

# 信用等级公告

联合[2018]769 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（第三期）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（第三期）信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月 七日

---

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

## 国购投资有限公司 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第三期）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：不超过 3.22 亿元（含）

本期债券期限：本期债券为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

还本付息方式：按年付息、到期还本

评级时间：2018 年 6 月 7 日

主要财务数据

| 项目               | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|------------------|--------|--------|--------|
| 资产总额（亿元）         | 347.27 | 428.44 | 447.91 |
| 所有者权益（亿元）        | 87.02  | 113.40 | 114.83 |
| 长期债务（亿元）         | 105.27 | 118.47 | 113.83 |
| 全部债务（亿元）         | 124.79 | 168.17 | 176.81 |
| 营业收入（亿元）         | 62.38  | 69.44  | 83.84  |
| 净利润（亿元）          | 4.81   | 4.05   | 5.09   |
| EBITDA（亿元）       | 8.64   | 8.19   | 15.62  |
| 经营性净现金流（亿元）      | -2.58  | 6.24   | 19.62  |
| 营业利润率（%）         | 14.01  | 17.66  | 22.71  |
| 净资产收益率（%）        | 5.91   | 4.04   | 4.46   |
| 资产负债率（%）         | 74.94  | 73.53  | 74.36  |
| 全部债务资本化比率（%）     | 58.92  | 59.73  | 60.63  |
| 流动比率（倍）          | 1.19   | 1.14   | 1.04   |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.07   | 0.05   | 0.09   |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 0.64   | 0.54   | 1.02   |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 2.68   | 2.54   | 4.85   |

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。

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。公司近三年资产和收入规模持续增长，整体盈利能力良好；公司尚未开发的土地储备均价较低，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”）（股票代码：002538.SZ）股权，合并范围新增化肥生产业务，公司业务范围有所扩大，收入和利润有所增长。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、资产受限程度高且负债水平较高和对外担保规模较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，伴随公司在建商品房和商业物业项目完工、配套物业销售和出租，以及公司新增化肥生产业务，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，具备一定的开发运营实力及品牌优势。

2. 近三年公司房地产项目销售面积增长较快，整体销售金额有所提升。

3. 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；公司收购司尔特股权后，直接融资渠道有所拓宽。

4. 近年来，公司资产和所有者权益逐年增长，资本实力不断增强。

5. 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，公司土地储备项目区域分布较为集中，受区域房地产市场波动影响较大，存在一定的区域集中风险。

2. 公司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。

3. 跨界经营和整合化肥生产业务存在一定不确定性；化肥行业产能过剩，近年来司尔特三元复合肥年产能波动增长，产能利用率波动下降，公司新增产能面临一定消化风险。

4. 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。部分销售项目位于三四线城市，有一定去化压力。

5. 近三年公司债务规模增长较快，负债水平较高，公司资产受限程度高；公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险；公司商誉规模较大，未来若被收购企业经营业绩未达标，则存在一定减值风险。

#### 分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@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。

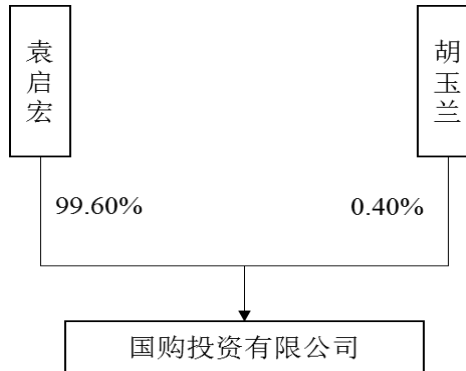
分析师：

  
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 15 个职能部门（详见附件一）。截至 2017 年底，公司合并范围内子公司 50 家；拥有在职员工 4,031 人。

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

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

## 二、本期债券概况及募集资金用途

### 1. 本期债券概况

经中国证监会于 2017 年 6 月 23 日签发的证监许可[2017]1011 号文核准，公司获准公开发行面值不超过 13 亿元的公司债券，采用分期发行方式。其中，第一期债券（债券简称：18 国购 01）已于 2018 年 4 月发行完毕，发行规模为 5.00 亿元；第二期债券（债券简称：18 国购 02）已于 2018 年 5 月发行完毕，发行规模为 4.78 亿元。

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（第三期）”，本期债券发行规模不超过 3.22 亿元（含 3.22 亿元）。本期债券为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。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用于偿还公司债务。

## 三、行业分析

公司主营业务涉及房地产行业 and 化学肥料生产行业。

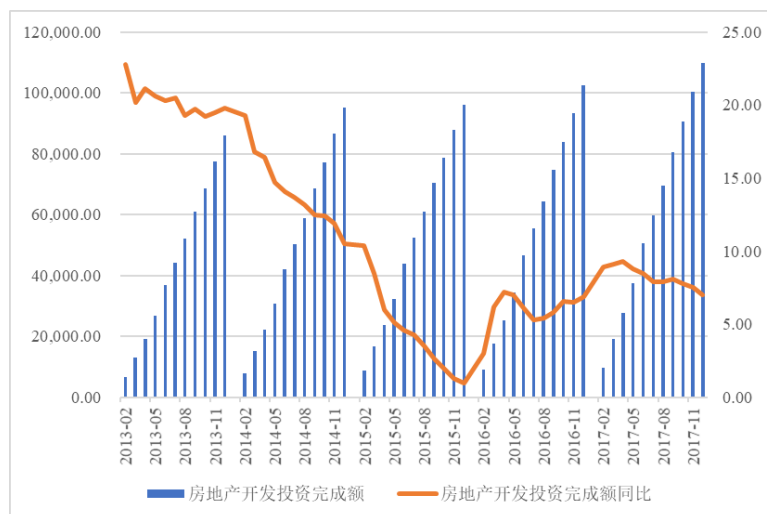
### 1. 房地产行业

#### (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，2015 年，我国房地产开发投资 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；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%；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年同期上升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元（占比为 68.44%），同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点；办公楼投资 6,761 亿元（占比 6.16%），同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点；商业营业用房投资 15,639 亿元（占比 14.24%），同比减少 1.26%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 3.18%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 2.57%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.54%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.00%。

图 2 2013~2017 年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

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；2016 年以来房地产投资增速有所回升，但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

## （2）市场供需

### 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。

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，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017 年，除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一二三线城市土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

表 1 2015~2017 年全国 300 个城市土地交易情况

| 项目          | 2015 年    | 2016 年     | 2017 年     |
|-------------|-----------|------------|------------|
| 推出面积（万平方米）  | 113,235   | 103,212    | 111,907    |
| 同比（%）       | -18       | -9         | 8          |
| 成交面积（万平方米）  | 85,671    | 85,885     | 95,036     |
| 同比（%）       | -21       | -3         | 8          |
| 出让金（亿元）     | 21,793    | 29,047     | 40,623     |
| 同比（%）       | -10       | 31         | 38         |
| 楼面均价（元/平方米） | 1,384     | 1,904      | 2,374      |
| 同比（%）       | 14        | 40         | 26         |
| 土地平均溢价率（%）  | 16        | 43         | 29         |
| 同比          | 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，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。

#### 开发资金来源状况

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%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

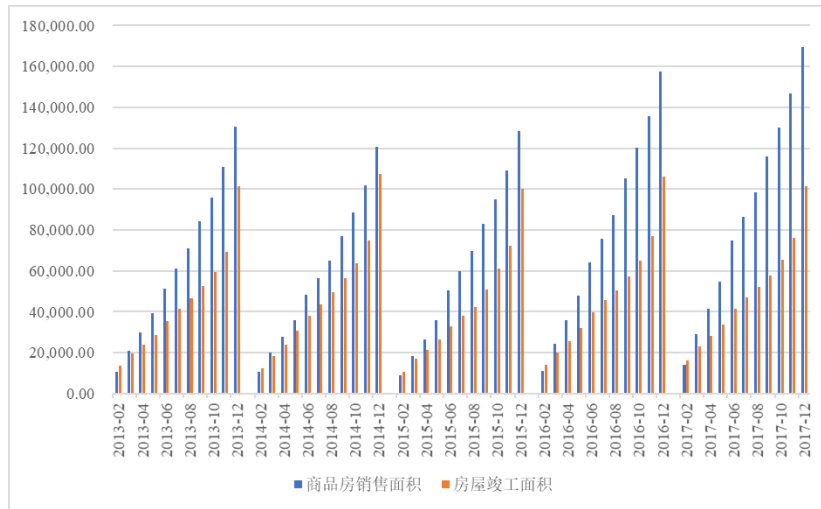
此外，2017 年 11 月 17 日，“一行三会一局”联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，反映出监管对于规范资管市场，打压非标资产的意愿。若非标融资渠道被严格约束，房地产资金缺位问题将凸显。

总体看，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，需重点关注非标融资的政策变化情况。

#### 市场供需情况

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3 2013~2017年全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

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%。

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

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长5.30%，办公楼销售面积增长24.30%，商业营业用房销售面积增长18.70%；住宅销售额增长11.30%，办公楼销售额增长17.50%，商业营业用房销售额增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，其中住宅待售面积同比减25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

总体看，在当前经济形势下，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。政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市内部则出现分化，房企整体开工意愿下降，可售房源规模有所下滑。

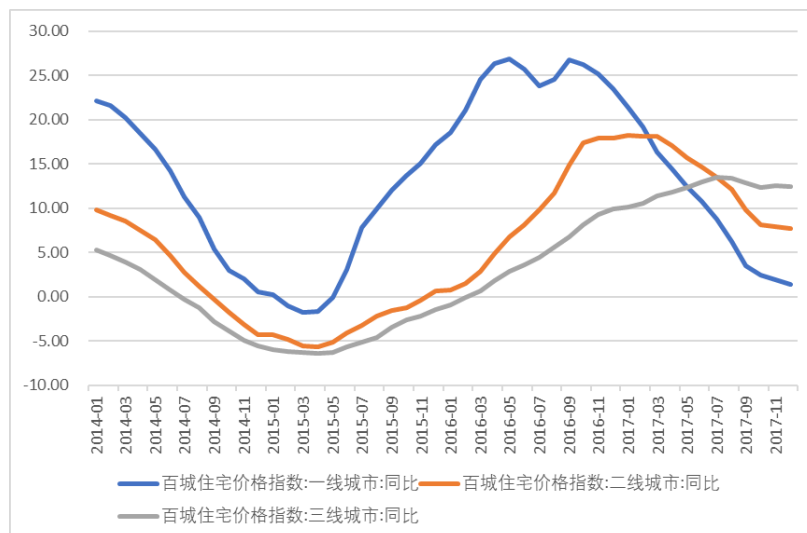
### 销售价格情况

从商品房销售价格看，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。

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%。

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

图 5 2014~2017 年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

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，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；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

### （3）行业竞争

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。

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。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，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。

