

信用等级公告

联合[2018]090 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面向合格投资者公开发行的 2018 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

国购投资有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

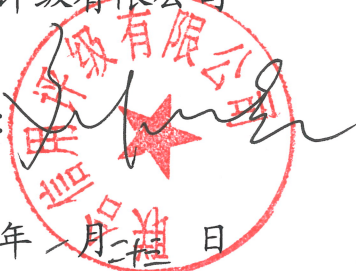
国购投资有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年一月二十三日



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 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期债券规模：基础发行规模为 2 亿元，可超

额配售不超过 11 亿元

本期债券期限：不超过 5 年（含）

还本付息方式：按年付息、到期还本

评级时间：2018 年 1 月 23 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
资产总额（亿元）	326.05	347.27	428.44	439.07
所有者权益（亿元）	75.58	87.02	113.40	114.66
长期债务（亿元）	95.51	105.27	118.47	134.61
全部债务（亿元）	117.08	124.79	168.17	182.05
营业收入（亿元）	63.45	62.38	69.44	64.68
净利润（亿元）	4.78	4.81	4.05	4.35
EBITDA（亿元）	7.33	8.64	8.19	--
经营性净现金流（亿元）	17.35	-2.58	6.24	0.06
营业利润率（%）	14.11	14.01	17.66	22.07
净资产收益率（%）	6.81	5.91	4.04	--
资产负债率（%）	76.82	74.94	73.53	73.89
全部债务资本化比率（%）	60.77	58.92	59.73	61.36
流动比率（倍）	1.22	1.19	1.14	1.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.07	0.05	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.63	0.63	0.49	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.56	0.66	0.63	--

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部分计入长期债务。4、2017 年三季报为审阅报告，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对国购投资有限公司（以下简称“公司”或“国购投资”）的评级反映了其作为安徽省较大的住宅、商业地产开发及运营的企业，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。公司近三年资产和所有者权益增长较快，整体盈利能力良好；且目前公司房地产项目剩余可售面积较大，可为公司后续房产销售提供支撑。2016 年，公司收购安徽省司尔特肥业股份有限公司（以下简称“司尔特”）股权，合并范围新增化肥生产业务，公司业务范围有所扩大。同时，联合评级也关注到公司项目区域集中度高、土地储备项目集中、在建项目未来融资需求大、公司利润受投资性房地产公允价值变动收益的影响较大、资产受限程度高且负债水平较高等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建商品房和商业物业项目完工、配套物业销售和出租，以及新增化肥生产业务经营范围扩大，公司经营状况有望保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

优势

1. 公司作为安徽省较大的专注于住宅、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，具备一定的开运营发实力及品牌优势。

2. 公司于 2015 年剥离了毛利率较低的保障房业务，商品房销售收入规模增幅较大；2016 年，公司通过收购司尔特股权，新增化肥生产业务，经营范围有所扩大。

3. 近年来，公司资产和所有者权益增长

较快，资本实力不断增强。

4. 公司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，公司土地储备项目较为集中，有待拓宽。

2. 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，存在较大融资需求；跨界经营和整合化肥生产业务存在一定不确定性。

3. 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。部分销售项目三四线城市，有一定去化压力。

4. 近三年，公司预收账款规模不断下降，未来业绩持续性有待观察。公司利润受投资性房地产公允价值变动收益的影响较大。

5. 公司资产受限程度高且近三年债务规模增长较快，负债水平较高。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

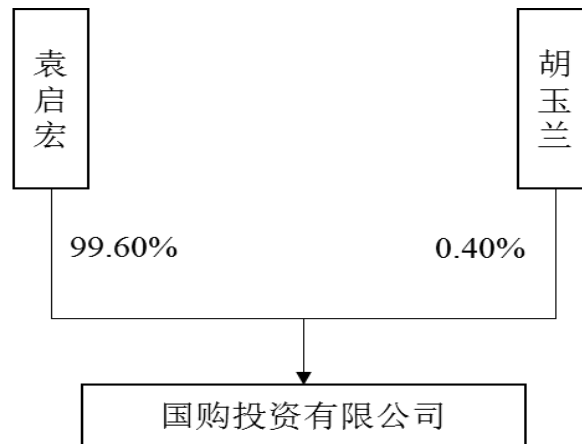


联合信用评级有限公司

一、主体概况

国购投资有限公司（以下简称“公司”或“国购投资”）于2010年5月11日注册成立于安徽省合肥市，初始注册资金10,000万元。后经过股东多轮增资，截至2017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。

图1 截至2017年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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

截至2017年9月底，公司下设董事会办公室、党委办公室、法律事务中心、审计监察中心、信息管理中心、行政管理中心、人力资源中心、运营管理中心、财务管理中心、投资发展中心、市场营销中心、规划设计中心、成本管理中心、采购管理中心、工程管理中心等15个职能部门（详见附件一）。截至2017年9月底，公司合并范围内子公司51家；拥有在职员工4,031人。

截至2016年底，公司合并资产总计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，其中归属于母公司所有者净利润3.06亿元；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。

截至2017年9月底，公司合并资产总计439.07亿元，负债合计324.41亿元，所有者权益（含少数股东权益）114.66亿元，其中归属于母公司所有者权益58.36亿元。2017年1~9月，公司实现营业收入64.68亿元，净利润（含少数股东损益）4.35亿元，其中归属于母公司所有者净利润3.86亿元；经营活动现金流量净额0.06亿元，现金及现金等价物增加额为-2.71亿元。

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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“国购投资有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，本期债券募集资金为不超过13亿元（含），基础发行规模为2亿元，可超额配售不超过11亿元。本期债券期限为不超过5年（含）。本期债券面向符合《公司债券发行与交易管理办法》规定的

合格投资者（法律、法规禁止购买者除外）公开发行，采取网下面向合格投资者簿记建档的发行方式，由公司与主承销商根据簿记建档结果进行债券配售。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券的票面利率将根据市场询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定；采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还公司债务。

三、行业分析

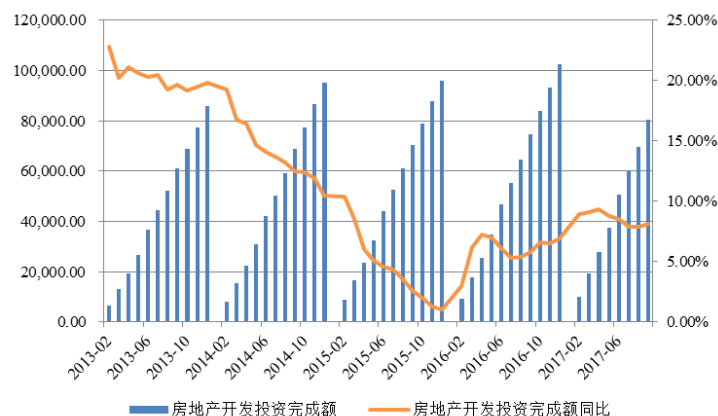
公司主营业务是房地产开发销售与商业物业租赁，属于房地产行业。

1. 行业概况

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、品牌化和规范化运作，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。

从近年房地产业发展趋势来看，2014 年，我国房地产行业增速有所减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步实现的影响，2014 年全年房地产开发投资 95,035.61 亿元，名义同比增长 10.49%，增速同比大幅下滑 9.30 个百分点。受限购政策持续影响以及对房地产行业悲观预期，2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速继续同比下滑 9.50 个百分点，为近五年来的最低点。受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 10,2581.00 亿元，名义同比增长 6.88%。其中，住宅投资 68,704.00 亿元，增长 6.36%，全国办公楼开发投资额为 6,533.00 亿元，同比增长 5.20%；商业营业用房开发投资额为 15,838.00 亿元，同比增长 8.43%。

图 2 近年来全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

2017 年 1~9 月，全国房地产开发投资 80,644.00 亿元，同比增长 8.10%，增速较上年同期上升 2.30 个百分点；其中，住宅投资 55,109 亿元，同比增长 10.40%，增速提高 0.30 个百分点，住

宅投资占房地产开发投资的比重为 68.30%。从地区分布看，2017 年 1~9 月，东部地区房地产开发投资 42,869.00 亿元，同比增长 9.00%；中部地区投资 17,169 亿元，同比增长 13.30%；西部地区投资 17,410.00 亿元，同比增长 3.60%；东北地区投资 3,197.00 亿元，同比下降 3.30%。

总体看，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。受国家政策导向的影响，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；但 2016 年，房地产投资增速有所回升。

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，土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。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，加之需求端限购等政策，导致部分房企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。

2014 年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。全年全国 300 个城市土地供求量均有较大程度跌幅，推出面积及成交面积比 2013 年分别减少 24%和 28%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至 10%；其中，住宅类用地平均溢价率为 12%，较 2013 年同期下降 7 个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为 1,234 元/平方米，同比上涨 6%。

