.58	2011.8-2017.12	17.25	8,700	1.73	1.5
海棠湾	26.44	2011.9-2014.10	26.97	4,661(含车位)	1.5	19
京商商贸城	629.62	2013.1-2018.10	401.43	5,831	51.64	95.75
淮北国购广场	114.88	2012.1-2016.5	55.4	5,487	2.73	29.48
淮北汽车文化园	23.15	2012.12-2016.5	23	0	0	2.4
宿州国购广场	37.83	2014.1-2017.1	11.45	8,967	1.93	6.58
蚌埠国购广场	101.19	A/B:2013.6-2016.4 C/D：2015.12 开工，完工待定	60.73	3,708	5.72	12.13
宣城国购广场项目	23.36	2011.5-2014.4	17.51	33,529	0.12	12.43
郎溪国购广场项目	33.49	2012.5-2015.5	24.79	4,754	1.17	9.7
郎溪小商品市场项目	9.44	2011.8-2013.10	8.79	3,124	0.18	1.36
亳州名城项目	39.01	2011.1-2015.9	35.51	3,748	0.2	16.2
亳州观澜天下项目	41.39	2013.9-2016.6	30.24	4,439	9.02	10.9
蓝鼎中央城柏悦园	21.56	2011.10-2013.12	18.51	3,333	0.06	7.66
蓝鼎中央城铂金园	15.19	2012.6-2013.12	13.01	0	0	5.85

蓝鼎中央城翰林园	19.89	2012.5-2014.4	17.37	8,889	0.09	8.15
观澜园	22.7	2012.10-2015.10	19.11	6,667	0.06	9.53
清华园	7.76	2012.10-2015.5	6.37		0	3.19
观湖园	14.97	2013.11-2016.9	12.86	4,731	1.86	5.94
锦绣园	16.87	2014.5-2016.12	14.75	4,710	3.8	7.14
合计	**1,452.83**	**--**	**997.16**	**--**	**84.01**	**379.81**

资料来源：公司提供
注：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。

受去库存政策影响，2016年安徽省商品房库存压力有所减小，楼市交易量大幅上升，但价格略有下降。公司项目主要位于合肥，而合肥市2016年楼市表现保持良好，该区域项目去化压力较小。公司部分项目布局在安徽省三四线城市，受安徽省房地产市场分化较严重影响，公司此部分项目仍面临去化压力。

总体看，公司2016年销售面积有所上升，预售金额较上年略有下滑；公司剩余可售面积较大，可以满足未来一段时间的销售需求；公司部分三四线城市项目仍面临去化压力。

3．其他业务

公司其他业务的主要经营主体仍然为合肥华源物业有限责任公司（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从事物业租赁和管理业务；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”）主要从事造业业务。

（1）物业租赁

截至 2016 年底，公司正在经营的物业项目总建筑面积 105.69 万平方米，可出租面积 95.04 万平方米，已出租面积 19.25 万平方米，整体出租率较低，主要系淮北国购广场（面积 22.42 万平方米）于 2016 年底试营业，目前处于免租期，且京商商贸城（面积 59.56 万平方米）目前处于装修招商期所致；已正常经营的物业项目出租率均在 95%以上，经营情况良好。2016 年，公司经营性物业平均租金水平为 3.00 元/平方米/天，受市场需求较好影响，同比提高 7.14%。2015~2016 年，公司经营性物业获得租金、广告牌、停车场等收入分别为 2.04 亿元和 2.02 亿元，基本保持稳定，未来淮北国购广场免租期结束及京商商贸城完成建设后，公司物业租赁收入有望大幅增加。

公司经营性物业以公允价值计量。2015~2016 年，公司投资性房地产的总价值分别为 129.14 亿元和 138.07 亿元，2016 年京商商贸城投资性房地产中的土地转为存货，部分在建项目转入投资性房地产。公司聘请了江苏华信资产评估有限公司对公司各投资性房地产的公允价值进行了评估，截至 2016 年底，公司经营性物业增值率为 103.68%，增值率较高；目前公司已经运营的经营性物业经营状况良好，出租率较高。公司最重要的经营性物业尚未营业。

