跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]813 号

正源房地产开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

正源房地产开发有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

正源房地产开发有限公司公开发行的“16 正源 01”和“16 正源 02”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

正源房地产开发有限公司

公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 正源 01	20 亿元	5(3+2)	AA	AA	2016 年 6 月 2 日
16 正源 02	20 亿元	5(3+2)	AA	AA	2016 年 7 月 22 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 20 日

主要财务数据：

项　目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	187.31	274.54
所有者权益（亿元）	106.80	126.73
长期债务（亿元）	32.93	96.55
全部债务（亿元）	48.84	114.95
营业收入（亿元）	21.45	27.14
净利润（亿元）	4.19	2.15
EBITDA（亿元）	6.78	9.11
经营性净现金流（亿元）	3.05	-4.61
营业利润率（%）	26.98	15.90
净资产收益率（%）	4.01	1.85
资产负债率（%）	42.98	53.84
全部债务资本化比率（%）	31.38	47.56
流动比率（倍）	3.75	3.85
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	2.13	2.33
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.17	0.23

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、长期应付款已纳入长期债务核算；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、本报告财务数据及指标计算均为合并口径。

评级观点

2016 年，正源房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“正源地产”）受益于房地产景气度提升，其协议销售面积和金额均有大幅增长，结转面积也相应增长，带动其营业收入规模有所增长；此外，公司成功收购上市公司四川国栋建设股份有限公司（以下简称“国栋建设”），并且新控股股东对公司进行了大额增资，进一步增强了公司的资本实力和整体抗风险能力。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司债务规模快速增长，经营活动净现金流转为净流出，公允价值变动损益和投资收益对营业利润贡献加大以及盈利能力有待提高等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着 898 创意园区等新业务拓展，公司在建项目实现销售，自持物业持续经营，公司收入规模和盈利能力有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 正源 01”和“16 正源 02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司协议销售面积和金额大幅增长，带动其收入规模有所增长。

2．公司成功收购上市公司国栋建设，成为其控股股东，以及新股东对公司进行了大额增资，公司资本实力和整体抗风险能力进一步增强。

3．未来随着 898 创意园区等新业务拓展，公司收入、利润规模有望保持稳定。

关注

1．2016 年，公司在建面积、新开工面积

以及房地产项目投资额均较上年有所降低，公司房地产业务规模有所缩减。

2．公司工程建设业务和建材销售业务毛利率为负，削弱了公司整体盈利能力。

3．公司债务规模增长较快；公允价值变动损益和投资收益对利润贡献较大。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

李　聪

电话：010-85172818

邮箱：lic@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

正源房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“正源地产”）前身为大连新世界房屋开发公司，于 1992 年 11 月在大连市工商行政管理局注册成立，性质为集体所有制企业，注册资金为 1,000 万元，成立时主要股东为大连经济技术开发区新世界旅游公司。

从 1992 年 11 月至 2001 年 8 月，经过数次股权转让，公司股东变更为大连正源企业有限公司和大连祥溢投资有限公司，注册资本增加至 4,800 万元，公司由集体所有制企业变更为有限责任公司。从 2001 年 8 月至 2005 年 11 月，经过数次增资和股权转让，公司股东增加至 8 个，注册资本增加至 9,780 万元。2006 年 2 月，Dash Limited（黛世有限公司）以美元现汇向公司注入资本，2006 年 4 月大连市对外贸易经济合作局批准同意此次并购，大连市政府授予公司《中华人民共和国外商投资企业批准证书》，公司性质变为中外合资企业，且 2006 年 7 月公司名称正式变更为正源房地产开发有限公司。后又经过数次增资和股权转让，其中，2016 年 8 月 31 日，公司控股股东由大连正源•尚峰尚水房地产开发有限公司（以下简称“尚峰尚水”）变更为北京利源投资有限公司（以下简称“利源投资”）。截至 2016 年底，公司注册资本增加至 794,685.65 万元，股东分别为尚峰尚水、Dash Limited（黛世有限公司）和利源投资，各自持股比例分别为 41.08%、7.97%和 50.95%，因此，利源投资为公司控股股东，利源投资的最终控制人系富彦斌，故富彦斌先生为公司的实际控制人，公司实际控制人未发生变更。

表 1　截至 2016 年底公司股权结构表

股东名称	出资额（万元）	出资比例（%）
大连正源•尚峰尚水房地产开发有限公司	326,451.90	41.08
Dash Limited	63,341.41	7.97
北京利源投资有限公司	404,892.34	50.95
合计	**794,685.65**	**100.00**

资料来源：公司提供

公司主营：房地产的开发与销售、物业管理和出租、混凝土的运输与销售、装饰装修、建材生产、门窗加工及景观设计等。

截至 2016 年底，公司拥有直接控制及间接控制子公司合计 33 家，较 2015 年底新增 1 家子公司，减少 2 家子公司。截至 2016 年底，公司在职员工总数 1,221 人，较 2015 年底增加 67 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 274.54 亿元，负债总额 147.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益 22.81 亿元）126.73 亿元。2016 年，公司实现合并营业收入 27.14 亿元，净利润（含少数股东损益 1.09 亿元）2.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.61 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.45 亿元。

公司地址：辽宁省大连市沙河口区五一路 107-1 号；法定代表人：惠盛林。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2015]3165 号文核准，公司向合格投资者公开发行面值总额不超过 40 亿元（含 40 亿元）的公司债券。本次债券分期发行。第一期公司债券于 2016 年 7 月 15 日以公开方式发行，已于 2016 年 7 月 19 日发行完毕，发行规模为 20 亿元，债券期限为 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，票面利率为 7.3%；已于 2016 年 8 月 10 日在

上海证券交易所上市，债券简称为“16 正源 01”，债券代码为“136548.SH”。本期债券采用单利按年计息，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。

第二期公司债券于 2016 年 7 月 26 日以公开方式发行，已于 2016 年 7 月 28 日发行完毕，发行规模为 20 亿元，债券期限为 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，票面利率为 7.0%；已于 2016 年 8 月 18 日在上海证券交易所上市，债券简称为“16 正源 02”，债券代码为“136571.SH”。本期债券采用单利按年计息，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。

