

信用等级公告

联合[2016]967 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正源房地产开发有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2016 年公司债券（第二期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任： 

二零一六年七月二十二日

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

2016年公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：本期债券基础发行规模 5 亿元，
可超额配售不超过 15 亿元。

本期债券期限：不超过 5 年，附第 3 年末公司
上调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、到期一次还本或提前
偿还本金。

评级时间：2016 年 7 月 22 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	193.45	183.05	187.31
所有者权益(亿元)	97.69	102.32	106.80
长期债务(亿元)	40.03	32.44	32.93
全部债务(亿元)	52.89	49.14	48.84
营业收入(亿元)	48.72	28.73	21.45
净利润(亿元)	6.18	4.63	4.19
EBITDA(亿元)	9.74	7.77	6.78
经营性净现金流(亿元)	-16.59	4.20	3.05
营业利润率(%)	21.52	23.36	26.98
净资产收益率(%)	6.53	4.63	4.01
资产负债率(%)	49.50	44.10	42.98
全部债务资本化比率(%)	35.12	32.45	31.38
流动比率	3.30	3.60	3.75
EBITDA 全部债务比	0.18	0.16	0.14
EBITDA 利息倍数(倍)	2.90	2.11	2.13
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.49	0.39	0.34

注：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；本报告财务数据及指标计算均为合并口径。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对正源房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“正源地产”）的评级反映了公司作为一家以房地产开发经营为主的企业，业务以大连和北京为主，具有土地储备较充足，开发规模较大，资产负债率较低等优势。同时，联合评级也关注到公司经营区域相对集中，局部地区市场环境对公司影响较大，外部融资需求加大，存货较多且存在较大去化压力，营业收入及利润率下滑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。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债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司土地储备主要位于一二线城市中心城，地理位置较好，有一定升值空间。

2. 公司经营较为稳健，相比其他地产类公司，资产负债率较低。

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. 房地产市场高速发展期已经过去，市场竞争加剧，公司销售收入主要来自于房地产销售，经营区域相对集中，相关地区经济发展，土地供应及融资政策等对公司整体经营的影响较大。

2. 公司在建项目规模较大，对开发资金的需求将保持较大规模，公司经营现金流与开发资金需求的匹配情况将对公司未来发展带

来较大不确定性。

3. 公司存货规模较大，对资金形成较大占用，所在区域房地产不景气，存在较大去库存压力。

4. 公司有息债务规模较大，存在一定集中偿付压力。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@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：

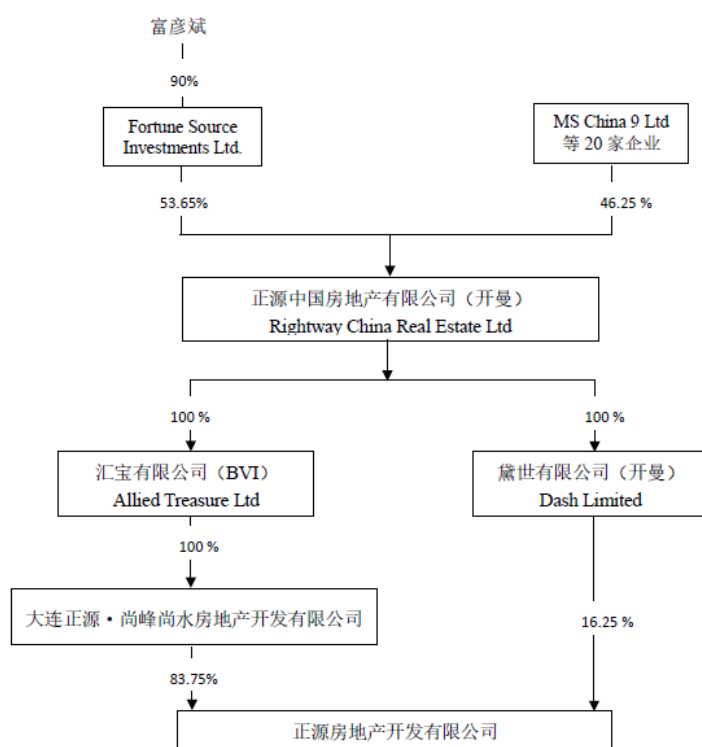


一、主体概况

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，截至 2015 年 12 月底，公司注册资本增加至 389,793 万元，股东为大连正源·尚峰尚水房地产开发有限公司和 Dash Limited（黛世有限公司），各自持股比例分别为 83.75%和 16.25%，公司实际控制人为自然人富彦斌（如下图）。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构图



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 2015 年底，公司设有产品开发中心、营销部、财务中心、人力资源部、办公室、项目发展部、成本合约部、招采中心、品牌管理中心和审计部 10 个职能部门，拥有直接控制及间接控制子公司合计 33 家。截至 2015 年底，公司在职工总数 1,154 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 187.31 亿元，负债总额 80.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益 8.84 亿元）106.80 亿元。2015 年，公司实现合并营业收入 21.45 亿元，净利润（含少数

股东损益 0.74 亿元) 4.19 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 3.05 亿元, 现金及现金等价物净增加额-6.95 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、本期债券概况