表 7　截至 2016 年底公司主要经营性物业情况（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 2016 年底公允价值	出租率	2015 年收入	2016 年收入
宣城国购广场	宣城市宣州区叠嶂西路 10 号	3.57	综合商业	2.98	2013.11	9.84	100	0.37	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	5.59	100	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	5.43	100	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	16.37	100	0.89	0.87
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	4.76	95	0.18	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	5.47	100	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	22.70	--	16 年底试营业	--
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	35.00	--	内部装修招商中	--
合计	**--**	**105.69**	**--**	**51.63**	**--**	**105.16**	**--**	**2.04**	**2.02**

资料来源：公司提供

截至 2016 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，目前招商已完成，尚处于免租期，免租期为半年；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，公司已运营的经营性物业租金收入稳定，公允价值增值幅度较大；考虑到公司未来几年可以投入运营的经营性物业面积较大，若进展顺利，将对公司未来租金收入增长产生明显推动作用，但淮北国购广场项目初期运营情况及京商商贸城招商进展仍存在一定不确定性。

（2）制造业

2016 年，公司制造业收入 4.16 亿元，同比增长 30.41%，毛利率为 38.01%，较上年上升 14.07 个百分点，主要系公司下属公司巢湖市宏光矿业有限公司产品销售价格提高，且研发出的新产品毛利率较高所致。

整体看，公司物业租赁、制造业盈利情况较好，伴随未来租赁业务规模的扩大，可成为公司收入和利润的良好补充。

4．经营效率

2015~2016 年，公司存货周转率分别为 0.46 次和 0.47 次，保持稳定；流动资产周转率都为 0.38 次，保持稳定；总资产周转率略有下降，分别为 0.19 次和 0.18 次，主要系公司持有经营性物业总值增长导致资产规模增速超过收入增速所致。

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、存货周转率处于中等水平。

表8　2016年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
万科 A	0.41	0.38	0.33
北辰实业	0.18	0.21	0.18
世茂股份	0.31	0.32	0.19
深振业 A	0.30	0.31	0.26
深深房 A	0.86	0.69	0.59
金地集团	0.52	0.46	0.38
国购投资	**0.47**	**0.38**	**0.18**

资料来源：Wind 资讯；
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，2016 年，公司经营效率变化不大，整体处于行业一般水平。

5．重大事项

2016 年 10 月 21 日，国购产业控股有限公司与安徽省宁国市农业生产资料有限公司签署了《股份转让协议》，以 15.80 亿元受让安徽省司尔特肥业股份有限公司（以下简称“司尔特”，股票代码：002538.SZ）1.80 亿股流通股股份，占司尔特已发行总股本的 25.00%，成为该公司控股股东。2016 年 12 月 6 日，转让双方在中国证券登记结算有限责任公司办理完成本次股份转让过户登记手续。该次收购产生商誉 7.88 亿元，溢价率较高，未来司尔特经营业绩能否达到预期有待观察。司尔特 2016 年仅 12 月的利润表体现于公司合并利润表，对公司 2016 年整体业绩影响不大；2017 年后，随着司尔特的收入利润完全体现于公司合并报表，公司营业收入有望得到较大增长。司尔特与公司坚持产业发展战略的经营思路相契合，收购司尔特体现了公司实施的以现代服务业和高端制造业为发展导向的战略规划。

司尔特成立于 1997 年，是一家集磷肥生产、各类化肥贸易为一体的 A 股上市公司，主要产品为高浓度缓释 NPK 复合肥系列产品以及磷酸一铵，中间产品包括硫酸、磷酸等，是安徽省最大的高浓度磷复合肥生产和出口基地之一，是中国化肥百强企业、安徽企业五十强。司尔特近三年经营情况保持稳定，主要财务指标见下表。

表9　司尔特2014~2016年主要财务指标（单位：亿元）

项目	2014 年底	2015 年底	2016 年底
总资产	33.79	41.05	47.49
净资产	17.68	30.12	32.39
项目	**2014 年**	**2015 年**	**2016 年**
营业收入	23.78	29.74	28.18
净利润	1.44	2.47	2.47

资料来源：Wind 资讯

总体看，司尔特近年来经营情况保持稳定，收购司尔特符合公司发展战略，未来其收入利润完全体现于公司合并报表后，公司营业收入有望实现较大增长；该次收购产生了较大规模的商誉，未来司尔特经营业绩能否达到预期有待观察，若司尔特经营业绩波动将对公司产生较大影响，新业务