截至本报告出具日，“16正源01”和“16正源02”的募集资金（20亿元）在扣除发行费用后的余额已经全部使用，扣除发行费用后的募集资金用于偿还银行贷款及补充流动资金。

截至2016年12月31日，“16正源01”和“16正源02”尚未到第一个付息日。

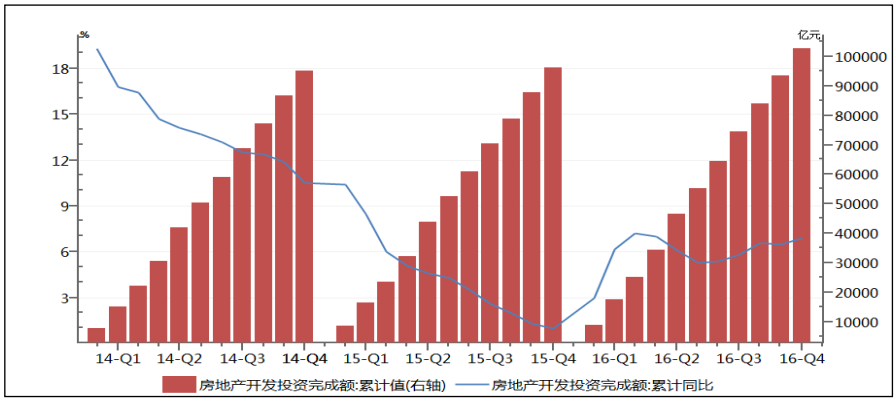
三、行业分析

公司主营业务为房地产开发与销售、物业投资、物业管理以及建筑设计，属于房地产行业。

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

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 102,581.00 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 1　2014~2016 年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：wind 资讯

从土地供应量来看，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；一线城市土地出让金下降 16%，二、三线城市土地出让金则分别上升 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；从楼市均价来看，一线城市楼市均价上升 9%到 9,965 元/平方米，二线城市楼市均价上升 74%到 2,696 元/平方米，三线城市楼市均价上升 19%到 887 元/平方米；从土地溢价率来看，一线城市土地溢价率上升 18 个百分点到 45%，二线城市土地溢价率上升 34 个百分点到 51%，三线城市土地

溢价率上升 18 个百分点到 26%。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。

表 2　2014~2016 年全国 300 个城市土地交易情况

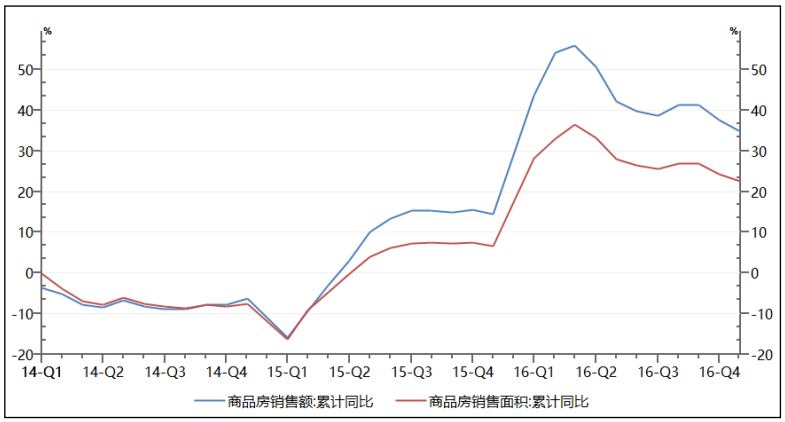
项　目	2014 年	2015 年	2016 年
推出面积（万平方米）	135,659	113,235	103,212
同比	-24%	-18%	-9%
成交面积（万平方米）	104,032	85,671	85,885
同比	-28%	-21%	-3%
出让金（亿元）	23,412	21,793	29,047
同比	-25%	-10%	31%
楼面均价（元/平方米）	1,234	1,384	1,904
同比	5%	14%	40%
土地平均溢价率	10%	16%	43%
同比	下降 6 个百分点	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

资金来源方面，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 41,952.00 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403.00 亿元，增长 46.5%。

从商品房市场供求情况看，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 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 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185 万平方米，同比增长 4.6%。

图 2　2014~2016 年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



数据来源：wind 资讯

从商品房销售价格看，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 元/平方米，较年初增长 18.22%。

房地产政策方面，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。

行业关注方面，（1）发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险：房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来政府对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企；2016 年，房地产行业总体发债规模为 9,663.05 亿元，较 2015 年增长 46.38%，房企融资环境明显改善，房企公司债发行量持续提升，此轮发债规模的激增导致整体房地产行业资产负债率处于较高水平，需关注并防范后续风险。（2）房地产调控政策再度趋严：进入 2016 年，我国房地产调控政策再度趋严，全国 20 余个城市陆续出台从限购、限价和限贷三个方面对房地产行业进行调控。2017 年 3 月后续政策继续出台，房地产行业再度面临进入行业紧缩期的可能。（3）市场格局持续分化：近年来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，除去少量地理位置特殊的三四线城市（环京、环沪、环深）外，部分三四线城市库存去化非常不乐观，去库存已成为目前房地产市场调控的重要任务之一。

总体看，目前我国房地产行业因城施策，分类调控。2016 年 9 月份开始的的限贷限购政策重在减缓一二线城市房价上涨幅度，打压投资投机性行为，是对全面去库存政策的局部纠偏。自 2017 年 3 月开始，新一轮限购、限贷政策出台且力度有所加强。

四、管理分析

2016年8月30日，公司新增何延龙先生任公司董事兼总经理，新增薛雷先生任公司董事；2016年1月28日，监事常吉东离任，姜鲁滇先生出任公司监事。

公司董事兼总经理何延龙先生，1979年出生，本科学历；2002年7月至2004年10月任华证会计师事务所审计师；2004年11月至2010年6月任安永华明会计师事务所审计师、经理；2010年7月至2015年4月任公司财务总监；现任公司董事兼总经理。

