跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1349 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”、“16 国购 03”和“18 国购 01”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：

二零一八年六月二十六日

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 2018 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	2017 年 6 月 22 日
16 国购 02	6.6 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2017 年 6 月 22 日
16 国购 03	8.4 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2017 年 6 月 22 日
18 国购 01	5 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2018 年 1 月 23 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	428.44	447.91
所有者权益（亿元）	113.40	114.83
长期债务（亿元）	118.47	113.83
全部债务（亿元）	168.17	176.81
营业收入（亿元）	69.44	83.84
净利润（亿元）	4.05	5.09
EBITDA（亿元）	8.19	15.62
经营性净现金流（亿元）	6.24	19.62
营业利润率（%）	17.66	22.71
净资产收益率（%）	4.04	4.46
资产负债率（%）	73.53	74.36
全部债务资本化比率（%）	59.73	60.63
流动比率（倍）	1.14	1.04
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	0.54	1.02
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.33	0.62

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、长期应付款和其他非流动负债中债务计入长期债务；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

2017 年，国购投资有限公司（以下简称“公司”或“国购投资”）受合并安徽省司尔特肥业股份有限公司（以下简称“司尔特”）全年经营成果影响，收入和利润规模有所增长；经营活动现金流净流入规模大幅增加；公司尚未开发的土地储备均价较低，在建项目规模较大，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、对外担保规模较大、债务集中偿付压力较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，伴随公司在建商品房和商业物业项目完工、配套物业销售和出租，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”、“16 国购 03”和“18 国购 01”的债项信用等级为 AA。

优势

1．2017 年，受益于合并司尔特全年经营成果，公司收入和利润规模有所增长。

2．公司土地储备成本较低，2017年，公司房地产业务协议销售面积增长较快，经营活动现金流净流入规模大幅扩大。

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；部分销售项目位于三四线城市，有一定去化压力；公司主要物

业租赁项目处于招商期或经营初期，未来运营情况存在一定不确定性。

2．公司跨界经营和整合化肥生产业务存在一定不确定性；化肥行业产能过剩，市场需求下滑，司尔特产能利用率较低。

3．公司地产在建项目规模较大，公司项目后续开发尚需较大规模投资，存在较大资本支出压力，且公司 2018~2019 年面临一定集中偿付压力。

4．公司预付款项和其他应收款占比较大，存在资金占用；资产受限程度高；对外担保规模较大，存在一定或有负债风险；公司商誉规模较大，未来若被收购企业经营业绩未达标，则存在一定减值风险。

分析师

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

支亚梅
电话：010-85172818
邮箱：zhiym@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。

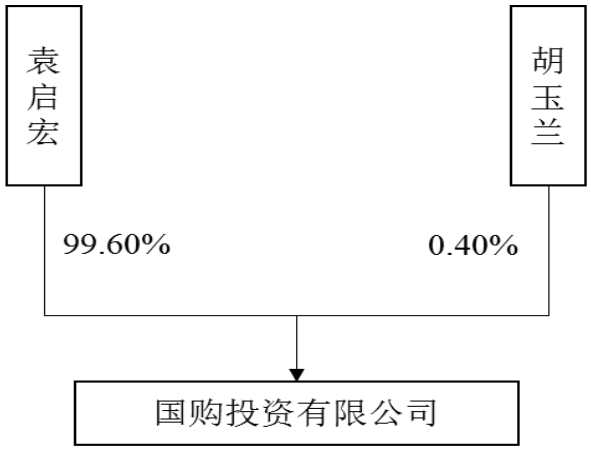
分析师：

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 2017 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%；二人系夫妻关系，共持有公司 100.00%的股份。袁启宏是公司的控股股东和实际控制人。

图 1　截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017 年，公司经营范围和组织架构无重大变化。截至 2017 年底，公司合并范围内子公司 50 家；拥有在职员工 4,031 人。

截至2017年底，公司合并资产总计447.91亿元，负债合计333.08亿元，所有者权益（含少数股东权益）114.83亿元，其中归属于母公司所有者权益58.51亿元。2017年，公司实现营业收入83.84亿元，净利润（含少数股东损益）5.09亿元，其中归属于母公司所有者净利润4.24亿元；经营活动现金流量净额19.62亿元，现金及现金等价物增加额7.19亿元。

公司注册地址：安徽省合肥市蜀山区肥西路 66 号汇金大厦 26 层；法定代表人：袁启宏。

二、债券发行及募资资金使用情况

“16 国购 01”于 2016 年 2 月 1 日发行结束，发行规模 5 亿元，期限为 5 年期，票面利率为 7.20%，存续期第 3 年末附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权；“16 国购 02”于 2016 年 3 月 17 日发行结束，发行规模 6.6 亿元，期限为 5 年期，票面利率为 7.30%，存续期第 3 年末附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权；“16 国购 03”于 2016 年 7 月 25 日发行结束，发行规模 8.4 亿元，期限为 5 年期，票面利率为 7.29%，存续期第 3 年末附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。

“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。募集资金使用用途符合募集说明书承诺的用途。

公司于 2018 年 2 月 3 日支付了“16 国购 01”上一计息年度的利息，于 2018 年 3 月 17 日支付

了“16 国购 02”上一计息年度的利息，于 2017 年 7 月 25 日支付了“16 国购 03”上一计息年度的利息。

“18 国购 01”于 2018 年 4 月 11 日发行结束，发行规模 5 亿元，期限为 5 年期，票面利率为 7.80%，存续期第 3 年末附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。截至 2018 年 5 月底，募集资金已全部使用完毕，扣除发行费用后全部用于偿还公司债务。募集资金使用用途复合募集说明书承诺的用途。

截至报告出具日，“18 国购 01”尚未到达第一个付息日。

三、行业分析

公司主营业务涉及房地产行业和化学肥料生产行业。

1. 房地产行业

（1）行业概况

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 7.2%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 11.6%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.5%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.0%。

土地供给

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

开发资金来源

2017年，全年房地产开发企业到位资金156,053亿元，同比增长8.20%，增速较上年下降7.00个百分点。其中，国内贷款25,242亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872亿元，同比增长3.50%；其他资金79,770亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,694亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906亿元，同比下降2.00%，银行信贷收缩使得按揭贷款增速有所下降。同时资管新规的出台将使得非标业务尤其是信托通道业务面临收缩压力，在地产调控持续的背景下，房地产融资手段和融资成本的控制越发重要。

商品房市场供需

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%。其中，住宅销售面积同比增长5.30%，办公楼销售面积同比增长24.30%，商业营业用房销售面积同比增长18.70%；住宅销售额同比增长11.30%，办公楼销售额同比增长17.50%，商业营业用房销售额同比增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；

房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，处于相对历史低位状态，其中住宅待售面积同比减少25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

2017年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%，二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到12%左右水平。

行业竞争

2017年，房地产市场集中度继续提高，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为24.10%和32.50%，分别较上年提高5.29和7.17个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为15.38%和20.03%，分别较上年提高3.19和4.09个百分点。据克而瑞统计，2017年千亿房企阵营增加到17家，销售额Top10的门槛提升到1,500亿元，再次呈现强者恒强局面。

行业政策

在国内经济发展稳中向好和防范系统性金融风险的背景下，房地产行业从2016年10月开始密集出台调控政策，并在2017年持续加码，市场政策环境已经开始从注重去库存转向稳定房地产市场的方向发展。2017年，房地产行业政策坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的基调，整体延续分类调控、因城施策的思路：一方面高库存的三四线城市落实各种措施去库存；另一方面，一线城市和热点二、三线城市继续出台或升级以“限购、限贷、限价、限售”为核心的调控政策；此外，金融去杠杆持续推进，严格限贷同时，热点城市严查“消费贷”资金流向，严防资金违规流入房地产市场；同时，开始对房地产企业的非标融资和海外融资进行限制。

在加快建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策导向下，2017 年下半年开始，政府积极推进租赁市场的建设发展，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的基本住房制度。