的增加对公司的管理能力和业务整合能力形成了一定挑战。

6．经营关注

（1）公司剩余可售面积规模大，存在一定的去化压力

公司剩余可售面积较大，综合考虑到公司未来几年的销售计划、新开工面积以及新增的可售房源规模，待售项目主要集中在安徽省，公司存在一定存货去化压力，需要持续关注未来公司可售面积规模变化及销售推进情况。

（2）公司现有土地储备规模较小且集中

公司现有土地储备规模较小，且集中于京商商贸城项目；现有土地储备规模难以满足未来公司房地产开发需求，公司未来土地购置需求较大。

（3）公司项目未来投资规模大，存在较大融资需求

公司在建项目规模较大，一方面使得公司债务规模增长较快，另一方面，公司项目后续开发尚需较大规模投资，存在较大融资需求和压力。

（4）公司物业租赁项目较为集中且处于免租期及招商期，未来运营情况存在一定不确定性

公司物业租赁主要包括淮北国购广场和京商商贸城项目等，其中，淮北国购广场于2016年底试营业，目前处于免租期，经营初期存在一定不确定性；京商商贸城项目目前处于装修招商期，若未来招租进程不能顺利完成，将影响公司盈利水平。

7．未来发展

未来三至五年，公司计划通过深入研究住宅地产和商业地产业务布局，通过管理创新和商业模式创新，提升核心竞争力。

在住宅地产方面，公司将加快现有存量土地的开发速度，同时在现有安徽省本土城市基础上，积极开拓华南、华中等市场。在商业地产方面，公司将研究完善公司城市综合体和休闲娱乐两大商业地产产品线，并加快推广实施。公司计划加快现有商业综合体、酒店、商场等商业地产项目的开发速度，同时积极在安徽省外其他城市拓展新的商业地产项目，形成规模效应。同时，公司计划加快大农业、大健康板块布局，力求多元化发展。此外，公司通过并购司尔特，新增化肥业务，有助于公司扩大经营业务领域，分散行业集中风险。

总体看，公司未来在专注主业的同时计划向新领域拓展，在为公司带来新机遇的同时存在一定不确定性。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的2015~2016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。公司财务报告按照最新会计准则编制。2016年审计报告已根据财会[2016]年22号《增值税会计处理规定》相应调整。

2016年，公司合并范围新增合并单位9家，减少合并单位7家。截至2016年底，公司合并范围子公司48家。公司合并范围有所变动，对财务数据有一定影响，但公司主营业务未改变，相关会计政策连续，财务数据可比性仍较强。

截至2016年底，公司合并资产总额428.44亿元，负债合计315.04亿元，所有者权益（含少数股东

权益）113.40亿元，其中归属于母公司所有者权益56.16亿元。2016年，公司实现营业收入69.44亿元，净利润（含少数股东损益）4.05亿元，其中归属于母公司净利润3.06亿元；公司经营活动现金流量净额为6.24亿元，现金及现金等价物增加额3.57亿元。

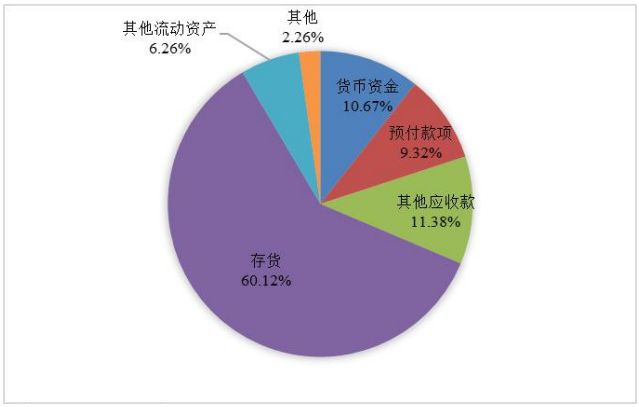
2．资产质量

截至2016年底，公司资产规模428.44亿元，较年初增长23.37%，主要系货币资金、预付款项、存货和固定资产增长所致；其中流动资产占比46.87%，非流动资产占比53.13%。公司资产构成仍以非流动资产为主。

流动资产

截至2016年底，公司流动资产总额200.79亿元，较年初增长24.82%，主要系货币资金、预付款项、存货和其他流动资产增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占比10.67%）、预付款项（占比9.32%）、其他应收款（占比11.38%）、存货（占比60.12%）和其他流动资产（占6.26%）构成，如下图所示。