公司其余董事、监事和高级管理人员无变动，高管团队整体较稳定，相关管理制度延续以往模式，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

公司以房地产开发与销售为主。受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年房地产市场景气度较高，2016 年，公司实现合并营业收入 27.14 亿元，较 2015 年增长 26.54%；净利润 2.15 亿元，较 2015 年减少 48.62%，主要系 2016 年公司因发行 60 亿元债券致财务费用增加所致。

从业务板块来看，受房地产市场回暖和公司结转收入规模增长的影响，2016 年，公司房地产业务实现营业收入 18.07 亿元，较 2015 年增长 37.94%；公司工程建设实现营业收入 4.57 亿元，较 2015 年减少 28.71%，主要系公司目前所开发项目正在办理动工手续，2016 年未满足动工条件所致；公司建材销售实现营业收入 0.55 亿元，较 2015 年增长 48.65%，主要系合并范围纳入四川国栋建设股份有限公司（以下简称“国栋建设”）所致；公司其他业务主要包括物业租赁、装饰装修等，2016 年，公司其他业务实现营业收入 3.95 亿元，较 2015 年增长 151.59%，主要系物业公司的物业费收入和大连中申建筑安装公司的利息收入增加所致。从业务构成来看，2016 年公司房地产业务、工程建设业务、建材销售业务和其他业务营业收入占总营业收入比分别为 66.58%、16.84%、2.03%和 14.55%，其中房地产业务、建材销售业务和其他业务板块占比较 2015 年分别上升 5.51 个百分点、0.31 个百分点和 7.23 个百分点，工程建设板块占比较 2015 年下降 13.04 个百分点。

从毛利率情况来看，2016 年，公司房地产业务毛利率为 29.72%，较 2015 年下降 18.41 个百分点，主要系 2016 年公司在南京、重庆、大连等地区结转的房地产项目毛利率较低所致；工程建设毛利率为-5.72%，较 2015 年下降 30.63 个百分点，主要受发票开具额度影响，部分发票未能开具，致使收入未能及时确认所致；建材销售业务毛利率为-8.54%，毛利率进一步下降，主要系 2016 年因并表国栋建设，分摊的固定成本较高导致；其他业务毛利率为 38.97%，较 2015 年下降 17.02 个百分点，主要系公司因业务发展需要将门窗及建材等毛利率较高的业务剥离后导致毛利率下降。综合来看，2016 年公司综合毛利率为 25.29%，较 2015 年下降 15.60 个百分点。具体数据如下表所示。

表 3　2015~2016 年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发业务	13.10	61.07	48.13	18.07	66.58	29.72
工程建设	6.41	29.88	24.91	4.57	16.84	-5.72
建材销售	0.37	1.72	-3.52	0.55	2.03	-8.54
其他业务	1.57	7.32	55.99	3.95	14.55	38.97
合计	**21.45**	**100.00**	**40.89**	**27.14**	**100.00**	**25.29**

资料来源：公司审计报告

总体看，公司仍以房地产开发业务为主，收入规模平稳增长；综合毛利率较上年有所下降。

2．土地储备

公司房地产开发业务的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是影响收入和利润规模最为重要的环节。

公司土地储备主要通过“招、拍、挂”方式获得，并根据实际情况不排除收购、与其他公司合作开发等多种方式拿地，以减轻公司的资金压力，提升盈利水平。

从土地储备的目标区域来看，公司目前房地产项目的开发区域主要定位于二线经济较为发达的省会城市，并在北京有一定开发规模。目前公司的储备用地主要分布在大连、北京、重庆、长沙、南京、西安等地。

表4　截至2016年底公司土地储备情况（单位：亿元、万平方米、%）

项目名称	项目所在地	项目类别	获取时间	土地成本	占地面积	规划建面	公司权益占比
幸福 e 家福源 02 区	大连	商住	2010	14.88	2.49	13.53	100.00
吉祥 e 家 03 区之后的所有地块	大连	居住	2010	25.67	26.89	68.19	100.00
898 创新空间用地	北京	工业	2012	14.92	15.71	50.00	100.00
尚峰尚水雅园 01 区、丽园之后的所有地块	长沙	商住	2014	2.63	67.94	145.62	80.00
尚峰尚水剩余地块	南京	商住	2013	4.15	81.95	46	100.00
西部绒业债权项目	西安	工业	2015	0.9	3.90	16.62	100.00
合计	--	--	--	**63.15**	**198.88**	**339.96**	--

资料来源：公司提供

如上表所示，截至 2016 年底，公司土地储备占地面积 198.88 万平方米，规划建筑面积 339.96 万平方米，分别较 2015 年底减少 9.18 万平方米和 6.55 万平方米，公司现有储备土地多为独立开发的住宅项目，考虑到公司获取土地成本较低及取得时间较早，且土地储备分布在一、二线城市，随着未来所在城市发展，具有一定升值潜力。按规划建面计算，公司土地储备中，长沙尚峰尚水项目占比最大（占 42.83%）。

总体看，公司土地储备规模较大，分布在一、二线城市，可以满足公司未来几年的开发需求。

3．项目建设开发情况

从项目开发数据来看（见下表），2015~2016 年，公司房地产项目开发趋于谨慎，在建面积分别为 41.56 万平方米和 31.52 万平方米。2015~2016 年，公司竣工面积随项目进度变动较大，分别为 27.10 万平方米和 23.17 万平方米。根据公司竣工情况，同时考虑当期房地产市场情况，公司调整各期新开工面积以保障当期在建规模保持一定体量，2015~2016 年，公司新开工面积分别为 22.04 万平方米和 13.13 万平方米。从公司开发完成投资情况来看，由于近年房地产市场波动，公司开发投入趋于谨慎，2015~2016 年，房地产开发完成投资规模分别为 10.24 亿元和 9.41 亿元，完成投资规模小幅降低。