表 2 2014~2017 年前 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 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 前 10 大企业销售额占比  | 17.19  | 16.87  | 18.81  | 24.10  |
| 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  | 15.38  |
| 前 20 大企业销售面积占比 | 13.74  | 14.62  | 15.94  | 20.03  |

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；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售

表 3 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

| 排名 | 企业简称 | 排名 | 企业简称 |
|----|------|----|------|
| 1  | 中国恒大 | 6  | 保利地产 |
| 2  | 碧桂园  | 7  | 中海地产 |
| 3  | 万科地产 | 8  | 华夏幸福 |
| 4  | 绿地控股 | 9  | 华润置地 |
| 5  | 融创中国 | 10 | 龙湖地产 |

资料来源：克而瑞研究

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

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

| 年份         | 调控政策                    |
|------------|-------------------------|
| 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》                                                                                                                      |
| 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                                                                                          |
| 2017年12月    | 发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控                                                            |
| 2018年3月     | 启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法 |

资料来源：联合评级搜集整理

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

总体看，2016年“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，实行差别化调控，加快房产税落地。

#### （5）行业关注

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

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业公司债违约风险。

##### 房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控。

### 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。

### 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）未来发展

### 调控政策趋于常态化、精细化和长期化

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年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，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。

### 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。

### 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。

### 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，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。2017 年，安徽省常住人口 6,254.8 万人，近三年

年均复合增长 0.90%。2017 年安徽省的地区生产总值为 27,518.7 亿元，按可比价格计算，较上年增长 8.5%。2017 年，安徽省固定资产投资 29,186 亿元，按可比口径计算，较上年增长 11%，比全国高 3.8 个百分点，居全国第 11 位。

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

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

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

政策方面，以合肥市为例，2016 年 10 月，合肥市发布房地产限购政策《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的若干意见》，内容包括增加居住用地供应力度、实施区域性住房限购、实施差别化住房信贷政策等内容，以控制合肥市房价的过快增长；2017 年 5 月，安徽省七部门发布《关于推进非住宅商品房去库存的若干意见》，通过去库存与供地联动、鼓励企业将非住宅商品房转为自持物业、鼓励个人购买商住公寓等途径，指导各地有序化解非住宅商品房库存；2017 年 10 月，合肥市政府发布《关于加快推进合肥市住房租赁试点工作的通知》，从培育市场供应主体、增加住房租赁供应、提供政策支持等方面加快推进住房租赁。

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

## 2. 化肥行业

### （1）化肥行业概况

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

化肥的主要品种有氮肥、磷肥和钾肥。全球化肥市场，氮磷钾肥总体供需呈平衡状态。在产能、产量与消费量上看，氮肥>磷肥>钾肥，但基于三种化肥的价格分别可能受到的影响，长期来看，价格的波动范围变化趋势将是钾肥价格最为稳定，其次是磷肥，尿素价格波动可能最大。我国作为农业大国，人口众多，政府对于农业发展始终非常重视。我国的农民偏好使用氮肥，全国

农业技术推广服务中心对 88 个化肥经销商的调查结果显示，农民购买氮肥所占的比重最大，为 41%，其次是复混肥，占 28%。而磷肥和钾肥的比重仅占 18%和 12%。我国氮、磷、钾的消费比例仅为 1: 0.32: 0.17，农业部要求的比例为 1: 0.37: 0.25，与世界平均水平 1: 0.40: 0.27 还有一定差距。从施用的作物看，60%用于粮食作物，40%用于经济作物和其他行业。近年来，我国化肥生产量持续下降，2016 年，我国共生产化肥 7,004.90 万吨（折纯量），同比减少 8.16%；2017 年，我国共生产化肥 6,065.20 万吨，同比减少 2.60%。分品种看，除磷肥和钾肥产量在 2017 年出现微增外，我国主要化肥品种产量近年来呈下降态势。2016 年，氮肥产量 4,458.8 万吨，同比减少 9.81%；2017 年，氮肥产量 3,834.88 万吨，同比减少 4.40%。2016 年，尿素产量 3,083 万吨，同比减少 10.55%；2017 年，尿素产量 2,629.36 万吨，同比下降 9.20%。2016 年，磷肥产量为 1,828.6 万吨，同比减少 9.76%；2017 年，磷肥产量为 1,627.44 万吨，同比微增 0.70%。2016 年，钾肥产量为 663.3 万吨，同比增长 8.40%；2017 年加肥产量为 599.69 万吨，同比微增 0.30%。从出口看，2015~2017 年，我国化肥出口数量分别为 3,554.95 万吨、2,791.00 万吨和 2,548.00 万吨，呈整体下降态势，2017 年同比下降 8.90%。2015~2017 年，我国化肥出口额分别为 109.67 亿美元、66.35 亿美元和 61.82 亿美元，同样呈下降态势，其中 2017 年同比下降 7.00%。从价格方面看，2015~2017 年，我国尿素（含氮 46%）平均价格波动增长，2015~2017 年，年底价分别为 1.84 元/千克、1.68 元/千克和 2.04 元/千克。最低点出现在 2016 年 10 月，为 1.62 元/千克；2015~2017 年，国产过磷酸钙（含磷 16%）平均价格波动上涨，年底价分别为 0.90 元/千克、0.86 元/千克和 0.93 元/千克，最低价格出现在 2016 年 8 月，为 0.85 元/千；2015~2017 年氯化钾（含氧化钾 60%）平均价格波动上涨，年底价分别为 2.90 元/千克、2.79 元/千克和 2.95 元/千克，最低价格出现在 2016 年 10~12 月，为 2.79 元/千克。2016 年三季度以来，受煤炭价格上涨和环保限产导致装置开工率持续低位运行的影响，化肥价格出现较大幅度的回升。

复合肥是指由化学方法或（和）混合方法制成的含作物营养元素氮、磷、钾中任何两种或三种的化肥，具有养分全面、含量高；物理性状好、便于施用；副成分少、对土壤无不良影响；配比多样，有利于针对性的选择和施用，对于平衡施肥、提高肥料利用率、促进作物的高产稳产有着十分重要的作用。得益于国家政策的支持，我国复合肥行业快速发展，我国复合肥产业仅用 20 余年的时间，完成了从全部依赖进口到自给自足的转变。自 2004 年以来，我国政府连续出台十三个指导“三农”工作的中央一号文件，有力地促进了农民增产增收，提高了农民种粮积极性，提高了农业综合生产能力，为复合肥行业发展提供了良好的基础。此外，经过 30 多年的快速发展，我国的复合肥装置生产工艺也从简单的滚筒造粒到喷浆造粒和高塔造粒，生产的肥料类型也从普通的平衡肥、低含量复合肥向新型肥、高含量复合肥发展。价格方面，2014 年、2015 年华中地区复合肥均价较稳定，2016 年，复合肥市场需求疲软，加之原材料价格下降、免征增值税等政策取消，复合肥价格整体下行。截至 2016 年底，华中地区复合肥（45%CL）均价较上年底下降 40.29%降至 1,791.67 元/吨，华中地区复合肥（45%S）均价较上年底下降 40.28%降至 2,038.33 元/吨。2017 年以来，复合肥价格出现小幅波动，截至 2017 年底，华中地区复合肥（45%CL）和华中地区复合肥（45%S）均价分别为 1,883.33 元/吨和 2,233.33 元/吨。截至 2018 年 4 月底华中地区复合肥（45%CL）和华中地区复合肥（45%S）均价分别为 2,105.00 元/吨和 2,298.33 元/吨，前者略有上涨，后者略有下降。

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

较分散，不利于规模经济优势和资源优势的发挥。

总体看，化肥行业产能目前仍过剩，供需矛盾依然存在，化肥产品产量持续下降；化肥行业集中度较低；各化肥产品价格波动，2016 年第三季度价格较低，2016 年三季度以来，受煤炭价格上涨和环保限产导致装置开工率持续低位运行的影响，化肥价格回升。

### （2）行业政策

为了解决我国化肥行业集中度低、产能过剩等问题，近年来政府出台了一系列政策以促进化肥行业的良性发展，主要政策如下表所示：

表 5 近年来国家对化肥行业进行政策调整相关情况

| 时间          | 政策名称及举措                           | 政策思路                                                                                                                         |
|-------------|-----------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2015 年 1 月  | 《关于调整铁路货运价格，进一步完善价格形成机制的通知》       | 农用化肥运费由原来的 2 号运价调整为执行 4 号运价，1 千公里涨幅约 25.2 元。                                                                                 |
| 2015 年 7 月  | 《工业和信息化部关于推进化肥行业转型发展的指导意见》        | 加强新增产能的控制和落后产能的淘汰，化解产能过剩；鼓励高效、环保新型肥料的发展，调整我国化肥产品结构；加快提升科技创新能力，提高市场竞争优势；加强农化服务；借力“一带一路”扩展国际市场。                                |
| 2015 年 8 月  | 《关于对化肥恢复征收增值税政策的通知》（财税[2015]90 号） | 规定自 2015 年 9 月 1 日起，对纳税人销售和进口的化肥，统一按 13% 税率征收增值税，原有的增值税免税和先征后返政策相应停止执行。后在补充通知规定，对增值税一般纳税人销售的库存化肥，允许选择按照简易计税方法依照 3% 征收率征收增值税。 |
| 2015 年 9 月  | 国家标准化委员会发布了 14 项能耗限额标准            | 自 2016 年 10 月 1 日起实施。其中，化肥行业涉及两项能耗限额标准，对合成氨和尿素产品单位能耗限额作出规定。                                                                  |
| 2016 年 12 月 | 《2017 年关税调整方案》                    | 自 2017 年 1 月 1 日起，氮磷二元复合肥关税税率从 5% 调整为零税率，氮磷钾三元复合肥关税税率从 30% 下调至 20%。                                                          |

资料来源：联合评级整理

总体看，近年来我国化肥行业处于产能过剩状态，政府不断调整关税政策以鼓励化肥出口，缓解化肥去库存压力；同时，在税收、运输等方面给予化肥行业的诸多优惠政策正在逐渐削弱甚至取消，可有效淘汰部分化肥企业。

### （3）行业关注

#### 化肥行业产能过剩

自 2012 年以来，主要化肥品种价格进入下跌通道，化肥行业处于低谷期，虽然化肥产品价格自 2016 年底起有所回暖，但仍然处于低谷期。根据百川资讯数据统计，2016 年，我国主要化肥产品开工率均不超过 70%，尿素、一铵开工率连续几个月处于 50% 以下，化肥行业整体产能过剩，加上产品价格处于低谷期，化肥行业盈利能力下降。

#### 原材料价格上涨压力

自 2016 年三季度以来，受煤炭价格大幅上涨的影响，复合肥生产成本大幅增加，但是国家出于保护农民利益的考虑，要求对化肥实施限价销售，以致化肥生产企业利润空间明显缩小，成本控制压力明显极大。