2015 年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于上年，但楼面均价上涨幅度较大。其中，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金上升 1%外，二、三线城市土地出让金分别下降 7%和 19%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 2 个百分点到 9,180 元/平方米和 27%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 18%和 10 个百分点到 1,560 元/平方米和 17%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 1%和 2 个百分点到 751 元/平方米和 8%。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年 1~9 月，全国 300 个城市土地供需总量较去年同期均有所增长，地价整体呈上涨态势，但涨幅有所收窄，出让金同比增加逾三成。

表 1 近年来全国 300 个城市土地交易情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
推出面积（万平方米）	135,659	113,235	103,212	75,288
同比（%）	-24	-18	-9	5

成交面积（万平方米）	104,032	85,671	85,885	62,633
同比（%）	-28	-21	-3	4
出让金（亿元）	23,412	21,793	29,047	26,384
同比（%）	-25	-10	31	35
楼面均价（元/平方米）	1,234	1,384	1,904	2,384
同比（%）	5	14	40	28
土地平均溢价率（%）	10	16	43	34
同比（%）	下降 6 个百分点	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，在宏观调控和去库存压力下，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仍然激烈，从而使得楼面均价仍然保持在较高水平。

（2）开发资金来源状况

2009 年以来，房地产行业资金来源呈快速增长态势，2009~2013 年平均增速 22.26%，进入 2014 年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014 年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比上年下降 0.1%，增速比 2013 年回落 26.6 个百分点，结束了自 2000 年以来的正向增长。

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 296.53 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

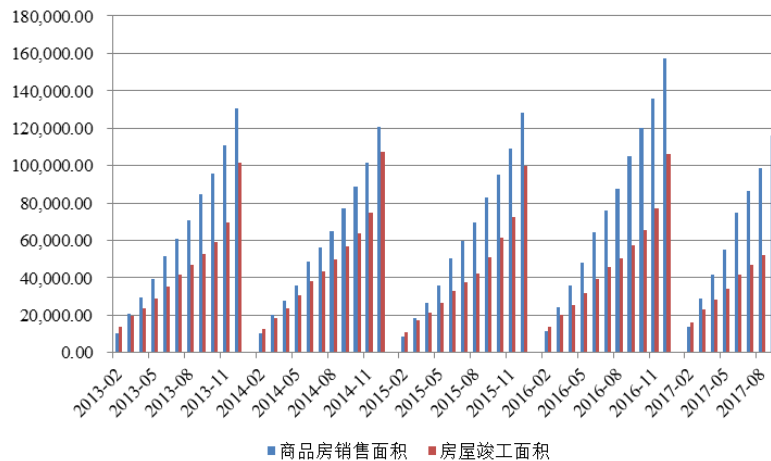
进入 2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。2017 年 1~9 月，房地产开发企业到位资金 113,095 亿元，同比增长 8.00%，增速较上年同期下降 7.50 个百分点。其中，国内贷款 19,003 亿元，同比增长 19.50%；利用外资 113.00 亿元，同比增长 0.90%；自筹资金 36,451 亿元，下降 0.30%；其他资金 57,528 亿元，同比增长 10.40%。在其他资金中，定金及预收款 34,610 亿元，同比增长 16.90%；个人按揭贷款 17,739 亿元，同比增长 1.30%。

总体看，2014 年，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但 2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧。

（3）市场供需情况

2014 年，地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策不断趋紧情况下，住宅市场低迷，市场观望情绪强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降。全年商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，2014 年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落，整体上供不应求的状态出现明显好转。全年房屋竣工面积 107,459 万平方米，增长 5.9%。其中，住宅竣工面积 80,868 万平方米，增长 2.7%；商业营业用房竣工 12,084 万平方米，增长 11.3%。

图 3 近年来全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

进入 2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运

行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

2017 年 1~9 月，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 116,006.00 万平方米，同比增长 10.30%。其中，住宅销售面积增长 7.60%，办公楼销售面积增长 32.70%，商业营业用房销售面积增长 23.70%；住宅销售额增长 11.40%，办公楼销售额增长 25.20%，商业营业用房销售额增长 31.80%。从供应来看，2017 年 1~9 月，房地产开发企业房屋施工面积 738,065.00 万平方米，同比增长 3.10%；房屋竣工面积 57,694.00 万平方米，增长 1.00%。截至 2017 年 9 月底，商品房待售面积 61,140.00 万平方米，比 8 月末减少 1,212.00 万平方米。其中，住宅待售面积减少 938.00 万平方米，办公楼待售面积减少 67.00 万平方米，商业营业用房待售面积减少 138.00 万平方米。

总体看，在当前经济增速下行和高库存压力下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。在多重政策支持下，市场需求大幅释放，楼市总体呈回暖趋势，但政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市仍坚持去库存战略，从供需两端改善市场环境。

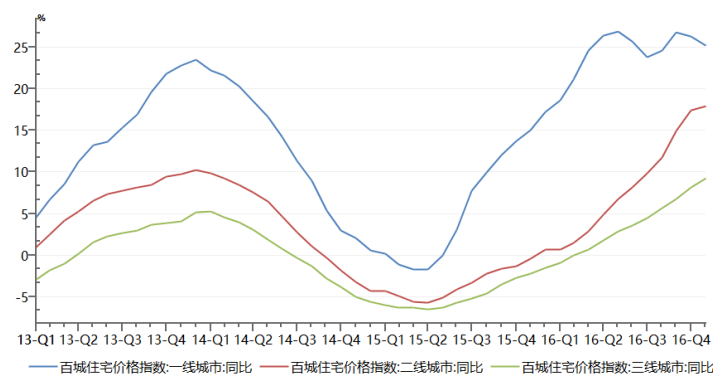
（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2014 年，由于各地限购的影响持续深化，市场整体下行趋势明显，房价下跌趋势从个别城市扩展到全国，房价下跌从一手房扩展到二手房。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。

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 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

进入 2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。2014~2016 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况如下图所示。

图 5 近年来全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

注：2017 年数据未公布

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，自 2014 年 5 月起持续下跌，而后随着多重宽松政策陆续出台和实施，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；同时，一、二线城市销售价格进入快速上涨通道，三线城市价格进入增长通道。

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，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 17.19%和 23.15%，分别较上年提高了 3.47 和 4.27 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 10.51%和 13.74%，分别较上年提高了 1.89 和 2.28 个百分点，前 10 名和前 20 名金额与面积集中度上升幅度均高于前几年。2015 年，房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大，其中一季度房企的销售情况并不乐观，从二季度开始逐步好转，三季度后一线和重点二线城市表现火爆、热销项目频现，为房企全年业绩作出了较大贡献。2016 年，房地产行业集中度进一步提升，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 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 12.19%和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年 1~9 月，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 24.40%和 32.50%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.80%和 20.30%。

表 2 近年来前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81	24.40
前 20 大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33	32.50
前 10 大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19	15.80
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94	20.30

资料来源：CRIC

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，龙头企业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；从 2016 年全年房企销售额来看，千亿房企阵营 12 家，2,000 亿房企增至 6 家，3,000 亿房企 3 家，2016 年恒大以 3,733.7 亿元的销售超越万科成为行业第一。据中国指数研究院统计，2017 年上半年房企销售额情况，碧桂园、万科和恒大迈入两千亿门槛，绿地、保利、中海、融创进入千亿阵营，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	恒大集团	6	中国海外发展有限公司
2	万科企业股份有限公司	7	大连万达商业地产股份有限公司
3	碧桂园控股有限公司	8	融创中国控股有限公司

4	绿地控股集团有限公司	9	华夏幸福基业股份有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司 广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

2014年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年 9 月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014 年 10 月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 7 月	国家税务总局总局发布《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》
2015 年 8 月	国土资源部发布《关于做好不动产登记信息管理基础平台建设工作的通知》，明确各地要按照 2015 年下半年信息平台上线试运行。《房地产税法》正式列入人大常委会立法规划
2015 年 8 月	中央六部委联合公布《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》
2015 年 9 月	央行、银监会下文，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%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2015 年 10 月	公积金异地贷款业务全面推行
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016 年 2 月	国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》
2016 年 6 月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期

2017年7月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017年8月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017年10月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。

资料来源：联合评级搜集整理

2015年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于3月、8月和9月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展。

进入2016年，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。2016年6月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

为了应对房价快速上涨防止房地产市场泡沫化，2016年“十一假期”，全国一线及重点二线合计21个城市（包括：北京、广州、深圳、上海一线城市以及南京、苏州、武汉、天津、东莞等二线城市）陆续推出房地产调控政策，从限购、限贷和限价三个方面进行调控。一线城市中广州提高了首套房最低首付比率至30%，同时提高已有一套住房且相应购房款未结清购买二套房首付比率不低于70%，北京与上海对新房销售价格实施限制。重点二线城市均对购房进行了限制，同时部分城市上调了购房首付比率。11月中旬，武汉、杭州、深圳、南京等地的楼市已推起第二轮调控的波澜，这一轮的调控，整体上都是在国庆调控政策的基础上，从公积金、社保和个税缴存年限、贷款比例等方面，进行了加码。11月28日，上海、天津限购政策再升级，而上海楼市政策加码“认房又认贷”，力度更是比北京、深圳更严厉。

