跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1366 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“16 正源 01”和“16 正源 02”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”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月十六日

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

正源房地产开发有限公司
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 正源 01	20 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2017/6/20
16 正源 02	20 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2017/6/20

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

主要财务数据：

项　目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	274.54	293.63
所有者权益（亿元）	126.73	129.81
长期债务（亿元）	96.55	111.10
全部债务（亿元）	114.95	124.91
营业收入（亿元）	27.14	31.36
净利润（亿元）	2.15	3.00
EBITDA（亿元）	9.11	15.42
经营性净现金流（亿元）	-4.61	-15.84
营业利润率（%）	15.90	22.75
净资产收益率（%）	1.85	2.34
资产负债率（%）	53.84	55.79
全部债务资本化比率（%）	47.56	49.04
流动比率（倍）	3.85	3.66
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	2.33	2.01
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.23	0.39

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/本报告所跟踪债项本金合计；4、本报告财务数据及指标计算均为合并口径。

评级观点

2017 年，正源房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“正源地产”）受益于收购上市公司正源控股股份有限公司（以下简称“正源股份”），新增业务对公司的营业收入贡献较大，增强了公司的盈利能力和整体抗风险能力、公司土地储备规模较充足、成本较低，且公司权益稳定性较好。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司在建面积、新开工面积、房地产项目投资额及房地产销售较上年均有所降低，公司房地产业务规模有所缩减；公司营业利润对公允价值变动损益依赖程度较大和公司面临集中兑付压力等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着 898 创意园区等新业务稳步进行，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．公司新收购上市公司正源股份，新增建材及大宗交易商品销售业务，增强了公司的盈利能力和整体抗风险能力。

2．公司土地储备规模较充足，成本较低，主要分布在一、二线城市，可以满足公司未来较长几年时间的的开发需求。

3．公司权益稳定性较强；债务负担合理。

关注

1．2017 年以来房地产行业出台系列调控政策，对房地产行业影响较大。公司房地产业务分布长沙、大连和北京等热点城市，受当地房地产市场与政策调整的影响较大。

2．2017 年，公司在建面积、新开工面积、

房地产项目投资额及房地产销售均较上年有所降低，公司房地产业务规模有所缩减，可售面积不足。

3．公司的营业利润对公允价值变动损益的依赖性较大。

4．公司长期债务在2019年到期或附有投资者回售的本金合计较大，面临集中偿付压力。

5．2017年，公司货币资金受限程度较高，预付款项和其他应收款规模较大，对资金形成一定占用。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

李　镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10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：李镭

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。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”）。后又经过数次增资和股权转让，截至2017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 2017 年底公司股权结构表（单位：万元、%）

股东名称	出资额	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

截至2017年底，公司经营范围和组织结构无变化。公司拥有直接控制及间接控制子公司合计57家。截至2017年底，公司在职员工总数1,030人，较2016年底增加36人。

截至2017年底，公司合并资产总额293.63亿元，负债合计163.82亿元，所有者权益（含少数股东权益）129.81亿元，其中归属于母公司所有者权益合计106.91亿元。2017年，公司实现合并营业收入31.36亿元，净利润（含少数股东损益）3.00亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.76亿元；经营活动产生的现金流量净额-15.84亿元，现金及现金等价物净增加额为-22.34亿元。

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：何延龙。

二、债券发行及募集资金使用情况

本报告对“16正源01”和“16正源02”进行跟踪。截至2017年底，上述债券募集资金已全部使用完毕，资金用途与募集说明书承诺使用用途一致。2017年，公司已按期完成上述债券的付息工作。

表 2　本报告所跟踪债券发行情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券代码	当前余额	债券期限	票面利率	起息日	发行方式
16正源01	136548.SH	20.00	5（3+2）	7.30	2016/7/15	公开
16正源02	136571.SH	20.00	5（3+2）	7.00	2016/7/26	公开

资料来源：Wind资讯

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。

1. 行业概况

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点；其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 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%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。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、三线城市的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。

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

市场供需方面，2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%。其中，住宅销售面积同比增长 5.30%，办公楼销售面积同比增长 24.30%，商业营业用房销售面积同比增长 18.70%；住宅销售额同比增长 11.30%，办公楼销售额同比增长 17.50%，商业营业用房销售额同比增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减少 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

销售价格方面，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。

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

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

2. 行业政策

2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017年4月6日，住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在36个月以上的，应停止供地；36~18个月的，要减少供地；12~6个月的，要增加供地；6个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。2017年7月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租售法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部等9部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取12个城市先行试点。2017年8月3日，北京市城乡和住房建设委对《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发＜北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）＞的通知》面向社会各界公开征求意见，希望通过引入政府与购房人按份共有产权，有效调节产权比例，对引导新的住房消费理念有重要影响。