#### 行业政策调整风险

由于近年来我国化肥生产行业整体产能过剩，我国政府以去产能化为目的，逐步取消如电价、

铁路运价等相关优惠政策，以促使行业整体的转型升级，以利于行业未来的良性发展，但同时由于相关优惠政策取消，加大了行业企业短期内的经营压力。

#### （4）未来发展

在化肥行业未来发展方面，按照《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》要求，调整化肥行业产品结构、提升创新能力、加强农化服务，切实提升行业增长质量和效益等为化肥行业未来的发展中心。

在发展目标落实方面，《工业和信息化部关于推进化肥行业转型发展的指导意见》指出，2015 年至 2020 年期间，我国化肥工业将在总量调控、原材料结构改善、产品结构升级以及节能环保水平提升等方面进行积极调整，将我国化肥工业发展状况予以优化。在总量调控目标方面，截至 2020 年，我国氮肥产能 6,060 万吨，产能利用率提升至 80%；磷肥产能 2,400 万吨，产能利用率提升至 79%；钾肥产能 880 万吨，自给率提升至 70%。

在原材料结构方面，采用非无烟煤的合成氨产品占比从目前的 24% 提升至 40% 左右，硫资源对外依存度下降 10 个百分点。在产品结构升级方面，以提高化肥利用率和产品质量为目标，大力发展新型肥料。力争到 2020 年，我国新型肥料的施用量占总体化肥使用量的比重从目前的不到 10% 提升到 30%，氮肥、磷肥企业非肥料产品销售收入比重达到 40~50%。肥料产品质量进一步提升，复合肥产品水平不断提高，质量更加安全可靠。在节能环保水平提升方面，所有合成氨企业能源消耗水平达到《合成氨单位产品能源消耗限额》要求，其中 70% 的企业达到新建企业准入值要求；所有磷铵企业能源消耗水平达到《磷酸一铵、磷酸二铵和工业硫酸单位产品能源消耗限额》要求。所有加工型硫酸钾企业能源消耗水平达到《硫酸钾单位产品能源消耗限额》要求；合成氨企业吨氨排水、氨氮、COD 达到《合成氨工业水污染物排放标准》要求；磷铵企业污水排放达到《磷肥工业水污染物排放标准》要求；提升磷石膏开发利用水平，到 2020 年，磷石膏综合利用量从目前年产生量的 30% 提高到 50%。在化肥行业转型升级措施方面，解决产能过剩、调整产品结构、提升科技创新能力、推进绿色发展、两化深度融合、强化农化服务和加大政策扶持力度等内容已成为重点实施措施。

未来随着化肥行业供给侧改革推进，化肥行业盈利水平有望提升。此外，农业部和工信部提出要调整化肥使用结构，大力推广高效新型肥料，力争 2020 年我国新型肥料的使用量占总体化肥使用量的比重从不到 10% 提升至 30%，未来新型肥料占比将逐步提升。

总体看，传统化肥去产能是化肥行业的突出问题；科技含量更高的新型化肥将成为增长点；化肥生产企业应对生产工艺技术升级改造，纵向延伸产业链，提高抗风险能力。

## 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。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 1,862 万平方米。

2018 年 3 月 21 日，由中国房地产业协会、上海易居房地产研究院、中国房地产测评中心联合主办的“2018 中国房地产 500 强测评成果发布会暨 500 强峰会”上发布了 2018 中国房地产开发企业 500 强榜单，公司连续第四年荣获 100 强，名列第 69 位，并荣获“2018 年中国房地产开发企业运营效率 10 强”以及“2018 中国房地产开发企业商业地产综合实力 50 强”殊荣。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

截至 2017 年底，公司董事、监事及高级管理人员共 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，研究生学历。曾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董事长，安徽国购投资管理有限公司监事。2005 年 11 月至今，任国购投资董事长、总经理。

公司执行总经理袁其福先生，1972 年出生，研究生学历，工程师、物业管理师、高级经济师。曾任海口市渝海房地产公司任副总经理，1998 年 9 月至今任合肥华源物业发展有限责任公司总经理，现任国购投资执行总经理。

截至 2017 年底，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；公司股东会职权是：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决议；对发行公司债券作出决议；对公司合并、分立、变更公司形式、解散和清算等事项作出决议；修改公司章程；对公司聘用、解聘会计师事务所作出决议；审议批准公司对外担保、对外投资事项；审议批准公司在一年内购买、出售重大资产超过公司最近一期经

审计总资产 30%的事项；审意法律、行政法规、部门规章或者公司章程规定应当由股东会决定的其他事项。

公司董事会目前由 3 名董事组成，其中董事长 1 人，董事由股东会选举或更换，董事长以全体董事的过半数选举产生；董事会对股东负责，行使下列职权：召集股东会，并向股东会报告工作；执行股东会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制定公司的年度财务预算方案、决算方案；制定公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制定公司增加或者减少注册资本、发行债券的方案；拟定公司合并、分立、解散及变更公司形式的方案；审议公司在一年内购买、出售重大资产低于（包含）公司最近一期经审计总资产 30%的事项；决定公司内部管理机构的设置；聘任或者解聘公司总经理；根据总经理的提名，聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人等高级管理人员，并决定其报酬事项和奖惩事项；制定公司的基本管理制度；制定公司章程的修改方案；向股东会提请聘请或更换为公司审计的会计师事务所；听取公司总经理的工作汇报并检查总经理的工作；法律、行政法规、部门规章或公司章程授予的其他职权。

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。

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

公司为安徽省较大的住宅、商业地产开发及运营企业，具有较为丰富的商业物业管理和运营经验，具备一定的开发运营实力及品牌优势。2015~2016 年，房地产业务收入占公司营业总收入的 90%以上。2016 年 12 月，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”）（股票代码：002538.SZ）股权完成过户登记，合并范围新增化学肥料业务，收入水平有所提升。

2015~2017 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 15.93%。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。2017 年，公司实现营业收入 83.84 亿元，同比增长 20.74%，主要系司尔特纳入合并范围所致。2015~2017 年，公司分别实现净利润 4.81 亿元、4.05 亿元和 5.09 亿元，2016 年同比减少主要系投资性房地产公允价值变动收益减少所致。

从收入构成看，房地产业务是公司营业收入的主要来源，2015~2017 年公司房地产业务分别实现营业收入 57.00 亿元、62.76 亿元和 54.83 亿元，占比分别为 91.38%、90.37%和 65.40%；2017 年公司房地产业务收入同比下滑 12.64%主要系交房面积同比减少所致。2016 年 12 月，公司合并范围新增司尔特，公司新增化肥生产业务，对当期利润影响较小；2017 年，公司化学肥料业收入 25.83 亿元，占公司当期营业收入的 30.81%，化学肥料业成为公司收入来源的良好补充。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；2015~2017 年，公司分别实现租金及管理费收入 1.52 亿元、1.94 亿元和 2.15 亿元，占营业收入的比例波动增长。公司制造业收入规模较小，2016~2017 年，公司逐步处置了制造业子公司，2017 年公司收入构成中不再有制造业收入。公司商品销售收入和其他业务收入规模和占比较小，对公司经营影响较小。

表6 2015~2017年公司营业收入情况（单位：亿元，%）

| 业务板块   | 2015年 |        |       | 2016年 |        |       | 2017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  | 57.00 | 91.38  | 20.12 | 62.76 | 90.37  | 22.80 | 54.83 | 65.40  | 28.85 |
| 化学肥料业务 | --    | --     | --    | 1.91  | 2.75   | 18.85 | 25.83 | 30.81  | 20.58 |
| 租金及管理费 | 1.52  | 2.43   | 39.31 | 1.94  | 2.80   | 60.41 | 2.15  | 2.56   | 47.11 |
| 制造业收入  | 3.19  | 5.11   | 23.94 | 2.25  | 3.24   | 54.20 | --    | --     | --    |
| 商品销售收入 | 0.43  | 0.69   | 9.85  | 0.43  | 0.62   | 13.52 | 0.44  | 0.53   | 25.99 |
| 其他     | 0.24  | 0.39   | 77.64 | 0.15  | 0.22   | 40.96 | 0.59  | 0.70   | 32.95 |
| 合计     | 62.38 | 100.00 | 20.93 | 69.44 | 100.00 | 24.73 | 83.84 | 100.00 | 26.78 |

资料来源：公司提供

从毛利率水平来看，近三年，公司整体毛利率持续上升，分别为 20.93%、24.73%和 26.78%，主要系房地产业务毛利率提升所致。伴随公司房地产业务所在合肥等区域房地产市场回暖，公司房地产业务毛利率持续提升，2015~2017 年分别为 20.12%、22.80%和 28.85%。2017 年，公司化

学肥料业务毛利率为 20.58%，低于公司整体毛利率，随着化学肥料业务占比提高，对公司整体毛利率形成一定拖累。近三年，公司租金及管理费毛利率分别为 39.31%、60.41%和 47.11%，波动增长；2015 年毛利率较低主要系合肥国购广场对部分商铺进行业态调整，针对新入住商户给予免租期等因素所致；2016 年回复正常营业，毛利率水平提升；2017 年毛利率同比下降 13.30 个百分点，主要系维修和专项改造等支出较多所致。公司商品销售收入和其他业务收入毛利率波动较大，但收入占比较低，对公司整体毛利率水平影响有限。

总体看，近三年，公司收入规模逐年增长，整体毛利率逐年上升；公司新增化肥生产业务，公司经营范围有所扩大。

## 2. 房地产业务

公司房地产开发业务主要以商品房开发销售为主，经营实体主要为项目公司，公司本部行使主要管理职能。公司房地产项目主要集中在安徽省内，其中合肥市占比突出，达 60%以上。

### (1) 土地储备

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。

2015~2017 年，公司共获取 3 宗土地，规划建筑面积合计 83.02 万平方米，分布位于安徽省合肥、宣城和池州，土地性质以住宅用地为主，同时有少量商办用地，整体土地获取均价较低。2016 年以前，公司主要通过“招、拍、挂”方式拿地。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，公司通过收购方式获取 2 宗土地。2017 年 8 月，公司以 1.45 亿价款从广地置业（澳门）控股有限公司受让广地置业（宣城）有限公司 70%的股权，从而获得广地置业（宣城）有限公司名下占地面积 102,506 平方米的宣城新港住宅项目开发权；2017 年 9 月，公司与凤卫东、凤海山、王春龙签订了股权转让协议，以 2.42 亿价款受让凤卫东、凤海山、王春龙持有的东至恒美置业有限公司、东至江城置业有限公司 100%的股权，从而获得东至恒美置业有限公司、东至江城置业有限公司名下占地面积 197,871 平方米的住宅项目开发权。