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，本次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。2017年4月6日，住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在36个月以上的，应停止供地；36~18个月的，要减少供地；12~6个月的，要增加供地；6个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。2017年7月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租赁法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部等9部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发

展住房租赁市场，并选取12个城市先行试点。2017年8月3日，北京市城乡和住房建设委对《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会各界公开征求意见，希望通过引入政府与购房人按份共有产权，有效调节产权比例，对引导新的住房消费理念有重要影响。

2017年10月18日，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

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。进入2016年，政策环境的宽松使部分城市房地产市场持续升温，且有上涨过快趋势，“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧。2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制。

5. 行业关注

（1）行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2017年9月底，Wind资讯的地产行业资产负债率为79.01%，较2016年底提高了2.24个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，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，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

（2）房地产调控政策再度趋严

2016年10月至2017年8月，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。不排除后续存在政策继续出台的可能性，房地产行业可能再度面临进入行业紧缩期的可能。

（3）市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观，去库存仍然是目前三、四线房地产市场调控的核心任务之一。

（4）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 行业发展

（1）调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年2月，国务院出台的《关于创新政府配置资源方式的指导意见》中明确提到“支持各地区在房地产税、养老和医疗保障等方面探索创新”；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。

（2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

（3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

（4）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。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，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

7. 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。截至2016年底，安徽省常住人口6,195.5万人，比上年增加51.9万人，同比增幅下降14.5%，其中合肥市常住人口为786.9万人，2014~2016年，年均复合增长1.12%。

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增加，

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%。2017 年 1~9 月，安徽省房地产开发投资 4,085.37 亿元，同比增长 20.90%，增幅较去年同期上升 17.90 个百分点；房地产开发施工面积 36,357.5 万平方米，增长 8.6%；新开工面积 8,536.00 万平方米，同比上升 34.47%。

从土地市场情况来看，2015 年安徽省多地推出公积金及购房企业补贴政策，房地产企业积极采取以价换量的措施刺激市场，加速去化；部分城市成交土地上涨明显，但大多数城市库存高企，需求疲软，成交持续低迷，地市间分化逐渐扩大。2015 年全省土地市场成交缩减，下半年有所好转，多个地市成交以体量小、价格低为主要特点，国企拿地用于安置房建设成为一大支撑。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 年安徽省商品房销售面积 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%；办公楼销售面积 185.35 万平方米，同比增长 69.40%；商业营业用房销售面积 670.96 万平方米，同比增长 6.90%，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%。2017 年 1~9 月，安徽省商品房销售面积为 6,398.64 万平方米，同比增长 6.50%；其中商品住宅销售面积 5,604.70 万平方米，同比增长 4.40%；办公楼销售面积 132.54 万平方米，同比增长 23.10%；商业营业用房销售面积 561.05 万平方米，同比增长 23.50%。由于房地产市场政策调控，2017 年以来住宅类销售增速放缓，作为投资替代的办公楼及商业营业用房销售仍保持快速增长。

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，同比每平米增长 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，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，多数购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，2015 年 6 月，安徽省住建厅、发改委、财政厅等 12 个部门联合出台《关于促进房地产市场平稳健康发展的意见》，取消各类没有法律法规依据的行政性管理措施，包括商品房销售备案价格由房地产开发企业根据开发建设成本、市场供求状况等因素自行确定等，房企的定价正式回归市场化。2016 年 1 月 27 日，安徽省政府发布《关于促进经济持续健康较快发展的意见》（皖政〔2016〕1 号文件），明确拥有一套住房并已结清购房贷款的家庭，为改善住房条件再次申请住房公积金贷款购买住房的，最低首付比例由 30% 降至 20%；贷款偿还期限可延至借款人法定退休年龄后 5 年，最长贷款期限为 30 年。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），目标用三年左右时间，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，合肥市政府发布

《关于进一步促进合肥市房地产市场平稳健康发展的若干意见》，意见包含 10 条楼市调控相关政策，其中，市区户籍居民拥有 2 套住房暂停购买，拥有 1 套住房未结清贷款首付 50%。2017 年 3 月 23 日蚌埠县出台文件“限房价、控地价”，要求全县毛坯房均价控制在每平方米 5,200 元以内，精装房均价在每平方米 6,000 元以内；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》，指导各地有序化解非住宅商品房库存；2017 年 5 月，蚌埠市出台楼市新政，规定凡需预售楼盘备案价格超过 5,800 元/平方米的，需在办理预售许可前实行市政府联席会议预审，预审通过后方可提交市住建委预售联审会议审批；2017 年 5 月，芜湖市政府发布《芜湖市人民政府关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的若干意见》，指出楼盘单次预售面积不得少于 2 万平方米（实际成交价格低于 6,000 元/平方米的楼盘除外），居民购买的新建商品住房取得产权证 2 年后方可转让，达到预售条件的楼盘，在 15 日内应申请办理预销售许可，且 7 日内一次性上市，严禁捂盘惜售。整体看，安徽省房地产市场调控政策密集出台，抑制住宅房地产项目过快增长，促进非住宅房地产项目的去库存。

总体看，2016 年以来，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；从人口变动情况看，安徽省常住人口进一步增加，房地产市场需求有望进一步增强；受供给充分、需求旺盛影响，楼市交易量大幅增加；同时，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，但区域分化明显，部分城市仍有较大的库存去化压力。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

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

截至 2017 年 9 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、合肥国际中心等多个房地产项目，累计开发建筑面积约 1,819.73 万平方米。

依据中国房地产业协会与中国房地产测评中心测评，公司位列“2017 中国房地产开发企业 500 强”第 74 位，获“2017 年中国房地产开发企业运营效率 5 强”的荣誉。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”。

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

2. 人员素质

公司现有董事、监事和高级管理人员共 11 人，均具有丰富的房地产企业管理经验。

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

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

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

截至 2017 年 9 月底，公司共有在职员工 4,031 人。从学历划分，研究生及其以上学历占 2.20%，本科学历员工占 22.88%，本科以下学历占 74.91%；从职称构成看，公司初级职称人员占 28.77%，中级职称人员占 28.31%，高级职称人员占 42.92%；从年龄划分，公司 30 岁以下的员工占 28.81%，30 至 50 岁的员工占 60.10%，50 岁以上的员工占 11.09%。

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

五、公司管理

1. 治理结构

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

股东会是公司的权力机构，由全体股东组成；股东会每年召开一次，于每年 5 月召开。公司董事会目前由 3 名董事组成，其中董事长 1 人，董事由股东会选举产生。

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

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

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

2. 管理体制

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

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

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

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

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

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

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

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

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为商品房、棚改和保障房的开发与销售（以下简称“房地产业务”），2015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在安徽省内，其中合肥市占比突出，占到房地产收入的60%以上。2015年，公司原有保障房项目大多完工，未拓展新保障房项目；原安庆保障房项目股权实现转让，公司顺利剥离了保障房项目。

2014~2016年，受公司业务结构调整的影响，公司营业收入波动增长，年均复合增长4.61%；2016年，公司实现营业收入69.44亿元，同比上升11.32%，主要系公司商品房收入大幅增长所致。近三年公司净利润基本维持稳定，年均复合增加0.51%；2016年公司实现净利润4.05亿元，与上年基本持平，公允价值变动收益对其贡献度较高。

从收入构成来看，商品房收入为公司营业收入的主要来源。保障房项目毛利率低，且新项目拓展有区域局限性的影响，2015年公司将该类业务剥离。受安徽省区域房地产市场行情较好影响，2014~2016年，公司商品房销售收入不断上升，年均复合增长14.69%。近三年，公司物业运营成熟度不断提高，租金及管理费收入持续增加，收入占比由2014年的1.80%提升至2016年的2.80%。2016年公司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，该类收入2014年归集到销售农产品收入中，2015年公司剥离销售农产品相关业务，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5 2014~2016年公司营业收入情况（单位：亿元，%）

业务板块		2014年			2015年			2016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	47.71	75.19	20.00	57.00	91.38	20.12	62.76	90.37	22.80
	棚改和保障房	7.36	11.59	15.00	--	--	--	--	--	--
租金及管理费		1.14	1.80	67.00	1.52	2.43	39.31	1.94	2.80	60.41
销售农产品		7.00	11.03	17.00	--	--	--	--	--	--
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	96.00	0.24	0.39	77.64	0.15	0.22	40.96
合计		63.45	100.00	20.37	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，近三年，公司不断调整业务结构，逐步剥离了毛利率水平较低的棚改和保障房业务，扩大商品房业务规模，整体毛利率持续上升，分别为 20.37%、20.93%和 24.73%。商品房业务方面，2014 年以来，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%；公司棚改和保障房系为政府建设，与政府签订回购协议，毛利率水平较低，公司于 2015 年剥离该业务；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%；其他业务近三年毛利率水平波动明显，但其占比极小，对公司整体毛利水平影响有限。