2017年10月18日，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。2017年12月18日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，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，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，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“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。

总体看，2017年，政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，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。

3. 行业关注

（1）行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2017年底，Wind资讯的地产行业资产负债

率为78.18%，较2016年底提高了1.51个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

（2）房地产调控政策不放松，但实行差异化调控

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。

（3）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，为大型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。

4. 行业发展

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

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

四、管理分析

2017年5月22日，公司新增姜长龙先生任公司董事，惠盛林先生不再担任公司董事；公司监事由姜鲁滇先生变更为惠盛林先生；任命何延龙为公司董事长，薛雷先生为公司总经理。

公司董事长何延龙先生，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；现任公司董事长。

公司总经理薛雷先生，1981年1月出生，中国籍，无境外永久居留权，硕士研究生在读。2003年至2011年，历任公司办公室助理主任、主任；2011年至2017年5月任公司副总经理；2017年5月至今任公司总经理；2016年8月至今，任公司董事；同时任公司总经理。

公司其余董事、监事和高级管理人员无变动。

总体看，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

公司业务以房地产开发与销售为主。2016年10月，公司通过收购上市公司正源控股股份有限公司（以下简称“正源股份”），新增人造板业务以及大宗交易贸易业务，2017年新增业务收入

占公司主营业务收入的比例达36.09%。正源股份人造板业务起源于2001年，经过十几年的发展，正源股份已经具有相当规模的人造板生产能力和一定的行业知名度，是四川省林业厅和国家林业局认定的省级和国家级林业产业重点龙头企业。同时，正源股份有效利用自身在人造板制造的上下游产业链经验和资源渠道优势、拓展版木产品、化工产品和粮油商品等大宗商品贸易业务。大宗商品交易业务为正源股份2017年新增业务。

2017年，公司实现合并营业收入31.36亿元，较上年增长15.55%，主要系公司合并正源股份所致；净利润3.00亿元，较上年增长39.43%，与收入变动不一致，主要系2017年公司投资性房地产公允价值增加所致。

从业务板块来看，受政府房地产调控的影响，2017年，公司房地产业务实现营业收入17.06亿元，较上年下降5.54%；公司新业务建材和大宗贸易销售业务实现收入11.32亿元；公司工程建设实现营业收入0.76亿元，较上年减少3.81亿元，主要系本期工程收入由控股子公司正源股份代建，收入内部抵消所致；公司其他业务主要包括物业租赁、装饰装修等，2017年，公司其他业务实现营业收入2.22亿元，较上年减少50.67%，主要系公司合并控股子公司正源股份的物业租赁、装饰装修收入减少所致。从业务构成来看，2017年公司房地产业务、建材和大宗交易销售业务、工程建设业务和其他业务营业收入占总营业收入比分别为54.42%、36.09%、2.41%和7.08%，其中房地产业务、工程建设板块和其他业务板块占比较上年分别下降12.16个百分点、14.41个百分点和9.50个百分点，主要系新业务建材和大宗交易销售加入所致。

从毛利率情况来看，2017年，公司房地产业务毛利率为36.59%，较上年上升6.87个百分点，主要系2017年公司在南京、重庆、大连等地区房地产结转成本较低所致；建材和大宗交易销售业务毛利率为3.34%，相比于其他业务较低；工程建设毛利率为43.93%，较上年涨幅较大，主要系南京和重庆地区对外销售房产，实现收入抵消工程建筑成本所致；其他业务毛利率为48.46%，较上年提升9.49个百分点。综合来看，2017年公司综合毛利率为25.61%，较上年小幅提升。具体数据如下表所示。

表 3　2016~2017 年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发业务	18.07	66.58	29.72	17.06	54.42	36.59
建材和大宗交易销售	--	--	--	11.32	36.09	3.34
工程业务	4.57	16.82	-8.54	0.76	2.41	43.93
其他业务	4.50	16.58	38.97	2.22	7.08	48.46
合计	**27.14**	**100.00**	**25.29**	**31.36**	**100.00**	**25.61**

资料来源：公司审计报告

总体看，2017年，受收购正源股份影响，公司业务收入规模大幅增长，建材和大宗交易业务成为公司业务中仅次于房地产业务的第二大业务；公司综合毛利率较上年小幅提升。

2．土地储备

受房地产市场增速放缓影响，公司储备策略随之调整，控制土地储备总量规模，2016~2017年，公司无新购置土地事项。从土地储备的区域来看，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分布在大连、北京、长沙、南京、西安地区。