表7 2015~2017年公司土地获取情况（单位：万平方米，元/平方米）

| 开发项目     | 获取时间   | 土地获取方式 | 土地面积  | 区域 | 性质   | 规划建筑面积 | 楼面均价  |
|----------|--------|--------|-------|----|------|--------|-------|
| 国购广场二期西园 | 2015.5 | 出让     | 1.73  | 合肥 | 商办用地 | 13.40  | 3,800 |
| 宣城国购公园里  | 2017.8 | 收购     | 10.25 | 宣城 | 住宅   | 20.69  | 1,060 |
| 池州国购名城   | 2017.9 | 收购     | 19.79 | 池州 | 住宅   | 48.93  | 495   |
| 合计       | --     | --     | 31.77 | -- | --   | 83.02  | --    |

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；另一方面国购广场二期西园项目土地为 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 年公司在宣城和池州拿地楼面均价分别为 1,060 元/平方米和 495 元/平方米，拿地成本较低。

截至 2017 年底，公司土地储备为京商商贸城项目（合肥）项目和池州国购名城项目。京商商贸城项目（合肥）项目属商办用地，位于合肥市瑶海区新蚌埠路与淮海大道交口，合计土地面积 174.93 万平方米，规划建筑面积 629.62 万平方米，楼面均价 305 元/平方米；剩余未开发面积为 130.86 万平方米，业态包含写字楼、酒店等；池州国购名城项目业态为住宅，规划建筑面积 48.93 万平方米，楼面均价为 495 元/平方米。公司土地储备规模能够满足未来 1~2 年的项目开发需求，但公司土地储备较为集中，未来公司项目储备有待进一步扩展。

表8 截至2017年底公司土地储备情况（单位：万平方米，元/平方米，%）

| 项目名称       | 区域/位置 | 土地用途 | 主要业态          | 占地面积   | 规划建面   | 楼面均价 | 尚未开发的土地面积 | 尚未开发的建筑面积 | 享有权益 |
|------------|-------|------|---------------|--------|--------|------|-----------|-----------|------|
| 京商商贸城部分区域  | 合肥    | 商办用地 | 专业市场、办公、商业、酒店 | 174.93 | 629.62 | 305  | 26.63     | 130.86    | 100% |
| 池州国购名城部分区域 | 池州    | 住宅用地 | 住宅            | 19.36  | 48.93  | 495  | 9.71      | 27.35     | 100% |
| 合计         | --    | --   | --            | 194.29 | 678.55 | --   | 36.34     | 158.21    | --   |

资料来源：公司提供

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

## （2）项目开发

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9 2015~2017年公司房地产业务开发数据情况（单位：个，万平方米）

| 项目       | 2015年 | 2016年 | 2017年  |
|----------|-------|-------|--------|
| 新开工项目数量  | 4     | 2     | 2      |
| 新开工面积    | 175   | 73    | 113.13 |
| 竣工面积     | 163   | 268   | 109.33 |
| 完成交付项目数量 | 10    | 5     | 3      |
| 完成交付面积   | 144   | 268   | 98.22  |
| 在建项目数量   | 15    | 14    | 13     |
| 在建面积     | 758   | 429   | 455.94 |

资料来源：公司提供

注：上述年末在建面积=上年年末在建面积+当年新开工面积-当年竣工面积，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，主要系统统计口径差异及部分项目重复计算所致。

2015~2017 年，公司新开工面积和期末在建面积波动下降，开发节奏呈减缓趋势。从项目开发数据来看，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 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 年公司新开工项目 2 个，新开工面积 113.13 万平方米，同比增加 54.97%，主要系新增宣城新港和池州大渡口两个新项目所致，京商商贸城项目保持平稳开发推进；竣工面积 109.33 万平方米，同比减少 59.21%；完成交付项目 3 个，交付面积 98.22 万平方米，同比下降 63.35%，竣工面积和完成交付面积均有所下降，主要系京商商贸城专业市场于 2016 年集中竣工交付，2017 年竣工面积和完成交付面积趋于平稳。

截至 2017 年底，公司主要在建项目有京商商贸城、滨湖假日花园、淮北国购广场、蚌埠国购广场、宣城国购公园里和池州国购名城等项目；公司在建项目 13 个，在建项目总建筑面积 1,187.39 万平方米，其中已竣工面积 571.96 万平方米；在建项目的计划总投资额为 441.53 亿元，已完成投资额为 291.44 亿元，尚需投资额为 150.09 亿元，未来资金需求仍较大。

表 10 截至 2017 年底公司在建地产项目基本情况（单位：万平方米，亿元）

| 项目名称      | 用途       | 区位 | 总建筑面积           | 开工时间    | 预计完工时间                           | 已竣工面积         | 已销售面积         | 剩余可售面积        | 计划总投资额        | 已完成投资额        |
|-----------|----------|----|-----------------|---------|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 京商商贸城     | 商办       | 合肥 | 629.62          | 2013.1  | 2018.10                          | 296.89        | 258.43        | 143           | 191.21        | 106.51        |
| 滨湖假日花园    | 商住       | 合肥 | 156.00          | 2009.6  | 待定                               | 134.33        | 126.63        | 1.23          | 73.43         | 70.01         |
| 星河府       | 商办住宅     | 合肥 | 58.51           | 2010.9  | 2019.12                          | 47.3          | 40.39         | 13.86         | 50.01         | 46.42         |
| 国购中心      | 公寓酒店     | 合肥 | 39.58           | 2011.8  | 2018.4                           | 0             | 4.50          | 12.75         | 14.71         | 12.5          |
| 无为国购广场    | 商业       | 无为 | 14.61           | 2014.6  | 待定                               | --            | --            | --            | 6.07          | 3.2           |
| 无为国际酒店    | 酒店       | 无为 | 9.40            | 2015.12 | 待定                               | --            | --            | --            | 3.47          | 0.56          |
| 淮北汽车文化园   | 商业       | 淮北 | 23.15           | 2012.12 | 2017.12                          | 10.01         | 15.88         | 7.12          | 5.58          | 4.22          |
| 蚌埠国购广场    | 商住       | 蚌埠 | 101.19          | 2013.6  | AB 区<br>2016.4<br>CD 区<br>2020.1 | 53.08         | 44.97         | 15.76         | 31.3          | 19.65         |
| 宿州国购广场    | 商业公寓快捷酒店 | 宿州 | 37.80           | 2014.8  | 2018.9                           | 30.35         | 19.23         | 3.17          | 17.65         | 13.56         |
| 国购广场二期西园  | 商办       | 合肥 | 13.40           | 2016.6  | 2019.5                           | --            | --            | --            | 12.52         | 6.59          |
| 芜湖汽贸城一期   | 商办       | 芜湖 | 34.51           | 2016.10 | 2018.12                          | --            | 7.24          | 22.08         | 12.06         | 4.93          |
| 宣城国购公园里   | 住宅       | 宣城 | 20.69           | 2017.11 | 2019.12                          | --            | --            | --            | 7.54          | 1.76          |
| 池州国购名城    | 住宅       | 池州 | 48.93           | 2017.11 | 2019.12                          | --            | --            | --            | 15.98         | 1.53          |
| <b>合计</b> | --       | -- | <b>1,187.39</b> | --      | --                               | <b>571.96</b> | <b>517.27</b> | <b>218.97</b> | <b>441.53</b> | <b>291.44</b> |

资料来源：公司提供

注：总建筑面积包含尚未开工的计入土地储备的面积。

总体看，公司新开工面积波动下降，开发节奏减缓；在建项目规模较大，所需投资规模仍较大，存在一定的融资压力。

### （3）项目销售

从销售项目来看，近年来公司物业销售主要项目有合肥京商商贸城项目、合肥滨湖假日项目、合肥海棠湾项目、无为中央城项目等。

从销售数据来看，2015~2017 年，公司实现协议销售面积分别为 66 万平方米、84 万平方米和 206 万平方米，2017 年销售面积同比增长 145.24%，增长较快主要系京商商贸城项目销售面积大

幅增加导致；2017年，公司与信托公司签订了《特定资产收益权转让合同》，转让了京商商贸城项目中建筑面积约109万平方米的正在建设的、规划用途为办公的未售高层物业和星河府项目中建筑面积约9.2万平方米的正在建设的、规划用途为办公的物业。从销售均价来看，2015~2017年，公司协议销售均价逐年下滑，2017年下降较多主要系上述合同中京商商贸城项目转让均价相对公司整体销售均价较低（京商商贸城项目合同转让均价为4,500元/平方米）且转让面积较大所致。2015~2017年，公司分别实现协议销售金额47.87亿元、47.44亿元和104.68亿元，公司2017年协议销售金额增长较快，同比增长120.66%。受开发进度影响，公司近三年结转收入面积波动上升，分别为105万平方米、129万平方米和112万平方米；结转收入波动下降，三年分别为57.00亿元、62.76亿元和54.83亿元。

表11 2015~2017年公司房地产业务运营情况（单位：平方米，元/平方米，亿元）

| 项目     | 2015年 | 2016年 | 2017年  |
|--------|-------|-------|--------|
| 协议销售面积 | 66    | 84    | 206    |
| 协议销售均价 | 5,950 | 5,647 | 5,082  |
| 协议销售金额 | 47.87 | 47.44 | 104.68 |
| 结转收入面积 | 105   | 129   | 112    |
| 结转收入   | 57.00 | 62.76 | 54.83  |

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年底，公司可售项目（包含在建项目和已竣工项目）的总规划可售面积1,027.00万平方米，剩余可售面积239.31万平方米，其中剩余可售面积较大的京商商贸城业态以高层办公、底商为主，其他项目大多为住宅。

表12 截至2017年底公司可售项目情况

| 项目名称      | 项目位置 | 总可售面积<br>(万平方米) | 开工时间-<br>竣工时间/预计竣工时间                               | 累计已销售面<br>积<br>(万平方米) | 剩余可售面积<br>(万平方米) |
|-----------|------|-----------------|----------------------------------------------------|-----------------------|------------------|
| 星河府       | 合肥   | 54.25           | A地块：2010.9-2014.3<br>B地块：2015.12开工，预<br>计2019.12完工 | 40.39                 | 13.86            |
| 滨湖假日花园    | 合肥   | 127.86          | 2009.6开工，完工待定                                      | 126.63                | 1.23             |
| 国购中心      | 合肥   | 17.25           | 2011.8-2018.4                                      | 4.50                  | 12.75            |
| 海棠湾       | 合肥   | 26.97           | 2011.9-2014.10                                     | 25.76                 | 1.21             |
| 京商商贸城     | 合肥   | 401.43          | 2013.1-2018.10                                     | 258.43                | 143              |
| 淮北国购广场    | 淮北   | 80.48           | 2012.1-2018.1                                      | 72.06                 | 8.42             |
| 淮北汽车文化园   | 淮北   | 23              | 2012.12-2017.12                                    | 15.88                 | 7.12             |
| 宿州国购广场    | 宿迁   | 22.4            | 2014.1-2018.9                                      | 19.23                 | 3.17             |
| 蚌埠国购广场    | 蚌埠   | 60.73           | A/B:2013.6-2016.4<br>C/D: 2015.12开工，预计<br>2020.1完工 | 44.97                 | 15.76            |
| 宣城国购广场项目  | 宣城   | 17.51           | 2011.5-2014.4                                      | 17.08                 | 0.43             |
| 郎溪国购广场项目  | 郎溪   | 24.79           | 2012.5-2015.5                                      | 23.89                 | 0.9              |
| 郎溪小商品市场项目 | 郎溪   | 8.79            | 2011.8-2013.10                                     | 2.78                  | 6.01             |
| 芜湖汽车产业园   | 芜湖   | 29.32           | 2016.10-2018.12                                    | 7.24                  | 22.08            |
| 亳州观澜天下项目  | 亳州   | 30.24           | 2013.9-2016.6                                      | 28.81                 | 1.43             |
| 蓝鼎中央城柏悦园  | 芜湖   | 18.51           | 2011.10-2013.12                                    | 100.04                | 1.94             |

|          |      |       |                 |        |        |
|----------|------|-------|-----------------|--------|--------|
| 蓝鼎中央城铂金园 | 芜湖   | 13.01 | 2012.6-2013.12  |        |        |
| 蓝鼎中央城翰林园 | 芜湖   | 17.37 | 2012.5-2014.4   |        |        |
| 观澜园      | 芜湖无为 | 19.11 | 2012.10-2015.10 |        |        |
| 清华园      | 芜湖无为 | 6.37  | 2012.10-2015.5  |        |        |
| 观湖园      | 芜湖无为 | 12.86 | 2013.11-2016.9  |        |        |
| 锦绣园      | 芜湖无为 | 14.75 | 2014.5-2016.12  |        |        |
| 合计       | --   | 1,027 | --              | 787.69 | 239.31 |

