

信用等级公告

联合[2016] 057 号

国购投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对国购投资有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：
国购投资有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”
国购投资有限公司拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年一月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

国购投资有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券信用评级分析报告

本次公司债信用等级：AA
公司主体信用等级：AA
评级展望：稳定
本次发行规模：不超过 20 亿元（含 20 亿元）
本次债券期限：不超过 5 年
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2016 年 1 月 20 日
财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	68.70	250.68	326.03	358.86
所有者权益(亿元)	13.35	64.78	75.58	85.21
长期债务(亿元)	15.74	65.23	95.13	104.66
全部债务(亿元)	16.70	82.18	116.70	140.93
营业收入(亿元)	14.81	70.85	63.45	50.37
净利润(亿元)	1.78	4.30	4.78	2.49
EBITDA(亿元)	2.60	7.12	7.33	--
经营性净现金流(亿元)	0.45	1.10	17.35	5.71
经营活动流入量(亿元)	21.22	51.42	97.54	48.41
营业利润率(%)	19.10	9.75	14.11	16.31
净资产收益率(%)	--	11.00	6.81	3.10
资产负债率(%)	80.57	74.16	76.82	76.26
全部债务资本化比率(%)	55.57	55.92	60.69	62.32
流动比率(%)	1.32	1.51	1.22	1.26
EBITDA 全部债务比	0.16	0.09	0.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.79	1.20	0.63	--

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；②本报告财务数据及指标计算均为合并口径，2015 年三季度数据未年化。③2013 年公司收购安徽蓝鼎置地集团有限公司，属于非同一控制下的企业合并，合并范围变化较大，公司 2012 年经营数据可比性不强，鉴于此，联合评级仅对 2013 年~2014 年数据进行分析。

分析师

刘薇

电话：010-85172818

邮箱：liuw@unitedratings.com.cn

李晶

电话：010-85172818

邮箱：lij@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

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对国购投资有限公司（以下简称“国购投资”或“公司”）的评级反映了公司作为安徽省专注于商贸物流项目的投资运营和较大的商业物业投资、建设、运营企业之一，具有丰富的商业物业管理和运营经验。公司还具有丰富的保障房建设经验，尤其是棚户区改造投资、建设经验。近年来，公司资产和收入保持快速增长。同时，联合评级关注到，公司负责的保障房建设项目毛利较低，前期垫资规模较大，在建项目较多，未来资本支出压力较大等因素可能对公司信用水平带来不利影响。

未来，随着公司在建商贸物流项目、保障房、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，公司收入及盈利能力有望进一步提升。

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

优势

1. 公司是安徽省较大的商贸物流项目投资、建设和运营企业之一，具有丰富的保障房建设、物业管理和运营经验。

2. 近年来，公司资产和所有者权益及收入规模保持快速增长。

3. 公司在建项目规模较大，预收款规模较大，未来可结转收入较多。

关注

1. 公司负责的保障房建设毛利较低，前期垫资规模较大，对公司资金形成较大压力。

2. 公司主要项目分布较为集中，易受所在区域房地产市场政策波动影响，盈利规模可能出现波动。

3. 近年，公司业绩增长对投资性房地产公允价值变动收益依赖性有增强态势。

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与国购投资有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与国购投资有限公司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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因国购投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由国购投资有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：

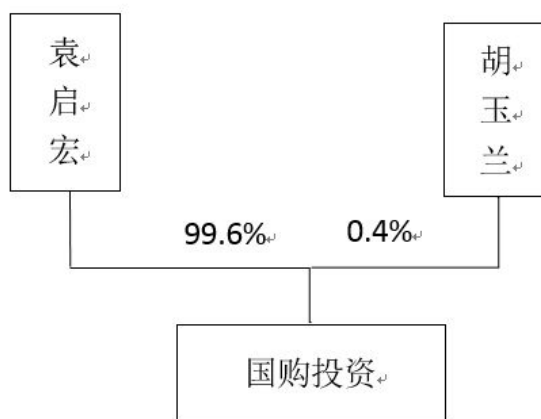


联合信用评级有限公司

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。经过股东多轮增资，截至 2015 年 9 月底，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。

图 1 截至 2015 年 9 月底公司产权结构图



资料来源：公司提供

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

截至 2015 年 9 月底，公司拥有子公司 4 家，分别为合肥华源物业发展有限责任公司（以下简称“华源物业”）、宿州国购广场商业投资有限公司（以下简称“国购商投”）、安徽蓝鼎置地集团有限公司（以下简称“蓝鼎置地”）、合肥国购商业发展有限公司（以下简称“合肥国购”）。

截至 2014 年底，公司合并资产总计 326.03 亿元，负债合计 250.45 亿元，股东权益（含少数股东权益）75.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益 43.14 亿元。2014 年公司实现营业收入 63.45 亿元，净利润（含少数股东损益）4.78 亿元，其中归属于母公司净利润 4.40 亿元；2014 年公司经营活动现金流量净额为 17.35 亿元，现金及现金等价物增加额 2.11 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总计 358.86 亿元，负债合计 273.66 亿元，股东权益（含少数股东权益）85.21 亿元，其中归属于母公司所有者权益 44.77 亿元。2015 年 1~9 月公司实现营业收入 50.37 亿元，净利润（含少数股东损益）2.49 亿元，其中归属于母公司净利润 1.63 亿元，2015 年 1~9 月公司经营活动现金流量净额为 5.71 亿元，现金及现金等价物增加额 6.28 亿元。

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

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“国购投资有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”，本次债券预计发行规模为不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）。本次债券期限为不超过 5 年期。股东会授权

董事会在发行前根据市场情况和公司资金需求情况确定本次债券的具体期限构成和发行规模。

本次债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与簿记管理人按照国家有关规定协商确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

经公司董事会会议审议通过，并经股东会批准和授权，在考虑资金需求量、融资渠道及成本等各方面因素的情况下，本次债券所募资金拟用于偿还金融机构借款及补充公司的营运资金，以有效支持公司业务发展和满足日常营运资金需求。

三、行业分析

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

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房地产企业较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，负债较高、风险较高、波动性较大。房地产行业为资金密集型行业，往往要承担较多的债务。而房地产业的市场竞争激烈，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府宏观政策关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与政府相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月，一二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。受2011年行业低迷影响，2012年房地产开发企业

对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.2%，增速较2011年放缓11.7个百分点。商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增加13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度明显回升，2013年全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.8%，增速较2012年提高3.6个百分点。商品房施工面积66.6亿平方米，比上年增加16.1%，增幅同比增长2.9个百分点；新开工面积20.1亿平方米，比上年增长13.5%，增幅同比增长20.8个百分点。

2014年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，尤其是在上半年整体市场都面临较大的压力。下半年开始，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。从国家统计局发布的数据来看，2014年，全国房地产开发投资95,036亿元，比上年名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速比1~11月份回落1.4个百分点，比2013年回落9.3个百分点。其中，住宅投资64,352亿元，增长9.2%，增速比1~11月份回落1.3个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.7%。2014年，房地产开发企业房屋施工面积726,482万平方米，比上年增长9.2%，增速比1~11月份回落0.9个百分点。其中，住宅施工面积515,096万平方米，增长5.9%。房屋新开工面积179,592万平方米，下降10.7%，降幅扩大1.7个百分点。其中，住宅新开工面积124,877万平方米，下降14.4%。房屋竣工面积107,459万平方米，增长5.9%，增速回落2.2个百分点。其中，住宅竣工面积80,868万平方米，增长2.7%。

2015年1~11月份，房地产开发企业房屋施工面积72.40亿平方米，同比增长1.8%，增速比1~10月份回落0.5个百分点。其中，住宅施工面积503,347万平方米，下降0.3%。房屋新开工面积140,569万平方米，下降14.7%，降幅扩大0.8个百分点。其中，住宅新开工面积97,077万平方米，下降15.3%。房屋竣工面积72,413万平方米，下降3.5%，降幅收窄0.7个百分点。其中，住宅竣工面积53,553万平方米，下降6.4%。随着新开工面积的下降，以及土地购置面积波动下降，预计未来入市供应量也将有所下降，未来供求关系或将趋于平衡，但仍需要较长时间。

从WIND统计的全国百城住宅平均价格来看，2014年至今全国百城住宅平均价格增速呈“U”型发展态势，2014年年初开始快速下滑，2014年10月出现负增长，至2015年4月百城住宅平均价格增速达到2014年最低值，为-4.46%，2015年5月开始百城住宅平均价格增速开始回升，至2015年11月全国百城住宅价格同比增长2.93%。2014年全国百城住宅平均价格10,817.92元/平方米，较2013年同比增长4.96%，但增速下滑2.24个百分点；2015年1~11月全国百城住宅平均价格10,671.09元/平方米，同比下滑1.55%。一线城市房地产市场活跃，销售价格持续处于高位，且从2015年4月开始价格增速反弹幅度很大，2015年11月平均销售价格为32,302元/平方米，同比增长15.01%；2014年11月至2015年11月二线城市销售均价维持在9,900元/平方米左右，价格波动幅度不大；在此期间三线城市销售均价同比均有下降，且下降幅度较二线城市大，销售价格低位运行。

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，2014年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。

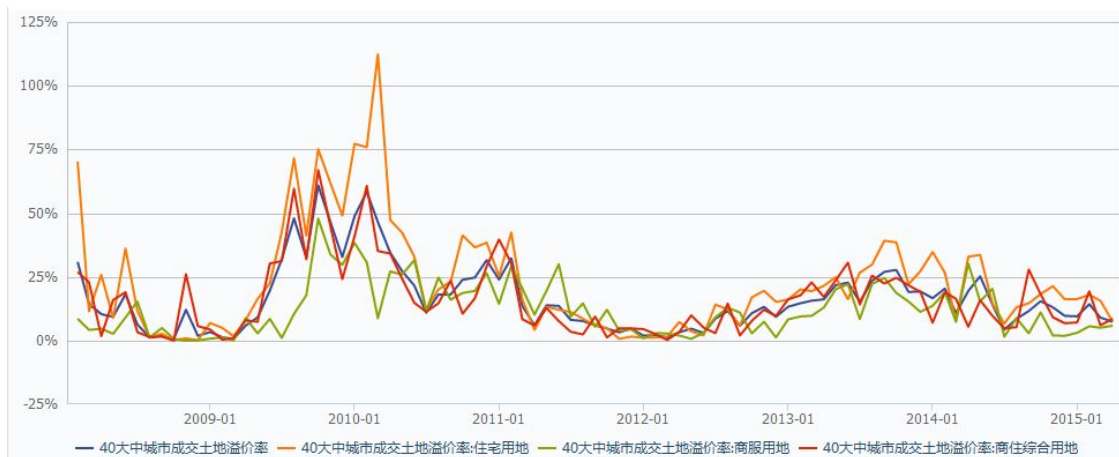
土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年同期下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2012年下半年以来，一线城市土地溢价率持续走高，也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012年全国300个城市住宅用地楼面均价为1,347元/平方米，同比上涨7.4%，其中12月达1,675元/平方米，为2010年4月调控以来最高值。受供应量增加影响，2013年土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.50亿元，同比增加50%。