1. 本期债券概况

“正源房地产开发有限公司 2016 年公开发行公司债券”(以下简称“本次债券”)拟发行总规模为不超过人民币 40 亿元, 分期发行, 其中第一期已于 2016 年 7 月 18 日发行成功, 债券简称“16 正源 01”, 证券代码: 136548, 发行规模 20 亿元, 期限 5 年期, 附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权, 票面利率 7.3%。本期债券名称为“正源房地产开发有限公司 2016 年公开发行公司债券(第二期)”(以下简称“本期债券”), 面向合格投资者公开发行, 票面金额 100 元, 按面值发行, 本期债券基础发行规模 5 亿元, 可超额配售不超过 15 亿元, 本期债券为 5 年期, 附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权, 利率在存续期内前 3 年固定不变, 在存续期的第 3 年末, 公司可选择上调票面利率, 存续期后 2 年票面利率为本期债券存续期前 3 年票面利率加公司提升的基点, 在存续期后 2 年固定不变。本期债券采用单利按年计息, 不计复利, 逾期不另计息, 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。本期债券票面年利率将根据簿记建档结果确定。

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银行贷款、补充流动资金。

三、行业分析

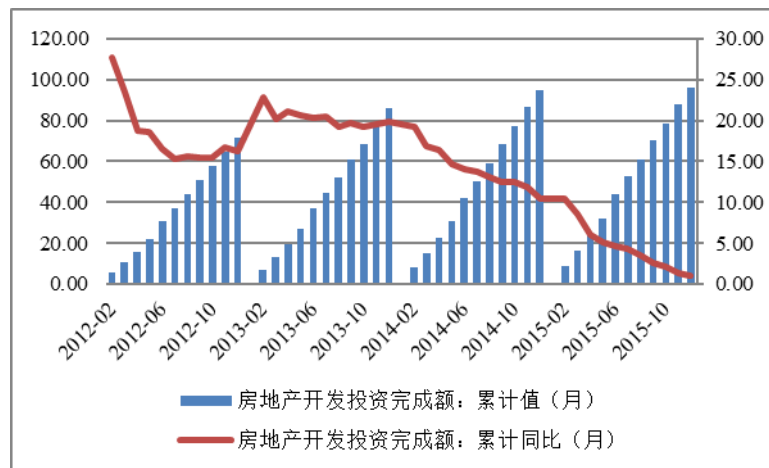
公司主营业务为房地产开发与销售、物业投资、物业管理以及建筑设计, 属于房地产行业。

1. 行业概况

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。

从近年房地产行业发展趋势来看, 国家对房地产行业实施了持续的宏观调控, 行业景气度出现明显波动。2011 年以来, 受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响, 房地产市场持续低迷。2012 年, 房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎, 行业增速进一步放缓。进入 2013 年, 我国房地产市场景气度有所回升, 2013 年全年房地产开发投资 86,013.38 亿元, 同比增长 19.79%, 增速同比提高 3.6 个百分点。2014 年以来, 我国房地产行业增速持续减缓, 受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响, 2014 年全年房地产开发投资 95,035.61 亿元, 名义同比增长 10.49%, 较 2013 年同期增速大幅下滑 9.30 个百分点。2015 年, 全国房地产开发投资 95,978.84 亿元, 较上年名义增长 1.0%, 增速较上年同期下滑 9.5 个百分点, 为近五年来的最低点。其中, 住宅投资 64,595.24 亿元, 同比增长 0.38%; 办公楼投资 6,210.00 亿元, 同比增长 10.1%; 商业营业用房投资 14,607.00 亿元, 同比增长 1.82%。

图 2 2012~2015 年全国房地产开发投资情况（单位：千亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，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。

2. 市场供需

土地供应状况

土地作为房地产的主要成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响，其中，房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2012 年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013 年受供应量增加影响，土地成交量较 2012 年增加，2013 年全国 300 个城市共成交土地 37,208 宗，成交面积 143,569 万平方米，同比增加 10%，其中住宅类用地涨幅较明显。2013 年重点城市地价升高，2013 年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞拍建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013 年全国 300 个城市土地平均溢价率 16%，较上年同期上涨 8 个百分点。

2014 年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。2014 年全国 100 个城市土地供求量均有较大程度跌幅，土地供应面积及成交面积比 2013 年分别减少 24%和 26%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至 11.75%；其中，住宅类用地平均溢价率为 12%，较 2013 年同期下降 7 个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为 1,234 元/平方米，同比上涨 6%。

2015 年，土地市场整体下行，土地供应量和土地成交量分别为 5.79 亿平方米和 4.68 亿平方米，分别较上年下降 11.74%和 18.04%；2015 年土地平均溢价率为 16.81%，较上年增加 5.06 个百分点。

表 1 100 大中城市土地供应及成交情况（单位：亿平方米、%）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
供应土地占地面积	8.57	8.68	6.56	5.79
成交土地占地面积	7.31	7.75	5.71	4.68