资料来源：公司提供

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

#### （4）物业租赁

公司正在经营的物业项目主要为宣城国购广场、郎溪国购广场、合肥大润发、合肥国购广场、郎溪小商品市场和合肥国购广场-IFC 等项目。截至 2017 年年底，公司正在经营的物业项目总可出租面积 44.42 万平方米，已正常经营的物业项目出租率均在 95%以上，经营情况良好。京商商贸城（面积 59.56 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。

2017 年，公司经营性物业平均租金水平为 3.30 元/平方米/天，受市场需求较好影响，价格同比提高 10.00%；2015~2017 年，公司经营性物业获得租金收入分别为 2.04 亿元、2.02 亿元和 2.23 亿元，波动增长；未来如果京商商贸城和滨湖区的国购中心招商能够顺利完成，公司物业租赁收入有望增加。

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

表 13 截至 2017 年底公司经营性物业情况（单位：万平方米，%，亿元）

| 项目         | 位置     | 总可租面积 | 业态   | 入账成本  | 入账时间    | 截至 2017 年 12 月底公允价值 | 截至 2017 年 12 月底出租率 | 2015 租金收入 | 2016 年租金收入 | 2017 年租金收入 |
|------------|--------|-------|------|-------|---------|---------------------|--------------------|-----------|------------|------------|
| 宣城国购广场     | 宣城市宣州区 | 2.67  | 综合商业 | 2.98  | 2013.11 | 6.81                | 100                | 0.37      | 0.37       | 0.36       |
| 郎溪国购广场     | 郎溪县建平镇 | 4.91  | 综合商业 | 2.44  | 2014.11 | 5.61                | 100                | 0.16      | 0.16       | 0.16       |
| 大润发        | 合肥市    | 2.11  | 综合商业 | 1.17  | 2008.11 | 5.59                | 100                | 0.09      | 0.09       | 0.09       |
| 合肥国购广场     | 合肥市蜀山区 | 5.04  | 综合商业 | 2.95  | 2004.12 | 17.41               | 100                | 0.89      | 0.87       | 0.83       |
| 郎溪小商品市场    | 郎溪县建平镇 | 5.68  | 综合商业 | 2.42  | 2013.10 | 4.73                | 95                 | 0.18      | 0.18       | 0.18       |
| 合肥国购广场-IFC | 合肥市蜀山区 | 2.32  | 综合商业 | 3.07  | 2014.10 | 5.55                | 100                | 0.35      | 0.35       | 0.36       |
| 淮北国购广场     | 淮北市相山区 | 21.69 | 综合商业 | 12.33 | 2014.12 | 21.85               | 100                | --        | --         | 0.25       |

|          |        |        |      |       |         |        |    |      |      |      |
|----------|--------|--------|------|-------|---------|--------|----|------|------|------|
| 京商商贸城-房屋 | 合肥市瑶海区 | 59.57  | 综合商业 | 16.90 | 2015.10 | 35.04  | -- | --   | --   | 招商中  |
| 国购中心     | 合肥市滨湖区 | 33.32  | 综合商业 | 15.10 | 2016.09 | 32.92  | -- | --   | --   | 装修中  |
| 合计       | --     | 137.32 | --   | 59.36 | --      | 135.51 | -- | 2.04 | 2.02 | 2.23 |

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，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，总可租面积 59.57 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，近三年租金收入波动增长，公司未来几年可以投入运营的经营性物业面积较大，对公司未来租金收入增长预计将产生明显推动作用；物业租赁项目中滨湖区国购中心、淮北国购广场和京商商贸城面积较大，招商进展和初期运营情况存在一定不确定性。

### 3. 化学肥料业

2016 年 12 月，公司合并范围新增司尔特，公司新增化肥生产业务，对公司 2016 年利润影响较小。2017 年，公司化学肥料业收入 25.83 亿元，系合并范围新增司尔特化肥业务所致，占公司当期营业收入的 30.81%，化学肥料业务成为公司的重要补充。以下化学肥料分析以司尔特为主体，并不限于企业合并报表时点。

2015~2017 年，司尔特分别实现营业总收入 29.74 亿元、28.18 亿元和 26.03 亿元，逐年减少，年均复合减少 6.45%，主要系 2015 年 9 月恢复征收化肥行业增值税及化学肥料行业景气度下降共同作用所致；净利润 2.47 亿元、2.47 亿元和 2.15 亿元，呈下降态势，年均复合减少 6.66%。

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

2015~2017 年，司尔特三元复合肥年产能分别为 92.00 万吨、152.00 万吨和 120.00 万吨。其中 2016 年产能增加，主要系亳州新型复合肥生产基地投产所致；2017 年产能下降系拆除宁国五里铺厂区老旧生产线所致。从产能利用情况看，2015~2017 年，司尔特三元复合肥产能利用率分别为 86.74%、61.05%和 63.89%，随着亳州生产基地投产和宁国五里铺厂区老旧生产线拆除，公司产能利用率波动下降，整体产能利用率不高；司尔特磷酸一铵年产能为 75 万吨，2015~2017 年，司尔特磷酸一铵产能利用率逐年下降，但仍维持在较高水平，分别为 116.87%、114.81%和 99.85%，2017 年产能利用率下降较多主要系宣城生产线停产 3 个半月进行生产技改所致。

表14 2015~2017年司尔特主营产品销售情况（单位：万吨，%）

| 项目    |       | 2015年 | 2016年  | 2017年  |
|-------|-------|-------|--------|--------|
| 三元复合肥 | 产能    | 92.00 | 152.00 | 120.00 |
|       | 产量    | 79.80 | 92.79  | 76.66  |
|       | 产能利用率 | 86.74 | 61.05  | 63.88  |

|      |       |        |        |       |
|------|-------|--------|--------|-------|
| 磷酸一铵 | 产能    | 75.00  | 75.00  | 75.00 |
|      | 产量    | 87.65  | 86.11  | 74.89 |
|      | 产能利用率 | 116.87 | 114.81 | 99.85 |

资料来源：公司提供，联合评级整理

从销售情况看，公司复合肥产品全部外销；2015~2017 年，司尔特三元复合肥销量分别为 77.01 万吨、93.12 万吨和 76.66 万吨，波动减少，主要系市场需求波动所致；销售均价分别为 2,038.23 元/吨、1,671.76 元/吨和 1,807.47 元/吨，波动下降，主要系税收调整及行业景气度共同作用所致；产销率分别为 96.50%、100.36%和 100.00%，产销率维持高位。磷酸一铵作为生产中间产品，首先用于满足公司复合肥生产，多余部分外销；2015~2017 年，司尔特分别外销磷酸一铵 60.99 万吨、70.51 万吨和 54.17 万吨，波动减少；销售均价分别为 2,149.34 元/吨，1,548.90 元/吨和 1,750.85 元/吨，波动下降，随复合肥价格波动而波动；产销率分别为 69.58%、81.88%和 72.33%，产销率较为一般，主要系产量包含自用部分所致。

表15 2015~2017年司尔特主营产品销售情况（单位：万吨，元/吨，%）

| 项目           |      | 2015年    | 2016年    | 2017年    |
|--------------|------|----------|----------|----------|
| 三元复合肥        | 销量   | 77.01    | 93.12    | 76.66    |
|              | 销售均价 | 2,038.23 | 1,671.76 | 1,807.47 |
|              | 产销率  | 96.50    | 100.36   | 100.00   |
| 磷酸一铵<br>(外销) | 销量   | 60.99    | 70.51    | 54.17    |
|              | 销售均价 | 2,149.34 | 1,548.90 | 1,750.85 |
|              | 产销率  | 69.58    | 81.88    | 72.33    |

资料来源：公司提供，联合评级整理

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

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

表16 司尔特重点在建项目情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：司尔特年报

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

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

总体看, 2015~2017 年, 受销量和销售均价波动的综合影响, 司尔特收入规模逐年减少, 主要产品销量及销售均价呈波动下降态势; 三元复合肥产销率维持高位但产能利用率较低; 磷酸一铵首先用于满足公司复合肥生产, 多余部分外销; 公司在建项目主要为新型复合肥项目等, 投资资金压力较小。

#### 5. 经营效率

近三年, 公司存货周转率分别为 0.46 次、0.47 次和 0.50 次, 逐年上升; 流动资产周转率分别为 0.38 次、0.38 次和 0.41 次, 整体呈上升态势; 总资产周转率整体保持稳定, 三年分别为 0.19 次、0.18 次和 0.19 次。

整体看, 公司经营效率近三年变化不大, 经营效率处于一般水平。

#### 6. 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, 截至 2018 年 3 月底, 公司持有司尔特 25.27% 的股权。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。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。司尔特经营情况见上文分析。

总体看, 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。

#### 7. 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；化肥行业产能过剩，近年来司尔特三元复合肥年产能波动增长，产能利用率波动下降，公司新增产能面临一定消化风险。

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

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

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

## 8. 未来发展

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

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

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

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

在化肥板块方面，上市公司司尔特紧紧围绕“规模化、资源化、高端化、信息化、现代化”的发展方向，引领亿万农户，实现互联网+现代农业新格局，提升企业核心竞争力。公司将继续坚持走生态配方肥之路，大力发展测土配方肥，积极开发新型肥料，让公司生产出的产品和提供的服务符合农民及其他消费者、市场的需求，快速抢占市场。上市公司在做大做强做优磷复肥产业同时加快推进公司转型升级，做大做强医疗健康产业，形成复合肥产业和医疗健康产业齐头并进的新局面。