2013年重点城市地价升高，带动楼面均价整体水平明显高于上年。全国300个城市土地成交楼面均价1,174元/平方米，同比上涨27%。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，楼面均价领涨。2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

进入2014年，受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌，各地土地出让情况出现恶化，土地出让溢价率和楼面地价明显回落，如下图所示。截至2014年12月末，全国40个大中城市土地出让溢价率为9.55%，较上年末（为16.71%）下降近7.16个百分点；主要城市楼面地价3,522元/平方米，较上年末（为3,349元/平方米）增长了5.17%。

图2 2009年以来全国40个大中城市土地成交溢价率（单位：%）



资料来源：wind 资讯

值得关注的是，2014年，在全国土地市场低迷，供需矛盾突出的背景下，房企为避险纷纷自三四线城市向一线城市回归，从而结构性的推高一线城市地价。根据国家统计局公布的数据显示，一线城市的住宅地块的出让金额高达3,438亿元，主要原因是楼面地价的上涨。相比2013年，2014

年一线城市土地推出面积和成交均下降，同比分别减少26%、27%；与此同时，楼面均价却高达为7,705元/平方米，同比上涨41%，一线城市土地市场的这一特征在北京表现得尤其突出。2014年北京土地市场供需下降，其中推地面积同比减少44%；成交面积同比减少42%，但2014年北京土地出让金总额达1,917亿元，创历史新高，其中宅地出让金额为1,311亿元，占总额的68%。

相比一线城市和三四线城市，二线城市供求量跌幅相对最小，土地出让金同比减少28%，土地溢价率仅为8%，同比下降8个百分点。而三四线城市供求量和土地出让金均领跌，其中推出土地面积同比减少26%；土地成交面积同比减少36%；土地出让金仅为7,538亿元，同比减少37%。

2015年上半年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于去年同期，仅楼面均价小幅上调。从各线城市来看，各线城市推出土地面积及成交土地面积同比均有大幅下降。一线城市土地溢价率也出现大幅下滑，比2014年同期下降16个百分点至17%；仅有楼面均价小幅上涨9%至8,829元/平方米。二线城市楼面均价及土地溢价率同比分别微涨至1,393元/平方米和10%；三四线城市则延续下行趋势，微跌至722元/平方米和5%。

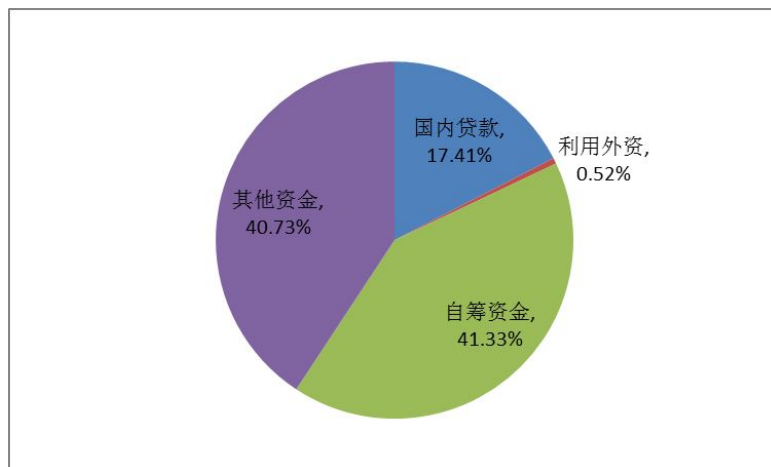
根据统计局公布数据，截至2015年10月底，全国商品房待售面积68,632万平方米，比9月末增加2,122万平方米，其中，住宅待售面积增加1,180万平方米，再创历史新高。目前中国楼市高库存在二、三线城市和中西部地区广泛存在，三四线城市尤其突出，但一线城市和东部地区仍然存在供不应求。

总体看，在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑；但房企对重点城市优质地块的争夺未有丝毫减退，从而使得楼面均价仍然保持在较高水平，不过与一线城市相比，二三四线城市土地溢价率及楼面均价均有所降低，房企土地成本压力亦有所减轻。值得注意的是，2013年由于房企拿地成本较高、成交面积较大，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

（2）开发资金来源状况

2008年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。从房地产资金来源情况看，房地产开发企业资金来源总体增速增长。据国家统计局数据显示，2014年，房地产开发企业到位资金121,991亿元，比上年下降0.1%，1~11月份为增长0.6%，2013年为增长26.5%。其中，国内贷款21,243亿元，增长8.0%；利用外资639亿元，增长19.7%；自筹资金50,420亿元，增长6.3%；其他资金49,690亿元，下降8.8%。在其他资金中，定金及预收款30,238亿元，下降12.4%；个人按揭贷款13,665亿元，下降2.6%。

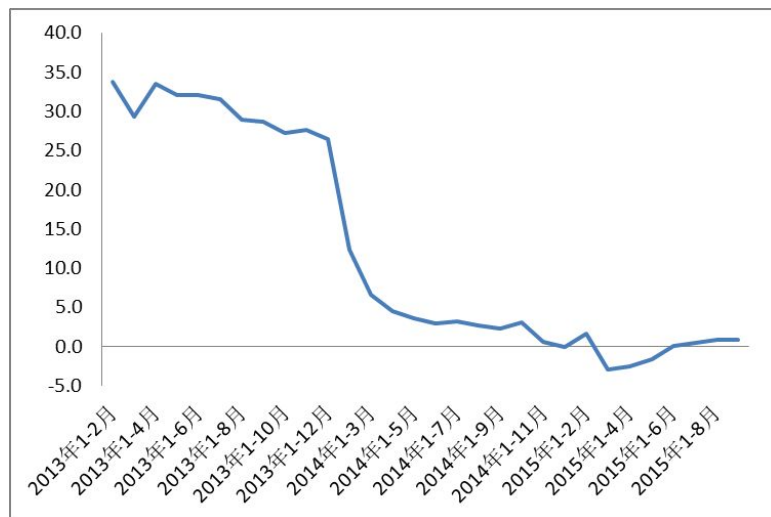
图3 2014年房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

进入2015年，房地产开发企业到位资金增速较2014年同期有较大下滑，但已逐步显示出向好趋势。2015年前6个月，房地产开发企业到位资金58,948亿元，同比增长0.1%，降幅比1~5月份收窄1.7个百分点。其中，国内贷款10,831亿元，下降4.1%；利用外资179亿元，下降3.9%；自筹资金23,844亿元，增长0.1%；其他资金24,095亿元，下降2.0%。在其他资金中，定金及预收款14,121亿元，下降0.9%；个人按揭贷款7,163亿元，增长10.0%。

图4 全国房地产开发企业本年资金到位增速（单位：%）



资料来源：国家统计局

总的来看，偏紧的货币供应，使房地产业的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

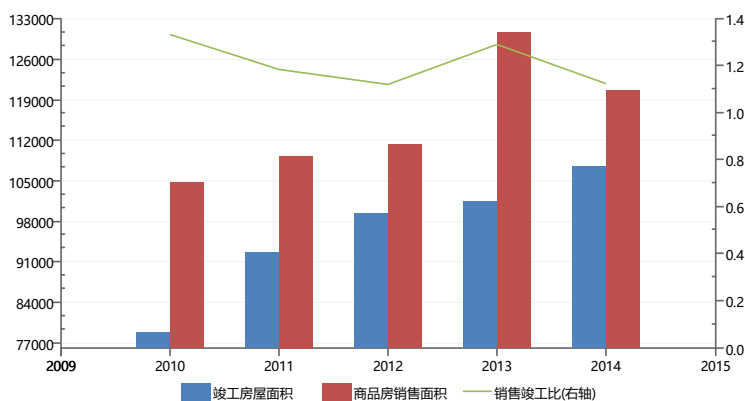
（3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2012年全国房地产开发企业房屋施工面积57.34亿平方米，比上年增长13.2%；房屋新开工面积17.73亿平方米，下

降7.3%；房屋竣工面积9.94亿平方米，增长7.3%；其中，住宅竣工面积79,043万平方米，增长6.4%。与此同时，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积11.13亿平方米，比上年增长1.8%；其中，住宅销售面积增长2%，办公楼销售面积增长12.4%，商业营业用房销售面积下降1.4%。商品房销售额6.45万亿元，增长10%；其中，住宅销售额增长10.9%，办公楼销售额增长12.2%，商业营业用房销售额增长4.8%。2013年统计数据显示，房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.0%，增速下降0.5个百分点；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，下降0.4%。2013年，商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.3%，增速较上年回落0.5个百分点。2013年房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014年，商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014年，住宅竣工面积107,459万平方米，同比增长5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

2015年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015年1~11月，全国房地产开发投资87,702亿元，同比名义增长1.3%，增速比1~10月份回落0.7个百分点。1~11月，房地产开发企业房屋施工面积723,990万平方米，同比增长1.8%，增速比1~10月份回落0.5个百分点。房屋新开工面积140,569万平方米，下降14.7%，降幅扩大0.8个百分点。房屋竣工面积72,413万平方米，下降3.5%，降幅收窄0.7个百分点。从区域投资来看，东部地区房地产开发投资48,789亿元，同比增长1.1%，增速比1~10月份回落1.2个百分点；中部地区投资18,988亿元，增长1.8%，增速回落0.2个百分点；西部地区投资19,926亿元，增长1.1%，增速回落0.4个百分点。

图5 2010~2014年全国商品住宅供求情况（单位：万平方米）



资料来源：国家统计局，联合评级整理

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

图6 全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：国家统计局

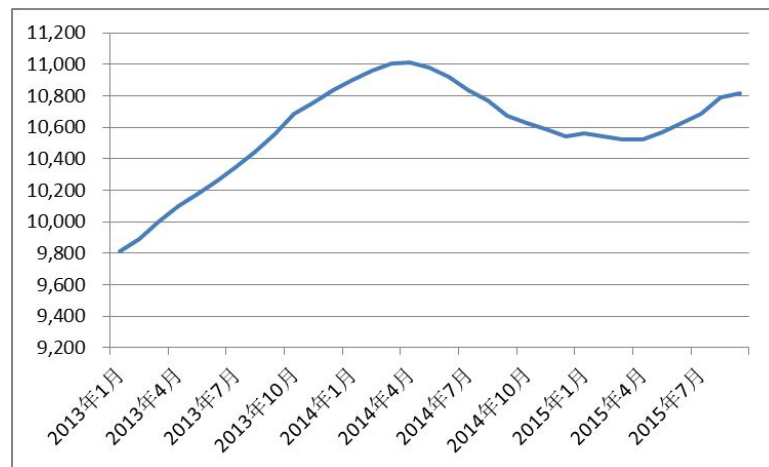
在房地产行业需求放缓,库存高企的情况下,中国国房景气指数持续下滑,2014年12月为93.93,2015年1月至5月延续下行趋势,2015年5月为近年来最低点92.43。随着政府多项政策的提振,2015年6月开始房地产景气指数略有提升。2015年11月份,房地产开发景气指数为93.35,比上月提高0.01点,国房景气指数低位震荡。