（2）行业关注

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

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，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从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面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债券违约风险。

房地产调控政策趋于长期化

2016年10月以来，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控。

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。

（3）行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产行业在供给侧改革与因城施策的背景下，2017年商品房销售金额和销售面积实现新的突破，但是不同区域城市分化进一步凸显；预计2018年热点城市供需下行局面仍将持续，

三、四线城市平稳增长。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，行业兼并重组成为趋势；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。

（4）安徽省房地产市场概况

安徽省位于中国大陆东部，合肥为其省会城市，安徽与江苏、上海、浙江共同构成的长江三角洲城市群已成为国际 6 大世界级城市群之一。2017 年，安徽省常住人口 6,254.8 万人，近三年年均复合增长 0.90%。2017 年安徽省的地区生产总值为 27,518.7 亿元，按可比价格计算，较上年增长 8.5%。2017 年，安徽省固定资产投资 29,186 亿元，按可比口径计算，较上年增长 11%，比全国高 3.8 个百分点，居全国第 11 位。

土地出让方面，根据星空地产研究院数据，2017 年安徽省经营性土地总供应面积 52,863.82 亩，较上年增长 30.22%；总成交面积 43,887.92 亩，较上年增长 15.77%；总成交金额约 1,797.04 亿元，较上年增长 9.58%。地价方面，2017 年全年安徽省土地成交均价较 2016 年全年小幅下降 5.35%，为 409.46 万元/亩。

房地产开发投资方面，2017 年，安徽省房地产开发投资增长较快，全省全年完成房地产开发投资 5,612.47 亿元，较上年增长 21.90%，比全国水平高 14.9 个百分点；其中住宅投资 4,007.00 亿元，较上年增长 30.50%，比上年提高 22.8 个百分点。2017 年，安徽省房屋新开工面积为 11,398.66 万平方米，较上年增长 32.80%；竣工面积 4,747.71 万平方米，较上年下降 11.80%。

随着 2017 年房地产调控措施陆续出台，安徽省商品房销售增速回落较大；2017 年，安徽省商品房销售面积 9,200.71 万平方米，较上年增长 8.20%，增速比上年回落 29.5 个百分点；商品房销售额为 5,865.77 亿元，较上年增长 16.50%，增速比上年回落 32.9 个百分点。

政策方面，2016 年 10 月，安徽省合肥市发布房地产限购政策《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》，内容包括增加居住用地供应力度、实施区域性住房限购、实施差别化住房信贷政策等内容，以控制合肥市房价的过快增长；2017 年 5 月，安徽省七部门发布《关于推进非住宅商品房去库存的若干意见》，通过去库存与供地联动、鼓励企业将非住宅商品房转为自持物业、鼓励个人购买商住公寓等途径，指导各地有序化解非住宅商品房库存；2017 年 10 月，合肥市政府发布《关于加快推进合肥市住房租赁试点工作的通知》，从培育市场供应主体、增加住房租赁供应、提供政策支持等方面加快推进住房租赁。

总体看，近年来随着安徽省地区生产总值的持续攀升，全省固定资产投资以及房地产开发投资也保持逐年增长；随着政府对房地产市场开展调控，2017 年，安徽省商品房销售增幅有所回落，以合肥为代表的城市相继出台了房地产调控政策；安徽省非住宅商品房库存受政府去库存政策影响，去化压力有所缓解，市场消化能力上升，但区域分化明显，部分城市仍有较大的库存去化压力。

2. 化肥行业

（1）行业概况

化肥产业是建设现代化农业的重要支撑，其具有使用范围广、用量大，是关系国计民生的重要基础产业，对于保障粮食安全和促进农民增收具有十分重要的作用。化肥是常年生产、季节性消费的商品，农作物的生长周期决定了化肥需求的淡旺季。目前，对淡旺季的规定如下：氮肥旺季为 2~6 月、9~11 月；重过磷酸钙旺季为 2~5 月；磷酸一铵、磷酸二铵旺季为 2~5 月、8~10 月。我国化肥行业在快速发展的同时也存在许多问题，主要表现在：产能过剩矛盾突出，产品结构与农化服务不能适应现代农业发展的要求，技术创新能力不强，节能环保和资源综合利用水平不高，硫、钾资源对

外依存度高等。

化肥的主要品种有氮肥、磷肥和钾肥。全球化肥市场，氮磷钾肥总体供需呈平衡状态。在产能、产量与消费量上看，氮肥>磷肥>钾肥，但基于三种化肥的价格分别可能受到的影响，长期来看，价格的波动范围变化趋势将是钾肥价格最为稳定，其次是磷肥，尿素价格波动可能最大。我国作为农业大国，人口众多，政府对于农业发展始终非常重视。我国的农民偏好使用氮肥，全国农业技术推广服务中心对 88 个化肥经销商的调查结果显示，农民购买氮肥所占的比重最大，为 41%，其次是复混肥，占 28%。而磷肥和钾肥的比重仅占 18%和 12%。我国氮、磷、钾的消费比例仅为 1：0.32：0.17，农业部要求的比例为 1：0.37：0.25，与世界平均水平 1：0.40：0.27 还有一定差距。从施用的作物看，60%用于粮食作物，40%用于经济作物和其他行业。

2017 年，我国共生产化肥 6,065.20 万吨，同比减少 2.60%；分品种看，除磷肥和钾肥产量在 2017 年出现微增外，我国主要化肥品种产量 2017 年均呈下降态势。2017 年，氮肥产量 3,834.88 万吨，同比减少 4.40%；尿素产量 2,629.36 万吨，同比下降 14.71%；磷肥产量为 1,627.44 万吨，同比微增 0.70%；钾肥产量为 599.69 万吨，同比微增 0.30%。从出口看，2017 年，我国化肥出口数量为 2,548.00 万吨，同比下降 8.90%；化肥出口额为 61.82 亿美元，同比下降 7.00%。从价格方面看，2016 年三季度以来，受煤炭价格上涨和环保限产导致装置开工率持续低位运行的影响，化肥价格出现较大幅度的回升。截至 2016 年底和 2017 年底，我国尿素（含氮 46%）平均价格分别为 1.68 元/千克和 2.04 元/千克；国产过磷酸钙（含磷 16%）平均价格分别为 0.86 元/千克和 0.93 元/千克；氯化钾（含氧化钾 60%）平均价格分别为 2.79 元/千克和 2.95 元/千克。

复合肥是指由化学方法或（和）混合方法制成的含作物营养元素氮、磷、钾中任何两种或三种的化肥，复合肥养分全面、含量高；物理性状好、便于施用；副成分少、对土壤无不良影响；配比多样，有利于针对性的选择和施用，对于平衡施肥、提高肥料利用率、促进作物的高产稳产有着十分重要的作用。得益于国家政策的支持，我国复合肥行业快速发展，我国复合肥产业仅用 20 余年的时间，完成了从全部依赖进口到自给自足的转变。自 2004 年以来，我国政府连续出台十三个指导“三农”工作的中央一号文件，有力地促进了农民增产增收，提高了农民种粮积极性，提高了农业综合生产能力，为复合肥行业发展提供了良好的基础。此外，经过 30 多年的快速发展，我国的复合肥装置生产工艺也从简单的滚筒造粒到喷浆造粒和高塔造粒，生产的肥料类型也从普通的平衡肥、低含量复合肥向新型肥、高含量复合肥发展。价格方面，受原材料价格普遍上涨影响，2017 年国内复合肥价格有所回升；以硫酸钾复合肥为例，截至 2017 年底全国硫酸钾复合肥平均价为 2,360.00 元/吨，较年初的 2,185.00 元/吨上涨约 8.01%。

目前，国内化肥行业集中度低，行业排名前十的企业所占市场份额仅为 30%，主要分布在山东、湖北、四川、河南、青海等省份，行业龙头企业主要包括中国化工集团公司、湖北宜化化工股份有限公司、四川美丰化工股份有限公司、云天化集团等。整体看，我国化肥行业区域分布比较分散，不利于规模经济优势和资源优势的发挥。