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

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

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年度合并财务报表经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司财务报告按照最新会计准则编制。2016 年审计报告已根据财会[2016]年 22 号《增值税会计处理规定》相应调整。2017 年审计报告根据《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》和《企业会计准则第 16 号——政府补助》编制。

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，公司合并范围新增合并单位 3 家，减少合并单位 6 家，截至 2017 年底，公司合并范围子公司 50 家。公司合并范围有所变动，对财务数据有一定影响，相关会计政策连续，财务数据可比性仍较强。

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

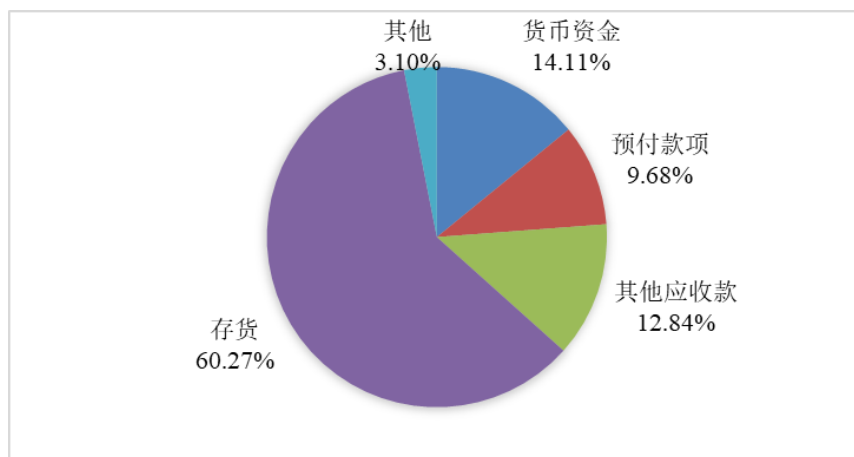
### 2. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额持续增长，年均复合增长13.57%，流动资产和非流动资产均有所增长。截至2017年底，公司资产规模447.91亿元，较年初增长4.54%，变动不大；其中流动资产占比46.43%，非流动资产占比53.57%。

#### 流动资产

2015~2017年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长13.69%，主要系货币资金、存货以及预付款项增长所致；截至2017年底，公司流动资产总额207.94亿元，较年初增长3.56%，变动较小；公司流动资产主要由货币资金（占比14.11%）、预付款项（占比9.68%）、其他应收款（占比12.84%）、存货（占比60.27%）构成，如下图所示。

图6 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 49.65%，主要系房地产业务销售回款

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

2015~2017 年，公司预付款项主要为预付工程款和购货款，呈持续增长态势，年均复合增长 49.76%，主要系 2016 年公司合并司尔特，司尔特年预付货款规模较大所致。截至 2017 年底，公司预付款项 20.14 亿元，较年初增长 7.60%，变动不大。从账龄结构看，公司预付款项 1 年内部分占 79.87%，1~2 年部分占 11.65%，其余为 2 年以上部分，公司预付款项账龄结构尚可。

公司其他应收款主要为往来款及投资款，2015~2017 年波动下降，年均复合下降 7.39%。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。截至 2017 年底，公司其他应收款 26.70 亿元，较年初增长 16.84%，主要系项目合作开发款增长所致。公司其他应收款主要按照账龄结构计提坏账准备，其中 1 年内部分占 52.41%，1~2 年部分占 25.42%，2~3 年部分占 6.01%，其余为 3 年以上部分，公司其他应收款账龄一般。公司其他应收款前五名共占 36.16%，集中度较高，公司其他应收款存在一定资金占用。

表 17 截至 2017 年底公司前五名其他应收款情况（单位：亿元、%）

| 单位名称           | 款项性质及用途  | 期末余额  | 占比    |
|----------------|----------|-------|-------|
| 合肥市五金商会        | 项目合作开发款项 | 4.75  | 16.49 |
| 安徽国商股权投资有限公司   | 代收销售保证金款 | 1.50  | 5.22  |
| 太平生活控股有限公司     | 投资款      | 1.50  | 5.21  |
| 合肥新站综合开发试验区财政局 | 保证金      | 1.50  | 5.20  |
| 亳州报业传媒投资有限公司   | 项目合作开发款项 | 1.16  | 4.04  |
| 合计             | --       | 10.41 | 36.16 |

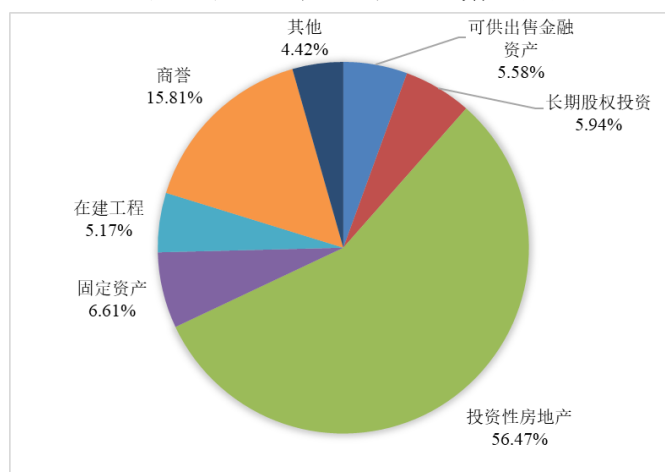
资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货持续增长，年均复合增长 9.79%，主要系地产项目推进所致。截至 2017 年底，公司存货 125.33 亿元，较年初增长 3.83%，变动不大。公司存货主要由开发成本（占 66.00%）和开发产品（占 30.21%）构成，其他部分主要为司尔特化肥生产业务的原材料和库存商品。公司存货未计提跌价准备，公司地产项目较为集中，若未来安徽地区地产市场波动，公司存货可能存在跌价风险。公司因抵押而受限存货为 34.04 亿元，受限比例为 27.16%，受限比例略高。

#### 非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 13.46%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和商誉增长所致。截至 2017 年底，公司非流动资产 239.97 亿元，较年初增长 5.41%，变化较小。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 5.58%）、长期股权投资（占 5.94%）、投资性房地产（占 56.47%）、固定资产（占 6.61%）、在建工程（占 5.17%）和商誉（占 15.81%）构成。

图7 截至2017年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 279.41%，主要系公司信托投资及基金投资增长所致，截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 13.39 亿元，较年初大幅增长 128.37%，主要系出于资金成本考虑购买信托投资及基金投资增长（收益率在 7%~8%）以及新增对广州东凌国际投资股份有限公司（以下简称“广州东凌”）的投资所致。公司可供出售金融资产中，债务工具占 63.48%，包含信托投资和基金投资；权益工具占 36.52%，其中 2017 年新增对广州东凌投资按照公允价值计量，期末账面价值为 3.60 亿元，其余权益工具按照成本计量。2015~2017 年，公司可供出售金融资产持有期间取得的投资收益分别为 536.06 万元、0 元和 3,604.70 万元，规模不大。

2015~2017 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 105.32%，主要系公司对外投资增长所致。截至 2016 年底，公司长期股权投资 10.51 亿元，较年初增长 7.13 亿元，主要系 2016 年公司新增对 Standard Peace Limited 投资 4.20 亿元，合并范围新增司尔特因而增加司尔特对其联营企业贵州路发实业有限公司的投资 4.06 亿元所致。截至 2017 年底，公司长期股权投资 14.25 亿元，较年初增长 35.63%，主要系 2017 年公司追加对长安动漫产业集团投资管理股份有限公司<sup>3</sup>投资 4.53 亿元所致。2016~2017 年，公司权益法下核算的长期股权投资收益分别为 208.03 万元和-240.65 万元，被投资企业的盈利能力较弱。

表 18 截至 2017 年底公司长期股权投资明细（单位：万元）

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

资料来源：公司审计报告、公开资料及公司提供，联合评级整理

注：Standard Peace Limited 目前无实质性业务

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

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。2015~2017 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 2.44%。截至 2016 年底，公司投资性房地产 138.07 亿元，较年初增长 6.91%，主要系存货和在建工程转入以及公允价值变动所致。截至 2017 年底，公司投资性房地产 135.51 亿元，较年初下降 1.85%，主要系公司处置宣城国购广场和淮北国购广场部分物业所致。公司投资性房地产累计增值率为 128.29%，增值率较高，其中已经营物业出租率较高；公司因抵押而受限投资性房地产 135.33 亿元，受限比例极高。

2015~2017 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 89.92%，截至 2016 年底，公司固定资产 16.05 亿元，较年初增长 264.92%，主要系公司收购司尔特导致固定资产增加，以及安徽蓝鼎伯廷酒店（以下简称“安徽蓝鼎”）等子公司的在建工程转入所致。截至 2017 年底，公司固定资产 15.87 亿元，较年初微降 1.16%，系在建工程转入、子公司剥离以及折旧等因素综合所致。截至 2017 年底，公司固定资产成新率为 68.07%，成新率较低。公司因抵押而受限的固定资产 2.74 元，受限比例为 17.27%，受限比例尚可。

2015~2017 年，公司在建工程波动下降，年均复合下降 5.16%。截至 2016 年底，公司在建工程 9.85 亿元，较年初下降 28.59%，主要系安徽蓝鼎等子公司的在建工程转至固定资产所致。截至 2017 年底，公司在建工程 12.40 亿元，较年初增长 25.96%，主要系合肥观湖大酒店和新型复合肥项目（宣城）建设推进所致。

2015~2017 年，公司商誉波动增长，年均复合增长 11.28%。截至 2016 年底，公司商誉 38.65 亿元，较年初增长 26.17%，主要系合并司尔特产生商誉 7.88 亿元所致。截至 2017 年底，公司商誉 37.93 亿元，较年初下降 1.85%，主要系公司处置巢湖市宏光矿业有限公司，收购产生的商誉相应剥离所致。截至 2017 年底，公司商誉中规模较大的为安徽蓝鼎置地集团有限公司（29.57 亿元）和司尔特（7.88 亿元），公司目前未计提商誉减值。公司商誉规模较大，未来若被收购企业经营业绩未达标，则存在一定减值风险。

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

总体看，公司流动资产中，预付款项和其他应收款占比较大，存在资金占用。非流动资产主要以投资性房地产为主；公司对外投资规模增长，被投资企业盈利能力较弱。公司资产受限比例高，商誉存在一定减值风险，整体资产质量一般。