表4 截至2017年底公司土地储备情况（单位：年、亿元、万平方米、%、元/平方米）

项目名称	获取时间	土地成本	占地面积	规划建面	权益占比	楼面均价
大连幸福 e 家福源 02 区	2010	14.88	2.49	13.53	100.00	10,997.78
大连吉祥 e 家 03 区之后的所有地块	2010	25.67	26.89	68.19	100.00	3,764.48
北京 898 创新空间用地	2012	14.92	15.71	50.00	100.00	2,984.00
长沙尚峰尚水雅园 01 区、丽园之后的所有地块	2014	3.02	67.94	145.62	80.00	180.61
南京尚峰尚水剩余地块	2013	2.27	44.80	39.21	100.00	495.17
西安西部绒业债权项目	2015	0.90	3.90	16.62	100.00	541.52
合计	**--**	**61.66**	**161.73**	**333.17**	**--**	**1,850.71**

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司土地储备占地面积161.73万平方米，规划建筑面积333.17万平方米，对应权益建筑面积304.05万平方米，较上年变动较小；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。按规划建筑面积计算，公司土地储备中，长沙尚峰尚水项目占比最大（占43.71%）。

总体看，2017年，公司未购置土地，目前公司土地储备规模较大，成本较低，主要分布在一、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），2016~2017年，公司房地产项目开发趋于谨慎，在建面积分别为31.52万平方米和10.30万平方米。2016~2017年，公司竣工面积变动较小，分别为23.17万平方米和24.97万平方米。受严格的一二线城市房地产管控政策影响，公司的房地产开发投资和新开工面积都有较大幅度的下降。2017年公司新开工面积为3.75万平方米，较上年减少9.38万平方米；2017年房地产开发投资规模为5.04亿元，较上年减少4.37亿元。

表 5 2016~2017 年公司房地产运营数据（单位：万平方米、亿元）

项目	2016 年	2017 年
期末在建面积	31.52	10.30
新开工面积	13.13	3.75
竣工面积	23.17	24.97
房地产开发完成投资	9.41	5.04

资料来源：公司提供

从在建项目投资情况来看，截至2017年底，公司计划总投资额34.92亿元，已完成投资额15.95亿元，尚需投资额18.97亿元，公司资本支出压力较小。

表 6 截至 2017 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 创新空间项目	13.48	3.47	10.01
南京嵩园项目	4.24	2.14	2.10
重庆福源项目	9.24	8.39	0.85
长沙尚峰尚水	7.96	1.95	6.01
合计	**34.92**	**15.95**	**18.97**

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，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。

总体看，2017年，公司新开工面积和期末在建面积均出现大幅下降；公司在建项目尚需投资额规模较小，公司的资本支出压力较小。

4．房产销售情况

从公司近期销售情况来看，受一二线房地产政策管控影响的影响，2017年公司协议销售面积和协议销售金额较上年均明显回落，2017年实现协议销售面积16.59万平方米，较上年下降35.32%；实现协议销售金额16.19亿元，较上年下降44.19%。从协议销售均价来看，2017年协议销售均价为9,758.00元/平方米，较上年下跌了13.72%，主要系2017年公司开发新增预售项目主要位于重庆、大连和长沙，所在地区的协议销售均价较低所致。从结转收入情况来看，2017年公司结转收入为17.06亿元，较上年下降5.59%。

表 7　2016~2017 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	2016 年	2017 年
协议销售面积	25.65	16.59
协议销售金额	29.01	16.19
协议销售均价	11,310.00	9,758.00
结转收入	18.07	17.06

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2017年底，公司在售项目建筑面积总计约148.61万平方米，剩余在售面积16.09万平方米。其中，大连地区占比15.23%，北京占比7.77%，其余分布在南京（占比9.94%）、重庆（占比47.61%）以及长沙（占比19.45%），按照公司2016~2017年年均协议销售面积21.12万平方米的去化速度看，公司剩余在售项目去化周期约为0.76年，公司房产待售面积规模较小。但随着在建和拟建项目预售证不断取得，公司可售货源能得到一定补充。

表 8　截至 2018 年 3 月底公司主要项目销售情况（单位：%、万平方米）

项目名称	权益比例	可售面积	已销售面积	待售面积
大连幸福e家福源	100	47.04	46.01	1.03
大连吉祥e家城润万家A02-07	100	0.04	0.01	0.03
大连吉祥e家城润万家ACF组团	100	12.04	11.64	0.40
大连吉祥e家城润万家生活汇	100	1.00	0.23	0.77
大连吉祥e家城润万家04、05区	100	15.14	14.92	0.22
北京尚峰尚水	100	28.83	27.62	1.21
北京定慧北区	100	0.86	0.82	0.04
南京尚峰尚水嵩园	100	6.30	4.70	1.60
湖南尚峰尚水·宁园	80	4.34	1.21	3.13
重庆缙云山水	100	10.02	8.38	1.64
重庆橡园	100	1.44	1.13	0.31
重庆福源	100	21.56	15.85	5.71
合计	--	**148.61**	**132.52**	**16.09**