总体看，化肥行业产能目前仍过剩，供需矛盾依然存在，化肥产品产量持续下降；化肥行业集中度较低；2016 年三季度以来，受煤炭价格上涨和环保限产导致装置开工率持续低位运行的影响，化肥价格有所回升。

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

2017 年，公司实现营业收入 83.84 亿元，同比增长 20.74%，主要系 2017 年公司合并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）全年收入，而去年同期只合并了司尔特一个月的收入所致；实现净利润 5.09 亿元，同比增长 25.76%；其中，归属于母公司所有者的净利润 4.24 亿元。

从收入构成看，房地产业务是公司营业收入的主要来源，2016~2017 年，公司房地产业务分别实现营业收入 62.76 亿元和 54.83 亿元，占比分别为 90.37%和 65.40%；2017 年公司房地产业务收入同比下滑 12.64%，主要系交房面积同比减少所致。2016 年 12 月，公司合并范围新增司尔特，公司新增化肥生产业务，对当期利润影响较小；2017 年，公司化学肥料业收入 25.83 亿元，占公司当期营业收入的 30.81%，化学肥料业成为公司收入来源的良好补充。2017 年，公司实现租金及管理费收入 2.15 亿元，同比增长 10.82%，但占营业收入的比例有所下滑。公司制造业收入规模较小，2016~2017 年，公司逐步处置了制造业子公司，2017 年公司收入构成中不再有制造业收入。公司商品销售收入和其他业务收入规模较小，对公司经营影响较小。

表1　2016~2017年公司营业收入情况（单位：亿元，%）

业务板块	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业务	62.76	90.37	22.80	54.83	65.40	28.85
化学肥料业务	1.91	2.75	18.85	25.83	30.81	20.58
租金及管理费	1.94	2.80	60.41	2.15	2.56	47.11
制造业收入	2.25	3.24	54.20	--	--	--
商品销售收入	0.43	0.62	13.52	0.44	0.53	25.99
其他	0.15	0.22	40.96	0.59	0.70	32.95
合计	**69.44**	**100.00**	**24.73**	**83.84**	**100.00**	**26.78**

资料来源：公司提供

从毛利率水平来看，2017 年，公司综合毛利率为 26.78%，同比提高 2.05 个百分点，主要系房地产业务毛利率提升所致。伴随公司房地产业务所在合肥等区域房地产市场回暖，公司房地产业务毛利率持续提升，2016~2017 年分别为 22.80%和 28.85%。2017 年，公司化学肥料业务毛利率为 20.58%，有所上升。2017 年，公司租金及管理费毛利率为 47.11%，同比下降 13.30 个百分点，主要系维修和专项改造等支出较多所致。公司商品销售收入和其他业务收入毛利率波动较大，但收入占比较低，对公司整体毛利率水平影响有限。

总体看，受公司新增化肥生产业务影响，公司经营范围有所扩大，2017 年营业收入有所增长；受房地产业务提升影响，公司整体毛利率有所提升。

2. 房地产业务

公司房地产开发业务主要以商品房开发销售为主，经营实体主要为项目公司，公司本部行使主要管理职能。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

2017 年，公司通过收购方式获取 2 宗土地。2017 年 8 月，公司以 1.45 亿价款从广地置业（澳门）控股有限公司受让广地置业（宣城）有限公司（以下简称“广地置业”）70%的股权，从而获得广地置业名下占地面积 102,506 平方米的宣城新港住宅项目开发权；2017 年 9 月，公司与凤卫东、凤海山、王春龙签订了股权转让协议，以 2.42 亿价款受让凤卫东、凤海山、王春龙持有的东至恒美置业有限公司（以下简称“东至恒美”）、东至江城置业有限公司（以下简称“东至江城”）100%的股权，从而获得东至恒美、东至江城名下占地面积 197,871 平方米的住宅项目开发权。

表2　2017年公司土地获取情况（单位：万平方米，元/平方米）

开发项目	获取时间	土地获取方式	土地面积	区域	性质	规划建筑面积	楼面均价
宣城国购公园里	2017.8	收购	10.25	宣城	住宅	20.69	1,060
池州国购名城	2017.9	收购	19.79	池州	住宅	48.93	495
合计	--	--	**30.04**	--	--	**69.62**	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司土地储备为京商商贸城项目（合肥）项目和池州国购名城项目。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，楼面均价 305 元/平方米；剩余未开发面积为 130.86 万平方米，业态包含写字楼、酒店等；池州国购名城项目业态为住宅，规划建筑面积 48.93 万平方米，楼面均价为 495 元/平方米。公司土地储备规模能够满足未来 1~2 年的项目开发需求，但公司土地储备较为集中，未来公司项目储备有待进一步扩展。

表3　截至2017年底公司土地储备情况（单位：万平方米，元/平方米，%）

项目名称	区域/位置	土地用途	主要业态	占地面积	规划建面	楼面均价	尚未开发的土地面积	尚未开发的建筑面积	享有权益
京商商贸城部分区域	合肥	商办用地	专业市场、办公、商业、酒店	174.93	629.62	305	26.63	130.86	100
池州国购名城部分区域	池州	住宅用地	住宅	19.79	48.93	495	9.71	27.35	100
合计	--	--	--	**194.72**	**678.55**	--	**36.34**	**158.21**	--

资料来源：公司提供

总体看，公司尚未开发的土地储备均价低，土地储备能够满足公司未来 1~2 年开发需求，公司土地储备较为集中，未来公司项目储备有待进一步扩展。

（2）项目开发

2017 年，公司新开工项目 2 个，新开工面积 113.13 万平方米，同比增加 54.97%，主要系新增宣城新港和池州大渡口两个新项目所致，京商商贸城项目保持平稳开发推进；竣工面积 109.33 万平方米，同比减少 59.21%；完成交付项目 3 个，交付面积 98.22 万平方米，同比下降 63.35%，竣工面积和完成交付面积均有所下降，主要系京商商贸城专业市场于 2016 年集中竣工交付，2017 年竣工面积和完成交付面积趋于平稳。

表4　2016~2017年公司房地产业务开发数据情况（单位：个，万平方米）

项目	2016年	2017年
新开工项目数量	2	2

新开工面积	73.00	113.13
竣工面积	268.00	109.33
完成交付项目数量	5	3
完成交付面积	268.00	98.22
在建项目数量	14	13
在建面积	429.00	455.94

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，主要系统计口径差异及部分项目重复计算所致。

截至 2017 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、宣城国购公园里和池州国购名城等项目；公司在建项目 13 个，在建项目总建筑面积 1,187.39 万平方米，其中已竣工面积 571.96 万平方米；在建项目的计划总投资额为 441.53 亿元，已完成投资额为 291.44 亿元，尚需投资额为 150.09 亿元，未来资金需求仍较大。

表 5　截至 2017 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	用途	区位	总建筑面积	开工时间	预计完工时间	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	商办	合肥	629.62	2013.1	2018.10	296.89	258.43	143.00	191.21	106.51
滨湖假日花园	商住	合肥	156.00	2009.6	待定	134.33	126.63	1.23	73.43	70.01
星河府	商办住宅	合肥	58.51	2010.9	2019.12	47.3	40.39	13.86	50.01	46.42
国购中心	公寓酒店	合肥	39.58	2011.8	2018.4	0.00	4.50	12.75	14.71	12.50
无为国购广场	商业	无为	14.61	2014.6	待定	--	--	--	6.07	3.20
无为国际酒店	酒店	无为	9.40	2015.12	待定	--	--	--	3.47	0.56
淮北汽车文化园	商业	淮北	23.15	2012.12	2017.12	10.01	15.88	7.12	5.58	4.22
蚌埠国购广场	商住	蚌埠	101.19	2013.6	AB 区 2016.4 CD 区 2020.1	53.08	44.97	15.76	31.30	19.65
宿州国购广场	商业公寓快捷酒店	宿州	37.80	2014.8	2018.9	30.35	19.23	3.17	17.65	13.56
国购广场二期西园	商办	合肥	13.40	2016.6	2019.5	--	--	--	12.52	6.59
芜湖汽贸城一期	商办	芜湖	34.51	2016.10	2018.12	--	7.24	22.08	12.06	4.93
宣城国购公园里	住宅	宣城	20.69	2017.11	2019.12	--	--	--	7.54	1.76
池州国购名城	住宅	池州	48.93	2017.11	2019.12	--	--	--	15.98	1.53
合计	**--**	**--**	**1,187.39**	**--**	**--**	**571.96**	**517.27**	**218.97**	**441.53**	**291.44**