图2　截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金 21.42 亿元，较年初大幅增长 63.49%，主要系公司 2016 年发行债券所致。公司货币资金以银行存款和其他货币资金为主，分别占 68.00%和 31.65%，其他货币资金为使用受限的质押存单和按揭保证金，公司货币资金受限比例较高。

截至 2016 年底，公司预付款项 18.72 亿元，较年初增长 108.45%，主要系 2016 年公司纳入合并范围的子公司司尔特应收贵州青利集团有限公司的货物因年底铁路运输调配未能及时交付所致。公司预付款项账龄 1 年内占 79.35%，1~2 年占 16.80%，2 年以上占 3.86%，公司预付款项大部分集中在年之内，账龄结构尚可。

截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值 22.85 亿元，较年初下降 26.60%，主要系处置子公司铜陵市三佳电子（集团）有限责任公司、铜陵中发三佳科技股份有限公司和铜陵丰山三佳微电子有限公司等，以上子公司账面其他应收款相应剥离所致。公司其他应收款账面余额为 24.55 亿元，共计提坏账准备 1.70 亿元，占其他应收款余额的 6.91%。从账龄结构看，公司其他应收款中 1 年以内的占 49.29%，1~2 年的占 12.80%，2~3 年的占 27.14%，3 年以上的占 10.78%，公司其他应收款账龄较长。公司前五名的其他应收款余额为 10.37 亿元，占其他应收款余额的 42.24%，集中度较高。公司其他应收款存在资金占用问题，并且有一定回收风险。

表 10　截至 2016 年底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	项目合作开发款项	4.53	18.45
合肥市五金商会	代收销售保证金款	1.84	7.51
太平洋生活控股有限公司	投资款	1.50	6.11
合肥新站综合开发试验区财政局	保证金	1.40	5.70
亳州报业传媒投资有限公司	项目合作开发款项	1.10	4.47
合计	**--**	**10.37**	**42.24**

资料来源：公司审计报告

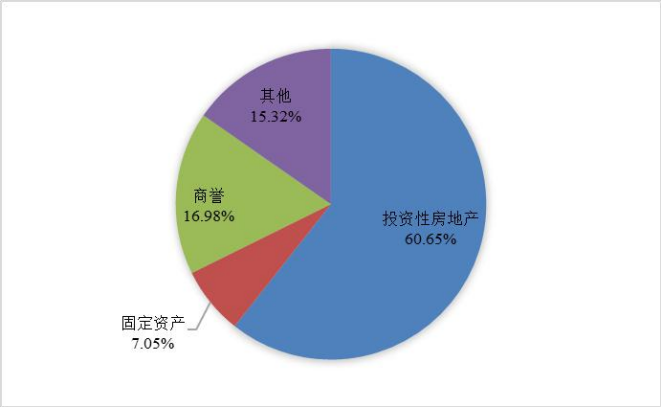
截至 2016 年底，公司存货 120.71 亿元，较年初增长 16.09%，主要系房地产开发投入增长所致。截至 2016 年底，公司存货以开发成本（占 66.51%）和开发产品（占 29.61%）为主，主要为京商商贸城、淮北国购广场、蚌埠国购广场、宿州国购广场等在建的房地产项目。公司存货未计提跌价准备。公司因用于抵押而受限的存货 29.06 亿元，受限比例为 24.07%，受限比例较高。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 12.57 亿元，较年初增长 11,865.87%，主要系公司 2016 年将司尔特纳入合并范围所致。司尔特利用闲置募集资金和自有资金购买理财产品较多，截至 2016 底，其购买的理财产品中保本理财和非保本理财各占一半左右，收益率分布在 1.70%~4.35%之间。截至 2016 年底，公司其他流动资产中理财产品占 79.81%，预缴税费占 19.13%。

非流动资产

截至2016年底，公司非流动资产227.65亿元，较年初增长22.13%，主要系固定资产和商誉增长所致。公司非流动资产以投资性房地产（占60.65%）、固定资产（占7.05%）和商誉（占16.98%）为主。