总的来看,在经历了几年来的景气后,2014年以来,随着限购限贷等政策的逐步产生效果,行业增速放缓、景气度有所下降。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看,2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入,调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌,其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌,特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地,同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略,部分楼盘价格降幅超过20%,新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年,房价呈先抑后扬态势,百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨,结束了连续9个月下跌趋势,呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示,2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米,同比上涨11.51%。2014年以来,由于各地限购的影响持续深化,全国百城住宅价格出现明显回落,2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米,环比下跌0.92%,连续第5个月下跌,跌幅扩大0.33个百分点,如下图所示。

图 7 近年来年全国百城住宅平均价格情况（单位：元/平方米）



资料来源：wind 资讯

2015年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。

2015年1~11月全国百城住宅平均价格10,671.09元/平方米，同比下滑1.55%。一线城市房地产市场活跃，销售价格持续处于高位，且从2015年4月开始价格增速反弹幅度很大，2015年11月平均销售价格为32,302元/平方米，同比增长15.01%；2014年11月至2015年11月二线城市销售均价维持在9,900元/平方米左右，价格波动幅度不大；在此期间三线城市销售均价同比均有下降，且下降幅度较二线城市大，销售价格低位运行。

总的来看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013年也已经基本确立了持续上涨趋势，但2014年以来房价上涨趋势得以扭转，未来房价走势仍待进一步观察。

3. 竞争格局

从2003年至今，房地产市场已经走过了黄金10年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入2014年，行业集中度进一步提升。2014年房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别提高到17.49%和23.49%，分别提高了4.22个和5.24个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到10.26%和13.51%，分别提高了1.89和2.39个百分点（详见下表）。

表 1 2010~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13	10.43	12.76	13.27	16.92
前 20 大企业销售额占比	14.24	14.54	17.62	18.25	22.79
前 10 大企业销售面积占比	5.10	5.73	7.72	8.37	8.79
前 20 大企业销售面积占比	7.09	6.72	10.38	11.12	13.65

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，

较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、绿地等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 2 2015 年 11 月发布的中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	中国海外发展有限公司
2	绿地控股集团有限公司	7	碧桂园控股有限公司
3	恒大地产集团	8	华润置地有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	世茂房地产控股有限公司
5	万达集团	10	融创中国控股有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

2015年1~11月销售金额榜单中，万科、绿地、恒大、保利、中海、万达以及碧桂园7家房企的销售业绩均在1~11月份超1,100亿元。2015年1~11月销售面积榜单中，恒大、万科、碧桂园、绿地、万达、中海以及保利7家企业1-11月的销售面积均超过1,000万平米。

总体看，中国房地产区域分化严重，从近年来各区域房地产销售情况来看，一、二线城市房地产市场活跃，销售金额持续领跑；三四线城市销售额规模远低于一二线城市，且销售额增长幅度远低于一、二线城市；房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参

与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。2009年以来主要的房地产调控政策如表3所示。

2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表 3 2009 年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2009 年 5 月	国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》
2009 年 12 月	国务院常务会议提出“新国四条”
2010 年 1 月	国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010 年 4 月	国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2011 年 1 月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011 年 1 月	国务院“新国八条”
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年	央行多次降息，多地取消限购
2015 年 2 月	央行降息
2015 年 3 月	央行调整二套房首付比例；财政部调整营业税征收标准
2015 年 5 月~10 月	2015 年 5 月 11 日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，商业房贷利率调整到了 5.65%，住房公积金贷款利率调整到 3.75%。2015 年 6 月 28 日“降息降准”、2015 年 8 月 26 日“降息降准”、2015 年 9 月 6 日“降准”、2015 年 10 月 24 日“降准”，多次降息降准政策陆续提出，目前执行 10 月 24 日中央人民银行决定，自 2015 年 10 月 24 日起，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.35%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 1.5%；
2015 年 9 月	央行、银监会发布《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》
2015 年 10 月	十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”

资料来源：联合评级搜集整理

2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。经济下行压力与日俱增，国家稳定住房消费以防止房地产市场进一步下滑，刺激房地产市场以保经济增速。房地产市场调控政策因此由强力行政干预走向市场化，由令出中央到下放地方。2014年，全国大多数城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展，到目前为止，46个限购城市中仅余北京、上海、广州和深圳仍执行限购政策。此外，部分城市的救市措施还从公积金贷款调整、契税减免、调整首付比例、购房补贴、户籍准入等方面入手，呈现多元化、纵深化格局。

降息降准政策：2015年2月5日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015年3月1日起，央行年内首次降息0.25个百分点。2015年4月20日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015年5月11日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷

款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，商业房贷利率调整到了5.65%，住房公积金贷款利率调整到3.75%。2015年6月28日“降息降准”、2015年8月26日“降息降准”、2015年9月6日“降准”、2015年10月24日“降准”，多次降息降准政策陆续提出，目前执行10月24日中央人民银行决定，自2015年10月24日起，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.35%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.5%；其他各档次贷款及存款基准利率、人民银行对金融机构贷款利率相应调整；个人住房公积金贷款利率保持不变。2015年以来多次降息降准，降低购房成本，提振了市场信心。

首套房认定标准和首付款比例：2014年9月30日，央行发布首套房认定标准：对拥有1套住房并已结清房贷的家庭，银行业按首套房执行。2015年3月30日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为40%，首套房公积金贷款首付降为20%，二套房公积金贷款首付降为30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由5年调整为2年以上。2015年9月30日央行、银监会发布《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》，规定：一、在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于25%。二、人民银行、银监会各派出机构应按照“分类指导，因地施策”的原则，加强与地方政府的沟通，根据辖内不同城市情况，在国家统一信贷政策的基础上，指导各省级市场利率定价自律机制结合当地实际情况自主确定辖内商业性个人住房贷款的最低首付款比例。首套房认定标准放宽，首付款比例降低，购房标准和成本降低，利于刺激房地产市场需求。

2015年10月29日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。整体来看，在经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，政府支持房地产行业的政策密集提出，短期内将提振市场信心，利于房地产业发展。总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

5. 行业关注

房地产行业处于调整周期，行业风险加大

作为资金密集、高杠杆行业，房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，这也是国内房地产市场一直以来的基本模式。如果遇到加息、人民币贬值将导致热钱流出，上调存款准备金等因素导致市场资金面趋紧，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

近几年来部分城市房地产市场快速扩张，需求有过度释放迹象。部分城市的房地产市场风险已经充分暴露，例如鄂尔多斯市、温州、杭州和青岛等。未来，如果中国经济在转型压力下低速增长，很可能有更多的城市出现住宅供求失衡、房地产泡沫破裂的现象。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与

温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

地方政策调整更趋灵活，空间更大

市场化改革和长效机制的建立不可能一蹴而就，随着多地限购政策的取消，各地政策的调整或将迎来新的契机。北上广深等一线城市难以从限购方面取得突破，而将继续从公积金、信贷等方面支持自住需求；对于其他城市来说，政策调整空间将有所扩大。

供需转变，城市分化增大；部分城市库存高位导致城市房价下行压力加大

需求方面，2014年央行发布“央五条”明确支持首套房贷款有助于平稳市场预期，同时两次定向降准释放一定流动性，预计未来一段时期中央或将继续采取金融措施支持自住型住房需求，合理引导和稳定市场预期，地方政策微调也将短期刺激市场，房地产市场需求或将缓慢回升。供应方面，前几年供应土地逐渐进入上市推盘周期，未来一段时期企业销售压力加大，预计企业推盘会更加积极，市场供应量将进一步增加。价格方面，“去库存”仍是房地产市场主基调，预计全国房价将在波动中延续阶段性下行趋向；库存持续高位、去化周期长的城市房价下行压力较大；而受需求量大、资源集中的影响，一线及部分二线城市房地产业预计仍将保持平稳。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司立足于商业物业的投资、建设和运营，在行业内精耕细作，建设和运营了一批区域内的经典商业物业，先后成功投资开发了“安徽国购广场”、“国购大润发广场”、“汇金大厦”等项目，积累了一整套先进的设计、招商、运营、管理等理念和经验，成为行业内的标杆企业。随着国内住宅和商业地产的日趋饱和，以及国家“新型城镇化”发展战略的实施，公司积极响应政府号召，

近年来主营业务逐步转型为棚户区改造投资和保障房代建及其附属商业物业的建设和运营，在投资棚户区改造和代建保障房的同时，发挥自身商业物业运营的优势，逐步拥有了优质社区商业，探索出了新的发展模式和增长空间。2013年以来，国购投资积极响应省委、省政府大力发展民营经济的号召，大力实施结构调整、转型发展，又积极介入现代农业、新型建材等新兴产业领域。

公司是“2013年中国民营企业500强”第223位，是“2013年中国民营企业服务业100强”第52位。公司子公司华源物业发展有限责任公司（以下简称“华源物业”）于2003年通过ISO9001质量体系认证，其自成立以来，多次被安徽省合肥市人民政府评为“年度先进单位”，且积极参与慈善事业，并获得“合肥慈善奖”，被合肥市慈善协会评为“最具爱心企业”；华源物业是安徽省“民营企业百名排序10强企业”（2011年、2012年）。

截至2014年12月底，公司累计开发了合肥国购广场、合肥滨湖假日、合肥星河府、合肥海棠湾、合肥京商商贸城、无为中央城、淮北国购广场、宣城国购广场、合肥国际中心等个房地产项目，合计建筑面积达2,200万平方米。

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

2. 人员素质

公司现有高级管理人员11人，其中董事长1人，执行总经理1人，副总经理3人，董事2人，财务负责人1人，监事3人，均具有丰富的房地产企业管理经验。

公司董事长兼总经理袁启宏先生，现年46岁，大专学历，曾先后任海南三佳实业投资公司副总经理，合肥华源物业发展有限责任公司总经理；2005年11月至今，任公司董事长。现为安徽省第十一届、十二届人大代表，合肥市第十四届人大代表，合肥市蜀山区政协副主席、区工商联主席，安徽省工商联直属商会常务副会长，合肥市工商联副会长。

公司执行总经理袁其福先生，现年43岁，中国科技大学高级管理人员工商管理硕士（MBA），中级工程师，从事房产营销管理、商业运营、土木工程建设、房地产开发（特别是商业地产）等领域多年，是公司子公司合肥华源物业发展有限责任公司的创始人之一；先后成功投资开发了“合肥国购广场”、“国购大润发购物广场”、“汇金大厦”等项目。2014年1月8日，公司董事会选举袁其福为公司执行总经理。