资料来源：公司提供

总体看，2017年，公司房屋销售面积及金额有所下降；项目去化程度较高；截至2017年底，

公司待售面积和在建项目规模均较小，不足以对公司未来结转收入提供支撑。

5．建材和大宗交易销售

公司人造板产品主要为中（高）密度纤维板、刨花板及其深加工制品，可根据市场需求生产各种不同规格的纤维板和刨花板产品，是产品规格最齐全的生产企业之一，产品可广泛应用于家具、室内装饰装修、商业连锁空间速配、包装和工艺制品等领域。从生产情况看，公司拥有4条纤维板生产线，均选用德国迪芬巴赫和辛北尔康普的进口压机生产线，代表了国际最先进的连续平压技术，生产线单线产能达到21.50万立方米/年，高于国内平均单线产能。2017年，公司纤维板生产线产能合计达到87.00万立方米/年、刨花板生产线产能10.00万立方米/年。2017年，公司纤维板生产量为28.42万平方米，较上年增长27.16%；刨花板生产量为3.22万立方米，较上年下降11.03%。从销售情况看，公司采用直销和经销两种方式开展销售业务，直销即公司与终端客户直接签订产品销售合同，经销是通过实地考察和综合比较，在主要地区选择经销商，各经销商负责相应区域的销售。2017年，公司通过直销客户拓展，改善客户结构，公司人造板类直销与经销客户的占比由年初的3:7调整为年底的5:5。2017年，公司人造板销售收入为5.65亿元，较上年增长13.19%，产销率达122.70%。分产品看，2017年，公司纤维板的销售量为34.40万立方米，较上年增长17.16%，库存量为1.89万立方米，较上年下降79.38%；刨花板销售量为4.42万立方米，较上年增长52.10%，库存量为1.33万立方米，较上年下降47.40%。

公司大宗商品贸易业务主要经营思路是为有效利用公司在人造板制造的上下游产业链经验及资源渠道优势，拓展板木产品、化工产品和粮油商品等贸易业务。2017 年，公司利用板材生产企业对尿素等化工产品自身需求的调剂优势，有效降低了公司化工原料采购成本；通过与粮油贸易团队的合作，实现了公司在粮油贸易领域的突破；通过板材贸易和 OEM 订单，积极组织川外货源服务重点客户，在 2017 年环保督查引发市场供需失衡的情况下，有效保持市场占有率。2017 年，公司大宗交易业务实现收入 4.44 亿元，全部为 2017 年新增。

6．商业出租和工程建设业务

公司持有商业出租主要由大连正源物业服务有限公司负责运营。从公司持有商业出租情况看（见下表），截至2017年底，公司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91.00%，重庆地区由于公司出售大部分物业，剩余物业规模较小，尚未出租。商业整体月均租金收入规模约为1,579万元，较上年的月均租金收入226万元增长较多，主要系公司新增北京898产业园区出租所致。截至2017年底，公司自持物业按公允价值合计47.73亿元，较上年增长58.41%，各配套商业稳定增值。

表9　截至2017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	位置	出租率	月均租金收入	公允价值
大连	2.01	沙河口区、金州新区	90.00	62	51, 439.00
北京	9.98	海淀区	91.00	1,517	425, 476.00
重庆	0.03	北碚区	0	0	375.00
合计	**12.02**	--	--	**1,579**	**477,290.00**

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。

2016~2017年，公司工程建设业务收入分别为4.57亿元和0.76亿元，2017年收入大幅减少，主要系本期工程由控股子公司正源股份代建，收入内部抵消所致。

总体看，2017年，公司持有性物业中北京和大连出租率较好，整体租金收入规模不大，但物业增值空间较大，形成了对公司利润的有益补充；受合并子公司正源股份代建工程，收入内部抵消影响，公司工程建设业务收入规模有所减少。

7．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。

可售面积不足

2017年，公司新开工面积和在建面积均出现较大幅度下降，且项目待售面积较小，公司项目可售规模较小，不足以对公司未来结转收入提供支撑。

8．重大事件

2018年1月11日，上海证券交易所（以下简称“上交所”）对正源股份、正源地产、正源地产实际控制人富彦斌、正源股份董事长及董事会秘书就其在信息披露方面存在的违规行为通报批评。具体违规行为包括重大资产重组风险揭示不充分和权益变动报告披露不及时、不准确。上述纪律处分，上交所将通报中国证监会、并计入上市公司诚信档案。联合评级与公司取得联系并保持沟通，对该事件进行关注。