图3　截至2016年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司投资性房地产 138.07 亿元，较年初增长 6.91%。公司投资性房地产均为房屋及建筑物，为公司以经营租赁形式出租的自持物业，增加部分由存货转入（占比 86.87%）及公允价值变动（占比 13.13%）构成。截至 2016 年底，公司经营性物业增值率为 103.68%，增值率较高，但最重要的业务尚未运营。公司用于抵押的投资性房地产账面价值为 109.01 亿元，占比 78.95%，公司投资性房地产受限程度高。

截至 2016 年底，公司固定资产 16.05 亿元，较年初增长 264.92%，主要系公司收购司尔特以及安徽蓝鼎伯廷酒店国购购物中心在建工程转入所致。截至 2016 年底，公司固定资产原值 23.25 亿元，以房屋建筑物（占 55.33%）和机器设备（占 36.46%）为主。截至 2016 年底，公司固定资产成新率

为 69.05%，公司固定资产成新率较低。公司用于抵押的受限固定资产 3.15 亿元，受限比例为 19.93%。

截至 2016 年底，公司商誉 38.65 亿元，较年初增长 26.17%，主要系合并司尔特产生商誉 7.88 亿元所致。从公司商誉构成看，因投资安徽蓝鼎置地集团有限公司产生商誉占 76.51%，因投资司尔特而产生商誉占 20.40%，目前未计提商誉减值。公司商誉规模较大，未来若被收购企业经营业绩出现波动，则存在一定减值风险。

从受限资产规模看，截至 2016 年底，公司因抵押和票据保证金等原因使用权受到限制的资产共 150.60 亿元，占资产总额的 35.15%，受限比例较高。

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；非流动资产主要以投资性房地产为主，增值率较高，但最重要物业尚未运营；公司资产受限比例较高，商誉存在一定减值风险，整体资产质量一般。

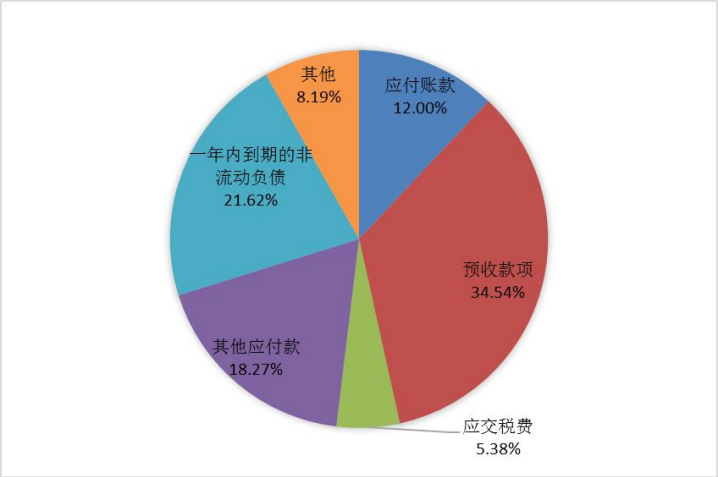
3．负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 315.04 亿元，较年初增长 21.05%，主要系公司发行债券及其他应付款增长所致，其中，流动负债占 55.92%，非流动负债占 44.08%。

截至 2016 年底，公司流动负债 176.19 亿元，较年初增长 30.06%，主要系其他应付款增长及一年内到期的非流动负债转入所致。公司流动负债以应付账款（占 12.00%）、预收款项（34.54%）、应交税费（5.38%）、其他应付款（占 18.27%）及一年内到期的非流动负债（占 21.62%）为主。

图4　截至2016年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司应付账款 21.15 亿元，较年初增长 54.38%，主要系房地产业务开发规模扩大，应付工程款增长所致。

截至 2016 年底，公司预收款项 60.86 亿元，较年初下降 25.26%，主要系公司房地产项目 2016 年大规模交房，确认收入所致。

截至 2016 年底，公司应交税费 9.47 亿元，较年初增长 97.68%，主要系增值税相关会计政策改变所致。

截至 2016 年底，公司其他应付款 32.19 亿元，较年初增长 114.74%，主要系 2016 年新增应付收购司尔特收购款 4.80 亿元（现已付清），新增包括无锡惠山太平洋商业房地产开发有限公司和安徽