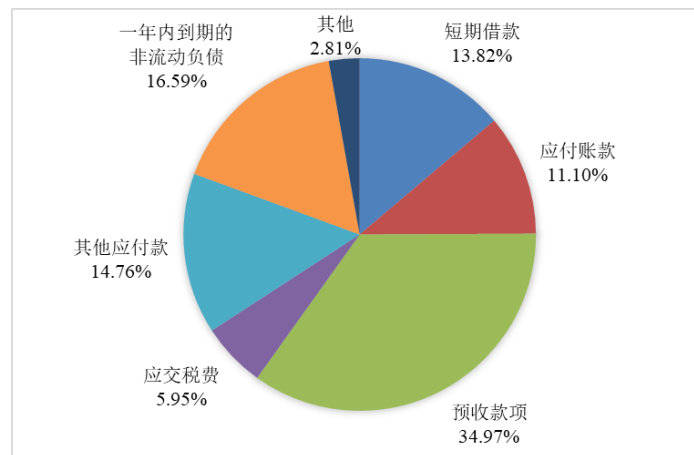
### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

2015~2017 年，公司负债持续增长，年均复合增长 13.13%，主要系公司发行债券及其他应付款增长所致。截至 2017 年底，公司负债合计 333.08 亿元，较年初增长 5.72%，变动不大。其中，流动负债占 59.94%，非流动负债占 40.06%。

2015~2017 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 21.40%，主要系短期借款、其他应付款增长以及部分长期债务即将到期转入流动负债所致。截至 2017 年底，公司流动负债 199.64 亿元，较年初增长 13.31%。公司流动负债主要由短期借款（占 13.82%）、应付账款（占 11.10%）、预收款项（占 34.97%）、应交税费（占 5.95%）、其他应付款（占 14.76%）和一年内到期的非流动负债（占 16.59%）构成。

图8 截至2017年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借波动增长，年均复合增长 27.18%。2015~2017 年底分别为 17.06 亿元、6.33 亿元和 27.60 亿元。截至 2017 年底，公司短期借款较年初大幅增长 336.16%。公司短期借款主要由保证借款（占 41.70%）和抵押借款（占 43.99%）构成，其余为信用借款。

2015~2017 年，公司应付账款持续增长，年均复合增长 27.17%，主要系随着房地产业务开发规模扩大，应付工程款增长所致。截至 2017 年底，公司应付账款 22.15 亿元，较年初增长 4.76%，变动不大。

2015~2017 年，公司预收款项波动下降，年均复合下降 7.40%，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。截至 2017 年底，公司预收款项 69.81 亿元，较年初增长 14.71%，系 2017 年地产项目销售增长所致。

2015~2017 年，公司应交税费持续增长，年均复合增长 57.39%。截至 2016 年底，公司应交税费 9.47 亿元，较年初增长 97.68%，主要系增值税相关会计政策改变所致。截至 2017 年底，公司应交税费 11.87 亿元，较年初增长 25.32%，主要系应交企业所得税和应交土地增值税增长所致。

2015~2017 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 40.21%，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。截至 2017 年底，公司其他应付款 29.47 亿元，较年初下降 8.45%，变化不大。公司账龄超过 1 年的其他应付款主要为应付安徽金邦资产管理有限公司往来款 1.29 亿元，因项目尚未结算而应付合肥建工集团有限公司 1.00 亿元，因尚未办证而产生的代收办证契税款项 1.69 亿元。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 0.00 亿元、38.09 亿元和 33.13 亿元。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债全部为即将到期的贷款。

2015~2017 年，公司非流动负债波动中略有增长，年均复合增长 3.41%。截至 2016 年底，公司非流动负债 138.86 亿元，较年初增长 11.28%，主要系公司 2016 年发行债券所致。截至 2017 年底，公司非流动负债 133.43 亿元，较年初下降 3.90%，系发行债券以及长期借款即将到期转至流动负债综合影响的结果。公司非流动负债主要由长期借款（占 47.92%）、应付债券（占 33.90%）和递延所得税负债（占 14.24%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款持续下降，年均复合下降 20.40%，系公司银行贷款规模有所下降以及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 2017 年底，公司长期借款

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

2015 年底，公司无应付债券。2016~2017 年，公司应付债券分别为 34.99 亿元和 45.23 亿元，公司应付债券增长主要系公司发行债券规模持续扩大以及因收购司尔特而新增司尔特的公司债券所致。截至 2017 年底，公司应付债券如下表所示。结合考虑长期借款期限结构，公司 2019 年面临较大的集中偿付压力。

表 19 截至 2017 年底公司应付债券明细（单位：亿元）

| 债券名称   | 发行金额  | 发行日期    | 债券期限    |
|--------|-------|---------|---------|
| 14司尔01 | 3.00  | 2014.10 | 2019.10 |
| 15司尔债  | 3.00  | 2015.11 | 2020.11 |
| 16国购01 | 5.00  | 2016.2  | 2021.2  |
| 16国购02 | 6.60  | 2016.3  | 2021.3  |
| 16国购03 | 8.40  | 2016.7  | 2021.7  |
| 16国购债  | 10.00 | 2016.11 | 2019.11 |
| 17国购01 | 8.00  | 2017.8  | 2020.8  |
| 17国购03 | 3.00  | 2017.12 | 2020.12 |
| 合计     | 47.00 | --      | --      |

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合评级整理

公司递延所得税负债主要为投资性房地产增值带来的应纳所得税暂时性差异，2015~2017年，公司递延所得税负债波动下降，分别为19.38亿元、19.72亿元和19.00亿元，变动较小。

2015~2017年，公司全部债务持续增长，年均复合增长19.03%；截至2017年底，公司全部债务176.81亿元<sup>4</sup>，较年初增长5.14%，变动不大。公司债务中，短期债务占35.62%，长期债务占64.38%，公司债务结构以长期债务为主。2015~2017年，公司资产负债率波动中略有下降，分别为74.94%、73.53%和74.36%；全部债务资本化比率持续上升，分别为58.92%、59.73%和60.63%；长期债务资本化比率持续下降，分别为54.75%、51.09%和49.78%。公司债务负担较重，近年来变动不大。

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，2019 年到期债务规模较大，届时公司可能存在债务置换压力；公司债务指标整体变动不大，债务负担较重。

### 所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长14.87%，主要系合并范围扩大所致。截至2017年底，公司所有者权益114.83亿元，较年初增长1.27%，变动较小。2015~2017年，公司实收资本无变化，均为2.50亿元。公司其他综合收益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，2015~2017年波动中略有下降，年均复合下降1.10%，变动不大，截至2017年底为34.25亿元，较年初下降5.02%，主要系处置部分自持物业所致。2015~2017年，公司未分配利润持续增长，年均复合增长22.87%，截至2017年底为21.75亿元，较年初增长24.40%，主要系利润积累所致。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占50.95%，归属母公司所有者权益中，实收资本、其他综合收益和未分配利润分别占4.27%、58.55%

<sup>4</sup> 长期应付款和其他非流动负债已计入长期债务

和37.18%。公司所有者权益稳定性有待提升。

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

2015~2017年，公司营业收入持续增长，年均复合增长15.93%，2017年公司营业收入83.84亿元，同比增长20.74%，主要系合并范围内新增司尔特化肥业务所致。近三年，公司营业成本持续增长，年均复合增长11.56%，增幅小于收入。2015~2017年，公司营业利润分别为5.60亿元、5.87亿元和8.19亿元，年均复合增长20.90%，2017年同比增长39.06%，主要系合并业务扩大所致。同期，公司净利润分别为4.81亿元、4.05亿元和5.09亿元，呈波动增长态势。其中归属于母公司所有者分别为5.61亿元、3.06亿元和4.24亿元；其中2016年利润有所下降，一方面系公司2016年公允价值变动收益减少所致，另一方面系当期营业外收入下降所致；2017年公司利润增长系合并范围扩大所致。

从期间费用来看，2015~2017年，公司期间费用持续增长，年均复合增长53.69%。2017年，公司期间费用总额12.56亿元，同比增长112.25%，主要系合并范围增加司尔特所致。2015~2017年，公司销售费用分别为1.37亿元、1.24亿元和2.52亿元，波动增长，年均复合增长35.47%，2016年公司销售费用同比下降9.78%，主要系在售项目均进入销售成熟期，前期大量宣传推广费用减少所致；2017年公司销售费用同比增长103.40%，主要系合并范围内新增司尔特化肥业务所致。2015~2017年，公司管理费用分别为2.72亿元、2.80亿元和4.77亿元，2016年同比增长3.30%，变动不大，2017年管理费用同比增长70.02%，主要系合并范围扩大所致。2015~2017年，公司财务费用分别为1.22亿元、1.88亿元和5.27亿元，持续增长，年均复合增长107.59%，主要系公司融资规模增长所致。近三年，公司费用收入比分别为8.52%、8.52%和14.98%，2017年上升一方面系合并化肥业务，其费用收入比较高所致，另一方面系公司融资规模扩大，财务费用增长所致。总体看公司费用控制能力一般。

从利润构成上看，2015~2017年，公司投资性房地产公允价值变动收益分别为3.28亿元、0.09亿元和1.11亿元，波动较大，分别占当期营业利润的58.33%、1.47%和13.57%，对公司利润有一定影响。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。

从盈利能力指标看，2015~2017年，公司营业利润率分别为14.01%、17.66%和22.71%，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；2017年营业利润率上升系当期地产业务毛利率上升所致。2015~2017年，公司总资产收益率分别为2.97%、2.27%和3.74%，呈波动上升态势；净资产收益率分别为5.91%、4.04%和4.46%，呈波动下降态势；其中2016年下降，主要系公允价值变动收益下降所致，2017年上升主要系经营业务利润水平上升所致。

总体看，受业务调整影响，公司营业收入规模增长，费用控制能力一般，投资性房地产公允价值变动收益等非经营性收益对公司利润有一定影响，公司净利润波动增长，公司整体盈利能力一般。

#### 5. 现金流

从经营活动看，2015~2017年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长35.95%，2016

年公司经营活动现金流入 65.66 亿元，同比增长 27.47%，主要系公司收到包括往来款、施工单位保证金等其他与经营活动有关的现金规模较大所致。2017 年公司经营活动现金流入 95.20 亿元，同比增长 44.99%，主要系当期房地产业务签约销售回款增长所致。2015~2017 年，公司经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 18.21%，主要系房地产项目建设推进，购买商品和接受劳务规模增长以及合并范围增加化肥业务所致，2017 年公司经营活动现金流出 75.58 亿元，同比增长 27.21%。2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额分别为-2.58 亿元、6.24 亿元和 19.62 亿元，经营活动由现金净流出转为净流入，净流入金额有所扩大。