截至2014年底，公司共有在职员工1,173人。从学历划分，研究生及其以上学历占比5%，本科学历员工占37%，本科以下学历占58%；从职称构成看，公司初级职称人员占比36%，中级职称人员占比39%，高级职称人员占比25%；从年龄划分，公司30岁以下的员工占比43%，30至50岁的员工占比54%，50岁以上的员工占比3%。

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

3. 安徽省及合肥市经济运行情况及商业地产情况

公司经营项目主要集中安徽省内，其中合肥市占比突出。

根据安徽省国民经济和社会发展统计公报初步核算，全省2014年全年生产总值（GDP）20,848.8亿元，按可比价格计算，比上年增长9.2%。分产业看，第一产业增加值2392.4亿元，增长4.6%；第二产业增加值11,204亿元，增长10.3%；第三产业增加值7252.4亿元，增长8.8%。三次产业结构

为11.5:53.7:34.8，其中工业增加值占GDP比重为46%。全社会劳动生产率48,559元/人，比上年增加3,221元/人。人均GDP34,427元（折合5604美元），比上年增加2426元。全年民营经济增加值11,946.3亿元，比上年增长9.2%，占GDP比重由上年的57%提高到57.3%。全年财政收入3,663亿元，比上年增长8.9%，其中地方财政收入2,218.4亿元，增长6.9%。全年房地产开发投资4,339亿元，比上年增长10%。商品房销售面积6,202.2万平方米，下降1%；商品房销售额3,345.2亿元，增长5.1%。全年开工建设城镇保障性安居工程住房46.64万套，基本建成27.49万套。

合肥市作为安徽省的省会城市和长三角城市群的副中心，2014年全年生产总值为5,157.97亿元，同比增长10.00%，年末全市常住人口769.6万人，比上年增加8.5万人；按常住人口计算，人均GDP为67,394元，比上年增加5,839元；城镇化率69.1%，比上年末提高1.3个百分点。全年居民人均可支配收入24,272元，比上年增长10.5%。居民人均消费性支出15,110元，比上年增长7.6%。经济总量、居民可支配收入、居民人均消费水平的快速提高和城镇化率的增加为合肥市的房地产市场带来了长期的刚性需求。

同时，在中国经济的转型调整和经济增速放缓的大背景下，合肥市的房地产市场也受到了影响。2014年，合肥市全年房地产开发投资1,127.36亿元，比上年增长1.9%，其中住宅投资715.04亿元，增长6.0%；商品房施工面积6,986.81万平方米，比上年下降0.4%；竣工面积1,055.13万平方米，下降26.5%。商品房销售面积1,594.79万平方米，下降2%；商品房销售额1,141.36亿元，增长11.6%。全年开工建设城镇保障性安居工程住房48,003套，竣工7,379套。

商业地产方面，合肥市商业地产存在着供过于求的局面。据公开资料统计，目前合肥城市综合体项目供给44家(包括在建)，到2014年底大中型购物中心将至少有55家，每家购物中心平均纯商业面积都在10万平方米以上加上超市、传统百货等商业形态，总商业面积将超过1,500万平方米，而合肥城区人口届时在400万左右，人均商业面积近4个平方米，比发达国家人均商业面积的警戒线1.2平方米还要超过2倍多，存在供大于求现象。

总体看，与我国中部其他省份比较，安徽省工业、消费等指标增长领先，地区生产总值增幅居中。省会合肥市商业地产竞争激烈，存在供大于求现象，并且由于电商冲击所带来的商业模式的变化，对传统的商业物业带来了很大的冲击，传统的商业地产模式面临转型。

五、管理分析

1. 法人治理结构

根据《公司法》等相关法律、法规的要求，公司建立了相对完善的法人治理结构，包括股东会、董事会和监事会。股东会是公司的权力机构，由全体股东组成；股东会每年召开一次，于每年4月召开。公司董事会目前由3名董事组成，其中董事长1人，董事由股东会选举产生。公司设置监事会，由3名成员组成，其中职工代表监事1名，由公司职工通过职工代表大会选举产生；监事会为公司经营管理活动的监督机构，包括对公司依法规范运作，对董事、高级管理人员的履职情况的监督以及对公司的生产经营情况、财务状况的检查。

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

2. 管理体制

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

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

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

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

另外，近年来公司逐步提高对规范化管理的重视，多次与国内知名的管理咨询公司合作，构架了集团强操作管控型总部，加城市公司的两级架构，同时梳理并建立了基于房地产开发价值链管理的流程管理体系，对其管理体系进行了深度优化，提高了公司的运营管理效率。在这个规范的管理体系中，经过公司全体员工的努力，“总部+城市公司”的二级管控模式已步入正轨，正在产生效益。

总体看，公司已建立了较为规范的法人治理结构，内部管理制度比较健全，运作比较规范。随着管理转型的不断深入，公司管理水平及效率还有进一步提高的空间。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为棚改和保障房及商品房开发与销售（以下统称“房地产业务”），房地产业务收入合计占到公司营业总收入的 80%以上，经营项目主要集中安徽省内，其中合肥市占比突出，占到 60%以上。

2013 年公司收购安徽蓝鼎置地集团有限公司（以下简称“蓝鼎置地”），属于非同一控制下的企业合并，使得近三年经营数据波动较大，近三年营业收入和营业利润呈现波动大幅增长，年均复合增长率分别为 109.59%和 57.44%，公司 2012 年经营数据可比性不强，鉴于此，联合评级仅对 2013 年~2014 年数据进行分析。

随着我国房地产市场由快速增长期步入平稳发展期，公司 2014 年实现营业收入 63.45 亿元，同比下滑 10.45%。其中，商品房实现收入 47.71 亿元，同比下降 7.93%；棚改、保障房实现收入 7.36 亿元，同比大幅下滑 48.60%；公司物业租金和管理收入随着物业运营的成熟度而稳步提高，租金及管理费收入实现 1.14 亿元，同比增长 29.54%；销售农产品实现收入 7.00 亿元，同比大幅上涨 84.21%。

从盈利水平来看, 2013~2014 年, 受公司业务结构变化和建设成本上升等因素影响, 公司整体毛利率呈波动下降趋势, 两年分别为 15.87%和 20.37%。其中, 棚改和保障房业务的毛利率较稳定, 近年维持在 15.00%左右, 主要是为政府建设, 与政府签订回购协议; 商品房业务毛利率近年呈现下降态势, 主要由于成本上升及房价销售价格下滑所致; 物业租金和管理业务的毛利率随着租金收入的增长而提升, 2014 年公司租金及管理业务毛利率较上年提升 3 个百分点。

表4 2012年~2014年公司营业收入及毛利率情况(单位: 亿元、%)

项目		2012 年			2013 年			2014 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业务	商品房	6.70	45.24	24.00	51.82	73.13	15.00	47.71	75.19	20.00
	棚改和保障房	6.62	44.70	22.00	14.32	14.32	15.00	7.36	11.59	15.00
租金及管理费		0.73	4.93	74.00	0.88	1.24	64.00	1.14	1.80	67.00
销售农产品		0.73	4.93	14.00	3.80	5.37	17.00	7.00	11.03	17.00
其他		0.03	0.20	67.00	0.04	0.06	63.00	0.24	0.39	96.00
合计		14.81	100	25.27	70.86	100	15.87	63.45	100	20.37

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。公司 2013 年并入安徽蓝鼎置地集团有限公司。

2015 年 1~9 月, 公司实现营业收入 50.37 亿元、净利润 2.49 亿元, 分别较上年同期增加 38.67%和 2.21%。实现签约销售面积 54 万平方米, 签约销售金额 35.6 亿元。公司经营情况较上年同期有所上升, 但仍保持在相对较好水平。

总体看, 房地产销售为公司营业收入及利润的主要来源, 目前项目主要集中于安徽省内。公司整体经营规模较大, 经营稳健, 毛利率水平适中, 盈利规模增长较快。

2. 房地产业务

公司房地产业务包括商品房、棚改和保障房项目等。其中商品房占房地产业务比重较高, 占比在 85%以上, 因此对公司房地产业务做整体分析, 基本是以商品房业务为主; 由于棚改和保障房项目的特殊性, 单列章节作分析。

(1) 项目开发与销售

公司房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等, 其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是公司实现营业收入和经营利润最为重要的环节。

从成本构成来看, 和行业内其他房地产开发公司类似, 公司的项目开发成本主要是土地成本、建安成本和相关税费等, 其中土地成本和建安成本占比较高, 合计占比在 70~78%。公司土地出让金按照每次土地招拍挂的合同约定支付, 建安费用通常根据项目工程进度支付, 通常是按月支付上月审定工程进度产值的 75%; 竣工验收前支付款项不超过 85%, 项目决算后一般付至 95%的款项, 剩余 5%作为工程质保金。

鉴于土地收购对项目盈利的重要影响, 公司会对土地收购进行细致的研究。目前公司投资拓展中心负责土地收购工作的具体开展。具体来看, 公司通常会先做出土地开发预案, 包括物业种类、产品定位、价格水平、销售预期、收入及利润预算等, 在经投委会、董事会批准后, 实施土地收购。收购完成后, 委托相关合作方进行项目设计, 成本管理部根据项目设计方案负责成本预算、采购部通过公开招标的方式确定各环节的建筑安装公司和工程物资采购; 工程部负责项目监督现场工程的具体施工; 项目达到预售条件后, 由营销策划部负责销售方案的制定, 并进行项目

的销售工作。

从项目开发数据来看，近年公司房地产开发规模呈现增长态势，2014年新开工面积达384万平方米，较上年增长80.28%。同时处于建设阶段的项目数量基本稳定。近年，公司新开工面积增速较快。2015年1~9月，公司新开工面积135万平方米，同比上年有所下滑。具体的开工情况如下表。

表5 2012~2015年9月公司主要开发数据情况（单位：个、万平方米、元/平方米、万元）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年9月
建设项目	8	21	19	14
施工面积	242	660	725	794
新开工项目	5	4	9	1
新开工面积	161	213	384	135
实现预售项目	7	18	21	22
销售面积	17	131	169	54
协议销售均价、	4880	5670	5110	5920
实现预售金额	111,200	677,600	903,400	356,000
完成交付项目	3	10	9	9
完成交付面积	23	143	127	68

资料来源：公司提供

从结转情况来看，随着房地产市场由快速增长步入平稳发展期，公司房地产收入有所下滑，2014年公司结转销售收入55.07亿元，结转销售面积100万平方米，同比上年分别下滑16.72%和24.24%。2015年1~9月，公司结转销售收入44.81亿元，结转销售面积93万平方米。

表6 2012~2015年9月公司主要运营数据情况（单位：万平方米、万元）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~9月
新开工面积	161	213	384	135
竣工面积	30	163	169	88
结转收入面积	23	132	100	93
结转收入	133,199	661,322	550,705	448,124

资料来源：公司提供

公司房地产经营板块下主要物业销售情况见下表，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、亳州项目、宣城项目、淮北项目、安庆项目和郎溪项目、蚌埠项目、宿州项目。