2017 年 1~9 月，公司营业收入 64.68 亿元，同比增长 23.38%，主要系公司合并范围新增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），新增化肥业务所致。2017 年 1~9 月，公司房地产收入、租金及管理费用收入、制造业收入分别占 68.55%、2.57%和 28.40%，制造业收入占比大幅上升。2017 年 1~9 月，公司房地产业务收入 44.34 亿元，同比下降 7.22%；制造业收入 18.37 亿元，同比大幅增长 5.63 倍，系合并范围新增化肥生产所致。2017 年 1~9 月，公司毛利率为 25.57%，较 2016 年全年水平上升了 0.84 个百分点，其中房地产业务毛利率、制造业毛利率分别为 27.07%和 19.61%，当期结转的房地产项目毛利率上升主要系 2016 年房价上涨所致，制造业毛利率下降主要系新增化肥业务毛利率低于原制造业务毛利率所致。

总体看，公司不断调整业务结构，剥离毛利率水平较低的保障房等业务，重点向商品房领域发展，营业收入规模与毛利率水平均有所提升。公司新增化肥生产业务，公司经营范围有所扩大，收入水平将有所提升。

2. 房地产业务

2015 年公司合并范围减少安庆国购投资有限公司（以下简称“安庆国购”），保障房业务从公司营业范围中剥离。目前公司房地产开发业务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

公司房地产项目开发的主要环节包括土地获取、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地获取、规划设计等前期准备和后期的房产销售是公司实现营业收入和经营利润最为重要的环节。鉴于土地收购对项目盈利的重要影响，公司会对土地收购进行细致的研究。目前公

司投资拓展中心负责土地收购工作的具体开展。具体来看，公司通常会先做出土地开发预案，包括物业种类、产品定位、价格水平、销售预期、收入及利润预算等，在经投委会、董事会批准后，实施土地收购。公司土地出让金按照每次土地招拍挂的合同约定支付。

2014~2015 年，公司主要通过“招、拍、挂”方式拿地，共获取 5 宗，规划建筑面积合计 108.38 万平方米，分布在安徽省内芜湖、合肥、淮北和宿州等城市，土地性质以商住用地为主，同时有少量商业、商办用地等，整体土地获取均价较低。2016 年，考虑到待开发规模和土地成本等因素，公司未新增土地储备。2017 年 8 月，公司通过收购广地置业（宣城）有限公司 70% 股权在宣城拿地 1 宗，土地性质为住宅，建筑面积为 20.69 万平方米。未来公司将着手在上海、长沙县、清远市等地拿地，通过收购等方式获取土地的方式占比将有增长。

表6 2014~2017年9月底公司土地获取情况（单位：万平方米，元/平方米）

开发项目	获取时间	土地面积	区域	性质	建筑面积	楼面均价
淮北汽车文化园二期	2014.1	5.40	淮北	商服用地	5.80	627
无为天筑锦绣园	2014.1	5.93	无为	商住	16.87	1,159
宿州国购广场	2014.8	8.47	宿州	商住	37.80	1,340
芜湖国购汽贸物流园一期	2014.12	21.47	芜湖	商业用地	34.51	881
国购广场二期西园	2015.5	1.73	合肥	商办用地	13.40	3,800
宣城新港项目	2017.8.31	10.25	宣城	住宅	20.69	1,060
合计	--	53.25	--	--	129.07	--

资料来源：公司提供

从土地价格来看，合肥国购广场二期西园项目土地储备楼面均价远高于公司其他项目，为 3,800 元/平方米，一方面系合肥西园项目位于合肥市核心地段（一环内成熟商圈），属于稀缺、优质资源；另一方面合肥西园项目土地为 2015 年获取，当期地价走高导致土地获取成本增加，该项目以自持商业购物中心为主。2017 年公司在宣城拿地楼面均价为 1,060 元/平方米，拿地成本尚可。

截至 2017 年 9 月底，公司土地储备为京商商贸城项目（合肥）项目和宣城新港项目。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 305.00 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。宣城新港项目位于宣城开发区，业态以住宅地产为主，建筑面积为 20.69 万平方米，楼面均价为 1,060.00/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7 截至2017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	楼面均价	未开发面积	享有权益	土地用途
京商商贸城部分区域	174.93	629.62	305.00	130.86	100%	商办用地
宣城新港项目	10.25	20.69	1,060.00	20.69	70%	住宅
合计	185.18	650.31	--	151.55	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司土地获取速度下降，尚未开发的土地储备均价低，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

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

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

表8 2014~2016年及2017年1~9月公司房地产业务开发数据情况(单位:个,万平方米)

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
新开工项目数量	9	4	2	0
新开工面积	384	175	73	70.86
竣工面积	169	163	268	103.83
完成交付项目数量	9	10	5	3
完成交付面积	127	144	268	73.99
在建项目数量	19	15	14	11
在建面积	725	758	429	437.90

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,主要系统口径差异及部分项目重复计算所致。

2014~2016 年,公司开发节奏有所减缓,新开工面积整体呈逐年下降趋势且在建面积波动下降。从项目开发数据来看,2015 年新开工面积达 175 万平方米,同比减少 54.43%,主要系公司根据市场情况主动减缓施工节奏所致所致,同时在建项目数量有所减少。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。2017 年 1~9 月公司无新开工项目,新开工面积 70.86 万平方米,完成 2016 年全年的 97.07%;竣工面积 103.83 万平方米,完成交付项目 3 个,完成交付面积 73.99 万平方米,当期竣工面积和完成交付面积均有所下降。

截至 2017 年 9 月底,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 11 个,在建项目总建筑面积 1,117.77 万平方米,其中已竣工面积 547.73 万平方米,在建面积为 437.90 万平方米,未开发面积为 132.14 万平方米(为京商商贸城项目未开发部分,因数据统计原因,与表 7 数据略有差异);在建项目的计划总投资额为 416.95 亿元,已完成投资额为 278.43 亿元,尚需投资额为 138.47 亿元,未来资金需求仍较大。

表9 截至 2017 年 9 月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	272.66	244.04	156	191.21	101.72
滨湖假日花园	合肥	156.00	2009.6	待定	134.33	126.63	1.30	73.43	68.66
星河府	合肥	58.51	2010.9	2019.12	47.3	40.32	8.65	50.01	45.34

国购中心	合肥	39.58	2011.8	2018.4	--	4.50	12.75	14.71	10.75
无为国购广场	无为	14.61	2014.6	待定	--	--	-	5.54	3.15
无为国际酒店	无为	9.40	2015.12	待定	--	--	-	3.47	0.56
淮北汽车文化园	淮北	23.15	2012.12	2017.12	10.01	13.68	9.32	5.58	4.35
蚌埠国购广场	蚌埠	101.19	2013.6	AB 区 2016.4 CD 区 2020.1	53.08	40.61	20.12	31.3	19.84
宿州国购广场	宿州	37.80	2014.8	2018.9	30.35	19.03	3.39	16.91	13.36
国购广场二期西园	合肥	13.40	2016.6	2019.5	--	--	4.45	12.73	6.29
芜湖汽贸城一期	芜湖	34.51	2016.10	2018.12	--	--	13.37	12.06	4.41
合计	--	1117.77	--	--	547.73	488.81	229.35	416.95	278.43

资料来源：公司提供

总体看，公司新开工面积逐年下降，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，2014~2016 年，公司实现协议销售面积分别为 169 万平方米、66 万平方米及 84 万平方米，后两年销售面积较 2014 年有所减少主要是因为 2014 年度京商商贸城的专业批发市场集中推盘销售，导致当年销售面积较大，而 2015~2016 年京商商贸城专业批发市场销售完毕，其他类型地产尚不满足对外销售的条件，同时 2014 年有棚改项目，其后剥离此部分业务导致销售面积下降。受市场行情较好影响，2015 年公司协议销售均价提升至 5,950 元/平方米，2016 年协议销售均价同比有所下降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。公司实现预售金额三年分别为 90.34 亿元、47.87 亿元和 44.13 亿元，2014 年受京商商贸城批发市场集中推盘销售影响实现预售金额较高，而后 2015~2016 年销售面积有所下降导致预售收入减少；受开发进度影响，公司近三年结转收入面积逐年上升，分别为 100 万平方米、105 万平方米及 129 万平方米；结转收入亦呈稳步上升趋势，三年分别为 55.07 亿元、57.00 亿元及 62.76 亿元。2017 年 1~6 月，公司实现销售面积 46.47 万平方米，约为 2016 年全年的 55.32%，协议销售均价上涨至 6,837 元/平方米，协议销售金额 31.77 亿元，完成 2016 年全年的 66.97%。