益力置业有限公司等关联方的往来款6.40亿元所致。从账龄结构看，公司其他应付款1年内占78.11%，1~2年占11.78%，2~3年占4.52%，3年以上占5.58%，账龄超过1年的重要其他应付款主要为因项目建设而应付合肥建工集团有限公司、宿州市埇桥区城乡建设指挥部办公室、长安动漫产业集团投资管理股份有限公司和合肥鸿源劳动服务有限公司的保证金及往来款等。

截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债38.09亿元，全部为即将到期的银行贷款。

截至2016年底，公司非流动负债138.86亿元，较年初增长11.28%，主要系公司2016年发行债券所致。公司非流动负债以长期借款（占52.67%）、应付债券（占25.20%）和递延所得税负债（占14.20%）为主。

截至2016年底，公司长期借款73.13亿元，较年初下降27.53%，主要系部分银行贷款即将到期转入一年内到期的非流动负债所致。截至2016年底，公司长期借款由保证借款（占11.62%）、抵押借款（占48.64%）、质押借款（占30.99%）和信用借款（占8.75%）构成。从长期借款期限结构看，1~2年到期占68.48%，2~3年到期占28.74%，3年以上到期占2.79%，公司面临一定的集中还款压力。

2016年公司发行“16国购01”5亿元、“16国购02”6.6亿元、“16国购03”8.4亿元及“16国购债”10亿元，并因收购司尔特而新增“14司尔01”3亿元、“15司尔债”3亿元。经溢折价摊销调整后，截至2016年底，公司应付债券账面价值共34.99亿元。

公司递延所得税负债主要为投资性房地产增值带来的应纳所得税暂时性差异，截至2016年底，公司递延所得税负债19.72亿元，较年初增长1.79%，变动较小。

截至2016年底，公司全部债务168.17亿元[1]，较年初增长34.76%，主要系公司发行债券及合并范围变动所致。公司全部债务中短期债务占29.55%、长期债务占70.45%，公司债务结构以长期债务为主。2016年公司资产负债率为73.53%，较年初下降1.41个百分点；全部债务资本化比率为59.73%，上升0.81个百分点；长期债务资本化比率为51.09%，下降3.66个百分点。整体看，公司债务指标变动较小，公司债务水平仍较高。

总体看，公司负债规模有所上升；债务规模增长，以长期债务为主，长期借款集中于2018年和2019年到期，公司存在一定集中偿付压力；公司债务指标整体变动较小，债务负担较重。

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益共113.40亿元，较年初增长30.31%，主要系合并范围扩大，少数股东权益增长所致。公司所有者权益中，归属于母公司的所有者权益占49.52%，少股股东权益占50.48%。公司归属于母公司所有者权益中，实收资本占4.45%；资本公积占0.20%；其他综合收益占64.22%，主要为公司建设的商业房地产项目由存货转入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，开发完工转入投资性房地产的项目主要为京商商贸城、淮北国购广场、国际酒店、合肥国购广场等自持物业；未分配利润占31.13%；其他综合收益和未分配利润占比较高。2016年，公司实收资本无变化，截至2016年底为2.50亿元；截至2016年底其他综合收益为36.06亿元，较年初增长2.98%；截至2016年底，公司未分配利润17.48亿元，较年初增长21.35%。

总体看，公司所有者权益增长较快，但所有者权益中其他综合收益、未分配利润及少数股东权益占比较大，结构稳定性有待提升。

4．盈利能力

2016年，公司实现营业收入69.44亿元，同比增长11.32%，主要系公司商品房大规模交房确认

[1]长期应付款已计入长期债务

收入所致。2016 年公司净利润 4.05 亿元，同比下降 15.78%，主要系公司 2016 年公允价值变动收益减少所致，其中归属于母公司所有者损益 3.06 亿元，同比下降 45.48%。

从期间费用来看，2016 年公司期间费用 5.92 亿元，同比增长 11.29%，其中销售费用占 20.91%，管理费用占 47.39%，财务费用占 31.70%。2016 年公司销售费用 1.24 亿元，同比下降 9.78%，主要系在售项目均进入销售成熟期，前期大量宣传推广费用减少所致。2016 年公司管理费用 2.80 亿元，同比增长 3.30%，主要系合并范围扩大所致。2016 年公司财务费用 1.88 亿元，同比增长 53.24%，主要系融资规模扩大所致。2016 年，公司费用收入比为 8.52%，较 2015 年无变化，公司费用控制能力尚可。