表 5　2015~2016 年公司房地产运营数据（单位：万平方米、亿元）

项目	2015 年	2016 年
期末在建面积	41.56	31.52
新开工面积	22.04	13.13

竣工面积	27.10	23.17
房地产开发完成投资	10.24	9.41

资料来源：公司提供
注：本期期末在建=上期期末在建+本期新开工-本期竣工

从在建项目投资情况来看（见下表），截至 2016 年底公司计划总投资额 26.96 亿元，已完成投资额 10.26 亿元，尚需投资额 16.70 亿元，公司面临着一定资金支出压力。

表 6　截至 2016 年底公司在建项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	已完成投资额	尚需投资额
北京 898 创新空间	13.48	1.56	11.92
重庆福源	9.24	8.1	1.14
南京嵩园	4.24	0.6	3.64
合计	**26.96**	**10.26**	**16.70**

资料来源：公司提供

“898 创新空间”项目为公司正在开发的创新产业园区项目。该项目坐落于北京市朝阳区酒仙桥街道将台路 14 号（原北京市东北郊粮油仓库），占地面积约 240 亩，项目位于东四环东风北桥以东 1.2 公里，东至将台路，南邻东风南路，西接星火西路，北挨驼房营南里，距离国贸 CBD 区域 8 公里、首都国际机场 15 公里，地理位置优越。“898 创新空间”项目将设计成创业企业的孵化器、成长企业的加速器，为全球优秀极客创新者提供最优质的服务。项目将采用 O2O 模式运营，线上创新空间和线下创新空间并行，完成线上和线下功能交互，实现 O2O 闭环。线上创新空间（网络平台）的功能包括信息平台、交易平台、展示平台、发布平台、交流平台、金融平台、学术平台及行政服务平台等。线下创新空间（物理平台）即以科技创新、文化创意、金融服务为核心主题的“898 创新空间”国际化创新产业园区。

总体看，公司产品线定位清晰，2016 年开发进度有所放缓，现有在建项目对开发资金的需求规模较大。

4．房产销售情况

从销售方式来看，公司房地产开发的销售模式采取以自建销售团队和委托第三方房地产代理公司销售相结合的方式。在结算方面，公司通常向第三方房地产经纪公司支付占销售收入一定比例的佣金，佣金通常为总销售额的 0.5%~1.0%，作为第三方地产经纪公司协助公司地产销售的佣金。

从销售过程来看，公司的销售主要为住宅销售收入，一般在住宅项目周边配套商业，获得租金收入。公司住宅销售的目标对象主要面向有住房刚性需求和住房改善需求的两部分人群。

从公司近期销售情况来看，受各地房地产市场回暖的影响，2016 年公司协议销售面积和协议销售金额分别较上年明显增长，2016 年实现协议销售面积 25.65 万平方米，较 2015 年增长 119.42%；实现协议销售金额 29.01 亿元，较 2015 年增长 93.53%。从协议销售均价来看，2016 年协议销售均价为 11,310 元/平方米，较 2015 年减少 11.82%，主要系公司近年开发新增预售项目主要位于重庆、南京和长沙，所在地区的协议销售均价有所下降所致。从结转收入情况来看，2016 年公司结转收入为 18.07 亿元，较 2015 年增长 37.94%，主要系 2016 年公司在南京及北京尚峰尚水等项目满足交房条件致确认收入增加。

表 7　2015~2016 年公司房地产业务的销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2015 年	2016 年
协议销售面积	11.69	25.65
协议销售金额	14.99	29.01
协议销售均价	12,826.00	11,310.00
结转的收入	13.10	18.07

资料来源：公司提供

从公司已取得预售许可的在售项目来看，截至 2016 年底，公司在售项目建筑面积总计约 161.98 万平方米，剩余在售面积 25.49 万平方米。其中，大连地区占比 59.12%，北京占比 11.18%，其余分布在南京（占比 7.53%）、重庆（占比 13.89%）以及长沙（占比 8.28%），按照公司 2015~2016 年年均协议销售面积 18.67 万平方米的去化速度看，公司剩余在售项目去化周期约为 1.37 年，公司未来面临的去化压力较小。

总体看，受房地产市场回暖影响，2016 年公司房屋销售面积及金额有所提升，公司库存减少，去化压力较小。

5．物业和工程建设业务

公司的持有性物业出租主要由大连正源物业服务有限公司负责运营。物业业务的盈利模式主要是公司为住宅用户提供物业服务，并收取一定的物业费用。从公司持有商业出租情况看（见下表），截至 2016 年底，公司的持有性物业主要分布在大连、北京和重庆，主要为当地住宅项目的配套商业出租，整体经营体量较小。公司配套商业出租率情况尚可，其中大连各项目商业平均出租率约为 90.00%，北京地区出租率约为 100.00%，重庆地区出租率约为 80.00%。商业整体月均租金收入规模约为 226.00 万元，形成对公司收入的有益补充。截至 2016 年底，公司自持物业按公允价值合计 19.85 亿元，各配套商业稳定增值。

表8　截至2016年底公司持有商业出租情况（单位：万平方米、万元、%）

项目区域	建筑面积	业态	位置	出租率	月均租金收入	公允价值	增减值	增值率
大连	2.48	配套商业	沙河口区、金州新区	90.00	60.00	61,336.20	2,386.50	4.05
北京	2.26	配套商业	海淀区	100.00	165.00	136,637.90	25,695.48	23.16
重庆	0.04	配套商业	北碚区	80.00	1.00	526.90	42.90	8.86
合计	**4.78**	--	--	--	**226.00**	**198,501.00**	**28,124.88**	**16.51**

资料来源：公司提供

公司工程建设业务主要由子公司大连中申建筑安装工程有限公司运作，盈利模式主要为公司与客户签订工程建设施工合同的形式，并按照施工进度确认收入，收取一定的工程施工费。2015~2016 年，公司工程建设业务收入分别为 6.41 亿元和 4.57 亿元，2016 年收入有所减少，毛利率由 2015 年的 24.91%下降至-5.72%，主要系受发票开具额度影响，部分发票未能开具，致使收入未能及时确认所致。