2017 年 1~9 月，公司实现销售面积 71.17 万平方米，约为 2016 年全年的 84.73%，协议销售均价上涨至 6,837 元/平方米，协议销售金额为 44.13 亿元，完成 2016 年全年的 93.02%。

表 10 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司房地产业务运营情况（单位：平方米，元/平方米，亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
协议销售面积	169	66	84	71.17
协议销售均价	5,110	5,950	5,647	6,837
协议销售金额	90.34	47.87	47.44	44.13
结转收入面积	100	105	129	93.99
结转收入	55.07	57.00	62.76	44.34

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 2017 年 9 月底，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 997.68 万平方米，剩余可售面积 242.33 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，其他项目大多为住宅。

表11 截至2017年9月底公司物业销售情况

项目名称	项目位置	总可售面积 (万平方米)	开工时间- 竣工时间/预计竣工时间	累计已销售面 积 (万平方米)	剩余可售面积 (万平方米)
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	40.32	13.93
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	25.75	1.22
京商商贸城	合肥	401.43	2013.1-2018.10	244.04	157.39
淮北国购广场	淮北	80.48	2012.1-2018.1	70.02	10.46
淮北汽车文化园	淮北	23	2012.12-2017.12	13.68	9.32
宿州国购广场	宿迁	22.4	2014.1-2018.9	19.03	3.37
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	40.61	20.12
宣城国购广场项目	宣城	17.51	2011.5-2014.4	16.48	1.03
郎溪国购广场项目	郎溪	24.79	2012.5-2015.5	22.73	2.06
郎溪小商品市场项目	郎溪	8.79	2011.8-2013.10	2.72	6.07
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	100.03	1.95
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	--	997.68	--	755.35	242.33

资料来源：公司提供

注：国购广场二期西园与芜湖汽贸城一期尚未具备销售条件，故未在本表格列示。

截至2017年9月底，公司项目主要分布区域为合肥地区，以商业为主，受安徽省去库存政策影响，公司商业项目去库存压力不大。公司部分项目布局在安徽省三、四线城市，公司此部分项目面积较小，但仍面临去化压力。

总体看，受京商商贸城项目集中销售影响，2014年公司协议销售面积明显大于后两年；公司2016年销售面积有所上升，金额较上年略有下滑；2017年1~9月，受到住宅类地产政策调控，以及非住宅类房地产项目去库存政策的影响，公司销售均价有所上升，政策环境对该项目未来售价有一定影响。公司部分三、四线城市项目仍面临去化压力。

3. 物业租赁、制造业及商品销售业务

公司其他业务的主要经营主体为合肥华源物业发展有限责任公司（以下简称“华源物业”）和司尔特，其中华源物业的下属公司安徽国购商业运营管理集团有限公司和安徽诚和物业管理有

限公司主要收取租金和管理费收入，司尔特主要从事化肥生产业务。

（1）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 9 月底，公司正在经营的物业项目总可出租面积 139.01 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 59.56 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。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，价格同比提高 7.14%；2017 年 1~9 月，公司经营性物业平均租金水平维持在 3.00 元/平方米/天。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司经营性物业获得租金收入分别为 2.03 亿元、2.04 亿元、2.02 亿元和 1.64 亿元，基本保持稳定，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 9 月底，公司经营性物业总价值为 135.72 亿元，增值率为 128.64%，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 12 截至 2017 年 9 月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 9 月底公允价值	截至 2017 年 9 月底出租率	2014 租金收入	2015 租金收入	2016 年租金收入	2017 年 1~9 月租金收入
宣城国购广场	宣城市宣州区	3.57	综合商业	2.98	2013.11	7.50	100	0.38	0.37	0.37	0.27
郎溪国购广场	郎溪县建平镇	4.91	综合商业	2.44	2014.11	5.59	100	0.16	0.16	0.16	0.12
大润发	合肥市	2.11	综合商业	1.17	2008.11	5.43	100	0.09	0.09	0.09	0.06
合肥国购广场	合肥市蜀山区	5.04	综合商业	2.95	2004.12	16.37	100	0.88	0.89	0.87	0.65
郎溪小商品市场	郎溪县建平镇	5.76	综合商业	2.42	2013.10	4.76	95	0.17	0.18	0.18	0.13
合肥国购广场-IFC	合肥市蜀山区	2.32	综合商业	3.07	2014.10	5.47	100	0.35	0.35	0.35	0.26
淮北国购广场	淮北市相山区	22.42	综合商业	12.33	2014.12	22.70	100	--	--	--	0.15
京商商贸城-房屋	合肥市瑶海区	59.56	综合商业	16.90	2015.10	35.00	--	--	--	--	招商中
国购中心	合肥市滨湖区	33.32	综合商业	15.10	2016.09	32.90	--	--	--	--	装修中
合计	--	139.01	--	59.36	--	135.72	--	2.03	2.04	2.02	1.64

资料来源：公司提供

截至 2017 年 9 月底，公司尚未开始运营的经营性物业包括合肥国购中心和合肥京商商贸城，其中，合肥国购中心位于合肥市滨湖新区（安徽省人民政府所在地）滨湖会展中心西侧，毗邻地铁站附，总可租面积为 33.32 万平方米，目前正在进行内部装修；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。

总体看，公司投资性物业公允价值较大，近三年租金收入稳定，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；公司物业租赁项目

中滨湖区国购中心、淮北国购广场和京商商贸城面积较大，滨湖区国购中心、京商商贸城招商进展和淮北国购广场初期运营情况存在一定不确定性。

（2）制造业

2015 年，公司并购上海宏望资产管理有限公司，间接控制铜陵三佳电子（集团）有限公司（以下简称“铜陵三佳”）、铜陵中发三佳科技股份有限公司（以下简称“铜陵中发三佳”）及铜陵丰山三佳微电子有限公司（以下简称“铜陵丰山三佳”）；2015 年收购巢湖市宏光矿业有限公司（以下简称“巢湖宏光”），上述纳入合并范围的公司均属制造业，生产产品主要包括智能制造、汽车零配件、电子机械产品、建筑材料及其延伸加工产品等，产品品类较多但占公司业务规模的比例较小。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%，较去年上升 14.07 个百分点，主要系公司下属公司巢湖宏光产品销售价格提高，且研发出的新产品毛利率较高所致。2016 年公司处置了宏望资产管理有限公司股权，铜陵三佳、铜陵中发三佳和铜陵丰山三佳相关业务不再纳入合并范围。2017 年公司处置了巢湖宏光，其业务不再纳入合并范围。

2016 年 12 月，公司利润表合并范围新增司尔特，公司新增化肥生产业务，对公司 2016 年利润表影响较小。2017 年 1~9 月，公司制造业收入 18.37 亿元，同比增长 5.63 倍，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 28.62%，化肥生产成为公司合并范围主要业务之一。

（3）商品销售

公司商品销售收入主要指 2015 年新设立的安徽国购投资管理有限公司收到的联销收入和经销收入，2016 年，公司实现销售收入 0.43 亿元，主要是为部分超市集中采购农产品产生的差价收入，毛利率为 13.52%，同比增长 3.67 个百分点。2017 年 1~9 月，公司商品销售收入 0.65 亿元，占公司营业收入 1.01%，影响较小。

整体看，公司物业租赁、制造业和商品销售盈利情况较好，后期该类业务规模的扩大，可成为公司收入和利润的良好补充。

4. 经营效率

近三年，公司存货周转率分别为 0.45 次、0.46 次和 0.47 次，保持稳定；流动资产周转率分别为 0.39 次、0.38 次及 0.38 次，保持稳定；总资产周转率整体呈下降趋势，三年分别为 0.22 次、0.19 次及 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 13 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，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异

整体看，公司经营效率近三年变化不大，整体处于行业一般水平。

5. 重大事项

2016年10月21日，公司子公司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15.80亿元受让司尔特1.80亿股流通股股份，占司尔特已发行总股本的25%，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，中国化肥百强企业、安徽企业五十强。截至2017年9月底，司尔特复合肥年产能152万吨，磷酸一铵年产能75万吨，产能利用率在80%以上。司尔特与公司坚持产业发展战略的经营思路相契合，为公司发展大农业和大健康产业的提供重要平台，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。

司尔特近三年经营情况保持稳定。2014~2016年司尔特营业收入波动增长，年均复合增长8.86%，2016年营业收入28.18亿元；净利润持续增长，年均复合增长30.97%，2016年净利润为2.47亿元；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。