成交土地占比	85.30	89.29	87.65	80.83
土地平均溢价率	7.02	17.92	11.75	16.81

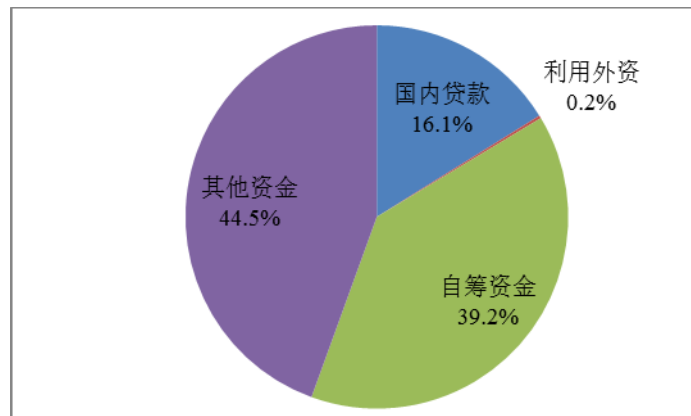
资料来源：Wind 资讯

总体看，在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑，但土地溢价率出现上涨。

开发资金来源状况

2014 年，受需求面观望情绪浓厚、土地出让规模持续减少以及商品房成交量下降等因素影响，房地产行业开发资金来源中占比较大的自筹资金增速大幅减缓，开发资金规模结束了多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014 年房地产开发企业本年资金来源 121,991 亿元，比上年减少 0.1%，增速较上年下降 26.6 个百分点，其中，国内贷款 21,243 亿元，较上年增长 8.0%；利用外资 639 亿元，增长 19.7%；自筹资金 50,420 亿元，增长 6.3%；其他资金 49,690 亿元，较上年减少 8.8%。

图 3 2015 年房地产行业资金来源构成



数据来源：Wind 资讯

2015 年，我国经济增速放缓，存在一定下行压力，但政府持续实行适度宽松的货币政策，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，大大降低发行债券门槛，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 297 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%。

总体看，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但 2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

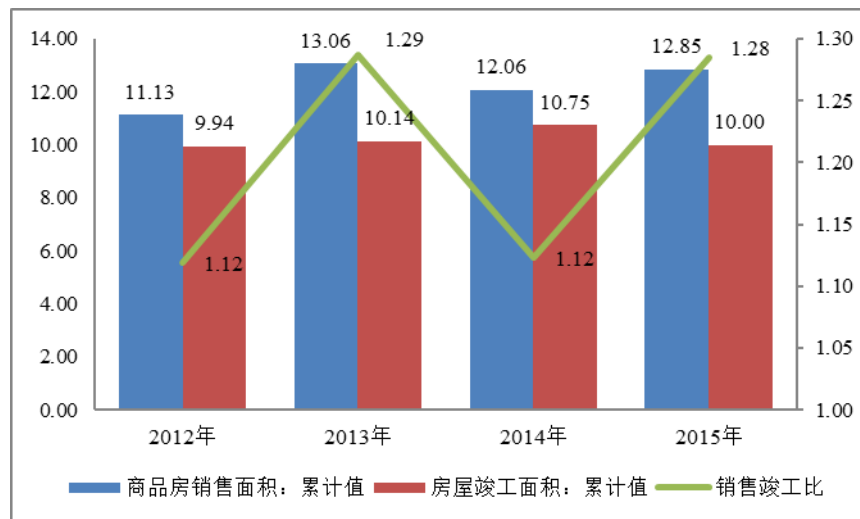
市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008 年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013 年房屋竣工面积 10.14 亿平方米，增长 2.02%；其中，住宅竣工面积 7.87 亿平方米，同比下降 0.38%。2013 年份房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，

成交量普遍大幅上涨。2013 年全国商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.34%；其中，住宅销售面积 11.57 亿平方米，同比增长 17.46%。2014 年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014 年，商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014 年，住宅竣工面积 107,459 万平方米，同比增长 5.9%。房地产市场呈明显的波动态势。

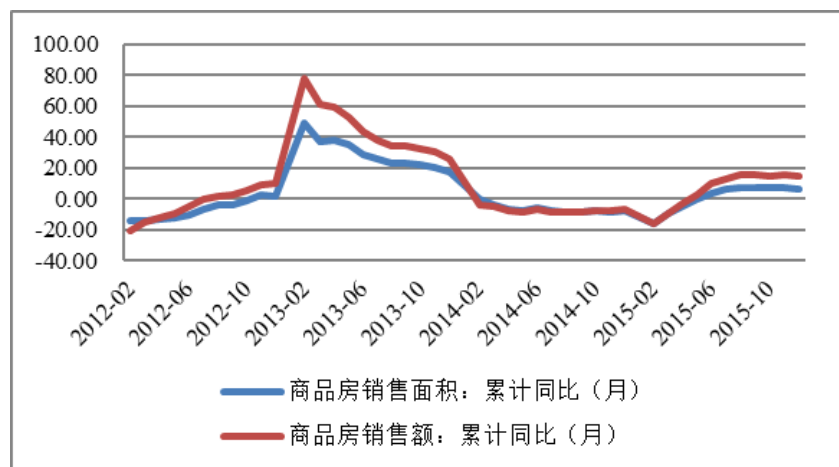
2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，商品房销售面积 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，增速比 1~11 月份回落 0.9 个百分点；商品房销售额 87,281 亿元，同比增长 14.4%，增速回落 1.2 个百分点。其中，住宅销售额增长 16.6%，办公楼销售额增长 26.9%，商业营业用房销售额下降 0.7%。