总体看，公司持有性物业出租率较好，租金收入不大，但物业增值空间较大，形成了对公司利润的有益补充；受发票开具额度影响，未能及时确认收入影响，公司工程建设业务收入规模有所减少，毛利率相应下降。

6．经营效率

2016 年，公司存货周转次数、流动资产周转率和总资产周转次数分别为 0.19 次、0.16 次和 0.12 次，与 2015 年的 0.11 次、0.13 次和 0.12 次相比，有小幅提升。

与同行业上市公司比较来看，公司各经营效率指标处于行业较低水平。（见下表）

表9　2016年同行业上市公司经营效率指标（单位：次）

指标名称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
蓝光发展	0.36	0.37	0.30
福星股份	0.44	0.30	0.25
上实发展	0.27	0.23	0.21
苏宁环球	0.37	0.39	0.36
正源地产	**0.19**	**0.16**	**0.12**

资料来源：Wind 资讯；
注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，与本报告数据口径有一定差异，以归母所有者权益与公司相近者为样本。

总体看，公司整体经营效率较低。

7．重大事项

收购上市公司

2016 年 10 月，公司与四川国栋建设集团有限公司（以下简称“国栋集团”）签署了《股份转让协议》，国栋集团通过协议转让的方式将其持有的国栋建设无限售流通股 358,060,570 股（占国栋建设总股本的 23.70%）转让给公司。上述股份的每股转让价格为 7 元，总金额为 25.06 亿元，占公司 2015 年末净资产的比例为 23.47%。2016 年 11 月，国栋建设收到中国证券登记结算有限公司出具的《证券过户登记确认书》，上述股份转让的过户登记手续已于 2016 年 11 月 11 日办理完成，公司持有国栋建设的股份 358,060,570 股，占国栋建设总股本的 23.70%，成为上市公司控股股东。经对照《公司法》、《证券法》、《公司债券发行与交易管理办法》等法律法规及规范性文件的相关要求，公司收购国栋建设的事宜不会对公司的经营情况及偿债能力产生重大影响。

国栋建设成立于 1993 年 5 月 22 日，系经四川省体改委川体改〔1993〕69 号、绵阳市体改委体改股〔1994〕79 号文批准成立，主要从事人造板制造和销售业务。2001 年 3 月 16 日经中国证券监督管理委员会证监发行字〔2001〕19 号文批准在上海证券交易所公开发行股票，并于 2001 年 5 月 24 日在上海证券交易所正式挂牌上市交易，股票简称：国栋建设；股票代码：600321.SH。国栋建设注册资本 1,510,550,000.00 元，股份总数 1,510,550,000 股（每股面值 1 元）。国栋建设 2016 年度合并财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，截至 2016 年底，国栋建设总资产为 30.21 亿元，其中归属于上市公司股东净资产为 26.79 亿元；2016 年，实现营业收入 5.63 亿元，净利润为 414.12 万元，其中归属于母公司所有者的净利润为 415.61 万元；2016 年，经营活动产生的现金流量净额为-0.17 亿元。

总体看，2016 年公司成功收购上市公司，公司实力进一步增强。

8．经营关注

宏观经济波动风险

公司所在的房地产行业受国家宏观经济政策影响较大，目前房地产行业已结束高速发展阶段，部分地区房地产市场趋于饱和，行业竞争日趋激烈，利润率有所降低，整体经营压力加大。

区域性房地产政策风险

除北京区域外，公司项目主要分布在二线城市，易受所在区域房地产市场整体走势和相关政策波动影响，盈利规模可能出现波动。

9．未来发展

公司将充分发挥稳健的财务结构的优势，积极增加财务资源，前瞻性把握投资机会，多种方式储备优质土地，在防范风险的同时积极寻找市场机会，确保持续增长，扩大市场占有率，巩固区域内的领先地位。

（1）深化公司目前全国重点区域布局，并积极开拓其他具有高增长潜力城市

公司目前房地产项目及土地储备主要集中在北京、大连、南京、重庆、长沙、西安等城市，未来除了继续开发以上区域的项目外，公司仍将主要关注于一线及二线中心城市的拓展，增加具有高增长潜力地区的土地储备。

（2）打造标杆国际化创新产业园区，双线发展战略助力公司快速发展

公司未来计划以“898 创新空间”项目为标杆，对公司现有住宅业务进行有效补充，双线发展战略助力公司快速发展。目前，“898 创新空间”项目已完成了产业园区的可行性研究、初步设计、选址等前期基础工作，并开始了第一期的项目建设工作。公司已经与北京大学等知名高校达成战略合作协议。由 APEC 工商理事会牵头主办的“2015 年全球创新者大会”及“2016 年全球创新者大会”已分别于 2015 年 9 月 14 日~16 日、2016 年 11 月 3 日~5 日在“898 创新空间”顺利举行，园区运营正式开启。

（3）深度整合资源，完善公司产业链

公司完善产业链业务，产业链的延伸也有利于公司整合资源，发挥产业的协同效应，降低工程建设成本，提升产品质量。

（4）继续提升现有品牌知名度，运用标准化运作程序实现健康增长

公司已经形成“正源•幸福 e 家”、“正源•尚峰尚水”等产品线标准品牌，并在市场上具备一定知名度。公司非常重视现有品牌的口碑，未来计划继续对已获得公认的品牌进行推广。同时，为保证向客户提供高质量的产品及服务，公司计划继续优化及改善运营体系。改进项目整体规划、设计、建设、服务及管理方面的开发及运营流程标准化，以缩短开发周期并提升运营效率。公司计划将部分项目主题标准化及复制到计划扩张到今后的物业开发项目中。凭借标准化运作程序，公司将能够继续提高项目规划质量、设计及施工流程的效率及保持并推广物业开发项目的形象及品质。

总体看，公司未来发展战略明晰，依托自身优势，在深挖现有业务地区资源的基础上通过规划设计“898 创新空间”带来新的增长点，并积极完善产业链业务，提升公司未来的可持续发展能力。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2016 年度财务报表已经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按照最新企业会计准则编制。2016 年公司新增一级控股子公司国栋建设，处置原一级子公司大连正源门窗有限公司和大连中源建筑材料有限公司，新纳入合并范围公司与公司主营业务连贯，但由于收购上市公司国栋建设，公司资产规模大幅增长，