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。（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。

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2017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。2017年公司新增子公司延安正源房地产开发有限公司，公司新增建材及大宗交易销售业务，财务数据可比性一般。

截至2017年底，公司合并资产总额293.63亿元，负债合计163.82亿元，所有者权益（含少数股东权益）129.81亿元，其中归属于母公司所有者权益合计106.91亿元。2017年，公司实现合并营业收入31.36亿元，净利润（含少数股东损益）3.00亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.76亿元；经营活动产生的现金流量净额-15.84亿元，现金及现金等价物净增加额为-22.34亿元。

2．资产质量

截至2017年底，公司资产总额为293.63亿元，较年初增长6.95%，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57.64%，非流动资产占42.36%，流动资产占比较年初有所下降。

截至2017年底，公司流动资产合计169.24亿元，较年初下降7.01%，主要系货币资金和存货减少所致；其中以货币资金（占11.80%）、应收账款（占7.41%）、预付账款（占10.46%）、其他应收款（占22.91%）和存货（占47.26%）为主。

截至2017年底，公司货币资金余额为19.98亿元，较年初下降47.90%，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20亿元致使基数较大所致，其中受到限制的货币资金为12.84亿元，占比64.26%，主要用以质押取得借款及保证金，受限比例较高。

截至2017年底，公司应收账款账面价值合计12.54亿元，较年初增长18.42%，主要系公司子公司北京世纪正源房地产开发有限公司和南京林庄房地产开发有限公司销售额增加，部分回款没有到账所致，从账龄来看，1年以内应收账款占比59.27%，1至2年占比31.15%，其余为2年以上，公司应收账款主要集中在2年以内；应收账款欠款方前五名合计占比67.43%，集中度较高；公司对应收账款计提坏账准备1.57亿元，计提比例为11.09%，计提较为合理。

截至2017年底，公司预付账款为17.71亿元，较年初增加17.42亿元，主要系公司预付土地拆迁款增加所致；从账龄来看，1年以内预付账款占比98.62%，1年以上预付账款占比1.38%。公司预付款项规模较大，对资金形成一定的占用。

截至2017年底，公司其他应收款账面余额38.77亿元，较年初增长28.85%，主要系公司关联方往来款增加所致。从账龄来看，1年以内其他应收款占比92.33%，1至2年占比6.12%，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55.69%，集中度较高，较年初有所上涨；公司对其他应收款计提坏账准备1.38亿元，计提比例为3.44%，计提较为合理。公司其他应收款规模较大，对资金形成一定的占用。

截至2017年底，公司存货以开发成本（占比85.93%）和开发产品（占比10.91%）为主，账面价值为79.98亿元，较年初减少21.90%，主要系房屋交付结转所致；公司累计计提存货跌价准备为51.49万元，主要为对库存商品计提跌价准备；其中受到限制的存货为人民币18.00亿元，占比22.51%，主要用以质押取得借款，受限比例一般。

截至2017年底，公司非流动资产合计124.39亿元，较年初增长34.40%，主要系投资性房地产增加所致；主要以投资性房地产（占38.37%）、固定资产（占11.02%）、在建工程（占6.75%）、商誉（占19.45%）和其他非流动资产（占13.97%）为主。

截至2017年底，公司以公允价值计量的投资性房地产为47.73亿元，较年初大幅增加140.45%，

主要系本期公司土地使用权增加23.43亿元所致。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1.58亿元，主要用以抵押取得借款，占比较小。

截至2017年底，公司固定资产账面价值13.70亿元，较年初下降36.59%，主要系正源股份处置固定资产所致；主要由房屋及建筑物（占49.92%）和机器设备（占49.10%）构成。截至2017年底，公司固定资产累计计提折旧6.38亿元，公司固定资产成新率68.24%，成新率一般。

截至2017年底，公司在建工程为8.40亿元，同比增长207.68%，主要系公司纤维板生产环保升级技术改造项目转入在建工程项目所致。

截至2017年底，公司商誉账面价值24.20亿元，较上年无变化。主要为公司合并收购北京仓储有限责任公司、湖南正源尚水房地产开发有限公司和正源股份，合并成本超过按持股比例计算的可辨认净资产公允价值的差额确认。公司对商誉和预计可收回金额孰低进行减值测试，未发现减值迹象。

截至2017年底，公司其他非流动资产为17.38亿元，同比增加23.21%。

截至2017年底，公司所有权受到限制的资产合计32.41亿元，占总资产的11.04%；其中包括货币资金12.84亿元、存货17.99亿元、投资性房地产1.58亿元，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一般，资产流动性受限程度一般。