图 4 2012~2015 年全国商品住宅供求情况（单位：亿平方米）



数据来源：Wind 资讯

图 5 2012~2015 年全国商品房销售面积及销售额同比增速（单位：%）



数据来源：Wind 资讯

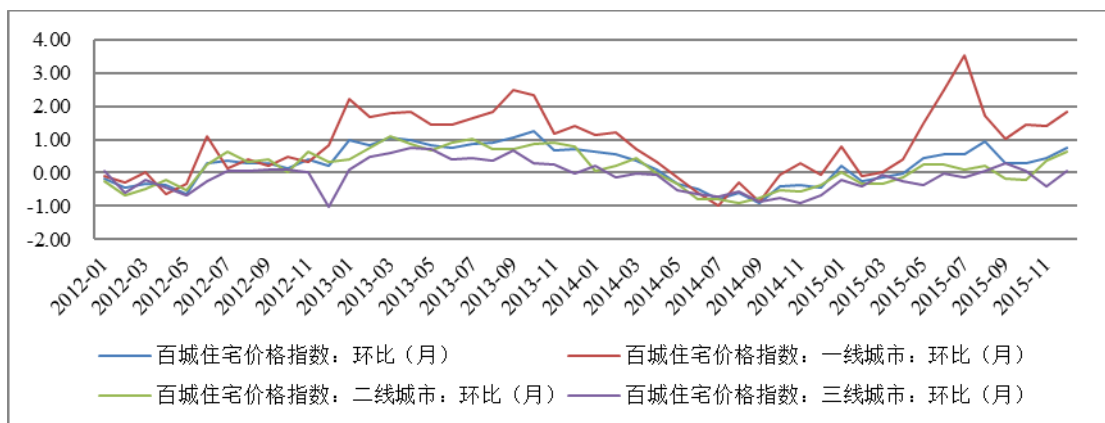
总体看，2015 年以来，房地产调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放，楼市逐步回暖趋势已基本确定。

销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，同比下跌2.69%，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，环比跌幅扩大0.33个百分点，具体如下图所示。

2015年以来，房地产行业受到多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积明显回升，市场呈现回暖迹象。2015年12月，百城住宅平均价格为10,980.00元/平方米，同比增长4.15%，增速较上年同期增加6.84个百分点；环比增长0.74%。2015年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自2014年4月份以来连续12个月下跌，2015年5月份开始有所好转，11~12月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自2014年至2015年7月连续下跌，8月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

图6 2012~2015年全国百城住宅销售价格指数环比变化情况（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，自2014年5月起持续下跌，而后随着多重宽松政策调增陆续出台和实施，房地产销售平均价格增速自2015年5月起由负转正，需求进一步释放；同时，不同城市房地产市场价格持续分化。

3. 竞争格局

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

2014年，20家典型房企销售业绩同比增长18%，增速同比下降了7个百分点；房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为16.92%和22.79%，同比分别提高了3.20和3.91个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到10.51%和13.74%，同比分别提高了

1.89 和 2.28 个百分点，前 10 名和前 20 名销售金额与面积集中度上升幅度均高于前几年。

2015 年，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 17.05% 和 23.06%，分别较上年上升 0.13 和 0.27 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 11.41% 和 14.75%，分别较上年提升 0.90 和 1.01 个百分点，行业集中度进一步提升。

表 2 前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
前 10 大企业销售额占比	13.72	16.92	17.05
前 20 大企业销售额占比	18.88	22.79	23.06
前 10 大企业销售面积占比	8.62	10.51	11.41
前 20 大企业销售面积占比	11.46	13.74	14.75

资料来源：CRIC，中国地产评测中心。

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 3 2015 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

注：因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

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

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。

2014 年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014 年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续 2013 年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自 4 月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国 47 个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚 5 个城市未做调整坚持限购。9 月底，央行“930 新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款

申请条件、提高首套自住住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

2015年，中央定调稳定住房消费，密集出台金融信贷政策，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则五次降息降准。经此调整，一年期基准贷款利率下降至4.35%，均已处于历史地位。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度。

2016年，财政部、国家税务总局、住房城乡建设部三部门联合发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，通知明确规定了最新房产契税政策。新房产契税政策自2016年2月22日起执行。2016年2月2日，央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例。其中，首套房的首付比例原则上最低为25%，各地可向下浮动5个百分点，同时，对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的再次购房最低首付款比例调整为不低于30%。上述政策的实行，有效降低了购房者的购房成本，对楼市需求有刺激作用。