公司合并财务数据的可比性较弱。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 274.54 亿元，负债合计 147.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）126.73 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 103.92 亿元。2016 年，公司实现合并营业收入 27.14 亿元，净利润（含少数股东损益）2.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.61 亿元，现金及现金等价物净增加额为 20.45 亿元。

2．资产质量

截至2016年底，公司资产总额为274.54亿元，较年初增长46.57%，主要系非流动资产增长所致。从资产构成来看，其中流动资产占66.29%，非流动资产占33.71%，仍以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至2016年底，公司流动资产合计181.99亿元，较年初增长11.30%，主要系货币资金和其他应收款增长所致；其中以货币资金（占21.07%）、应收账款（占5.82%）、其他应收款（占16.53%）和存货（占56.27%）为主。

截至2016年底，公司货币资金余额为38.34亿元，较年初增长182.69%，主要系2016年公司公开发行公司债券合计40亿元和非公开发行公司债券20亿元所致，其中受到限制的货币资金为人民币12.30亿元，主要用以质押取得借款及保证金。

截至2016年底，公司应收账款账面价值合计10.59亿元，较年初减少7.65%，从账龄来看，1年以内应收账款占比85.03%，1至2年占比12.10%，其余为2年以上，公司应收账款主要集中在1年以内；应收账款欠款方前五名合计占比46.30%，集中度较高，较年初有所提升；公司对应收账款计提坏账准备0.93亿元，计提比例为8.04%，计提较为合理。

截至2016年底，其他应收款账面余额30.09亿元，较年初增长18.96%，主要系往来款增加所致。从账龄来看，1年以内其他应收款占比87.60%，1至2年占比9.01%，其余为2年以上，公司其他应收款主要集中在1年以内；其他应收款欠款方前五名合计占比39.56%，集中度较高，但较年初有所下降；公司对其他应收款计提坏账准备1.26亿元，计提比例为4.02%，计提较为合理。

截至2016年底，存货以开发成本（占比85.40%）和开发产品（占比10.61%）为主，账面价值为102.40亿元，较年初减少8.71%，主要系房屋交付结转所致；公司累计计提存货跌价准备为0.20亿元，主要系对库存商品计提跌价准备；其中受到限制的存货为人民币17.61亿元，主要用以质押取得借款。

截至2016年底，公司非流动资产合计92.55亿元，较年初增长288.91%，主要系固定资产和商誉增长所致；主要以可供出售金融资产（占5.59%）、投资性房地产（占21.45%）、固定资产（占23.35%）和商誉（占26.15%）为主。

截至2016年底，公司新增按成本计量的可供出售金融资产5.17亿元，被投资单位分别为四川鹏诚投资有限公司（持股4.00%）、光华八九八资本管理有限公司（持股15.00%）和大连渤源企业管理中心（有限合伙）（持股20.00%），公司未计提减值准备。

截至2016年底，公司以公允价值计量的投资性房地产为19.85亿元，较年初小幅减少0.44%。公司投资性房地产主要为公司住宅项目的配套商业生活设施，近年来随着周边配套的不断成熟，所在区域房产价格上行，公允价值稳定增长；其中受到限制的投资性房地产为人民币11.95亿元，主要用以抵押取得借款。

截至2016年底，公司固定资产账面价值21.61亿元，较年初大幅增长1,475.76%，主要系公司收购上市公司国栋建设23.70%的股份，成为其控股股东，并将其纳入合并报表范围所致；主要由房

屋及建筑物（占比35.59%）和机器设备（占比62.22%）构成。截至2016年底，公司固定资产累计计提折旧7.65亿元，公司固定资产成新率73.86%，成新率较高。

截至2016年底，公司商誉账面价值24.20亿元，较年初大幅增长1,187.55%，主要系公司合并收购北京正源仓储有限责任公司（公允价值1.71亿元确认为商誉）、合并收购湖南正源尚峰尚水房地产开发有限公司（公允价值0.17亿元确认为商誉）和合并收购国栋建设（公允价值22.32亿元确认为商誉），公司比较商誉与其可回收金额作为减值测试，未发生减值，故未计提减值准备。

截至2016年底，公司所有权受到限制的资产合计41.85亿元，占总资产的15.24%；其中包括货币资金12.30亿元、存货17.61亿元、投资性房地产11.95亿元，主要用以质押取得借款或保证金等。公司所有权受限的资产占比较高，资产流动性受限程度较高。

总体看，2016年末，公司资产规模增长较快，资产构成以流动资产为主。流动资产中存货占比较高，流动性一般，非流动资产中商誉占比较大，整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至2016年底，公司负债合计147.81亿元，较年初增长83.59%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占比为32.00%，非流动负债占比为68.00%，负债结构以非流动负债为主，与年初变化较大。

截至2016年底，公司流动负债合计47.29亿元，较年初增长8.46%，主要系短期借款增加所致；流动负债以短期借款（占20.47%）、应付账款（占8.99%）、预收款项（占12.35%）、应交税费（占14.76%）、其他应付款（占21.06%）和一年内到期的非流动负债（占14.29%）为主。

截至2016年底，短期借款余额为9.68亿元，较年初增长19.43%，主要系银行借款增多所致；应付账款账面余额4.25亿元，较年初增长36.26%，主要系地产项目投入款及应付的材料款、工程款增加所致；预收款项合计5.84亿元，较年初增长16.73%，主要系预收房款增加所致；应交税费合计6.98亿元，较年初增长15.43%，主要系企业所得税增加所致；其他应付款合计9.96亿元，较年初减少26.05%，主要系工程保证金及往来款减少所致；一年内到期的非流动负债为6.76亿元，较年初小幅减少0.62%。