截至2017年9月底，司尔特总资产45.81亿元，所有者权益32.99亿元。2017年1~9月，司尔特营业收入18.37亿元，同比下降13.83%，主要系2017年春季遭遇倒春寒，多地农需推迟，加之粮食价格低廉，终端农户采购意愿度不高，本期国内化肥农需较往年减少所致；此情况在2017年下半年有所改善，司尔特第三季度当期收入水平有所回升，同比增长11.14%。2017年1~9月，司尔特净利润1.32亿元，同比下降37.04%，一方面系营业收入同比下降所致，另一方面系2017年根据财会[2016]22号文核算，司尔特营业税金及附加增加以及2016年同期司尔特收到营业外收入较多所致。

表14 司尔特2014~2016年及2017年1~9月主要财务指标（单位：亿元）

项目	2014年底	2015年底	2016年底	2017年9月底
总资产	33.79	41.05	47.49	45.81
净资产	17.68	30.12	32.39	32.99
项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
营业收入	23.78	29.74	28.18	18.37
净利润	1.44	2.47	2.47	1.32

资料来源：Wind 资讯

总体看，司尔特近年来经营情况良好，收购司尔特符合公司发展战略，随其收入利润完全体现于公司合并报表后，公司营业收入有所增长；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。

6. 经营关注

（1）公司部分剩余可售项目存在一定的去化压力

公司部分可售项目位于三四线城市，综合考虑当地房地产政策，公司存在一定去化压力。

（2）公司现有土地储备较为集中，有待拓宽项目储备

公司现有土地储备集中于合肥市的京商商贸城项目和宣城新港项目；未来公司项目储备有待进一步扩展。

(3) 公司项目未来投资规模大，存在较大融资需求

近三年公司迅速发展，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。

(5) 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。

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。此外，公司探索布局机器人产业，以此为契机，积极与地方政府、招商部门开展合作，采取承建机器人产业园+投资、引进机器人设计制造企业+开发配套住宅的合作模式参与地方政府的项目招标，以取得当地项目，拓展以智能机器人为代表的新兴产业；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。

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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 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。公司 2017 年三季度合并财务报表经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审阅。

2014 年公司合并范围无变化；2015 年公司合并范围新增合并单位 15 家，减少合并单位 4 家。2016 年，公司合并范围新增合并单位 9 家，减少合并单位 7 家，2017 年 1~9 月，公司合并范围新增合并单位 3 家，减少合并单位 5 家，截至 2017 年 9 月底，公司合并范围子公司 51 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，公司合并资产总计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，其中归属于母公司所有者净利润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。

截至2017年9月底，公司合并资产总计439.07亿元，负债合计324.41亿元，所有者权益（含少数股东权益）114.66亿元，其中归属于母公司所有者权益58.36亿元。2017年1~9月，公司实现营业收入64.68亿元，净利润（含少数股东损益）4.35亿元，其中归属于母公司所有者净利润3.86亿元；经营活动现金流量净额0.06亿元，现金及现金等价物增加额为-2.71亿元。

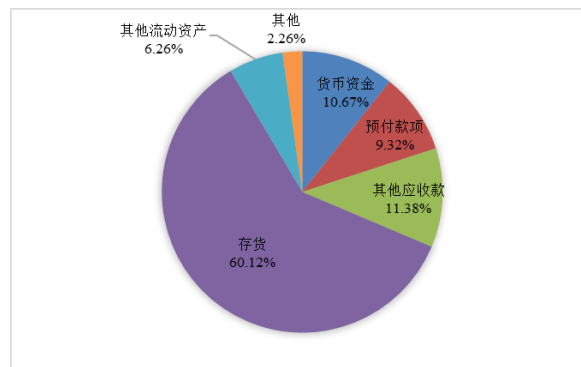
2. 资产质量

近三年，公司资产总额持续增长，年均复合增长14.63%，主要系非流动资产持续增加所致。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%。公司资产构成以非流动资产为主。

流动资产

近三年公司流动资产波动增长，年均复合增长9.33%；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6 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司货币资金波动增长，年均复合增长10.74%。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。

2014~2016年，公司预付款项持续增长，年均复合增长52.35%，主要系预付工程款和购货款增长所致。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安徽省司尔特肥业股份有限公司（以下简称“司尔特”），其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%，公司预付款项账龄结构有待改善。

公司其他应收款主要为往来款及投资款，近三年波动下降，年均复合下降14.15%。截至2016年底，公司其他应收款账面净值22.85亿元，较年初下降26.60%，主要系处置子公司铜陵三佳、铜陵中发三佳和铜陵丰山三佳等，其他应收款相应减少所致。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 年以内的占比 49.29%，1~2 年的占比 12.80%，2~3 年的占比 27.14%，3 年以上的占比 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。公司其他应收款有一定回收风险。

表 15 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

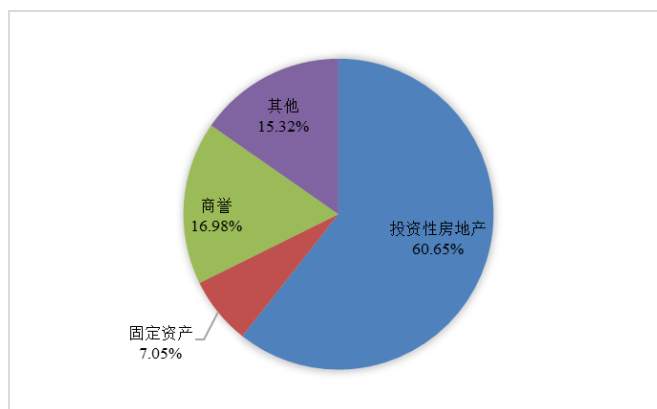
2014~2016 年，公司存货波动增长，年均复合增长 4.33%。截至 2015 年底，公司存货 103.98 亿元，较年初下降 6.23%，主要系房地产项目实现销售及转入投资性房地产所致；截至 2016 年底，公司存货 120.71 亿元，较年初增长 16.09%，主要系房地产开发投入增长所致。截至 2016 年底，公司存货以开发成本（占 66.51%）和开发产品（占 29.61%）为主，主要为京商商贸城、淮北国购广场、蚌埠国购广场、宿州国购广场等在建的房地产项目。公司存货未计提跌价准备。公司因用于抵押而受限的存货 29.06 亿元，受限比例为 24.07%，受限比例尚可。

2014~2016 年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 870.87%，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 年底，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

2014~2016 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 20.02%，主要系投资性房地产和固定资产增长所致。截至 2016 年底，公司非流动资产 227.65 亿元，较年初增长 22.13%。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 7 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 11.02%，主要系存货转入所致；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。公司投资性房地产以公允价值计量，2016 年底较年初增长 4.09%，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。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。

2014~2016 年，公司固定资产持续增长，年均复合增长 209.83%。截至 2016 年底，公司固定资产 16.05 亿元，较年初增长 264.92%，主要系公司收购的司尔特固定资产增加，以及安徽蓝鼎伯廷酒店国购购物中心（以下简称“安徽蓝鼎”）等子公司的在建工程转入所致。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%。

2014~2016 年公司商誉持续增长，年均复合增长 14.13%，主要系公司 2015 年并入巢湖市宏光矿业有限公司产生商誉 1.01 亿元，以及 2016 年合并司尔特产生商誉 7.88 亿元所致。截至 2016 年底，公司商誉 38.65 亿元，较年初增长 26.17%。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未达标，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。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额 439.07 亿元，较年初增长 2.48%，变动较小，其中流动资产占 46.23%，非流动资产占 53.77%，资产结构较年初变化不大。

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，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。

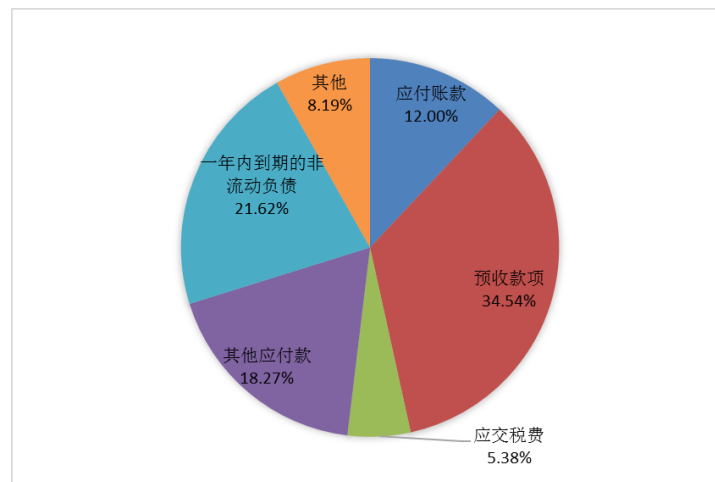
3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，公司负债持续增长，年均复合增长率为 12.16%，主要系公司发行债券及其他应付款增长所致。截至 2016 年底，公司负债合计 315.04 亿元，较年初增长 21.05%，其中，流动负债占 55.92%，非流动负债占 44.08%。