总体看，截至2017年底，公司资产规模持续增长，资产构成以流动资产为主。流动资产中货币资金受限程度较高，预付款项和其他应收款规模较大，对资金形成一定占用；非流动资产中投资性房地产和商誉的占比较大，减值风险较低；整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至2017年底，公司负债合计163.82亿元，较年初增长10.83%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占比为28.24%，非流动负债占比为71.76%，负债结构以非流动负债为主，与年初变化不大。

截至2017年底，公司流动负债合计46.27亿元，较年初小幅下降2.17%，主要系预收款项下降所致；流动负债以短期借款（占20.71%）、应付账款（占10.32%）、预收款项（占5.85%）、应交税费（占16.08%）、其他应付款（占33.33%）和一年内到期的非流动负债（占9.14%）为主。

截至2017年底，短期借款余额为9.58亿元，较年初小幅下降1.04%，变动较小；应付账款账面余额4.77亿元，较年初增长12.26%，主要系公司应付工程款增加所致；其中，账龄在一年以内的占比为66.11%，1~2年的占比为18.73%，其余为2年以上；预收款项合计2.71亿元，较年初下降53.66%，主要系公司房地产项目交房确认收入减少所致；应交税费合计7.44亿元，较年初增长6.54%，主要系企业所得税增加所致；其他应付款合计15.42亿元，较年初增长54.83%，主要系子公司南京林庄房地产开发有限公司和北京世纪正源房地产开发有限公司预提成本费用增加所致；一年内到期的非流动负债为4.23亿元，较年初减少37.42%，主要系公司偿还长期借款6.48亿元所致。

截至2017年底，公司非流动负债合计117.55亿元，较年初增长16.95%，主要系长期借款和长期应付款增加所致；以长期借款（占32.26%）、应付债券（占50.67%）、长期应付款（占11.58%）和递延所得税负债（占5.47%）为主。其中，长期借款37.92亿元，较年初增长27.94%，2019年到期金额为9.47亿元，2020年到期金额为11.75亿元；应付债券期末余额为59.56亿元，较上年变动较小，其中2018年附有投资者回售权的债券本金为20.00亿元，2019年到期或者附有投资者回售权的

债券本金合计60.00亿元；长期应付款为13.62亿元，较年初增长81.55%，主要系对山东省国际信托股份有限公司以及华融金融租赁股份有限公司的长期借款增加所致；递延所得税负债为6.43亿元，同比增长63.05%，主要系投资性房地产增加所致。

截至2017年底，公司全部债务合计124.91亿元，较年初增长8.67%，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11.06%和88.94%，长期债务占比较年初有所提高；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55.79%、49.04%和46.12%，较上年分别增加1.95、1.48和2.88个百分点。公司债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

总体看，2017年，公司负债结构变动较小；公司负债规模有所增长，以长期债务为主，公司在2019年存在集中兑付压力。

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计129.81亿元，较年初增长2.43%。其中，归属于母公司所有者权益占82.36%，具体来看，股本占74.33%，资本公积占10.35%，盈余公积占1.42%，未分配利润占13.25%。

总体看，2017年末，公司所有者权益较年初变动不大，股本占比较高，权益稳定性较好。

4．盈利能力

2017年，公司实现营业总收入31.36亿元，同比增长15.55%，主要系公司收购正源股份新增业务收入所致，其中新增业务收入为11.32亿元，占总营业收入的36.10%；实现净利润3.00亿元，同比增长39.43%，主要系投资性房地产公允价值变动损益增加所致；归属于母公司所有者的净利润为2.76亿元，同比增加159.90%。

从期间费用看，2017年，公司期间费用为9.67亿元，同比增长95.02%，主要系财务费用增加所致。其中，销售费用合计0.60亿元（占比6.24%），同比增长29.59%，主要系广告宣传费和代理费增加所致；管理费用合计1.36亿元（占比14.08%），同比增长25.02%，主要系分摊债券发行的相关费用所致；财务费用合计7.71亿元（占比79.69%），同比增长126.36%，主要系利息支出增加所致。2017年，公司费用收入比为30.84%，较上年上升12.57个百分点，财务费用对利润侵蚀显著。

2017年，公司公允价值变动收益为10.01亿元，同比增长333.29%，主要系公司投资性房地产公允价值上升所致，公允价值变动损益大于同期的营业利润，公允价值变动损益对利润贡献很大。

从盈利指标看，2017年，公司营业利润率为22.75%，较上年增加6.85个百分点；受利润总额和净利润大幅增长影响，公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为4.09%、4.89%和2.34%，较上年分别增加1.27个百分点、1.46个百分点和0.50个百分点。