截至2016年底，公司非流动负债合计100.51亿元，较年初增长172.37%，主要系2016年公开发行公司债券“16正源01”（发行规模20亿元）、“16正源02”（发行规模20亿元）和非公开发行公司债券“16正源03”（发行规模20亿元）所致；以长期借款（占29.49%）、应付债券（占59.11%）和长期应付款（占7.46%）为主。其中，长期借款29.64亿元，较年初小幅增长2.46%；应付债券59.41亿元，全部为2016年新增；长期应付款为7.50亿元，较年初增长87.50%，全部系对山东省国际信托股份有限公司的长期借款。

截至2016年底，公司全部债务合计114.95亿元，较年初增长135.37%，主要系长期债务增加所致；其中，短期债务和长期债务分别占16.00%和84.00%，长期债务占比较年初大幅提高，以长期债务为主；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为53.84%、47.56%和43.24%，受公司负债增长幅度大于资产增长幅度影响，公司资产负债率较年初上升10.86个百分点，由于公司在2016年发行公司债券合计60.00亿元影响，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别较年初上升19.68个百分点和16.18个百分点；公司债务负担明显加重，但仍处于合理水平。

总体看，2016 年末，公司负债规模大幅增长，受发行公司债券影响，整体债务负担明显加重，以长期债务为主。

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计126.73亿元，较年初增长18.66%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占82.00%，具体来看，股本占76.47%，资本公积占9.82%，盈余公积占2.73%，未分配利润占10.97%，其中股本较年初大幅增长103.87%，主要系2016年收到利源投资的投资资本40.49亿元所致。

总体看，2016 年末，公司所有者权益较年初明显增长，股本占比较高，权益稳定性较好。

4．盈利能力

2016年，公司实现营业总收入27.14亿元，同比增长26.54%，主要系2016年公司房地产项目结转收入增加所致；实现净利润2.15亿元，同比减少48.62%，主要系财务费用增加所致；归属于母公司所有者的净利润为1.06亿元，同比减少69.25%。

从期间费用看，2016年，公司期间费用为4.96亿元，同比增长160.34%，主要系财务费用增加所致。其中，销售费用合计0.47亿元，同比增长93.93%，主要系销售代理费用增加所致；管理费用合计1.09亿元，同比增长10.17%，主要系公司职工薪酬增长所致；财务费用合计3.40亿元，同比增长403.30%，主要系利息支出增加所致。2016年，公司费用收入比为18.27%，较上年上升9.39个百分点，财务费用对其利润侵蚀显著，费用控制能力一般。

2016年，公司公允价值变动收益为3.11亿元，同比增长23.48%，主要系公司投资性房地产公允价值变动所致，公允价值变动占同期营业利润的72.78%，公允价值变动损益对利润贡献较大；2016年，公司资产减值损失为-0.35亿元，同比减少129.02%，2016年资产减值损失对利润影响大幅减小；2016年，公司获得投资收益为1.46亿元，同比增长537.19%，主要系处置长期股权投资产生的收益增加所致，占营业利润的34.14%，其贡献较大。

从盈利指标看，2016年公司营业利润率为15.90%，较上年下降11.08个百分点；总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为2.81%、3.43%和1.85%，较上年分别下降0.72个百分点、0.16个百分点和2.17个百分点。公司盈利能力有待提升。

总体看，2016 年，随着房地产市场的回暖及项目结转收入增加影响，公司营业收入较 2015 年有所提升，但财务费用对公司利润侵蚀显著；此外，公允价值变动损益和投资收益对公司利润贡献较大，整体盈利能力有待提升。

5．现金流

从经营活动来看，2016 年，公司经营活动现金流入 41.04 亿元，同比增长 50.58%，主要系销售规模扩大所致；公司经营活动现金流出 45.65 亿元，同比增长 88.59%，主要系项目陆续开工建设，项目前期投入较多所致；2016 年，公司经营活动现金流量净额为-4.61 亿元，由 2015 年的净流入转为净流出。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动产生现金流入 2.59 亿元，同比大幅增长 985.23%，主要系国栋建设收回投资所致；公司投资活动产生现金流出 46.33 亿元，同比大幅增长 155,691.17%，主要系公司各项投资活动支出大幅增加所致；2016 年，公司投资活动现金流量净额为-43.74 亿元，由 2015 年的净流入转为净流出。

筹资活动方面，2016 年，公司筹资活动现金流入 152.68 亿元，同比增长 336.17%，主要系 2016 年公司发行公司债券及收到利源投资的投资现金所致；公司筹资活动现金流出 83.88 亿元，同比增长 85.53%，主要系公司偿还债务及偿付利息支出所致；2016 年，公司筹资活动现金流量净额为 68.80 亿元，由 2015 年的净流出转为净流入。

总体看，2016 年，公司经营活动净现金流由 2015 年的净流入转为净流出；经营活动现金净流量不能满足公司投资需求，公司对外筹资需求较大。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司流动比率和速动比率分别由2015年底的3.75倍和1.18倍上升至2016年底的3.85倍和1.68倍，流动资产对流动负债覆盖程度较好；现金短期债务比由2015年的0.85倍上升至2016年的2.10倍，现金对短期债务的保护能力较强。整体看，公司的短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016年，公司 EBITDA 为9.11亿元，同比增长34.37%，主要系计入财务费用利息支出增加所致；其中，折旧占14.98%、摊销占-1.83%、计入财务费用的利息支出占37.64%、利润总额占49.21%。2016年，公司 EBITDA 全部债务比由2015年的0.14倍下降至0.08倍，EBITDA 对全部债务的保障程度有所降低；EBITDA 利息倍数由2015年的2.13倍上升至2.33倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2016年底，公司对外担保余额为98,919万元，全部为商品房承购人提供的阶段性连带担保，不存在为非合并范围内关联方提供担保的情况。

截至2016年底，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

截至2016年底，公司获得银行综合授信44.50亿元，其中已使用授信额度42.08亿元，尚未使用授信额度约2.42亿元，公司间接融资渠道有待改善。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为 G1021020400000900Z）显示，截至2017年4月12日，公司未结清贷款信息中无不良及关注类贷款。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力一般，但考虑到公司行业经验、规模实力、项目储备等方面因素，其整体偿债能力仍属很强。