从投资活动看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入大幅增长，年均复合增长 872.31%，2016 年公司投资活动现金流入 1.89 亿元，同比增长 234.10%，主要系 2016 年公司处置子公司宏望资管所致；2017 年，公司投资活动现金流入 53.58 亿元，大幅增长 51.68 亿元，其中，公司收回投资收到现金 52.23 亿元。2015~2017 年，公司投资活动现金流出持续增长，年均复合增长 241.47%，其中 2016 年投资活动现金流出 21.38 亿元，同比增长 249.79%，主要系投资 Standard Peace Limited 股权、贵州路发实业有限公司股权共支付现金 9.13 亿元，取得司尔特、四川豪特电气有限公司等 9 家子公司共支付现金 4.91 亿元以及子公司司尔特购买理财产品 4.20 亿元所致。2017 年公司投资活动现金流出 71.27 亿元，同比大幅增长 49.89 亿元，其中公司投资支付现金 63.16 亿元。2017 年公司投资支付现金和收回投资收到现金规模较大，系公司及子公司司尔特 2017 年循环购买和赎回理财产品等规模较大所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流量净额分别为-5.55 亿元、-19.49 亿元和-17.69 亿元，持续表现为净流出。

从筹资活动看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长 38.47%，2017 年为 67.81 亿元，同比增长 25.25%，主要系公司发行债券和借款等方式筹资增长所致。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长 52.08%，2017 年为 62.55 亿元，同比增长 67.56%，主要系偿还到期债务所致。综上，近三年公司筹资活动现金流量净额分别为 8.32 亿元、16.81 亿元和 5.26 亿元，呈波动下降态势。

总体看，近年来，公司经营活动由现金净流出转为净流入，净流入金额有所扩大；公司投资活动均表现为净流出且波动增长，公司筹资活动活动现金流量净额波动明显。整体看，公司存在一定的外部筹资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于公司部分债务因即将到期而转入流动负债，以及应付工程款增长，2015~2017 年公司流动比率持续下降，分别为 1.19 倍、1.14 倍和 1.04 倍；速动比率波动下降，分别为 0.42 倍、0.45 倍和 0.41 倍。近三年，受公司发债到期偿付和发债规模增长等因素的影响，公司现金短期债务比波动下降，分别为 0.69 倍、0.44 倍和 0.49 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 8.64 亿元、8.19 亿元和 15.62 亿元，呈波动增长态势，主要系利润总额变动所致。2017 年，公司 EBITDA 中，折旧占 7.78%、摊销占 4.38%、计入财务费用的利息支出占 35.94%，利润总额占 51.90%。近三年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 0.64 倍、0.54 倍和 1.02 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度有所提升；EBITDA 全部债务比分别为 0.07 倍、0.05 倍和 0.09，EBITDA 对债务的覆盖程度弱。整体看，公司长期偿债能力较弱。

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

截至2017年底，公司对合并范围外担保金额合计26.96亿元，公司对外担保金额占公司所有者权益的比例为23.48%，其中对无锡惠山太平洋商业房地产开发有限公司、安徽亚新商贸有限公司和合肥龙盛建设工程有限公司的担保超过了其所有者权益规模。公司对外担保比率较高，存在一定或有负债的风险。

表20 截至2017年底公司主要对外担保情况（亿元）

| 担保对象       | 无锡惠山太平洋商业房地产开发有限公司 | 安徽亚新商贸有限公司 | 安徽四建控股有限公司 | 合肥龙盛建设工程有限公司 |
|------------|--------------------|------------|------------|--------------|
| 是否关联方      | 是                  | 是          | 否          | 是            |
| 担保金额       | 10.53              | 5.00       | 1.70       | 6.41         |
| 担保类型       | 保证/保证+抵押           | 保证+股权质押    | 抵押         | 抵押/保证        |
| 担保对象主要财务指标 |                    |            |            |              |
| 资产总额       | 30.73              | 6.90       | 21.48      | 10.17        |
| 所有者权益      | 10.35              | 1.88       | 9.12       | 4.95         |
| 2017年营业收入  | 8.95               | 3.54       | 41.99      | 6.53         |
| 2017年净利润   | 0.98               | 0.05       | 0.87       | 0.45         |

资料来源：公司提供

注：1、此表仅覆盖公司部分主要对外担保情况，担保金额占对外担保总额的87.69%；2、合肥龙盛建设工程有限公司对两笔担保金额分别为700万元和800万元的担保提供了反担保。

截至2017年底，公司无重大诉讼情况。

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

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较弱，存在一定或有负债风险。考虑到公司是安徽省较大的商业物业投资、建设和运营企业之一，具有丰富的管理和运营经验，公司在当地市场竞争实力较强，公司合并司尔特新增化肥业务，公司收入和利润规模均有所增长，公司整体偿债能力很强。

## 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年底，公司全部债务总额176.81亿元，本期拟发行债券规模不超过3.22亿元，对公司现有债务负担影响较小。

以2017年底财务数据为基础，假设募集资金净额为13.00亿元（同时考虑到公司已于2018年4月发行的5.00亿元公司债，2018年5月发行的4.78亿元公司债），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75.09%、62.31%和52.48%，分别上升0.72个百分点、1.68个百分点和2.70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公司债务，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 2017 年的财务数据为基础，公司 2017 年的 EBITDA 为 15.62 亿元，为本期公司债券发行额度 13.00 亿元（同时考虑到公司已于 2018 年 4 月发行的 5.00 亿元公司债，2018 年 5 月发行的 4.78 亿元公司债）的 1.20 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；公司 2017 年经营活动现金流入量为 95.20 亿元，为本期公司债券发行额度 13.00 亿元（同时考虑到公司已于 2018 年 4 月发行的 5.00 亿元公司债，2018 年 5 月发行的 4.78 亿元公司债）的 7.32 倍，对本期债券覆盖程度较高。

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。公司完成对司尔特的收购，新增化学肥料生产业务，行业布局扩大。联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

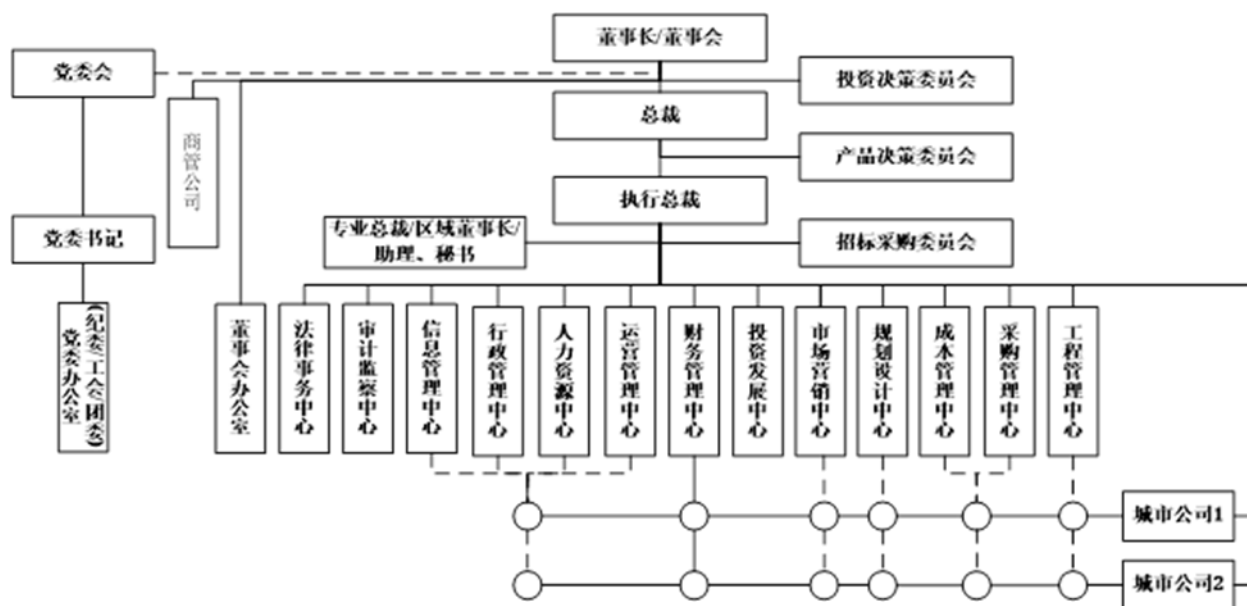
## 九、综合评价

国购投资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。公司近三年资产和收入规模持续增长，整体盈利能力良好；公司尚未开发的土地储备均价较低，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，收入和利润有所增长。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、资产受限程度高且负债水平较高和对外担保规模较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，伴随公司在建商品房和商业物业项目完工、配套物业销售和出租，以及公司新增化肥生产业务，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。

## 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               | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|------------------|--------|--------|--------|
| 资产总额（亿元）         | 347.27 | 428.44 | 447.91 |
| 所有者权益（亿元）        | 87.02  | 113.40 | 114.83 |
| 短期债务（亿元）         | 19.52  | 49.69  | 62.98  |
| 长期债务（亿元）         | 105.27 | 118.47 | 113.83 |
| 全部债务（亿元）         | 124.79 | 168.17 | 176.81 |
| 营业收入（亿元）         | 62.38  | 69.44  | 83.84  |
| 净利润（亿元）          | 4.81   | 4.05   | 5.09   |
| EBITDA（亿元）       | 8.64   | 8.19   | 15.62  |
| 经营性净现金流（亿元）      | -2.58  | 6.24   | 19.62  |
| 应收账款周转次数（次）      | 30.49  | 0.38   | 0.41   |
| 存货周转次数（次）        | 0.46   | 0.47   | 0.50   |
| 总资产周转次数（次）       | 0.19   | 0.18   | 0.19   |
| 现金收入比率（%）        | 75.46  | 66.04  | 110.92 |
| 总资本收益率（%）        | 2.97   | 2.27   | 3.74   |
| 总资产报酬率（%）        | 2.25   | 1.91   | 3.13   |
| 净资产收益率（%）        | 5.91   | 4.04   | 4.46   |
| 营业利润率（%）         | 14.01  | 17.66  | 22.71  |
| 费用收入比（%）         | 8.52   | 8.52   | 14.98  |
| 资产负债率（%）         | 74.94  | 73.53  | 74.36  |
| 全部债务资本化比率（%）     | 58.92  | 59.73  | 60.63  |
| 长期债务资本化比率（%）     | 54.75  | 51.09  | 49.78  |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 0.64   | 0.54   | 1.02   |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.07   | 0.05   | 0.09   |
| 流动比率（倍）          | 1.19   | 1.14   | 1.04   |
| 速动比率（倍）          | 0.42   | 0.45   | 0.41   |
| 现金短期债务比（倍）       | 0.69   | 0.44   | 0.49   |
| 经营现金流动负债比率（%）    | -1.90  | 3.54   | 9.83   |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 2.68   | 2.54   | 4.85   |

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                                                                                                   |
|-------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                                        |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%<br>(2) n 年数据: 增长率 = [ (本期 / 前 n 年) ^ (1 / (n - 1)) - 1 ] × 100% |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                                        |
| 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%                                                                           |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                                        |
| 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%                                                                     |
| <b>财务构成指标</b>     |                                                                                                        |
| 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%                                                                                    |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                                        |
| 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                                                                                     |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                                        |
| 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)                                                                    |
| <b>本次公司债券偿债能力</b> |                                                                                                        |
| 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（第三期）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。

联合信用评级有限公司

二零一八年六月七日