总体看，2017年，受新增业务对营业收入支持影响，公司营业收入较上年有所提升，但财务费用对公司利润侵蚀严重；此外，公允价值变动损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，2017年，公司经营活动现金流入50.82亿元，较上年增长23.84%，主要系公司收到的往来款增加所致；公司经营活动现金流出66.66亿元，较上年增长46.04%，主要系项目陆续开工建设，项目前期投入较多所致；2017年，公司经营活动现金流量净额为-15.84亿元，持续为净流出。

投资活动方面，2017年，公司投资活动产生现金流入0.24亿元，较上年减少2.34亿元，主要系公司子公司正源股份投资收回额减少所致；公司投资活动产生现金流出3.47亿元，较上年大幅减

少42.86亿元，主要系公司各项投资活动支出大幅减少所致；2017年，公司投资活动现金流量净额为-3.23亿元，持续为净流出。

筹资活动方面，2017年，公司筹资活动现金流入39.77亿元，较上年下降73.95%，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致使基数较大所致；公司筹资活动现金流出43.04亿元，较上年下降48.69%，主要系公司偿还债务及偿付利息支出下降所致；2017年，公司筹资活动现金流量净额为-3.27亿元，由净流入转为净流出。

总体看，2017年，公司经营活动净现金流和投资活动净现金流持续为净流出，筹资性活动净现金流由净流入转为净流出；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2016年底的3.85倍和1.68倍转变至2017年底的3.66倍和1.93倍，流动资产与速动资产对流动负债覆盖程度较好；现金短期债务比由2016年的2.10倍下降至2017年的1.45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，2017年，公司EBITDA为15.42亿元，同比增长69.27%，主要系计入财务费用利息支出增加所致；其中，折旧占5.75%、摊销占4.26%、计入财务费用的利息支出占46.27%、利润总额占43.72%。2017年，公司EBITDA全部债务比由2016年的0.08倍上升至0.12倍，EBITDA对全部债务的保障程度有所增加，但整体水平较低；EBITDA利息倍数由2016年的2.33倍下降至2.01倍，EBITDA对利息的覆盖程度尚可。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2017年底，公司子公司大连海汇房地产开发有限公司为大连幸福家居世界有限公司提供0.45亿元抵押担保，期限为2017/09/26至2018/09/26；公司剩余担保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2017年底，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

截至2017年底，公司获得银行综合授信52.85亿元，其中已使用授信额度42.35亿元，尚未使用授信额度约10.50亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

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2018年5月30日，公司未结清贷款信息中无不良及关注类贷款，已结清信贷信息中包括两笔不良类和关注类贷款。第一笔不良贷款主要系公司因承接大连金座物业发展有限公司（以下简称“金座物业”）的“金座大厦”项目装饰工程，并向中国建设银行大连甘井子支行申请贷款金额合计1,300万元，用于支付施工保证金，由金座物业公司提供担保，工程款作为还款来源。后因金座物业公司资金紧张工程停工，公司破产，金座大厦成为烂尾楼，导致公司与金座物业的合约无法正常履行，银行贷款到期后无力偿还。2004年6月30日建设银行进行资产剥离，该笔不良资产由中国信达资产管理公司接收，公司的1,300万不良信贷得到结清，造成公司信用报告中出现已结清不良信贷金额1,300万元；第二笔不良贷款主要系公司在2012年出现的已处置不良信贷资产处置原始金额合计1,834.75万元，经查询为中国信达资产管理公司将上述不良信贷资产转让给中国东方资产管理有限公司，并由中国东方资产管理有限公司进行处置，处置本金及发生的贷款利息和罚息等金额合计1,834.75万元，造成公司信用报告中出现不良信贷资产处置原始金额合计1,834.75万元，处置余额为0万元。

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，其整体偿债能力较强。

七、公司债偿债能力分析

截至2017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20.04亿元，为“16正源01”和“16正源02”待偿本金（40.00亿元）的0.50倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；净资产为129.81亿元，为“16正源01”和“16正源02”待偿本金（40.00亿元）的3.25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强。

2017年，公司EBITDA为15.42亿元，为“16正源01”和“16正源02”待偿本金（40.00亿元）的0.39倍，EBITDA对待偿本金的覆盖程度一般。

公司2017年经营活动产生的现金流入量为50.82亿元，为“16正源01”和“16正源02”待偿本金（40.00亿元）的1.27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”的偿还能力较强。