表4 近期主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014年9月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014年10月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015年3月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015年3月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015年3月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015年9月	央行、住建部、财政部发文再度下调二套房个贷首付比例
2015年9月	央行、银监会发文下调不限购城市首套房个贷首付比例
2015年9月	《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》
2015年10月	习近平主席主持召开中央财经领导小组第十一次会议，发表重要讲话提出“要化解房地产库存，促进房地产业持续发展”
2015年10月	全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策
2015年11月	公积金贷款再度放款，将允许发行住房公积金个人住房贷款支持证券，并可将公积金购买高信用等级固定收益产品；国家住房银行有望推出。
2016年2月	不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点
2016年2月	从2016年2月22日起，对个人购买家庭首套房和改善性住房的，按不同税率减征契税（不适用于北、上、广、深四城市）
2016年2月	国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见中提出，加快落实户籍制度改革政策；并鼓励引导农民在中小城市就近购房

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

5. 行业关注

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217

万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续 7 个月增加。受近两年销售放缓影响，房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自 2014 年 2 月起始终保持负增长。

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，2015 年三季度，按 Wind 资讯整体法¹计算的房地产板块资产负债率为 77.93%，较 2014 年底提高了 3.18 个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015 年，房企融资环境明显改善，百亿房企公司债发行量持续提升，根据 Wind 资讯统计数据显示，截至 2015 年 12 月 14 日，上市房企总计发行公司债 2,974.06 亿元，与去年同期的 153.97 亿元相比，同比暴涨 18 倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达 1,025 亿元。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。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。今年以来，已有重庆、福建等地提出促进房地产企业健康发展、加快去库存等相关措施。

房企利润率回归正常水平

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

中小房企面临被整合风险

高库存状态下的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：万科、恒大、碧桂园、融创、远洋等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方式扩充资源，融创通过合作和直接收购两种主要方式，收购天朗、中渝置地、美联地产旗下部分优质地产项目，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

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

¹ Wind 行业内标的公司：（成分股×总负债）/（成分股×总资产）

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，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”加速结合，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，如碧桂园、远洋、金地等企业在险资入主后，逐渐强化与其在财务、金融、养老、营销、轻资产运营等层面合作，积极探索新的增长基因。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，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，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，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会持续分化，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家以房地产开发与销售为主业的房地产运营商，经过 20 多年的发展，项目开发区域已涵盖北京、大连、长沙、南京、重庆、西安等一、二线重要城市，项目地理位置较好，经营优势尚可。公司开发的项目主要定位于中、高端市场，聚焦于刚需和改善型住宅开发和销售，在大连地区已成为区域性知名房地产品牌，具有一定的品牌知名度。

公司拥有房地产开发一级资质，先后开发了大连幸福 e 家、大连吉祥 e 家、北京尚峰尚水、北京金融世家、北京定慧富里、重庆正源橡园、长沙尚峰尚水等多个项目。截至 2015 年 12 月底，公司累计完成开发总建筑面积 245.07 万平方米，土地储备 208.06 万平方米。近年来，公司已建楼盘获得了较多荣誉（见下表）。

表 5 截至 2015 年 12 月底公司建设项目获得的荣誉

年份	名称	颁发单位
2012	中国地产新视角“实力品牌地产”奖，北京尚峰尚水荣获“最佳宜居典范楼盘”奖，北京金融世家荣获“最具典藏价值华宅”奖	中国地产新视角
2013	湖南长沙正源尚峰尚水项目荣获“2013 年中国湖南最值得期待楼盘”奖	中国湖南地产排行榜
2013	正源·尚峰尚水荣获“2013 中国地产华表奖最具人气楼盘”奖	全国房地产经理人联盟、中国房地产联合会
2013	正源尚峰尚水别墅荣获“2013 中国投资潜力楼盘”奖	中国指数研究院、中国房地产指数系统
2013	正源·吉祥 e 家：2013 大连地产价值榜·大连最具区域价值楼盘	大连晚报
2014	正源·吉祥 e 家“2013 百万网友评选之最值得信赖楼盘”	搜狐焦点
2014	正源·吉祥 e 家“2013 年度大连最具投资价值典范楼盘”	新浪乐居

2014	正源北京尚峰尚水源墅荣获“2014 中国宜居示范楼盘”	住房和城乡建设部政策研究中心、中国指数研究院
2015	正源北京尚峰尚水荣获北京地区“最具购买潜力楼盘奖”	新浪乐居
2015	南京正源尚峰尚水荣获 2015 南京房地产销售龙虎榜评选的“2015 最佳典藏价值别墅奖”	365 淘房网

资料来源：公司提供

总体看，公司房地产开发资质齐全，房地产开发经验较丰富，公司开发的项目在大连市拥有一定的影响力和较高的品牌知名度。

2. 人员素质

公司现有董事长、总经理、副总经理共 4 名，公司高管人员均具有相关行业从业经验或管理经验，部分高管人员在公司任职时间较长，整体行业或管理经验丰富。

公司董事长惠盛林先生，1954 年出生，硕士研究生学历，高级政工师，国家一级建造师，曾任海军政治学院讲师，现任大连中申建筑安装工程有限公司董事长、正源地产重庆区域公司负责人。

公司总经理何延龙先生，1979 年出生，本科学历，注册会计师，曾任华证会计师事务所担任审计员、安永华明会计师事务所审计，2010 年至今在正源房地产开发有限公司工作，现任正源地产总经理。