资料来源：公司提供
注：总建筑面积包含尚未开工的计入土地储备的面积。

总体看，2017 年，公司新开工面积有所增长；在建项目规模较大，所需投资规模仍较大，存在一定的资本支出压力。

（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，2016~2017 年，公司实现协议销售面积分别为 84 万平方米和 206 万平方米，

2017 年销售面积同比增长 145.24%，增长较快主要系京商商贸城项目销售面积大幅增加导致；2017 年，公司与信托公司签订了《特定资产收益权转让合同》，转让了京商商贸城项目中建筑面积约 109 万平方米的正在建设的、规划用途为办公的未售高层物业和星河府项目中建筑面积约 9.2 万平方米的正在建设的、规划用途为办公的物业。从销售均价来看，2017 年，公司协议销售均价下降较多主要系上述合同中京商商贸城项目转让均价相对公司整体销售均价较低（京商商贸城项目合同转让均价为 4,500 元/平方米）且转让面积较大所致。2016~2017 年，公司分别实现协议销售金额 47.44 亿元和 104.68 亿元，公司 2017 年协议销售金额增长较快，同比增长 120.66%。受开发进度影响，2017 年，公司结转收入面积 112 万平方米，结转收入 54.83 亿元，同比有所下降。

表 6　2016~2017 年公司房地产业务运营情况（单位：平方米，元/平方米，亿元）

项目	2016 年	2017 年
协议销售面积	84	206
协议销售均价	5,647	5,082
协议销售金额	47.44	104.68
回款金额	41.33	74.77
结转收入面积	129	112
结转收入	62.76	54.83

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司可售项目（包含在建项目和已竣工项目）的总规划可售面积 1,027.00 万平方米，剩余可售面积 239.31 万平方米，其中剩余可售面积较大的京商商贸城业态以高层办公、底商为主，需关注其后续销售情况。

表7　截至2017年底公司可售项目情况（单位：万平方米）

项目名称	项目位置	总可售面积	开工时间-竣工时间/预计竣工时间	累计已销售面积	剩余可售面积
星河府	合肥	54.25	A 地块：2010.9-2014.3 B 地块：2015.12 开工，预计 2019.12 完工	40.39	13.86
滨湖假日花园	合肥	127.86	2009.6 开工，完工待定	126.63	1.23
国购中心	合肥	17.25	2011.8-2018.4	4.50	12.75
海棠湾	合肥	26.97	2011.9-2014.10	25.76	1.21
京商商贸城	合肥	401.43	2013.1-2018.10	258.43	143
淮北国购广场	淮北	80.48	2012.1-2018.1	72.06	8.42
淮北汽车文化园	淮北	23	2012.12-2017.12	15.88	7.12
宿州国购广场	宿迁	22.4	2014.1-2018.9	19.23	3.17
蚌埠国购广场	蚌埠	60.73	A/B:2013.6-2016.4 C/D：2015.12 开工，预计 2020.1 完工	44.97	15.76
宣城国购广场项目	宣城	17.51	2011.5-2014.4	17.08	0.43
郎溪国购广场项目	郎溪	24.79	2012.5-2015.5	23.89	0.9
郎溪小商品市场项目	郎溪	8.79	2011.8-2013.10	2.78	6.01
芜湖汽车产业园	芜湖	29.32	2016.10-2018.12	7.24	22.08
亳州观澜天下项目	亳州	30.24	2013.9-2016.6	28.81	1.43
蓝鼎中央城柏悦园	芜湖	18.51	2011.10-2013.12	100.04	1.94
蓝鼎中央城铂金园	芜湖	13.01	2012.6-2013.12		

蓝鼎中央城翰林园	芜湖	17.37	2012.5-2014.4		
观澜园	芜湖无为	19.11	2012.10-2015.10		
清华园	芜湖无为	6.37	2012.10-2015.5		
观湖园	芜湖无为	12.86	2013.11-2016.9		
锦绣园	芜湖无为	14.75	2014.5-2016.12		
合计	--	**1,027.00**	--	**787.69**	**239.31**

资料来源：公司提供

总体看，公司项目主要分布区域为合肥地区，公司京商商贸城等项目销售面积和销售金额增长较快；受安徽省非住宅商品房去库存政策影响，公司商业项目去化压力有所缓解；但公司在售项目区域分布较为集中，易受到区域政策环境对未来销售的影响，且部分项目布局在安徽省三、四线城市，仍面临一定去化压力。

（4）物业租赁

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 2017 年底，公司正在经营的物业项目总可出租面积 44.42 万平方米，已正常经营的物业项目出租率均在 95%以上，经营情况良好。京商商贸城（面积 59.57 万平方米，业态包含五金、家居建材、鞋帽服装，日用百货、家电灯具等）及滨湖区的国购中心（面积 33.32 万平方米，业态商业零售为主）目前处于装修招商期。

2017 年，公司经营性物业平均租金水平为 3.30 元/平方米/天，受市场需求较好影响，价格同比提高 10.00%；2016~2017 年，公司经营性物业获得租金收入分别为 2.02 亿元和 2.23 亿元，呈增长态势；未来如果京商商贸城和滨湖区的国购中心招商能够顺利完成，公司物业租赁收入有望增加。

截至 2017 年底，公司经营性物业总价值为 135.51 亿元，增值率为 128.29%，公司经营性物业增值率较高且集中于合肥市，未来如果合肥市商业地产市场波动，公司经营性物业价值可能受到一定影响。

表 8　截至 2017 年底公司经营性物业情况（单位：万平方米，%，亿元）

项目	位置	总可租面积	业态	入账成本	入账时间	截至 2017 年 12 月底公允价值	截至 2017 年 12 月底出租率	2016 年租金收入	2017 年租金收入
宣城国购广场	宣城市宣州区	2.67	综合商业	2.98	2013.11	6.81	100	0.37	0.36
郎溪国购广场	郎溪县建平镇	4.91	综合商业	2.44	2014.11	5.61	100	0.16	0.16
大润发	合肥市	2.11	综合商业	1.17	2008.11	5.59	100	0.09	0.09
合肥国购广场	合肥市蜀山区	5.04	综合商业	2.95	2004.12	17.41	100	0.87	0.83
郎溪小商品市场	郎溪县建平镇	5.68	综合商业	2.42	2013.10	4.73	95	0.18	0.18
合肥国购广场-IFC	合肥市蜀山区	2.32	综合商业	3.07	2014.10	5.55	100	0.35	0.36
淮北国购广场	淮北市相山区	21..69	综合商业	12.33	2014.12	21.85	100	--	0.25
京商商贸城-房屋	合肥市瑶海区	59.57	综合商业	16.90	2015.10	35.04	--	--	招商中
国购中心	合肥市滨湖区	33.32	综合商业	15.10	2016.09	32.92	--	--	装修中
合计	--	**137.32**	--	**59.36**	--	**135.51**	--	**2.02**	**2.23**

资料来源：公司提供

总体看，公司投资性物业公允价值较大，2017 年租金收入有所增长，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增长预计将产生明显推动作用；物业租赁项目中滨湖区国购中心、淮北国购广场和京商商贸城面积较大，招商进展和初期运营情况存在一定不确定性。

3. 化学肥料业

2016 年 12 月，公司合并范围新增司尔特，公司新增化肥生产业务，对公司 2016 年利润影响较小。2017 年，公司化学肥料业收入 25.83 亿元，系合并范围新增司尔特化肥业务所致，占公司当期营业收入的 30.81%，化学肥料业务成为公司的重要补充。