从项目特点来看，公司近年销售物业主要以商贸物流、保障房、刚需及改善性商品房及商业物业项目为主，其中，商业物业的销售收入主要是用于平衡前期投入。公司投资较大的项目，如**京商商贸城**项目占地2,623.95亩，位于合肥市新站区，东临卧龙路、南临泗水路、西临陶冲湖路、北临淮海大道，总建筑面积近629.62万平米，总投资近191.30亿元；**滨湖假日**项目占地近721.79亩，位于合肥市滨湖新区庐州大道与中山路交汇处，总建筑面积近156万平方米，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101.3万平方米，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26.44万平方米，总投资约23亿元。此外，亳州项目、宣城项目、淮北项目、安庆项目和郎溪项目主要为保障房项目，情况详见棚改、保障房章节分析。

表7 2012年~2014年公司物业销售业务情况（单位：平方米、万元/平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	土地成本	开工时间-	可售面积	平均销售单价	销售面积			累计实现收入
			竣工时间			2012年	2013年	2014年	
亳州项目	51.00	0.06	2010.6-2015.9	47.17	0.46	8.34	3.06	13.82	14.02
宣城项目	30.61	0.23	2009.1-2014.3	26.71	0.50	2.08	2.52	0.52	5.98
淮北项目	114.49	0.11	2012.3-2015.5	97.93	0.54	0	36.97	14.65	21.74
安庆项目	20.59	--	2012.3-2015.10	20.59	0.28	--	--	--	--
郎溪项目	56.10	0.10	2011.9-2015.6	50.01	0.35	6.61	11.83	4.56	10.47
蚌埠项目	101.19	0.11	2013.6-2015.11	79.13	0.43	--	8.56	11.32	8.44
滨湖假日	163.76	0.38	2009.9-2016.12	117.22	0.71	--	6.38	6.16	11.86
海棠湾	26.44	2.07	2011.7-2014.4	22.61	0.72	--	6.78	7.44	11.19
京商商贸城	629.62	0.11	2013.7-2018.3	397.80	0.48	--	30.99	90.26	60
无为项目	117.93	0.28	2011.8-2016.12	101.70	0.48	--	20.25	16.94	19.16
星河府	58.69	0.95	2011.4-2016.10	40.30	0.61	--	3.22	3.15	6.12
国购中心	37.88	0.19	2011.12-2015.12	14.97	0.74	--	--	0.68	0.24
合计	1,408.31	--	--	1,016.14	--	17.03	130.54	169.40	169.22

资料来源：公司提供

整体来看，公司近几年物业销售情况较好，销售项目主要以商贸物流、保障房、刚需及改善性商品房及商业物业项目为主；公司销售目标与项目开发进度基本能够匹配；未来随着在建项目陆续实现销售，公司的销售收入有望保持增长。

（2）土地储备

土地储备方面，2012~2015年9月底，公司已经陆续取得15宗土地，对应淮北汽车文化园一期、淮北汽车文化园二期、星河府、国购中心、海棠湾、蓝鼎大厦、滨湖假日花园、京商商贸城、无为中央城（含酒店）、锦绣园、蚌埠国购广场、亳州观澜天下、宿州国购广场、芜湖国购商贸城一期、国购广场二期，合计土地面积402.28万平方米，建筑面积1,307.65平方米，其中已经进行开发面积1,077.33万平方米，土地性质以商住用地为主，少量商业、仓储物流用地。从区域分布来看，安徽省内地区的占比100%，其中合肥占比62%以上。

2014年，公司积极开拓省内市场，先后取得了4块土地，合计41.27万平方米，规划建筑面

积 117.88 万平方米。分别对应无为天筑、淮北汽车园二期、宿州国购广场、芜湖商贸城等项目。从土地获取价格来看，公司土地储备的平均成本约为 1,774 元/平方米。目前，公司开发项目都与商贸、物流、棚改产业相结合，具有一定的议价能力，且公司拿地规模较大，具有一定的成本优势。

公司商住项目开发周期较快，一般是取得地块后，4 个月内进入开发阶段，因此土地储备不多，从另一方面也减少了营运资金的占压。此外，根据公司目前战略，每年均有新增拿地计划，以保证满足未来开发及公司规模扩大。

表 8 2012~2015 年 9 月取得土地储备情况（单位：万平方米）

序号	开发项目	取得时间	土地面积	所处区域	土地使用性质	建筑面积	已开发	未开发
1	淮北汽车文化园一期	2012.7.	21.40	淮北	商服用地	17.35	17.35	--
2	淮北汽车文化园二期	2014.1	5.40	淮北	商服用地	5.80	5.80	--
3	星河府	2013.7	14.73	合肥	商住	58.51	46.97	11.54
4	国购中心		6.00	合肥	商业	39.58	39.58	--
5	海棠湾		6.75	合肥	商住	26.44	26.44	--
6	蓝鼎大厦		0.57	合肥	酒店	2.64	2.64	--
7	滨湖假日花园		48.12	合肥	商住	156.00	156.00	--
8	京商商贸城		174.93	合肥	商住	629.62	493.97	135.65
9	无为中央城(含酒店)		48.38	无为	商住	125.55	116.15	9.40
10	无为天筑锦绣园	2014.1	5.93	无为	商住	16.87	16.87	--
11	蚌埠国购广场	2013.1	26.87	蚌埠	商住	101.19	76.37	24.82
12	亳州观澜天下	2013.5	11.53	亳州	商住	41.39	41.39	--
13	宿州国购广场	2014.8	8.47	宿州	商住	37.80	37.80	--
14	芜湖国购商贸城一期	2014.12	21.47	芜湖	商业用地	35.80	--	35.80
15	国购广场二期（西园）	2015.5	1.73	合肥	商办用地	13.11	--	13.11
合计			402.28			1,307.65	1,077.33	230.32

资料来源：公司提供

表 9 截至 2015 年 9 月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	楼面地价	在建面积	享有益	土地用途
星河府	14.73	58.51	2,163.00	--	100.00	商住
京商商贸城	174.93	629.62	305.00	493.70	100.00	商住
蚌埠国购广场	26.87	101.19	286.00	67.18	100.00	商住
无为中央城(含酒店)	48.38	125.55	1,030.00	35.45	100.00	商住
芜湖国购商贸城一期	21.47	35.80	881.00	--	80.00	商业用地
合肥西园项目	1.73	13.11	3,800.00	--	100.00	商办
按权益合计	288.11	963.80	--	--	--	--

资料来源：公司提供

目前，公司的土地储备主要集中安徽省内，其中合肥占比在 60%以上，2014 年蚌埠、芜湖市场增长较快，公司相应加大土地储备量，蚌埠、芜湖为公司第二大业务区域。公司正孕育培养无锡、南京市场，两处土地存量与蚌埠和芜湖市场相当。未来三年，公司的土地储备将主要集中在文化动漫和商贸物流等产业地产领域，在全国范围内，选择经济社会发展水平较高，有利于发展文化旅游和综合性商贸物流产业的区域，储备 10~15 个项目，稳步发展产业地产，培育集团新的发展领域。

（3）棚改和保障房项目

公司目前在建的棚改、保障房项目主要有宣城项目、亳州项目、淮北项目、安庆项目、蚌埠项目。项目总投资 139 亿元，截至 2014 年底已完成投资 84.5 亿元。公司棚改和保障房业务经营规模一般，随着主要项目亳州、淮北项目在 2013 年已经陆续结转完毕，2014 年棚改和保障房业务实现营业收入规模较小，为 7.36 亿元，同比大幅下滑 48.60%，但毛利率较为稳定，近年维持在 15% 以上，主要是为政府建设，与政府签订回购协议。

表10 公司棚改、保障房项目收入情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	收入构成情况			截至 2014 年底已投资额度
		2012 年	2013 年	2014 年	
宣城项目	20	6.62	1.73	--	18
亳州项目	20	--	6.21	0.86	17
淮北项目	49	--	6.38	6.5	36
安庆项目	5	--	0	--	4
蚌埠项目	35	--	--	0	10
合计	129	6.62	14.32	7.36	84.5

资料来源：公司提供

宣城项目，位于宣城市宣州区，集旧城改造、精品住宅和大型商业建设于一体。总投资总额约 20 亿元人民币，在完成旧城改造和安置房建设的基础上，建设集大型商业、步行街、精品住宅及娱乐、休闲等物业于一体的大型城市综合体项目，提供回迁安置房面积不低于 18 万平方米，项目可用于开发的地块约 164.8 亩。预计项目投入运营后年销售额达到 10 亿元，提供直接就业机会约 4,000 人，利税 1.2 亿元。

亳州项目，位于亳州市谯城区，以旧城改造为主，辅以商业和文化设施建设。总投资约 20 亿元，在完成旧城改造和安置房建设的基础上，建设集大型商业、步行街、精品住宅及娱乐、休闲等物业于一体的大型城市综合体项目，提供回迁安置房面积不低于 25 万平方米，项目可用于开发的地块约 400 亩。

淮北项目，位于淮北市相山区，为大型商业综合体、精品住宅和棚户区改造综合投资项目。根据《城里社区棚户区改造项目建设及回购合同》：公司负责建设回迁安置房 34.4 万平方米（其中商业用房不多于 3,000 平方米），淮北市相山区人民政府按照 2,900 元/平方米的价格回购。商业用房超出 3,000 平方米以上部分，由淮北市相山区人民政府按市场价格的 90% 回购，多于 4,000 平方米以上的按市场价回购；社区及物管用房 800-1,000 平方米，由淮北市国购商业运营管理有限公司按照相关规定无偿提供。安置房回购款支付约定：安置房开工后 6 个月完成施工进度出正负（地上地下正负 0），淮北市相山区人民政府收到市财政返还的该项目第一笔安置房回购资金之日起十日内，首付安置房回购款中的 2.04 亿元给淮北市国购商业运营管理有限公司；开工后第 11 个月完成总施工进度的 50%，淮北市相山区人民政府支付安置房回购款中的 2.14 亿元给淮北市国购商业运营管理有限公司；第 17 个月施工进度达到结构封顶，淮北市相山区人民政府支付安置房回购款中的 2.52 亿元给淮北市国购商业运营管理有限公司；余下安置房回购款作为质保金，在国家规定的质保期满后 10 日内一次性支付给淮北市国购商业运营管理有限公司。

安庆项目，位于安庆市，系顺安路保障房专项项目。项目总投资约人民币 5 亿元，建设安庆市顺安路安置点工程 1-12 号住宅楼，总建筑面积 205,924 平方米（以政府相关部门核定为准），项目采取代建模式，工程投资代建费用为建安工程费加投资回报费，工程项目总投资回报率（包含融资成本）为 17%，安庆市城市建设投资发展集团有限公司（以下简称“安庆城投”）在收到竣工