从利润构成看，2016 年，公司投资性房地产的公允价值变动收益为 0.09 亿元，占营业利润的比重为 1.47%，对公司利润影响较小。2016 年，公司营业外收入为 0.20 亿元，占当期利润总额的 3.39%。

从盈利能力指标看，2016 年，公司营业利润率为 17.66%，同比上升 3.65 个百分点，主要系 2016 年结转收入的京商商贸城项目前期拿地成本低，利润率较高所致。2015~2016 年公司总资本收益率为 2.27%，下降 0.70 个百分点；2016 年，公司总资产报酬率为 1.91%，同比下降 0.34 个百分点；净资产收益率为 4.04%，下降 1.87 个百分点。

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 11　房地产开发类上市公司 2016 年盈利指标情况（单位：%）

指标名称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
万科 A	19.68	5.56	29.41
北辰实业	5.24	1.97	31.87
世茂股份	10.79	5.32	35.84
深振业 A	16.57	8.32	29.13
深深房 A	15.74	8.49	57.63
金地集团	17.74	7.58	29.27
国购投资	**4.04**	**1.91**	**24.73**

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，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，2016 年，公司营业收入规模有所增长，费用控制能力尚可；投资性房地产公允价值变动收益和营业外收入等非经营性收益对公司利润影响有限，公司整体盈利能力一般。

5．现金流

从经营活动现金流情况来看，2016 年，公司经营活动现金流入为 65.66 亿元，同比增长 27.47%，主要系公司收到包括往来款、施工单位保证金等其他与经营活动有关的现金规模较大所致。2016 年，公司经营活动现金流出 59.42 亿元，同比增长 9.85%，主要系公司房地产项目建设推进，购买商品和接受劳务规模增长所致。2016 年，公司经营活动现金流量净额由负转正，为 6.24 亿元。同期，公司现金收入比下降 9.42 个百分点至 66.04%。

从投资活动现金流情况看，2016 年，公司投资活动现金流入为 1.89 亿元，同比增长 234.10%，主要系 2016 年公司处置子公司上海宏望资产管理有限公司所致。2016 年，公司投资活动现金流出 21.38 亿元，同比增长 249.79%，主要系投资 Standard Peace Limited 股权、贵州路发实业有限公司股权共支付现金 9.13 亿元，取得司尔特、四川豪特电气有限公司等 9 家子公司共支付现金 4.91 亿元以及子公司司尔特购买理财产品 4.20 亿元所致。2016 年，公司投资活动现流量净额为-19.49 亿元，表

现为净流出；公司筹资活动前现金流量净额为-13.24 亿元，公司经营活动现金获取能力无法满足投资需要，存在一定外部筹资压力。

从筹资活动现金流情况看，2016 年，公司筹资活动现金流入为 54.14 亿元，同比增长 53.08%，主要系公司发行债券所致。2016 年，公司筹资活动现金流出为 37.33 亿元，同比增长 38.02%，其中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增长 61.12%和 142.67%至 17.06 亿元和 6.78 亿元；2016 年公司支付其他与筹资活动相关的现金 6.78 亿元为公司将质押票据、按揭保证金等受限的货币资金调出现金及现金等价物所致。2016 年，公司筹资活动现金流量净额为 16.81 亿元，同比增长 102.00%。

总体看，2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额由负转正，经营活动现金流状况改善；公司投资活动现金净流出规模增长，公司筹资活动现金净流入规模有所增长，整体看，公司经营活动现金获取无法满足投资需要，公司存在一定的筹资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于公司项目推进，应付工程款增长，2015~2016年，公司流动比率有所降低，分别为1.19倍和1.14倍；速动比率略有提升，分别为0.42倍和0.45倍。受公司并购规模较大及公司银行贷款即将到期转入短期债务等因素的影响，公司现金短期债务比有所下降，分别为0.69倍和0.44倍，现金类资产对短期债务的保护能力一般。整体看，公司短期偿债能力指标尚可。

从长期偿债能力指标看，2016年，公司 EBITDA 为8.19亿元，同比下降5.22%。2016年公司 EBITDA 中折旧占5.33%、摊销占4.33%、计入财务费用的利息支出18.92%、利润总额占71.42%，公司 EBITDA 以利润总额为主。2015~2016年，公司 EBITDA 利息倍数分别为0.63倍和0.49倍，EBITDA 对利息的覆盖程度减弱；EBITDA 全部债务比分别为0.07倍和0.05倍，EBITDA 对债务的覆盖程度减弱。整体看，公司长期偿债能力指标有待提高。