截至 2015 年 12 月底，公司员工总数 1,154 人。其中，销售人员 32 人，占员工总数的 2.77%；技术人员 999 人，占员工总数的 86.57%；行政管理及其他人员 123 人，占员工总数的 10.66%。从员工学历构成看，大学本科及以上学历 232 人，占员工总数的 20.10%；大学专科学历 201 人，占员工总数的 17.42%；专科以下人员 721 人，占员工总数的 62.48%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具有丰富的行业经验和管理经验；公司员工情况构成较合理，能够满足公司目前经营发展的需要。

3. 区域经济与市场

公司房地产项目主要分布在大连市及北京市，其经营受两地经济发展及房地产状况影响较大。

大连地区

大连位于中国辽东半岛最南端，东濒黄海，西临渤海年平均温度 10℃，有 1,906 公里海岸线，温度适宜，空气清新，是避暑胜地，也是宜居的优秀旅游城市、卫生城市、园林化城市。

根据《2015 年大连市国民经济和社会发展统计公报》显示，2015 年，大连市全年地区生产总值 17,731.6 亿元，比上年增长 4.2%，人均生产总值 110,673 元。2015 年，大连市固定资产投资（不含农户）4,559.3 亿元，比上年下降 32.7%。其中，建设项目投资 3,661.8 亿元，下降 31.5%；房地产开发投资 897.5 亿元，下降 37.2%。按产业划分，第一产业投资 150.4 亿元，下降 35.5%；第二产业投资 1,434.6 亿元，下降 34.7%；第三产业投资 2,974.3 亿元，下降 31.5%。

房地产市场方面，2015 年大连市内七区非工业用地成交量为 50 万平方米，仅为 2014 年土地成交面积的 41%；全年房地产业房屋施工面积 4,911.5 万平方米，比上年下降 21.8%；竣工面积 289.3 万平方米，下降 60.2%。商品房销售额 569.1 亿元，下降 17.3%，其中住宅销售额 519.8 亿元，下降 13.1%。商品房销售面积 637.3 万平方米，下降 14.6%，其中住宅销售面积 596.7 万平方米，下降 11%。

住宅中 70~200 平米市占率近七成，受高库存压力影响，价格走势趋于平稳，整体均价为 11,830

元/平方米，价格下降幅度缩小至环比 1%，库存压力从 42 个月下降至 30 个月。

总体看，大连市宏观经济增速下降明显，房地产市场 2015 年处于调整中，全年施工及销售情况不佳。

北京地区

北京作为我国首都，是政治经济文化中心，城市交通、电力、通讯、能源设施完备，是全国铁路和航空的枢纽。同时也是国家“京津冀一体化”战略规划的核心区域，未来发展潜力巨大。

根据北京市统计局公布数据，全年实现地区生产总值 22,968.6 亿元，比上年增长 6.9%。其中，第一产业增加值 140.2 亿元，下降 9.6%；第二产业增加值 4,526.4 亿元，增长 3.3%；第三产业增加值 18,302 亿元，增长 8.1%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值达到 106,284 元

从 2015 年北京市房地产开发和销售主要指标看（见下表），2015 年北京市全年完成房地产开发投资 4,226.3 亿元，比上年增长 8.1%。其中，住宅投资 1,962.7 亿元，与上年持平；写字楼投资 906.6 亿元，增长 20.8%；商业、非公益用房及其他投资 1,357 亿元，增长 13.2%。实际到位资金 7,282.1 亿元，增长 8.2%，贷款筹资资金有所减少，以自筹为主。施工面积和竣工面积均有所下滑，待售面积 2,168.1 万平方米，增长 5.0%，其中住宅 867.7 万平方米，增长 0.3%。

表 6 2015 年北京房地产开发和销售主要指标（单位：亿元、万平方米、%）

指标	绝对数	增减率
房地产开发投资	4,226.3	8.1
其中：住宅	1,962.7	持平
本年实际到位资金	7,282.1	8.2
其中：国内贷款	1,971.0	-9.7
自筹资金	2,277.2	20.0
定金及预收款	1,764.9	0.8
商品房施工面积	13,095.0	-4.0
其中：住宅	6,314.6	-9.8
其中：本年新开工面积	2,790.2	11.5
其中：住宅	1,199.2	-8.0
商品房竣工面积	2,631.5	-13.8
其中：住宅	1,378.2	-23.6
商品房销售面积	1,554.7	6.6
其中：住宅	1,127.3	-1.2
商品房待售面积	2,168.1	5.0
其中：住宅	867.7	0.3

资料来源：北京市统计局

总体看，北京经济发展保持稳定，产业结构较好，房地产投资和住房成交均价持续增长，房地产市场整体发展良好。

五、管理分析

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《中外合资经营企业法》等法规要求，制订了《公司章程》，并建立了由董事会、监事和高级管理层组成的法人治理结构体系，并在董事会下设薪酬与考勤委员会、审计委员会、提名委员会、战略委员会和督办与考核委员会。

公司设董事会，董事会由 9 名董事组成，董事由股东委派，任期三年，到期可连任；设董事长一人，由股东委派。

公司设监事 1 人，负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。

公司设总经理 1 人，实行董事会领导下的总经理负责制，由董事会聘任，对董事会负责；公司经理主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议并接受董事会和监事的监督。