决算报告后 3 个月内完成决算审计工作，安庆城投在审计结束五个工作日内首付本组团工程代建费用的 30%，余款按照总价款 40%、25%的比例分二次分别自竣工验收合格之日起第 12 个月、第 24 个月支付，剩余 5%作为工程质量保修金。

蚌埠项目，位于蚌埠市，集旧城改造、精品住宅和大型商业建设于一体。项目总投资不低于 35 亿元人民币，该项目可用于开发地块约 409.37 亩，拆迁安置房屋面积不低于 30 万平方米。代建安置房，部分由政府回购，回购款从土地出让金中折让，另一部分建成后由公司代售。

总体看，公司目前棚改、保障房项目投资规模适中，收入规模一般，毛利率稳定。

(4) 在建项目

在建项目方面，截至2015年9月底，公司主要经营项目或在建项目有：淮北城里棚改项目、蚌埠淮上棚改项目、宿州棚改项目、京商商贸城、滨湖假日花园、无为蓝鼎中央城、星河府、海棠湾、国购中心，项目总投资512.39亿元，截至2015年9月底，完成投资297.98亿元，尚需投资214.40亿元。截至2015年9月底，公司在建面积1,292.39万平方米，其中可售面积376.94万平方米，按目前市场价格7,900元/平方米估计，预计将为公司实现收入298亿元。其中合肥京商商贸城项目为公司在建和在售的大型综合性商贸物流项目，占地2,620亩，总建筑面积600多万平米，预计销售额超300亿元，为华东地区单体面积最大的商贸物流集散中心。

表 11 2015 年 9 月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	完工时	竣工面积	已销售面积	可售面积	性质
京商商贸城	629.62	2013.1	2017.12	--	149.56	251.87	开发
滨湖假日花园	156.00	2009.6	2016.12	133.50	125.06	2.80	开发
国购中心	39.58	2011.8	2016.12	--	0.89	16.36	开发
无为蓝鼎(观澜园)	22.70	2012.1	2015.1	22.70	19.04	0.07	开发
无为慧成(观湖园)	14.97	2014.1	2016.9	11.00	10.10	2.76	开发
无为蓝鼎购物中心	14.61	2014.6	2017.3	--	--	0.70	开发
无为天筑(锦绣园)	16.87	2014.6	2016.11	--	9.79	4.96	开发
郎溪汽贸城	13.16	2012.1	2015.6	6.00	0.96	10.85	开发
淮北国购广场	114.88	2012.1	2015.12	103.77	39.64	12.26	开发
淮北汽车文化园	23.15	2012.12	2015.1	10.01	14.76	4.12	开发
安庆保障房项目	20.59	2012.5	2015.5	--	-	--	代建
亳州观澜天下	41.39	2013.9	2016.6	--	16.53	13.71	开发
蚌埠国购广场项目	101.19	2013.6	2016.4	12.00	23.14	45.90	开发
宿州国购广场	37.80	2014.1	2017.1	--	1.33	10.12	开发
亳州名城	39.01	2011.1	2015.9	39.01	35.05	0.46	开发
亳州温泉酒店	4.23	2014.3	2016.6	--	--	--	开发
蓝鼎大厦	2.64	2010.1	2015.7	--	--	--	开发
合计	1,292.39	--	--	337.99	445.85	376.94	--

资料来源：公司提供

表 12 截至 2015 年 9 月底公司在建项目投资情况 (单位: 亿元)

序号	项目	计划总投资额	已完成投资额	尚需投资额
1	京商商贸城	191.31	57.23	134.08
2	滨湖假日	73.43	68.35	5.09
3	星河府	50.01	41.29	8.72
4	国际酒店商务中心	14.74	9.37	5.37
5	无为蓝鼎房地产	29.67	27.94	1.73
6	无为慧成	9.33	5.91	3.43
7	无为天筑锦绣园	7.72	3.19	4.53
8	郎溪汽贸物流城	4.98	4.02	0.97

9	郎溪国购广场	12.05	10.46	1.58
10	淮北国购广场	47.12	38.41	8.71
11	淮北汽车产业园一期	4.95	3.09	1.86
12	安庆保障房项目	5.01	3.97	1.04
13	亳州观澜天下	14.38	7.73	6.65
14	蚌埠国购广场项目	30.24	10.43	19.81
15	宿州国购广场	17.44	6.60	10.84
合计		512.39	297.98	214.40

资料来源：公司提供

总体看，公司目前在建项目饱满，规划建筑面积规模较大，能够满足公司近期的开发需要，合肥、芜湖、无锡市场有望成为公司新的收入和利润增长点；目前在建项目规模较大，未来所需投资规模仍属较大，对外存在较大融资需求。

3. 租金收入和物业管理

表 13 2014 年公司租金及收入项目情况（单位：万元、平方米、元/月、%）

项目	项目种类	地区	建筑面积	物业概况	投资成本	账面金额	已出租建筑面积	出租率	每平方米平均基本租金
宣城国购广场	综合体	宣城	41,396	综合体	34,574	106,707	38,331	92.6	79.50
郎溪国购广场	综合体	郎溪	47,717	综合体	16,245	16,245	23,865	50	56.10
大润发	综合体	合肥	21,116	综合体	11,800	48,344	21,116	100	35.60
合肥国购广场	商业	合肥	50,431	综合体	29,800	157,106	50,431	100	146.70
郎溪小商品市场	批发市场	郎溪	63,356	批发市场	26,607	47,631	52,400	97	28.00
合肥国购广场-IFC	商业	合肥	26,239	综合体	30,695	51,260	23,254	100	127.20
合计	--	--	250,255	--	149,721	427,293	209,397	--	473.10

资料来源：公司提供

公司的经营性物业主要包括宣城国购广场、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，总建筑面积 24.73 万平方米，已出租面积 20.94 万平方米，近年来，公司租金收入和物业管理呈现稳定增长态势，2013 年、2014 年分别为 0.88 亿元和 1.14 亿元。2015 年 1~9 月，该项业务实现收入 1.16 亿元，毛利率为 66%，同比增长 35%。

整体来看，公司租金和物业管理业务量虽然增长不大，但一直较为稳定，预计 2015 年该板块会继续为公司贡献较为稳定的现金流。

4. 经营效率

截至 2014 年底，公司资产总额和所有者权益较年初分别增长了 30.06%和 8.70%；2014 年 1~12 月公司营业收入同比上年下滑 10.45%，净利润同比上年增长 11.28%。由于公司资产总额、营业收入、营业成本波动较大，公司各项资产的周转指标均呈下滑态势，应收账款周转率分别为 68.85 次和 67.22 次，存货周转率分别为 0.84 次和 0.45 次，总资产周转率分别为 0.44 次和 0.22 次。但总体来看，公司经营效率处于同行业适中水平。

总体来看，公司整体经营效率正常。

5. 经营关注

(1) 房地产行业已经暂时告别高速发展阶段，行业利润率回归正常水平，整体去化压力加大。同时，资金成本上升、人民币贬值及人口向老龄化发展，均不利于房地产行业的长期发展。

(2) 公司主要项目分布较为集中，易受所在区域房地产市场政策波动影响，盈利规模可能出现波动。

(3) 公司负责的保障房建设毛利较低，前期垫资规模较大，对公司资金形成较大压力。

(4) 公司未来开发投资资金需求规模较大，公司未来仍有较大的融资需求。

6. 未来发展

公司未来将立足主业，打造一个集产业投资、商业资产运营和金融投资和服务于一体的综合性控股集团，适时对接资本市场，实现集团资产和权益证券化，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，在文化动漫、旅游、物流和商贸地产领域挖掘投资机会。其中，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、西北汉中城市群、西南成渝城市群等。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，如华北、西北、西南和华中等交通枢纽城市。

同时，公司积极响应国家新型城镇化和棚户区改造政策，稳定在棚户区改造领域投资；积极探索和寻求实业投资机会，优化集团投资和业务结构，提高集团对接资本市场的灵活性。

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，提高资产运营效益；积极对接资本市场，寻求集团优质商业物业的资产证券化；扩大与金融机构合作范围，发挥各自优势，在商业资产并购领域深度合作。

金融投资和服务领域，充分发挥集团商业运营积累的丰富商业资源，在互联网金融和第三方支付等领域寻求实质突破；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；积极探索保险、基金、信托、证券等领域的投资机会，努力打造综合性的金融业务板块。2015 年 5 月 28 日，公司全资控股公司——安徽国购机器人产业控股有限公司通过受让上海宏望资产管理有限公司 100% 股权，从而间接控制了上市公司——铜陵三佳中发科技股份有限公司（SH, 600520），为公司未来的产业升级和拓展搭建起资本运营平台。

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，在互联网金融和第三方支付等领域寻求机遇，有利于分散经营风险，增强公司未来发展的稳定性和成长性。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 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。公司提供的 2015 年三季度财务报表未经审计。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。2013 年公司收购蓝鼎置地，属于非同一控制下的企业合并，公司合并范围发生较大变化，公司 2012 年财务数据可比性不强，以下分析以 2013~2014 年数据为主。截至 2014 年底，公司合并报表的子公司 3 家。

2013 年纳入合并范围的企业增加新设 1 家子公司、收购 1 家公司。新设子公司及收购的公司相关情况如下：

表 14 2013 年公司合并范围变化情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	注册地	方式
宿州国购广场商业投资有限公司	10,000.00	宿州市	新设
安徽蓝鼎置地集团有限公司	180,000.00	合肥市	收购

资料来源：审计报告

截至 2014 年底，公司合并资产总计 326.03 亿元，负债合计 250.45 亿元，股东权益（含少数股东权益）75.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益 43.14 亿元。2014 年公司实现营业收入 63.45 亿元，净利润（含少数股东损益）4.78 亿元，其中归属于母公司净利润 4.40 亿元；2014 年公司经营活动现金流量净额为 17.35 亿元，现金及现金等价物增加额 2.11 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总计 358.86 亿元，负债合计 273.66 亿元，股东权益（含少数股东权益）85.21 亿元，其中归属于母公司所有者权益 44.77 亿元。2015 年 1~9 月公司实现营业收入 50.37 亿元，净利润（含少数股东损益）2.49 亿元，其中归属于母公司净利润 1.63 亿元，2015 年 1~9 月公司经营活动现金流量净额为 5.71 亿元，现金及现金等价物增加额 6.28 亿元。

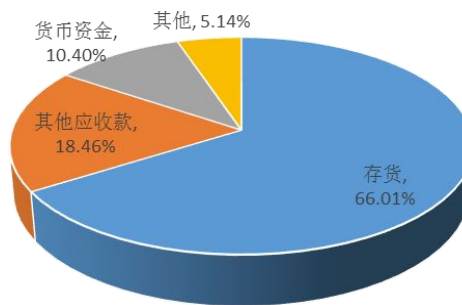
2. 资产质量

截至 2014 年底，公司资产规模达 326.03 亿元，较上年末增长 51.58%，其中流动资产占比 51.53%，非流动资产占比 48.47%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产总额达 167.99 亿元，较上年末增长 4.17%，主要由货币资金（占比 10.40%）、预付款项（占比 4.80%）、其他应收款（占比 18.46%）和存货（占比 66.01%）构成，如下图所示。