2017 年，司尔特实现营业总收入 26.03 亿元，同比减少 7.64%，主要系市场需求减弱所致；净利润 2.15 亿元，同比减少 12.92%。

司尔特目前拥有安徽宁国、安徽宣州、安徽亳州及贵州四大生产基地及宣城马尾山硫铁矿山、贵州开阳磷矿山，形成从硫铁矿制酸至磷复肥产品生产、销售较为完整的一体化产业链，建立起了一整套完善的磷复合肥生产服务体系。司尔特营业收入主要来源于三元复合肥和磷酸一铵的销售收入，2017 年三元复合肥和磷酸一铵占司尔特营业收入的比重分别为 55.91%和 36.44%。

2016~2017 年，司尔特三元复合肥年产能分别为 152.00 万吨和 120.00 万吨，2017 年产能下降系拆除宁国五里铺厂区老旧生产线所致。从产量看，2017 年，司尔特三元复合肥产量为 76.66 万吨，受市场需求下降等因素影响，产量同比减少 17.38%。从产能利用情况看，2016~2017 年，司尔特三元复合肥产能利用率分别为 61.05%和 63.89%，随着宁国五里铺厂区老旧生产线拆除，公司产能利用率有所回升，但整体仍处于较低水平；司尔特磷酸一铵年产能为 75 万吨，2017 年，司尔特磷酸一铵产能利用率为 99.85%，同比有所下滑，但仍处于较高水平；2017 年产能利用率下降主要系宣城生产线停产 3 个半月进行生产技改所致。

表9　2016~2017年司尔特主营产品销售情况（单位：万吨，%）

项目		2016年	2017年
三元复合肥	产能	152.00	120.00
	产量	92.79	76.66
	产能利用率	61.05	63.88
磷酸一铵	产能	75.00	75.00
	产量	86.11	74.89
	产能利用率	114.81	99.85

资料来源：公司提供，联合评级整理

从销售情况看，公司复合肥产品全部外销；2017 年，司尔特三元复合肥销量为 76.66 万吨，同比减少 17.68%，主要系市场需求减弱所致；受原材料价格上升等因素影响，销售均价为 1,807.47 元/吨，同比增长 8.12%；产销率为 100.00%，维持高位。磷酸一铵作为生产中间产品，首先用于满足公司复合肥生产，多余部分外销；2017 年，司尔特外销磷酸一铵 54.17 万吨，同比减少 23.17%；销售均价为 1,750.85 元/吨，同比增长 13.04%，随复合肥价格波动而波动；产销率为 72.33%，产销率较为一般，主要系产量包含自用部分所致。

表10　2016~2017年司尔特主营产品销售情况（单位：万吨，元/吨，%）

项目		2016年	2017年
三元复合肥	销量	93.12	76.66
	销售均价	1,671.76	1,807.47

	产销率	100.36	100.00
磷酸一铵（外销）	销量	70.51	54.17
	销售均价	1,548.90	1,750.85
	产销率	81.88	72.33

资料来源：公司提供，联合评级整理

从采购和销售集中度看，2017 年司尔特前五名供应商采购额合计占年度采购总额的比例为 36.97%，集中度尚可；2017 年司尔特前五大客户销售额合计占年度销售总额的比例为 12.86%，客户分散度较高。

在建项目方面，司尔特重点在建项目预算总金额 12.33 亿元，主要为新型复合肥项目、硫铁矿制硫酸和司尔特“O2O”农资电商服务平台建设等，资金来源主要为募投资金，已完成投资的比例较高，尚需投资金额较小，投资压力较小。

表 11　司尔特重点在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	预算金额	累计投入占预算的比例	工程进度	资金来源
马尾山硫铁矿项目	1.77	98.35	96	其他
90 万吨/年新型复合肥项目[1]	3.19	85.97	98.8	募投资金
O2O 农资电商服务平台项目	2.06	23.92	35	募投资金
宣城市体检及康复中心	0.48	31.11	40	其他
年产 90 万吨新型复合肥项目（宣城）	4.09	26.57	30	募投资金
25 万吨/年硫铁矿制酸项目[2]	--	--	--	--
磷矿技改扩能建设工程	0.75	76.56	85	其他
合计	**12.33**	--	--	--

资料来源：司尔特年报

总体看，2017 年，受市场需求减弱影响，主要产品销量有所下滑，但均价有所回升；三元复合肥产销率维持高位但产能利用率较低；磷酸一铵首先用于满足公司复合肥生产，多余部分外销；公司在建项目主要为新型复合肥项目等，投资资金压力较小。

4. 经营关注

（1）公司项目区域集中度较高

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）公司项目未来投资规模大，存在较大融资需求

公司项目后续开发尚需较大规模投资，存在较大资本支出压力。

（3）公司物业租赁项目较为集中且处于招商期，未来运营情况存在一定不确定性

公司合肥滨湖区国购中心正处于装修中，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。

[1] 2016 年 12 月 5 日、2016 年 12 月 14 日司尔特分别召开第四届董事会第四次（临时）会议审议、2016 年第二次临时股东大会审议通过了《变更部分募投项目的议案》，同意终止亳州“年产 90 万吨新型复合肥项目”部分子项目暨“20 万吨/年融料高塔造粒硝基复合肥装置及 10 万吨/年水溶肥装置项目”，并变更 4 亿元募集资金用途为建设宣城“年产 90 万吨新型复合肥和年产 25 万吨硫铁矿制硫酸项目”，亳州项目实际建设规模为 60 万吨。

[2] 25 万吨/年硫铁矿制酸项目截至 2017 年底已经转为固定资产，期末无在建。

（4）公司跨行业收购司尔特，跨界经营和业务整合存在一定不确定性

公司 2016 年 12 月份收购司尔特，司尔特业务以化肥生产为主，为公司发展大农业和大健康产业的提供重要平台，同时对公司跨界经营和业务整合能力形成一定挑战，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；化肥行业产能过剩，市场需求下滑，司尔特产能利用率较低。

（5）公司与信托公司签订《特定资产收益权转让合同》，未来合同履行情况存在一定不确定性

2017 年，公司与信托公司签订了《特定资产收益权转让合同》，转让了京商商贸城项目和星河府项目的部分物业，协议销售面积增长较快。

根据合同约定，当且仅当合同中所约定的各项前提条件全部持续满足时，受让方才有义务向公司支付首期转让价款及其后各笔转让价款。此外，合同项下特定资产收益权转让系以信托计划成立并生效、信托资金已足额划至信托财产专户为前提，如因法律法规的修改或颁布、国家宏观调控政策的变化、受让方监管部门提出新的监管要求或受让方无法成功募集用于支付特定资产收益权转让价款的全部资金等原因致使受让方无法支付合同项下全部转让价款或实现其在合同项下的目的，则合同自动解除，受让方不再负有对公司的付款义务，且受让方对公司不负有违约责任及其他任何赔偿责任；如因法律法规的修改或颁布、国家宏观调控政策的变化、受让方监管部门提出新的监管要求或受让方无法成功募集用于支付特定资产收益权转让价款的部分资金等原因致使受让方无法支付合同项下部分转让价款的，则受让方不再对该等未支付的转让价款负有对公司的付款义务，且受让方对公司不负有违约责任及其他任何赔偿责任，除非各方另有书面约定，合同的其他条款继续履行。未来合同履行情况存在一定不确定性。

5. 未来发展

未来三至五年，公司将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，持续提升核心竞争力。

住宅地产方面，公司将围绕公司功能定位及核心业务，进一步提升住宅地产发展水平和质量，在区域重点城市积极拓展新区域、新市场，加大新项目获取力度，加快开发节奏，形成多点布局，协同发展的局面。