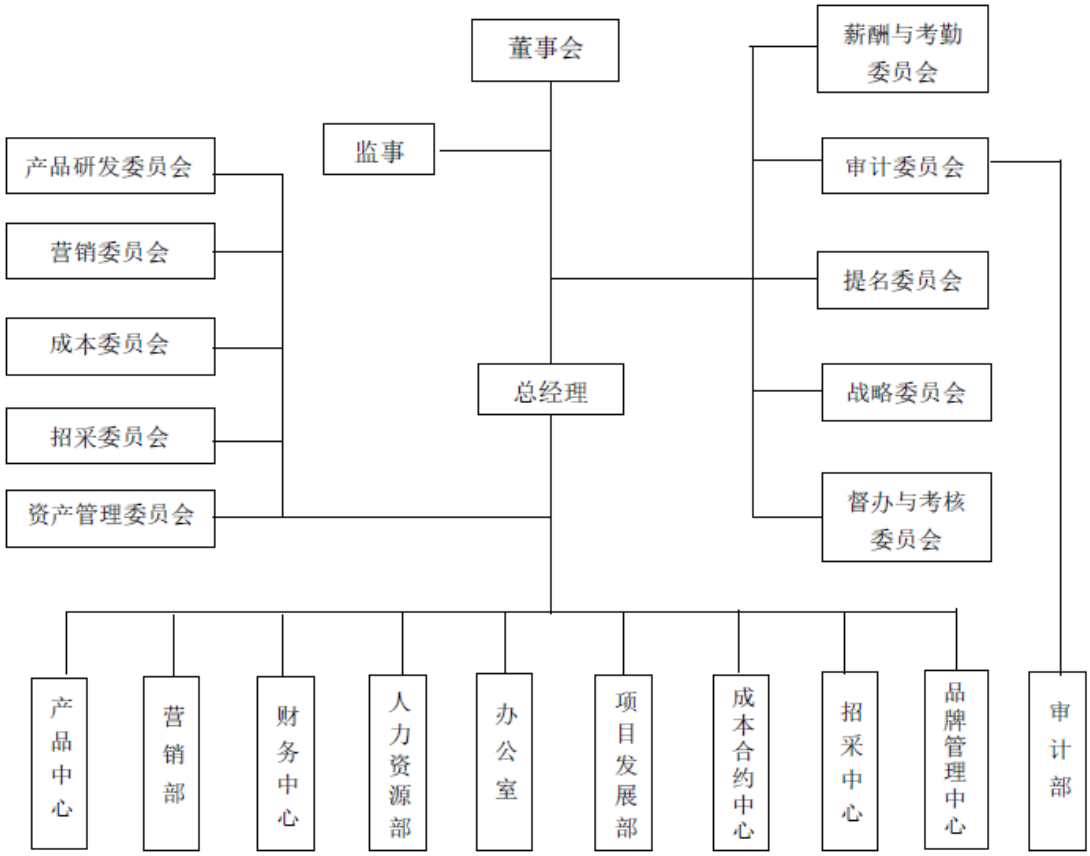
八、综合评价

2017 年，公司受益于收购上市公司正源股份，新增业务对公司的营业收入贡献较大，增强了公司的盈利能力和整体抗风险能力、公司土地储备规模较充足、成本较低，且公司权益稳定性较好。联合评级也关注到公司在建面积、新开工面积、房地产项目投资额及房地产销售较上年均有所降低，公司房地产业务规模有所缩减；公司营业利润对公允价值变动损益依赖程度较大和公司面临集中兑付压力等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着 898 创意园区等新业务稳步进行，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	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	274.54	293.63
所有者权益（亿元）	126.73	129.81
短期债务（亿元）	18.40	13.81
长期债务（亿元）	96.55	111.10
全部债务（亿元）	114.95	124.91
营业收入（亿元）	27.14	31.36
净利润（亿元）	2.15	3.00
EBITDA（亿元）	9.11	15.42
经营性净现金流（亿元）	-4.61	-15.84
存货周转次数（次）	0.19	0.26
总资产周转次数（次）	0.12	0.11
现金收入比率（%）	101.64	90.71
总资本收益率（%）	2.81	4.09
总资产报酬率（%）	3.43	4.89
净资产收益率（%）	1.85	2.34
营业利润率（%）	15.90	22.75
费用收入比（%）	18.27	30.84
资产负债率（%）	53.84	55.79
全部债务资本化比率（%）	47.56	49.04
长期债务资本化比率（%）	43.24	46.12
EBITDA 利息倍数（倍）	2.33	2.01
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.12
流动比率（倍）	3.85	3.66
速动比率（倍）	1.68	1.93
现金短期债务比（倍）	2.10	1.45
经营现金流动负债比率（%）	-9.75	-34.24
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.23	0.39

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/本报告所跟踪债项待偿本金合计；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。