总体看，公司建立了董事会、监事和高级管理层的独立运行机制，组织机构健全，运行有效，但公司未设股东会，法人治理结构有待完善。

2. 管理体制

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务管理、资金管理、内部审计等方面建立了相应的内部控制制度。公司设有产品开发中心、营销部、财务中心、人力资源部、办公室、项目发展部、成本合约部、招采中心、品牌管理中心、审计部等职能部门，各部门职责明确、分工清晰，形成了较为完整运营管理体系。

项目管理方面，公司对工程的施工单位采用招投标的方式来选择，保证每个施工单位都是具有相应资质并经国家建设主管部门认可注册的单位。在签订施工合同时，公司与施工单位约定详细的质量保证条款，出现质量不符和质量争议时的解决方法。工程建设中，公司安排专人现场巡查监督，要求施工单位根据要求随时提供有关工程质量的技术资料等。在施工合同中，在质量保证期间预留工程款 5% 的质量保证金，待质量保证期内不发生质量问题退还施工单位。每年公司会从施工质量、施工进度和安全措施方面对施工单位进行评定。

财务管理方面，公司根据国家相关会计制度，结合公司实际情况，制定了公司财务管理制度。该制度适用于公司总部，全资子公司、控股子公司参照执行。从公司内部财务管理的基础工作、流动性资产的管理、费用管理、营业收入、利润及利润分配的管理、资产减值准备计提与财务核销、会计档案管理及会计工作交接管理等几个方面对公司财务进行规范。

资金管理方面，公司以规范和强化资金计划管理和融资管理为目标，制定了资金管理制度。而且，公司为了保障公司整体资金回笼与融资计划的稳定运行，在所有下属公司的融资计划管理与考核、资金筹措管理、贷后管理及资金平衡管理等方面制定了以资金中心为核心的内部资金调动审批流程和融资计划，并对各级资金调度管理制定了严格的问责制度。

内部审计方面，公司根据《中华人民共和国审计法》和国家有关内部审计工作的规定，制定了内部审计制度。内部审计的内容包括被审计单位的资产负债情况、财务收支情况、内部控制执行和财务制度建设情况等。审计部定期向公司管理层报告。

子公司管理方面，根据自身经营管理需要，公司建立了三级管控制度，其中公司层面对所有重大经营决策进行审核批准，公司各地区公司（城市公司）为公司经营和管理的基层单位，每个地区公司负责区域内的若干项目，对公司实际运营负责，区域公司则负责区域内项目公司的日常管理和部分考核评价。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，财务制度严谨规范，对子公司和分支机构管理严格，公司整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司以房地产开发与销售为主。2013~2015 年，随着近年来房地产市场调整，公司房屋销售

情况不佳，公司营业收入呈逐年下降趋势，分别为 48.72 亿元、28.73 亿元和 21.44 亿元；相应地，公司营业利润也呈逐年下降趋势，年均复合下降 16.25%，2015 年实现营业利润 5.43 亿元，同比下降 12.57%；实现净利润 4.19 亿元，同比下降 9.48%，其中归属于母公司所有者净利润 3.46 亿元。

从公司营业收入的构成来看，2013~2015 年，公司房地产开发确认收入分别为 43.50 亿元、17.43 亿元和 15.26 亿元，收入大幅下降，主要系项目所在区域房地产市场不佳，项目销售缓慢所致，房地产开发业务收入占营业收入比重分别 89.27%、60.66%和 71.18%，为公司主要收入来源。2013~2015 年公司的工程建设业务收入分别为 3.89 亿元、9.61 亿元和 4.24 亿元，其中 2014 年波动较大，主要系安徽福溢 BT 项目工程确认收入较多所致，受此影响，工程建设业务收入占公司营业收入比重分别为 7.99%、33.43%和 19.79%。公司其他业务主要包括物业租赁、装饰装修和建材销售收入等，2013~2015 年公司其他业务收入小幅增长，分别为 1.34 亿元、1.70 亿元和 1.94 亿元，分别占比 2.74%、5.91%和 9.03%，公司其他业务收入规模较小，对公司营业收入影响不大。

从盈利情况来看，2013~2015 年，公司房地产开发业务毛利率分别为 39.49%、34.28%和 42.81%，整体呈波动变化，主要系公司房地产销售业务主要分布在北京、大连等不同地区，而不同地区、不同档次(高档、中档)楼盘毛利率存在差异所致。2013~2015 年公司工程建设毛利率分别为 28.92%、26.43%和 32.23%，主要系工程建设业务规模较小，受单一项目毛利率影响较大。其他业务因收入占比较小，其毛利率对公司综合毛利率影响不大。由于房地产开发业务为公司的主要收入来源，2013~2015 年，受房地产开发业务的毛利水平波动影响，公司综合毛利率分别为 38.02%、31.17%和 40.89%，整体处于较高水平，主要系公司确认收入相关地块开发时间较早，土地成本较低所致。

(见下表)

表 7 2013~2015 年公司营业收入情况(单位: 亿元、%)