商业地产方面，公司将科学研究商业地产项目规划布局，积极在重点城市占有核心资源，形成国购商业地产产品系列和竞争优势，打造具有国购特色的开发运营模式。

在社区综合服务方面，将传统的物业管理升级为“社区生活服务商”。一方面有质量地快速拓展物业服务管理面积，构建系统技术平台，实现用户大数据分析能力的跃升；另一方面加强增值服务的发展，引入高质量的合作方共建社区服务生态圈，进一步服务好用户，提升收益能力。

在化肥板块方面，上市公司司尔特紧紧围绕“规模化、资源化、高端化、信息化、现代化”的发展方向，引领亿万农户，实现互联网+现代农业新格局，提升企业核心竞争力。公司将继续坚持走生态配方肥之路，大力发展测土配方肥，积极开发新型肥料，让公司生产出的产品和提供的服务符合农民及其他消费者、市场的需求，快速抢占市场。

此外，公司计划对医疗教育、智能制造、产业地产、现代金融持续加大投入，通过加速实施资本化运作、资产化管理、专业化经营、国际化布局，进一步加快并深化产业的转型升级。

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 2016~2017 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。2017 年审计报告根据《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》和《企业会计准则第 16 号——政府补助》编制。2017 年，公司合并范围新增合并单位 3 家，减少合并单位 6 家，截至 2017 年底，公司合并范围子公司 50 家。公司合并范围有所变动，对财务数据有一定影响，但公司相关会计政策连续，财务数据可比性仍较强。

截至2017年底，公司合并资产总计447.91亿元，负债合计333.08亿元，所有者权益（含少数股东权益）114.83亿元，其中归属于母公司所有者权益58.51亿元。2017年，公司实现营业收入83.84亿元，净利润（含少数股东损益）5.09亿元，其中归属于母公司所有者净利润4.24亿元；公司经营活动现金流量净额为19.62亿元，现金及现金等价物增加额7.19亿元。

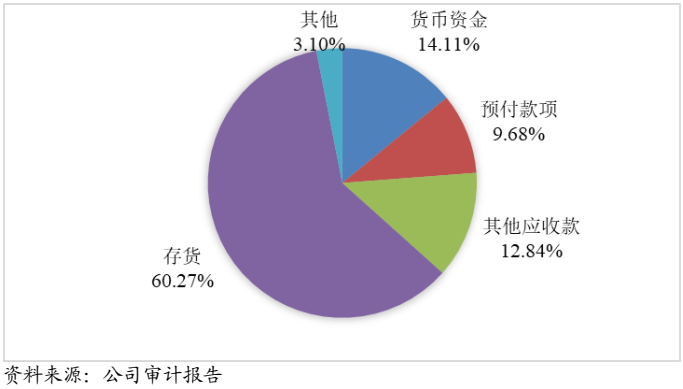
2．资产质量

截至2017年底，公司资产规模447.91亿元，较年初增长4.54%，变动不大；其中流动资产占比46.43%，非流动资产占比53.57%，资产结构较年初变动不大。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产总额207.94亿元，较年初增长3.56%，变动较小；流动资产主要由货币资金（占比14.11%）、预付款项（占比9.68%）、其他应收款（占比12.84%）和存货（占比60.27%）构成。

图2　截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司货币资金 29.33 亿元，较年初增长 36.98%，主要系房地产业务销售回款增长以及融资规模增长所致；货币资金主要由银行存款（占 74.28%）和其他货币资金（占 25.61%）构成；受限货币资金 7.50 亿元，受限比例为 25.57%，受限比例略高。

截至 2017 年底，公司预付款项 20.14 亿元，较年初增长 7.60%，主要系预付工程款等增长所致；从账龄结构看，公司预付款项 1 年内部分占 79.87%，1~2 年部分占 11.65%，其余为 2 年以上部分，公司预付款项账龄结构尚可。

截至 2017 年底，公司其他应收款 26.70 亿元，较年初增长 16.84%，主要系项目合作开发款增长

所致；其他应收款主要按照账龄结构计提坏账准备，其中1年内部分占52.41%，1~2年部分占25.42%，2~3年部分占6.01%，其余为3年以上部分，公司其他应收款账龄一般；其他应收款前五名共占36.16%，集中度尚可，公司其他应收款存在一定资金占用。

表12　截至2017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
合肥市五金商会	项目合作开发款项	4.75	16.49
安徽国商股权投资有限公司	代收销售保证金款	1.50	5.22
太平生活控股有限公司	投资款	1.50	5.21
合肥新站综合开发试验区财政局	保证金	1.50	5.20
亳州报业传媒投资有限公司	项目合作开发款项	1.16	4.04
合计	--	**10.41**	**36.16**

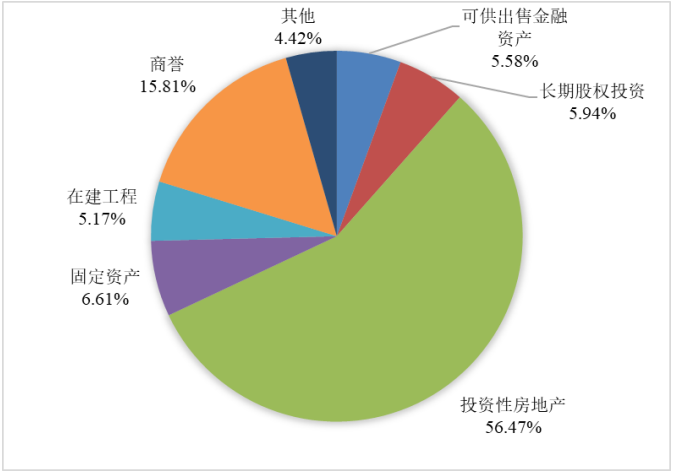
资料来源：公司审计报告

截至2017年底，公司存货125.33亿元，较年初增长3.83%，变动不大；存货主要由开发成本（占66.00%）和开发产品（占30.21%）构成，其他部分主要为司尔特化肥生产业务的原材料和库存商品；存货未计提跌价准备，公司存货中开发产品占比较高，且地产项目较为集中，若未来安徽地区地产市场波动，公司存货可能存在跌价风险；公司因抵押而受限存货为34.04亿元，受限比例为27.16%，受限比例略高。

非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产239.97亿元，较年初增长5.41%，主要系可供出售金融资产增长所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占5.58%）、长期股权投资（占5.94%）、投资性房地产（占56.47%）、固定资产（占6.61%）、在建工程（占5.17%）和商誉（占15.81%）构成。

图3　截至2017年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2017年底，公司可供出售金融资产13.39亿元，较年初大幅增长128.37%，主要系出于资金成本考虑购买信托投资及基金投资增长（收益率在7%~8%）以及新增对广州东凌国际投资股份有限公司（以下简称“广州东凌”）的投资所致。可供出售金融资产中，债务工具占63.48%，包含信托投资和基金投资；权益工具占36.52%，其中2017年新增对广州东凌投资按照公允价值计量，期末账面价值为3.60亿元，其余权益工具按照成本计量。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 14.25 亿元，较年初增长 35.63%，主要系 2017 年公司追加对长安动漫产业集团投资管理股份有限公司[3]投资 4.53 亿元所致。2016~2017 年，公司权益法下核算的长期股权投资收益分别为 208.03 万元和-240.65 万元，被投资企业的盈利能力较弱。

表 13　截至 2017 年底公司长期股权投资明细（单位：万元）

单位名称	被投资单位主要经营业务	期末金额
安徽国购光电科技有限公司	LED应用产品	637.52
长安动漫产业集团投资管理股份有限公司	制作发行动画片、专题片、电视综艺	59,631.27
Standard PeaceLimited	BVI	42,402.98
贵州路发实业有限公司	磷矿石开采与磷化工生产	39,828.01
四川省鑫豪特机器人科技有限责任公司	机器人技术服务	30.00
合计	--	**142,529.78**