截至2016年底，公司获得各银行授信合计213.11亿元，已使用154.87亿元，尚未使用58.24亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2016年底，公司对合并范围外担保金额合计24.21亿元，2016年主要被担保对象运营正常。公司对外担保金额占公司所有者权益的比例为21.35%，公司存在一定或有负债的风险。

表12　截至2016年底公司主要对外担保情况（单位：亿元）

担保对象	无锡惠山太平洋商业房地产开发有限公司	安徽亚新商贸有限公司
是否关联方	是	是
担保金额	14.00	5.07
担保类型	保证、保证+抵押	保证+股权质押、抵押
担保对象主要财务指标		
资产总额	27.21	6.84
所有者权益	9.03	1.82
2016年营业收入	7.90	3.23
2016年净利润	1.40	0.33

资料来源：公司提供
注：此表仅覆盖公司部分主要对外担保情况，担保金额占对外担保总额的79.00%

截至2016年底，公司及子公司作为被告的涉诉案件共16起，涉诉金额共0.11亿元，规模较小，对公司影响较小。

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G10340104011043000），截至2017年4月24日，公司本部未结清信贷信息记录良好，已结清信贷信息记录中有欠息2笔，共5.60万元，系华夏银行合肥分行系统周末未及时扣款所致，华夏银行合肥分行针对此欠息出具了说明，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力指标尚可，长期偿债能力指标有待提高。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，具有丰富的管理和运营经验，公司在当地市场竞争实力较强，公司整体偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

截至 2016 年底，公司在存续期内的公开发行债券的待偿本金合计 20.00 亿元。从资产情况来看，截至 2016 年底，公司现金类资产为“16 国购 01”、“16 国购 02”和“16 国购 03”待偿本金合计的 1.09 倍，覆盖程度较高，净资产为待偿本金合计的 5.67 倍，覆盖程度较高。从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为待偿本金合计的 0.41 倍，覆盖程度较高。从现金流情况来看，2016 年，公司经营活动现金流入量为待偿本金合计的 3.28 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，在建项目较为充足。联合评级认为，公司对“16 国购 01”、“16 国购 02”和“16 国购 03”的偿还能力仍较强。

八、综合评价

2016 年，公司进行并购扩张，资产、权益规模大幅增长，房地产业务收入有所增长，经营活动现金流净额由负转正；公司待售面积较大，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项目区域集中度高，在建项目未来融资需求大，资产受限程度高，债务负担较重，盈利能力较弱等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司新并入化肥业务，公司营业范围将有所扩大；在建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，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“16 国购 01”、“16 国购 02”和“16 国购 03”的债项信用等级为 AA。

附件 1　国购投资有限公司
主要计算指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	347.27	428.44
所有者权益（亿元）	87.02	113.40
短期债务（亿元）	19.52	49.69
长期债务（亿元）	105.27	118.47
全部债务（亿元）	124.79	168.17
营业收入（亿元）	62.38	69.44
净利润（亿元）	4.81	4.05
EBITDA（亿元）	8.64	8.19
经营性净现金流（亿元）	-2.58	6.24
应收账款周转次数（次）	30.49	17.59
存货周转次数（次）	0.46	0.47
总资产周转次数（次）	0.19	0.18
现金收入比率（%）	75.46	66.04
总资本收益率（%）	2.97	2.27
总资产报酬率（%）	2.25	1.91
净资产收益率（%）	5.91	4.04
营业利润率（%）	14.01	17.66
费用收入比（%）	8.52	8.52
资产负债率（%）	74.94	73.53
全部债务资本化比率（%）	58.92	59.73
长期债务资本化比率（%）	54.75	51.09
EBITDA 利息倍数（倍）	0.63	0.49
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.05
流动比率（倍）	1.19	1.14
速动比率（倍）	0.42	0.45
现金短期债务比（倍）	0.69	0.44
经营现金流动负债比率（%）	-1.90	3.54
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.43	0.41

注：1、长期应付款已计入长期债务；2、EBITDA/待偿本金合计=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/本次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/本次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 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。