七、本次公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年底，公司现金类资产（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）为38.62亿元，为“16正源01”和“16正源02”待偿本金（40.00亿元）的0.97倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度尚可；净资产为126.73亿元，为“16正源01”和“16正源02”待偿本金（40.00亿元）的3.17倍，净资产对“16正源01”和“16正源02”的按期偿付的保障能力较高。

从盈利情况来看，2016年，公司 EBITDA 为9.11亿元，为“16正源01”和“16正源02”待偿本金（40.00亿元）的0.23倍，EBITDA 对待偿本金的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入量为41.04亿元，为“16正源01”和“16正源02”待偿本金（40.00亿元）的1.03倍，经营活动现金流入量对待偿本金的覆盖程度一般。

综合以上分析，并考虑到公司行业经验、规模实力、项目储备等方面因素，联合评级认为，公司对“16正源01”和“16正源02”的偿还能力仍属很强。

八、综合评价

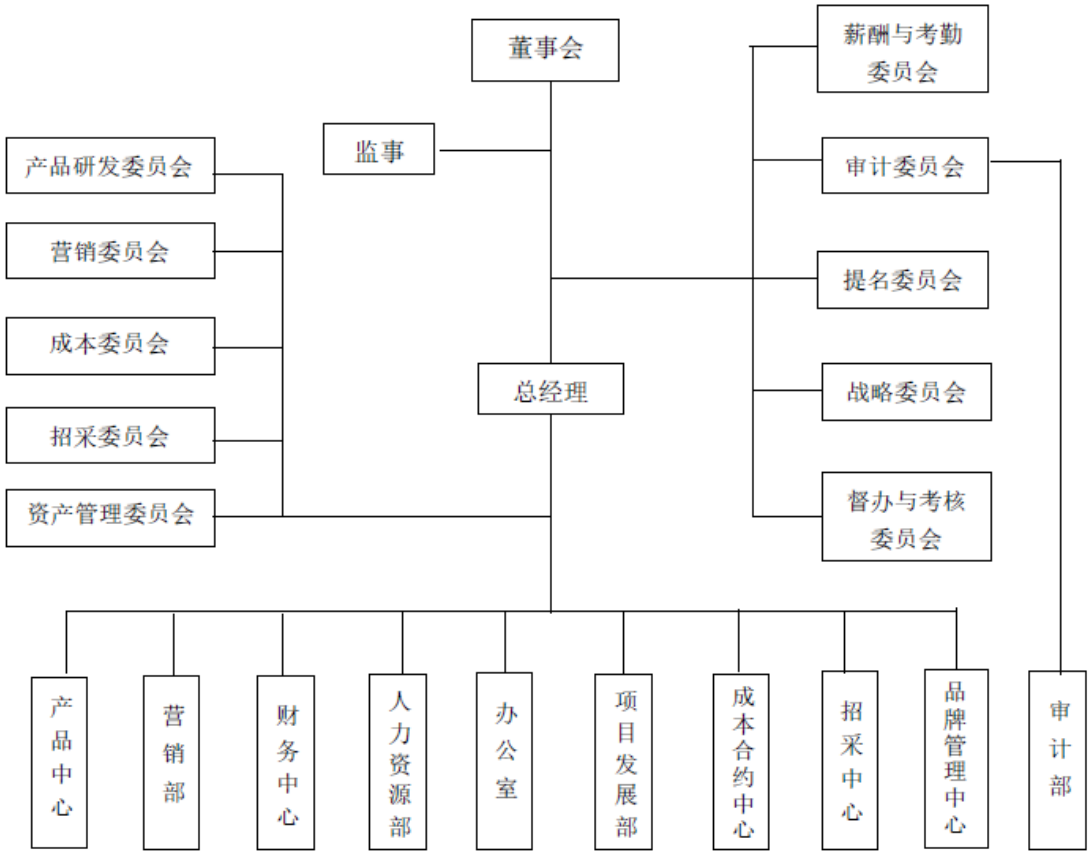
2016 年，公司受益于房地产景气度提升，其协议销售面积和金额均有大幅增长，结转面积也相应增长，带动其营业收入规模有所增长；此外，公司成功收购上市公司国栋建设，并且新控股股东对公司进行了大额增资，进一步增强了公司的资本实力和整体抗风险能力。同时，联合评级

也关注到公司债务规模快速增长，经营活动净现金流转为净流出，公允价值变动损益和投资收益对营业利润贡献加大以及盈利能力有待提高等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着 898 创意园区等新业务拓展，公司在建项目实现销售，自持物业持续经营，公司收入规模和盈利能力有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 正源 01”和“16 正源 02”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　正源房地产开发有限公司组织机构图



附件 2　正源房地产开发有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	187.31	274.54
所有者权益（亿元）	106.80	126.73
短期债务（亿元）	15.91	18.40
长期债务（亿元）	32.93	96.55
全部债务（亿元）	48.84	114.95
营业收入（亿元）	21.45	27.14
净利润（亿元）	4.19	2.15
EBITDA（亿元）	6.78	9.11
经营性净现金流（亿元）	3.05	-4.61
应收账款周转次数（次）	2.26	2.28
存货周转次数（次）	0.11	0.19
总资产周转次数（次）	0.12	0.12
现金收入比率（%）	90.85	101.64
总资本收益率（%）	3.53	2.81
总资产报酬率（%）	3.59	3.43
净资产收益率（%）	4.01	1.85
营业利润率（%）	26.98	15.90
费用收入比（%）	8.88	18.27
资产负债率（%）	42.98	53.84
全部债务资本化比率（%）	31.38	47.56
长期债务资本化比率（%）	23.57	43.24
EBITDA 利息倍数（倍）	2.13	2.33
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.08
流动比率（倍）	3.75	3.85
速动比率（倍）	1.18	1.68
现金短期债务比（倍）	0.85	2.10
经营现金流动负债比率（%）	6.99	-9.75
EBITDA/待偿债券本金（倍）	0.17	0.23

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、长期应付款已纳入长期债务核算；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、本报告财务数据及指标计算均为合并口径。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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

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。