资料来源：公司审计报告、公开资料及公司提供，联合评级整理
注：Standard PeaceLimited目前无实质性业务

截至 2017 年底，公司投资性房地产 135.51 亿元，较年初下降 1.85%，主要系公司处置宣城国购广场和淮北国购广场部分物业所致；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，以公允价值计量，累计增值率为 128.29%，增值率较高，其中已经营物业出租率较高；公司因抵押而受限投资性房地产 135.33 亿元，占比 99.87%，受限比例极高。

截至 2017 年底，公司固定资产 15.87 亿元，较年初减少 1.16%，变动不大；固定资产主要由房屋及建筑物（占比 71.58%）和机器设备及动力设备（占比 26.01%）构成；固定资产成新率为 68.07%，成新率较低；因抵押而受限的固定资产 2.74 元，受限比例为 17.27%，受限比例尚可。

截至 2017 年底，公司在建工程 12.40 亿元，较年初增长 25.96%，主要系合肥观湖大酒店和新型复合肥项目（宣城）建设推进所致。

截至 2017 年底，公司商誉 37.93 亿元，较年初下降 1.85%，主要系公司处置巢湖市宏光矿业有限公司，收购产生的商誉相应剥离所致。截至 2017 年底，公司商誉中规模较大的为安徽蓝鼎置地集团有限公司（29.57 亿元）和司尔特（7.88 亿元），公司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未达标，则存在一定减值风险。

从受限资产规模看，截至 2017 年底，公司因抵/质押等原因使用权受到限制的资产共 181.50 亿元，占资产总额的 40.52%，受限比例高。

总体看，2017 年，公司资产规模和结构变动不大；流动资产中，预付款项和其他应收款占比较大，存在资金占用；非流动资产主要以投资性房地产为主；公司对外投资规模增长，被投资企业盈利能力较弱；公司资产受限比例高，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

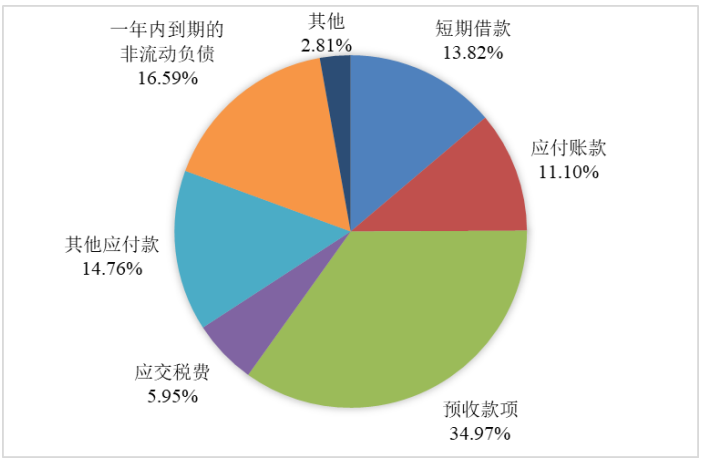
负债

截至 2017 年底，公司负债合计 333.08 亿元，较年初增长 5.72%，主要系流动负债增长所致；其中，流动负债占 59.94%，非流动负债占 40.06%，流动负债占比有所上升。

[3] 长安动漫产业集团投资管理股份有限公司系合资项目公司，公司通过其开展动漫产业园业务。目前在谈项目位于阜阳和成都等地。2016~2017 年权益法下确认的投资收益分别为-146.01 万元和-26.45 万元。

截至 2017 年底，公司流动负债 199.64 亿元，较年初增长 13.31%，主要系短期借款增长所致；流动负债主要由短期借款（占 13.82%）、应付账款（占 11.10%）、预收款项（占 34.97%）、应交税费（占 5.95%）、其他应付款（占 14.76%）和一年内到期的非流动负债（占 16.59%）构成。

图4　截至2017年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司短期借款 27.60 亿元，较年初增长 336.16%，主要系公司加大融资力度所致；短期借款主要由保证借款（占 41.70%）和抵押借款（占 43.99%）构成，其余为信用借款。

截至 2017 年底，公司应付账款 22.15 亿元，较年初增长 4.76%，主要系应付工程款增长所致。

截至 2017 年底，公司预收款项 69.81 亿元，较年初增长 14.71%，主要系 2017 年地产项目销售增长所致。

截至 2017 年底，公司应交税费 11.87 亿元，较年初增长 25.32%，主要系应交企业所得税和应交土地增值税增长所致。

截至 2017 年底，公司其他应付款 29.47 亿元，较年初下降 8.45%，变化不大；其中，账龄超过 1 年的其他应付款主要为应付安徽金邦资产管理有限公司往来款 1.29 亿元，因项目尚未结算而应付合肥建工集团有限公司 1.00 亿元，因尚未办证而产生的代收办证契税款项 1.69 亿元。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 33.13 亿元，较年初减少 13.03%；一年内到期的非流动负债全部为即将到期的贷款。

截至 2017 年底，公司非流动负债 133.43 亿元，较年初下降 3.90%，主要系长期借款和其他非流动负债减少所致；非流动负债主要由长期借款（占 47.92%）、应付债券（占 33.90%）和递延所得税负债（占 14.24%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 63.95 亿元，较年初下降 12.56%；公司长期借款中，抵押借款占 30.40%、质押借款占 38.13%、信用借款占 10.01%，其余为保证借款；从期限结构看，其中 1~2 年到期部分占 73.55%，2~3 年部分占 23.58%，其余为 5 年以上到期部分，公司 2019 年到期长期借款规模较大，届时公司长期借款可能存在集中偿付压力。

截至 2017 年底，公司应付债券 45.23 亿元，较年初增长 29.26%，主要系发行“17 国购 01”和“17 国购 03”所致；应付债券明细如下表所示，公司应付债券集中于 2018~2019 年面临回售。

表 14　截至 2017 年底公司应付债券明细（单位：亿元）

债券名称	发行规模	剩余规模	发行日期	到期日期	回售行权日期
14司尔01	3.00	2.03	2014-10-22	2019-10-22	2017-10-23
15司尔债	3.00	3.00	2015-11-19	2020-11-19	2018-11-19
16国购01	5.00	5.00	2016-02-01	2021-02-01	2019-02-01
16国购02	6.60	6.60	2016-03-17	2021-03-17	2019-03-17
16国购03	8.40	8.40	2016-07-25	2021-07-25	2019-07-25
16国购债	10.00	10.00	2016-11-22	2019-11-22	2018-11-22
17国购01	8.00	8.00	2017-08-29	2020-08-29	--
17国购03	3.00	3.00	2017-12-29	2020-12-29	2019-12-29
合计	**47.00**	**46.03**	--	--	--

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合评级整理

截至2017年底，公司递延所得税负债19.00亿元，较年初减少3.67%，变动不大。

截至2017年底，公司全部债务176.81亿元，较年初增长5.14%，主要系短期借款增长和发行公司债所致；其中，短期债务62.98亿元（占比35.62%），长期债务113.83亿元（占比64.38%），公司债务结构中长期债务占比较高。2016~2017年，公司资产负债率分别为73.53%和74.36%，有所增长；全部债务资本化比率分别为59.73%和60.63%，有所增长；长期债务资本化比率分别为51.09%和49.78%，有所下降。公司债务负担有所加重，短期债务规模较大，面临一定集中偿付压力；若“15司尔债”或“16国购债”投资者选择行使回售权，公司短期偿债压力将进一步加重。

总体看，2017 年，公司负债规模有所增长，流动负债占比有所提升；债务负担有所加重，短期债务规模较大，长期借款中 2019 年到期部分占比较多，应付债券集中于 2018~2019 年面临回售，公司 2018~2019 年面临一定的集中偿付压力。

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计114.83亿元，较年初增长1.27%，变动较小；公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占50.95%，归属母公司所有者权益中，实收资本、其他综合收益和未分配利润分别占4.27%、58.55%和37.18%，公司所有者权益稳定性有待提升。

总体看，2017年，公司所有者权益规模变动不大，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

2017 年公司营业收入 83.84 亿元，同比增长 20.74%，主要系主要系 2017 年公司合并司尔特全年收入，而去年同期只合并了司尔特一个月的收入所致；实现净利润 5.09 亿元，同比增长 25.76%；其中归属于母公司所有者的净利润 4.24 亿元。