图8 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年末，公司货币资金 17.46 亿元，较上年末增加 51.58%，主要以银行存款和其他货币资金为主，其中，现金及银行存款占比 62.22%，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 37.78%。

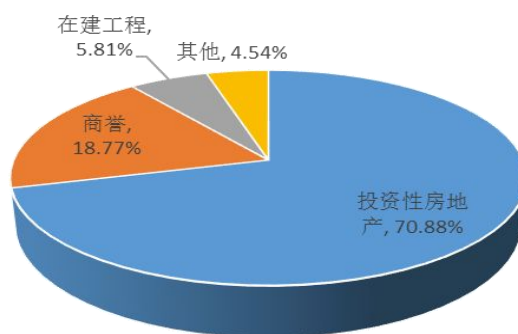
截至 2014 年底，公司预付款项 8.06 亿元，较上年末减少 6.25%，公司预付款项主要由预付工程款构成，其中账龄一年以内的占比 90.16%，一到二年的占比 9.15%，二年以上的占比 0.69%。公司其他应收款余额 31.73 亿元，计提坏账准备 0.72 亿元，账面净值 31.01 亿元，较上年末增长 22.83%，主要是应收关联方往来款增长所致，包括由安徽国商贸易进出口有限公司、安徽省华云装饰工程有限公司、合肥海胜机械工程施工有限公司往来款构成，其他应收款余额中账龄一年以内的占比 80.03%。公司其他应收款回款按账龄计提坏账准备，一年以内的计提 0.50%，1~2 年的计提 5.00%，2~3 年的计提 10.00%，3 年以上的计提 30.00%，坏账准备计提较为充分。

2012~2014 年，随着公司规模扩张，公司存货规模呈上升趋势，年均复合增长 95.14%。截至 2014 年底，公司存货账面价值为 110.88 亿元，较上年末减少 2.42%，其中开发成本和开发产品分别占比 79.96%和 18.86%。由于房地产开发项目保值增值的能力较强，且近几年房地产开发项目发生减值的风险较小，故公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

近年公司非流动资产呈现增长态势，截至 2014 年底，公司非流动资产总额为 158.04 亿元，较上年末增长 76.76%，构成以投资性房地产（占比 70.88%）、在建工程（占比 5.81%）和商誉（占比 18.77%）为主。

图9 截至2014年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

近两年公司投资性房地产增长较快，主要为公司存货结转投资性房地产所致。截至 2014 年底，公司投资性房地产 112.02 亿元，较上年末增长了 44.72%，其中房屋及建筑物占 61.02%，土地使用权占比 38.98%。公司投资性房地产主要为房产与建筑物，系公司自持物业，并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；公司在建工程 9.18 亿元，随着工程进度推进，公司在建工程较上年增长 25.50%；公司目前主要的在建工程包括无为蓝鼎购物中心、合肥观湖大酒店、合肥蓝鼎国际大酒店、安徽蓝鼎伯廷酒店、无为蓝鼎国际酒店、庐江基地、蜀山产业园、霍邱基地和滨湖基地等项目，公司未对在建工程计提跌价准备；公司商誉 29.67 亿元，包括安徽天禾农业科技股份有限公司商誉 0.10 亿元和安徽蓝鼎置地集团有限公司商誉 29.57 亿元。目前公司商誉不存在减值的情况。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总额 358.86 亿元，较年初增长 10.07%，其中流动资产 190.50 亿元，较年初增长 13.40%，非流动资产 168.36 亿元，较年初增长 6.53%，公司资产构成较年初变化不大。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，符合房地产开发企业资产结构特征，非流动资产主要由投资性房地产和商誉构成，公司整体资产质量尚可。

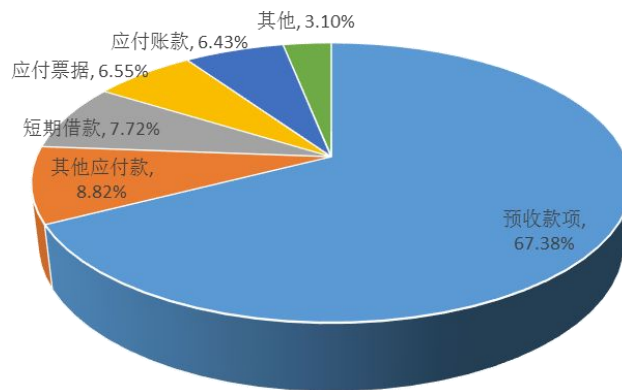
3. 负债及所有者权益

截至 2014 年底，公司负债合计 250.45 亿元，较上年末增长 34.73%。债务结构方面，公司负债主要以流动负债为主，2014 年底，公司流动负债和非流动负债分别占比 54.78%和 45.22%。

流动负债

近年，公司流动负债规模呈现增长态势，截至 2014 年底，公司流动负债合计达 137.19 亿元，较上年末增长 28.15%。公司流动负债以短期借款（占比 7.72%）、应付票据（占比 6.55%）、应付账款（占比 6.43%）、预收款项（占比 67.38%）和其他应付款（占比 8.82%）为主，如下图所示。

图10 2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司短期借款合计 10.59 亿元，较上年末减少 30.99%，其中抵押借款占比 2.83%，质押借款占比 9.44%，保证借款占比 87.72%。公司应付票据余额为 8.98 亿元，较上年末增长 461.23%，公司应付票据全部为应付银行承兑汇票款。公司应付账款余额为 8.82 亿元，较上年末减少 38.91%。应付账款主要为应付工程款，账龄一年以内占比 80.29%。公司预收款项主要由已收但尚未达到收入确认条件的房款构成，该款项待工程完工达到结算条件时结转为营业收入。近年，公司预收账款快速增长，截至 2014 年末，公司预收款项 92.44 亿元，较上年末增长 53.07%。

2012~2014 年，公司其他应付款呈下降趋势，年均复合下降 9.59%。公司其他应付账款主要由应付往来款构成，截至 2014 年底，公司其他应付款 12.11 亿元，较上年末减少 18.32%。

非流动负债

近年公司非流动负债呈现快速增长态势，主要系长期借款增长所致。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 113.25 亿元，较上年末增长 43.65%。公司非流动负债主要由长期借款（占比 83.99%）和递延所得税负债（占比 15.66%）构成。

近年，公司长期借款余额保持快速增长，截至 2014 年底，公司长期借款余额合计 95.13 亿元，较上年末增长 45.83%，公司长期借款主要由抵押借款（占比 71.13%）、质押借款（占比 5.77%）、保证借款构成（占比 6.38%）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 16.71%）构成；公司递延所得税负债 17.74 亿元，较上年大幅增长 115.91%，系投资性房地产增值

带来的应纳税暂时性差异产生的负债。

公司有息债务规模增速较快，截至 2014 年底，公司全部债务为 116.70 亿元，其中短期债务和长期债务分别占比 18.48%和 81.52%，以长期负债为主。截至 2014 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 76.82%、60.69%和 55.72%，公司债务水平逐年升高，但处于行业合理水平。

截至 2015 年 9 月底，公司负债合计 273.66 亿元，较年初增长 9.27%，其中流动负债 150.98 亿元，较年初增长 10.05%，非流动负债 122.68 亿元，较年初减少 8.32%，流动负债占比进一步提高，主要系公司将要到期的长期负债调整的一年内到期的非流动负债科目所致。截至 2015 年 9 月底，公司全部债务为 140.93 亿元，其中短期债务占 25.74%，长期债务占 74.26%；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 76.26%、62.32%和 55.12%，债务水平基本维持稳定。

总体看，近年，随着公司业务的发展，以及公司合并安徽蓝鼎置地集团有限公司，公司整体负债规模快速增长，公司负债以非流动负债为主，债务负担逐年加重，但尚属可控水平。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益 75.58 亿元，较上年末增长 16.67%，主要系公司股东袁启宏 2013 年和 2014 年分别增资 1.652 亿元和 0.198 亿元以及公司股东胡玉兰 2013 年和 2014 年分别增资 0.008 亿元和 0.002 亿元，导致公司股本和资本公积增长所致，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 43.14 亿元，少数股东权益为 32.45 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占 5.80%；其他综合收益占 73.76%，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变动损益；未分配利润占 20.45%。公司所有者权益主要由其他综合收益和少数股东权益构成，所有者权益稳定性较差。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益合计 85.21 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 44.77 亿元，少数股东权益 40.44 亿元，公司所有者权益构成与年初相比变化不大。

总体看，公司所有者权益中资本公积和少数股东权益占比偏高，所有者权益稳定性较差。

4. 盈利能力

近年，公司的盈利规模有所下滑，2014 年公司实现营业收入 63.45 亿元，同比下滑 10.45%；实现利润总额 6.51 亿元，同比下滑 3.58%；实现净利润 4.78 亿元，同比上升 11.28%，其中，归属于母公司所有者的净利润 4.40 亿元，占当期净利润的 92.04%，公司盈利规模一般。

从期间费用来看，近年，公司费用总额呈现增长态势，主要来自于销售费用和管理费用的增长。随着公司经营规模的扩大，公司销售费用增速较快，2014 年公司的销售费用支出为 1.65 亿元，同比上年增长了 79.94%；随着公司债务规模的增长，2014 年公司的财务费用为 0.52 亿元，同比上年增长了 62.50%；2014 年公司的管理费用增长至 2.16 亿元，同比上年增长了 49.03%。从费用构成来看，2014 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 38.15%、49.82%和 12.03%，销售费用和管理费用占比较高，对公司盈利水平影响较大。近年，公司费用收入比分别为 3.79%和 6.82%，呈现增长态势，但公司整体对费用的控制能力处于较好水平。

从利润构成情况来看，投资性房地产的公允价值变动收益对公司盈利有一定贡献。近两年，公司实现利润总额分别为 6.75 亿元和 6.51 亿元，其中来自投资性房地产的公允价值变动收益分别为 1.19 亿元和 2.97 亿元，其占利润总额的比重分别为 17.63%和 45.62%，公司业绩增长对公允价

值变动收益依赖性有增强态势。

2015年1~9月，公司实现营业收入50.37亿元，营业利润3.26亿元，净利润2.49亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.63亿元，公司盈利状况一般。

从各项盈利指标来看，2013~2014年，公司营业利润率增长较快，分别为131.08%和23.53%。2014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3.07%、2.40%和6.81%，分别较上年下降39.69个百分点、44.82个百分点和38.06个百分点。从与国内大型房地产上市公司盈利指标比较来看，公司盈利能力有待提高（如下表所示）。

表15 2014年部分房地产上市公司相关指标比较（单位：%）

证券代码	证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
--	国购投资	19.21	6.81	2.40
000002.SZ	万科A	29.94	19.08	5.24
600048.SH	保利地产	32.03	21.56	5.93
000024.SZ	招商地产	37.33	14.75	6.38
上述平均值		33.08	22.61	6.04