2014~2016 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 13.32%。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8 截至2016年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司应付账款持续增长，年均复合增长 54.85%，主要系房地产业务开发规模扩大，应付工程款增长所致。从账龄结构看，1 年以内的占 82.63%、1~2 年的占 6.40%，2~3 年的占 8.41%，3 年以上占 2.56%，公司应付账款集中在 1 年内。

2014~2016 年，公司预收款项持续下降，年均复合下降 18.86%。截至 2016 年底，公司预收款 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。

2014~2016 年，公司应交税费持续增长，年均复合增长 173.84%，主要系增值税相关会计政策改变所致。截至 2016 年底，公司应交税费 9.47 亿元，较年初增长 97.68%。

2014~2016 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 63.06%，主要系保证金及往来款增长所致。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，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。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 2.00 亿元、0.00 亿元和 38.09 亿元。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。

近三年公司非流动负债持续增长，年均复合增长 10.73%，主要系公司 2016 年发行债券所致。截至 2016 年底，公司非流动负债 138.86 亿元，较年初增长 11.28%。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。

2014~2016 年，公司长期借款规模波动下降，年均复合下降 12.32%。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。

2014~2015 年公司未发行债券。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，并因收购安徽省司尔特肥业股份有限公司而新增“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税暂时性差异，2014~2016 年，公司递延所得税负债持续增长，年均复合增长 5.44%，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。

2014~2016 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 19.84%；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。2014~2016 年公司资产负债率为 76.82%、74.94% 和 73.53%，呈下降态势；同期公司全部债务资本化比率为 60.77%、58.92% 和 59.73%，波动中略有下降；长期债务资本化比率为 55.82%、54.75% 和 51.09%，呈下降态势。

截至 2017 年 9 月底，公司负债合计 324.41 亿元，较年初增长 2.97%，变动较小。其中流动资产占 52.46%，非流动负债占 47.54%，非流动负债占比略有上升。截至 2017 年 9 月底，公司全部债务 182.05 亿元，较年初增长 8.26%，主要系长期债务增长所致；其中短期债务占 26.06%，长期债务占 73.94%，长期债务占比较年初上升 3.49 个百分点。截至 2017 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.89%、61.36% 和 54.00%，分别较年初上升 0.35 个百分点、1.63 个百分点和 2.91 个百分点，债务指标略有上升。

总体看，公司负债规模不断上升；债务规模持续增长，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；公司债务指标整体略有下降，债务负担较重。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长率为 22.49%，主要系合并范围扩大，少数股东权益增长所致。截至 2016 年底，公司所有者权益共 113.40 亿元，较年初增长 30.31%。公司所有者权益中，归属于母公司的所有者权益占 49.52%，少数股东权益占 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，近三年开发完工转入投资性房地产的项目主要为京商商贸城自持物业；未分配利润占 31.13%；其他综合收益和未分配利润占比较高。近三年公司实收资本无变化，截至 2016 年底为 2.50 亿元；其他综合收益年均复合增长 6.47%，截至 2016 年底为 36.06 亿元，较年初增长 2.98%。公司未分配利润持续增长，年均复合增长 40.79%，主要系公司利润增长所致；截至 2016 年底，公司未分配利润 17.48 亿元，较年初增长 21.35%。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益 114.66 亿元，较年初增长 1.11%，变动较小。其中归属于母公司所有者权益占 50.90%，占比较年初上升 1.38 个百分点。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 4.28%、其他综合收益占 59.09%，未分配利润占 36.62%，未分配利润占比略有上升，整体变动较小。

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

2014~2016 年，受公司业务结构调整的影响，公司营业收入波动增长，年均复合增长 4.61%；2016 年，公司实现营业收入 69.44 亿元，同比上升 11.32%，主要系公司商品房大规模交房确认收入所致。近三年，公司净利润波动下降，年均复合下降 7.99%，主要系公司 2016 年公允价值变动收益减少所致。2016 年公司净利润 4.05 亿元，同比下降 15.78%，其中归属于母公司所有者损益

¹ 长期应付款已计入长期债务

3.06 亿元，同比下降 45.48%。

从期间费用来看，2014~2016 年，公司期间费用持续增长，年均复合增长 16.91%，主要系管理费用和财务费用增长所致。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%。近三年，公司销售费用持续下降，年均复合下降 13.45%，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 年公司销售费用 1.24 亿元，同比下降 9.78%。近三年公司管理费用持续增长，年均复合增长 14.02%，主要系合并范围扩大所致；2016 年公司管理费用 2.80 亿元，同比增长 3.30%。2014~2016 年，公司财务费用持续增长，年均复合增长 89.80%，主要系融资规模扩大所致；2016 年公司财务费用 1.88 亿元，同比增长 53.24%。近三年公司费用收入比分别为 6.82%、8.52%和 8.52%，公司费用控制能力尚可。

从利润构成看，2014~2016 年，公司投资性房地产的公允价值变动收益分别为 2.97 亿元、3.28 亿元和 0.09 亿元，波动较大，占营业利润的比重分别为 41.46%、58.53%和 1.47%，对公司利润影响较大。2015 年公司计提坏账损失共 1.14 亿元，当年公司确认资产减值损失共 1.25 亿元，规模较大。近三年，公司营业外收入波动明显，分别为 0.14 亿元、0.81 亿元和 0.20 亿元，占当期利润总额的比重分别为 2.10%、12.73%和 3.39%，其中，2015 年公司营业外收入规模较大，一方面是因为 2015 年收到的政府返还的土地契税（缴纳土地款后一次性返还）规模较大，另一方面是因为公司折价收购上海宏望资产管理有限公司（以下简称“宏望资管”）产生其他营业外收入所致，整体看，公司营业外收入规模较小，可持续性偏弱。

从盈利能力指标看，2014~2016 年，公司营业利润率分别为 14.11%、14.01%和 17.66%，其中 2016 年营业利润率上升主要系 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。2014~2016 年公司总资产收益率分别为 3.06%、2.97%和 2.27%，呈现下降态势，主要系 2014~2015 年公司公允价值变动收益规模较大，2016 年公司公允价值变动收益下降以及公司融资规模增长所致。总资产报酬率分别为 2.40%、2.25%和 1.91%，呈下降态势主要系公允价值变动收益下降所致，净资产收益率分别为 6.81%、5.91%和 4.04%，呈下降趋势，主要系公司利润下降及融资规模增长所致。

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

表 16 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，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

2017年1~9月，公司实现收入64.68亿元，同比增长23.47%，主要系司尔特纳入合并范围所致；实现营业利润6.58亿元，同比增长75.03%；实现净利润4.35亿元，同比增长60.28%，其中归属于母公司所有者净利润3.86亿元，同比增长34.51%。

总体看，受业务调整影响，公司营业收入规模波动增长，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有一定影响，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，2014~2016 年，公司经营活动现金流入分别为 97.54 亿元、51.51 亿元和 65.66 亿元，波动下降，年均复合下降 17.95%；2015 年公司经营活动现金流入同比下降 47.19%，主要系 2014 年京商商贸城的专业批发市场集中推盘销售，当年销售面积较大，2015 年该项目基本销售完毕，销售量下降所致；2016 年公司经营活动现金流入同比增长 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。2014~2016 年，公司经营活动现金流出分别为 80.19 亿元、54.09 亿元和 59.42 亿元，波动下降，年均复合下降 13.92%；2015 年公司经营活动现金流出同比下降 32.55%，主要系公司规范资金管理，减少与关联单位资金往来款所致；2016 年公司经营活动现金流出同比增长 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。近三年公司经营活动现金流量净额波动明显，分别为 17.35 亿元、-2.58 亿元和 6.24 亿元。近三年，公司现金收入比分别为 153.23%、75.46%和 66.04%，持续下降，公司收入实现质量较差。

从投资活动现金流情况看，2014~2016 年，公司投资活动现金流入波动增长，分别为 0.69 亿元、0.57 亿元和 1.89 亿元，年均复合增长 66.07%；其中 2016 年同比增长 234.10%，主要系 2016 年公司处置子公司宏望资管所致。2014~2016 年，公司投资活动现金流出分别为 28.33 亿元、6.11 亿元和 21.38 亿元，呈波动下降态势，年均复合下降 13.12%；其中 2014 年和 2016 年投资性现金流出较多，2014 年主要为公司支付收购安徽蓝鼎的收购款合计 23.45 亿元；2016 年主要为投资 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。2014~2016 年，公司投资活动现流量额分别为-27.64 亿元、-5.55 亿元和-19.49 亿元，均表现为净流出；公司筹资活动前现金流量净额分别为-10.29 亿元、-8.12 亿元和-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。