从期间费用来看，2017 年，公司期间费用总额 12.56 亿元，同比增长 112.25%，主要系合并范围增加司尔特所致。2017 年，公司销售费用和管理费用分别为 2.52 亿元和 4.77 亿元，同比分别增长 103.40%和 70.02%，主要系合并范围内新增司尔特所致；财务费用 5.27 亿元，同比增长 181.21%，一方面因部分房地产项目交付，利息资本化减少而费用化增加导致，另一方面因合并司尔特增加 0.3 亿元利息导致。2017 年，公司费用收入比为 14.98%，同比增长 6.46 个百分点，一方面系合并化肥业务，其费用收入比较高所致，另一方面系财务费用增长所致。

从利润构成上看，2016~2017 年，公司投资性房地产公允价值变动收益分别为 0.09 亿元和 1.11 亿元，波动较大，分别占当期营业利润的 1.47%和 13.57%，对公司利润有一定影响。

从盈利能力指标看，2017 年，公司营业利润率为 22.71%，同比提高 5.05 个百分点，主要地产业务毛利率上升所致。2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.74%、3.13%和 4.46%，同比分别提高 1.47 个百分点、1.22 个百分点和 0.42 个百分点，主要系利润规模上升所致。

总体看，2017 年，受益于合并司尔特全年经营成果，公司收入和利润规模有所增长，盈利能力有所改善。

5. 现金流

从经营活动看，2017 年，公司经营活动现金流入 95.20 亿元，同比增长 44.99%，主要系当期房地产业务签约销售回款增长所致；经营活动现金流出 75.58 亿元，同比增长 27.21%，主要系随着房地产项目建设推进、购买商品和接受劳务规模增长以及支付往来款、付现费用增长所致。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 19.62 亿元，净流入规模同比扩大 214.19%。

从投资活动看，2017 年，公司投资活动现金流入 53.58 亿元，同比大幅增长 51.68 亿元，其中，公司收回投资收到现金 52.23 亿元；投资活动现金流出 71.27 亿元，同比增长 49.89 亿元，其中，投资支付的现金 63.16 亿元；公司投资支付现金和收回投资收到现金规模较大，主要系公司及子公司司尔特 2017 年循环购买和赎回理财产品等规模较大所致。2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-17.69 亿元，净流出规模同比减少 9.20%。

从筹资活动看，2017 年，公司筹资活动现金流入 67.81 亿元，同比增长 25.25%，主要系新增借款规模增长所致；筹资活动现金流出 62.55 亿元，同比增长 67.56%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 5.26 亿元，净流入规模同比减少 68.69%。

总体看，2017 年，受销售增长收到现金增多影响，经营活动现金流净流入规模大幅扩大；投资活动现金流持续净流出；对筹资活动依然有一定依赖。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2017年，公司流动比率分别为1.14倍和1.04倍，速动比率分别0.45倍和0.41倍，指标均有所下滑，主要系2017年新增短期借款较多所致；现金短期债务比分别为0.44倍和0.49倍，现金类资产对短期债务的保护能力有所提升。整体看，公司短期偿债能力较为一般。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司 EBITDA 为15.62亿元，同比增长90.77%，主要系计入财务费用的利息支出和利润总额增长所致；其中，折旧占比7.78%，摊销占比4.38%，计入财务费用的利息支出占比35.94%，利润总额占比51.90%。2016~2017年，公司 EBITDA 利息倍数分别为0.54倍和1.02倍；EBITDA 全部债务比分别为0.05倍和0.09倍，EBITDA 对利息和全部债务债务的保障程度有所提升，但仍属较弱。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至2017年底，公司获得各银行授信额度合计211.00亿元，尚未使用54.50亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至2017年底，公司对合并范围外担保金额合计26.96亿元，公司对外担保金额占公司所有者权益的比例为23.48%，其中对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和合肥龙盛建设工程有限公司的担保超过了其所有者权益规模。公司对外担保比率较高，存在一定或有负债的风险。

表15　截至2017年底公司主要对外担保情况（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	安徽四建控股有限公司	合肥龙盛建设工程有限公司
是否关联方	是	是	否	是
担保金额	10.53	5.00	1.70	6.41
担保类型	保证/保证+抵押	保证+股权质押	抵押	抵押/保证
担保对象主要财务指标				
资产总额	30.73	6.90	21.48	10.17
所有者权益	10.35	1.88	9.12	4.95
2017年营业收入	8.95	3.54	41.99	6.53
2017年净利润	0.98	0.05	0.87	0.45

资料来源：公司提供
注：1、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87.69%；2、合肥龙盛建设工程有限公司对两笔担保金额分别为700万元和800万元的担保提供了反担保。

截至2017年底，公司无重大诉讼情况。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G10340104011043000），截至2018年4月9日，公司未结清信贷信息中有2笔欠息，主要系公司在银行开展的委托贷款业务因与委托贷款方达成一致调整了分期还款计划，而银行系统内的分期还款计划未做更改，导致银行信贷系统内产生1笔逾期利息与1笔罚息所致，截至2018年3月21日，公司已实际按照更改后的分期还款计划如期归还了应还款额，履行了分期还款计划；已结清信贷信息记录中有欠息2笔，系银行系统原因造成，徽商银行合肥寿春路支行和华夏银行合肥分行出具了说明，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较弱，存在一定或有负债风险。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，公司合并司尔特新增化肥业务，公司收入和和利润规模均有所增长，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）30.92 亿元，为“16 国购 01”、“16 国购 02”、“16 国购 03”和“18 国购 01”债券待偿本金（25 亿元）的 1.24 倍，公司现金类资产对上述债券的覆盖程度较好；净资产 114.83 亿元，约为上述债券待偿本金（25 亿元）的 4.59 倍，净资产对上述债券的覆盖程度较好。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 15.62 亿元，约为上述债券待偿本金（25 亿元）的 0.62 倍，公司 EBITDA 对上述债券本金的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，2017 年，公司经营活动现金流入 95.20 亿元，约为上述债券待偿本金（25 亿元）的 3.81 倍，经营活动现金流入量对上述债券本金的覆盖程度较好。

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”、“16 国购 03”和“18 国购 01”的偿还能力很强。

八、综合评价

2017 年，公司受合并司尔特全年经营成果影响，收入和利润规模有所增长；经营活动现金流净流入规模大幅增加；公司尚未开发的土地储备均价较低，在建项目规模较大，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、对外担保规模较大、债务集中偿付压力较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，伴随公司在建商品房和商业物业项目完工、配套物业销售和出租，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”、“16 国购 03”和“18 国购 01”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	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	428.44	447.91
所有者权益（亿元）	113.40	114.83
短期债务（亿元）	49.69	62.98
长期债务（亿元）	118.47	113.83
全部债务（亿元）	168.17	176.81
营业收入（亿元）	69.44	83.84
净利润（亿元）	4.05	5.09
EBITDA（亿元）	8.19	15.62
经营性净现金流（亿元）	6.24	19.62
应收账款周转次数（次）	0.38	0.41
存货周转次数（次）	0.47	0.50
总资产周转次数（次）	0.18	0.19
现金收入比率（%）	66.04	110.92
总资本收益率（%）	2.27	3.74
总资产报酬率（%）	1.91	3.13
净资产收益率（%）	4.04	4.46
营业利润率（%）	17.66	22.71
费用收入比（%）	8.52	14.98
资产负债率（%）	73.53	74.36
全部债务资本化比率（%）	59.73	60.63
长期债务资本化比率（%）	51.09	49.78
EBITDA 利息倍数（倍）	0.54	1.02
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.09
流动比率（倍）	1.14	1.04
速动比率（倍）	0.45	0.41
现金短期债务比（倍）	0.44	0.49
经营现金流动负债比率（%）	3.54	9.83
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.33	0.62

注：1、长期应付款和其他非流动负债中债务计入长期债务；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。