资料来源：wind资讯

注：国购集团数据来自公司2012~2014年连审审计报告

总体看，公司盈利规模一般，近年业绩增长对公允价值变动收益依赖性有增强态势，盈利能力有待提高；随着公司在建项目实现大规模销售，为公司未来的收入实现提供了有力保障。

5. 现金流

从经营活动情况来看，近两年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为1.10亿元和17.35亿元。2014年公司经营活动现金流入97.54亿元，较上年增长89.69%，经营活动现金流出80.19亿元，较上年增长59.34%。公司现金收入比率的大幅增长，主要受项目结转时点影响，近年公司现金收入比分别为72.39%和153.23%，收入实现质量较好。

从投资活动情况来看，近两年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-43.78亿元和-27.64亿元。2014年，公司投资活动现金流入0.69亿元，投资活动现金流出28.33亿元，较上年减少35.31%，主要来自公司投资支付现金。近年，公司投资活动现金支出规模较大且波动增长，投资活动现金流均呈净流出的状态。

从筹资活动情况来看，近两年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为48.11亿元和12.39亿元。公司筹资活动现金流出主要系偿还银行贷款及支付分红款，筹资活动现金流入主要系取得银行借款。2014年，公司筹资活动现金流入45.44亿元，较上年减少21.06%，筹资活动现金流出33.05亿元，较年初增长249.69%，由于公司2014年偿还债务及分配股利支付现金大幅增长，公司筹资活动产生的现金净流量较上年减少74.24%到12.39亿元。

2015年1~9月，公司经营活动产生的现金流量净额为5.71亿元；投资活动产生的现金流入量与流出量规模较小，投资活动现金流呈净流出-1.10亿元；筹资活动现金流入主要由取得借款收到现金构成，现金流出包括偿还债务现金流出和分配股利现金流出构成，筹资活动产生的现金流量净额1.68亿元。

整体看，近年公司投资活动对现金的需求量较大，经营活动现金流不能满足公司投资活动的需要，公司存在一定外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014 年末，流动比率和速动比率分别为 1.22 倍和 0.42 倍，公司作为房地产企业，存货占比较高导致速动比率偏低。2014 年末公司现金短期债务比为 0.81 倍，经营现金流动负债比率为 12.65%，经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖能力较弱，考虑到公司存货价值较大，且具有一定变现的能力，整体看公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，近年，随着公司业务的快速发展，公司债务规模逐年增长，但 EBITDA 呈现下降态势，EBITDA 对债务保障能力呈现下滑态势。2013~2014 年公司 EBITDA 分别为 7.12 亿元和 7.33 亿元，EBITDA 利息倍数分别为 1.20 倍和 0.63 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.09 倍和 0.06 倍，EBITDA 对债务的保障程度较弱，考虑目前公司持有较大规模的自持物业，其评估价值较高，对债务偿还能起到积极的保障作用，公司长期偿债能力仍属较强。

截至 2014 年底，公司对外担保合计 800 万元，被担保企业包括合肥龙盛建设股份有限公司（担保金额 500 万元）和安徽国购光电科技有限公司（担保金额 300 万元），目前被担保企业经营状况良好，公司对外担保期限较短，均将于 2015 年底陆续到期。

截至 2015 年 9 月底，公司未披露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 2015 年 8 月 20 日，国购投资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。

截至 2015 年 9 月底，国购投资共获得商业银行等金融机构共 163.28 亿元的授信额度，已使用 103.05 亿元，剩余授信额度为 60.23 亿元。

总体看，公司存货价值较大，且具有一定变现的能力；持有较大规模的自持物业，其评估价值较高，公司整体偿债能力很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 9 月底，公司全部债务合计为 140.93 亿元，本次拟发行债券不超过 20 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度适中，对公司负债水平的影响不大。

以 2015 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 20 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 59.40%、65.38%和 77.51%，债务负担有所增加。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 7.33 亿元，为本次公司债券拟发行额度（20 亿元）的 0.37 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可；2014 年经营活动产生的现金流入为 97.54 亿元，为本次公司债券发行额度（20.00 亿元）的 4.88 倍，经营活动现金净流量为 17.35 亿元，为本次公司债券发行额度（20.00 亿元）的 0.87 倍，对本次债券覆盖程度较高。

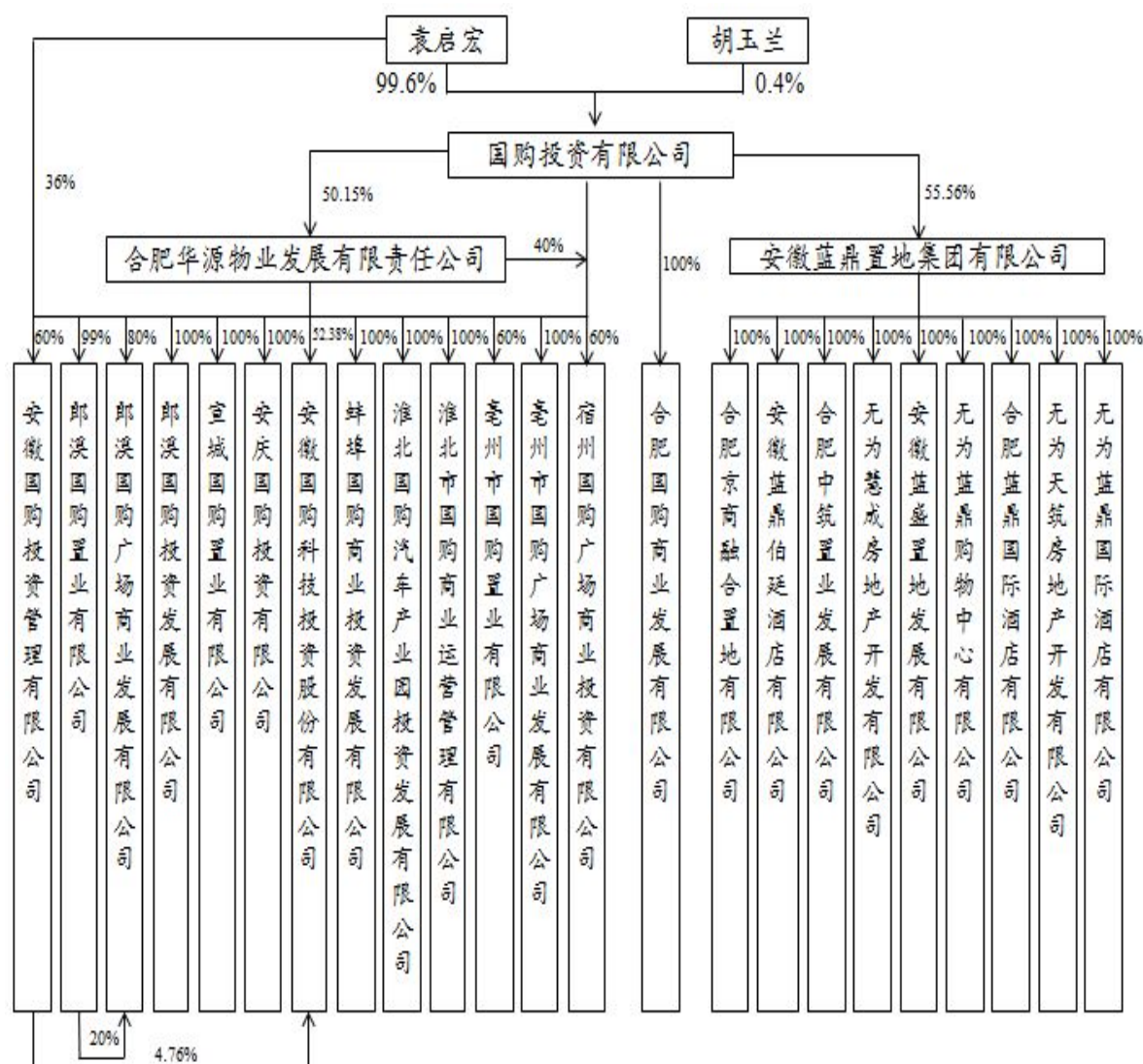
基于公司较强的市场竞争实力，不断增长的营业收入的资产规模以及较多的项目储备和预收款等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

公司作为安徽省较大的商业物业投资、建设和运营企业之一，具有丰富的商业物业管理和运营经验及保障房建设经验，近年来，公司资产和收入保持快速增长。公司负责的保障房建设项目毛利率较低，前期垫资规模较大，在建项目较多，未来资本支出压力较大。未来，随着公司在建保障房项目的完工、配套物业的销售和出租，公司收入及盈利能力有望进一步提升。针对公司本次债券，公司偿还能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

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

附件 1 公司组织架构图



附件 2 国购投资有限公司

主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额(亿元)	68.70	250.68	326.03	358.86
所有者权益(亿元)	13.35	64.78	75.58	85.21
长期债务(亿元)	15.74	65.23	95.13	104.66
全部债务(亿元)	16.70	82.18	116.70	140.93
营业收入(亿元)	14.81	70.85	63.45	50.37
净利润(亿元)	1.78	4.30	4.78	2.49
EBITDA(亿元)	2.60	7.12	7.33	--
经营性净现金流(亿元)	0.45	1.10	17.35	5.71
经营活动流入量(亿元)	21.22	51.42	97.54	48.41
应收账款周转次数(次)	--	68.85	67.22	--
存货周转次数(次)	--	0.84	0.45	--
总资产周转次数(次)	--	0.44	0.22	--
现金收入比率(%)	143.34	72.39	153.23	74.89
总资本收益率(%)	--	5.08	3.07	--
总资产报酬率(%)	--	4.36	2.40	--
净资产收益率(%)	--	11.00	6.81	--
营业利润率(%)	19.10	9.75	14.11	16.31
费用收入比(%)	7.82	3.79	6.82	10.29
资产负债率(%)	80.57	74.16	76.82	76.26
全部债务资本化比率(%)	55.57	55.92	60.69	62.32
长期债务资本化比率(%)	54.10	50.17	55.72	55.12
EBITDA 利息倍数(倍)	1.79	1.20	0.63	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.16	0.09	0.05	--
流动比率(倍)	1.32	1.51	1.22	1.26
速动比率(倍)	0.51	0.44	0.42	0.51
现金短期债务比(倍)	4.75	0.72	0.81	0.68
经营现金流动负债比率(%)	1.25	1.02	12.13	3.78
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.14	0.35	0.35	

注：2015 年三季度相关指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / (期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2 × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / (期初总资产 + 期末总资产) / 2 × 100%
净资产收益率	净利润 / (期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2 × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司

关于国购投资有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年国购投资有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

国购投资有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。国购投资有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注国购投资有限公司的相关状况，如发现国购投资有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如国购投资有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至国购投资有限公司提供相关资料。

联合评级对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送国购投资有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年一月二十日