从筹资活动现金流量情况看，受公司银行贷款规模逐年下降及 2016 年发行债券规模增长影响，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入呈波动增长态势，分别为 45.44 亿元、35.37 亿元和 54.14 亿元，年均复合增长 9.15%。2016 年公司筹资活动现金流入同比增长 53.08%，主要系公司发行债券所致。2014~2016 年，公司筹资活动现金流出分别为 33.05 亿元、27.05 亿元和 37.33 亿元，呈波动增长态势；2015 年公司筹资活动现金流出同比下降 18.17%，其中公司偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金分别同比减少 30.99%和 57.66%至 10.59 亿元和 2.79 亿元；2016 年公司筹资活动现金流出同比增长 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，其中 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。2014~2016 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 12.39 亿元、8.32 亿元和 16.81 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 16.47%。

2017 年 1~9 月，公司经营活动现金流量净额为 0.06 亿元，规模较小，主要系当期支付保证金规模较大，导致计入支付其他与经营活动有关的现金 4.61 亿元所致，投资活动现金流量净额为 -13.74 亿元；筹资活动现金流量净额为 10.97 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动产生的现金流量净额波动明显，收入实现质量有待提高；公司投资活动均表现为净流出且波动明显，公司筹资活动现金流量净额波动增长，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，2014~2016年，公司流动比率有所降低，分别为1.22倍、1.19倍和1.14倍；速动比率略有提升，分别为0.42倍、0.42倍和0.45倍。近三年，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0.81倍、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，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，近三年公司 EBITDA 分别为7.33亿元、8.64亿元和8.19亿元，呈波动增长态势。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。近三年 EBITDA 利息倍数分别为0.63倍、0.63倍和0.49倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较弱；EBITDA 全部债务比分别为0.06倍、0.07倍和0.05倍，EBITDA 对债务的覆盖程度弱。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2017年9月底，公司获得各银行授信额度合计222.40亿元，尚未使用63.44亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至2017年9月底，公司对合并范围外担保金额合计25.18亿元，公司对外担保金额占公司所有者权益的比例为21.96%，目前主要被担保对象运营正常。公司对外担保比率较高，存在一定或有负债的风险。

表17 截至2017年9月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	10.60	5.00	4.10	4.65
担保类型	保证/抵押/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	33.20	6.89	17.34	9.78
所有者权益	10.32	1.86	8.94	4.86
2016年营业收入	7.90	3.23	35.60	6.26
2016年净利润	1.40	0.33	0.80	0.62
2017年1~9月营业收入	4.95	2.76	30.66	4.76
2017年1~9月净利润	0.95	0.03	0.69	0.35

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96.70%。

截至2017年9月底，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2017年11月7日，公司本部无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，公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般。考虑到公司是安徽省较大的商业物业投资、建设和运营企业之一，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。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至 2017 年 9 月底，公司全部债务总额 182.05 亿元，本期拟发行债券规模不超过 13 亿元，占公司 2017 年 9 月底全部债务总额的 7.14%，对公司现有债务负担影响较小。

以 2017 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 13 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别变为 74.64%、62.98% 和 56.28%，分别上升 0.75 个百分点、1.62 个百分点和 2.28 个百分点，债务负担有所加重。

考虑到公司本期债券的筹集资金将用于偿还现有债务，因此公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率可能低于上述预测值。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2016 年的财务数据为基础，公司 2016 年的 EBITDA 为 8.19 亿元，为本期公司债券发行额度（13 亿元）的 0.63 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；公司 2016 年经营活动现金流入量为 65.66 亿元，为本期公司债券发行额度（13 亿元）的 5.05 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；公司在建项目较为充足。联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

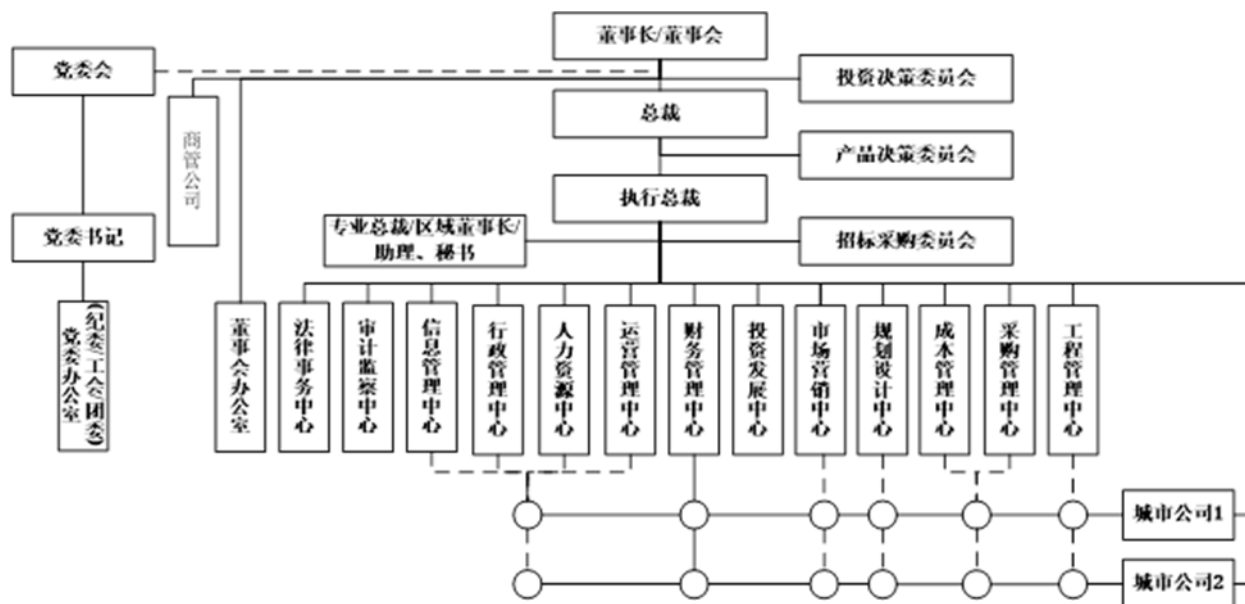
九、综合评价

联合评级对国购投资的评级反映了其作为安徽省较大的住宅、商业地产开发及运营的企业，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。公司近三年资产和所有者权益增长较快，整体盈利能力良好；且目前公司房地产项目剩余可售面积较大，可为公司后续房产销售提供支撑。2016 年，公司收购司尔特股权，合并范围新增化肥生产业务，公司业务范围有所扩大。同时，联合评级也关注到公司项目区域集中度高、土地储备项目集中、在建项目未来融资需求大、公司利润对投资性房地产公允价值变动收益的依赖性较高、资产受限程度高且负债水平较高等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建商品房和商业物业项目完工、配套物业销售和出租，以及新增化肥生产业务经营范围扩大，公司经营状况有望保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

附件 1 国购投资有限公司 组织结构图



附件 2 国购投资有限公司 主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
资产总额 (亿元)	326.03	347.27	428.44	439.07
所有者权益 (亿元)	75.58	87.02	113.40	114.66
短期债务 (亿元)	21.57	19.52	49.69	47.44
长期债务 (亿元)	95.51	105.27	118.47	134.61
全部债务 (亿元)	117.08	124.79	168.17	182.05
营业收入 (亿元)	63.45	62.38	69.44	64.68
净利润 (亿元)	4.78	4.81	4.05	4.35
EBITDA (亿元)	7.33	8.64	8.19	--
经营性净现金流 (亿元)	17.35	-2.58	6.24	0.06
应收账款周转次数 (次)	67.06	30.49	17.59	--
存货周转次数 (次)	0.45	0.46	0.47	--
总资产周转次数 (次)	0.22	0.19	0.18	--
现金收入比率 (%)	153.23	75.46	66.04	87.77
总资本收益率 (%)	3.06	2.97	2.27	--
总资产报酬率 (%)	2.40	2.25	1.91	--
净资产收益率 (%)	6.81	5.91	4.04	--
营业利润率 (%)	14.11	14.01	17.66	22.07
费用收入比 (%)	6.82	8.52	8.52	12.32
资产负债率 (%)	76.82	74.94	73.53	73.89
全部债务资本化比率 (%)	60.77	58.92	59.73	61.36
长期债务资本化比率 (%)	55.82	54.75	51.09	54.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.63	0.63	0.49	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.06	0.07	0.05	--
流动比率 (倍)	1.22	1.19	1.14	1.19
速动比率 (倍)	0.42	0.42	0.45	0.47
现金短期债务比 (倍)	0.81	0.69	0.44	0.43
经营现金流动负债比率 (%)	12.65	-1.90	3.54	0.03
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.56	0.66	0.63	--

注：长期应付款和其他非流动负债中的债务部分已计入长期债务。

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 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 2018 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（期）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（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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

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

如国购投资有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可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（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送国购投资有限公司、监管部门等。