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发业务	43.50	89.27	39.49	17.43	60.66	34.28	15.26	71.18	42.81
工程建设	3.89	7.99	28.92	9.61	33.43	26.43	4.24	19.79	32.23
其他业务	1.34	2.74	16.81	1.70	5.91	25.93	1.94	9.03	44.72
合计	48.72	100	38.02	28.73	100	31.17	21.44	100	40.89

资料来源: 公司审计报告

总体看，房地产开发业务为公司主要收入来源，近年来，受房地产板块收入减少影响，公司营业收入逐年下降，毛利率波动较大。

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。

从成本构成来看，土地成本和建安成本占比较高，约占 80%以上。土地出让金的支付一般为

先期支付 50%，并在获取土地权证前结清款项；建安成本相对固定，建安费用的支付通常根据项目工程进度而定，完成主体结构前支付款项不超过总价款的 70%，竣工验收前支付款项不超过 85%，项目决算后一般付满 95%的款项，剩余 5%作为工程质保金。

表8 截至2015年末公司土地储备情况（单位：万平方米、%）

项目名称	项目所在地	项目类别	占地面积	规划建面	公司权益占比
幸福 e 家；吉祥 e 家	大连	住宅	29.38	81.72	100
898 创新空间	北京	未定	15.71	50.00	100
尚峰尚水	长沙	住宅	67.94	145.62	100
尚峰尚水	南京	住宅	91.13	52.55	90
西部绒业	西安	未定	3.90	16.62	100
合计	--	--	208.06	346.51	--

资料来源：公司提供

如上表所示，截至 2015 年末，公司土地储备占地面积 208.06 万平方米，规划建筑面积 346.51 万平方米，公司土地储备分布于大连、北京、长沙、南京和西安，公司现有储备土地多为独立开发的住宅项目，考虑到公司土地取得时间较早，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 42.02%）。

总体看，公司土地储备规模较大，可以满足公司未来几年的开发需求。

3. 工程招标和原材料采购

工程招标

工程招标是公司发包量最大的采购项目。公司一般从自建的合格施工单位库中，筛选实力较强的不少于 3 个土建方组织招投标。公司对招标过程进行严格管理，一般需要由工程子公司、区域公司和地区公司三方联合进行招标和评标，以保证土建方的选择过程公平、透明。

施工质量方面，公司与建筑施工单位、监理单位三方共同对供货商进行考察，监督施工单位通过招投标方式确定具体产品。因此公司主要通过管理供应商和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制施工质量。

工程施工方集中度方面，由于公司建立了较为广泛的合格施工单位库，且建筑行业竞争较为激烈，处于买方市场状态，公司在珠海地区房地产开发行业中又处于龙头地位，不存在向单个施工单位的工程款支付比例超过发包总额 50%或严重依赖于少数施工单位的情况。

工程结算方面，公司对于施工方无预付款，对施工方按月进度支付已完工程造价的 65%，竣工验收合格后付至最终结算总价款的 95%。支付方式为甲方采用电汇或网上银行方式向乙方支付合同价款。

材料采购

公司材料供应分为甲供和乙供两类。甲供材料是指由公司采购并运至项目现场使用的材料，乙供材料是指由总包方采购的材料。公司项目主要由供应商提供建造服务及相关建筑材料。原材料主要包括建筑材料（木材、水泥、钢材等）、设备（电梯、电气设备等）及精装修工程材料（空调、家用电器、洁具、五金等）为主，工程基本全部采用招标方式总包给施工单位，原材料基本由施工单位采购，公司自行采购的约占 20%左右，主要为后期装修的建材，如地漏、样板房和销售中心的装修采购项目等小散物品。

甲供材料方面，公司根据项目分包方案，确定甲供材料的种类，公司产品委员会和产品中心

明确甲供材料技术标准（比如产品型号、规格、使用功能、质量标准、技术参数等），综合性价比，对同一类的材料会限定三个同一档次的品牌供招标时选择，成本合约委员会和成本中心会根据甲供材料明细，核算出具体的采购数量，招采委员会和招采中心根据具体需求，经过公开招标方式，邀请多家供应商参与公开竞标，最终选择符合质量技术标准的，品牌要求的供应商作为中标供应商签订合同，招采中心根据合同进行采购，按流程进行材料进场验收、入出库、结转结算，防止跑冒滴漏。

乙供材料方面，合同中约定乙供材料的范围并附乙供材料明细表，对乙供材料的质量技术标准、品牌、生产厂家等作出明确约定，并给于一定合理的损耗量，超过损耗部分材料量由乙方自行承担。

公司的付款模式为合同签订后 10 日内支付批次设备费总额的 5%；排产前 15 日内支付发货批次设备总额 15%的排产费；发货 20 日前支付发货批次设备总额的 65%；电梯验收合格后 15 日内支付批次设备总额的 15%或最迟不得晚于发货后 6 个月，两者以先到为准。乙方开据该项目设备总额的 5%的银行质量保函。每次付款前乙方应向甲方项目经理发送付款提示函。

总体看，公司采取施工方采购为主、集中采购为辅的采购模式，公司对工程招标和材料采购的管理和评价有具体有效的措施方法，公司对采购成本具有较强的控制能力。

4. 项目建设开发情况

公司房地产开发的理念为“幸福艺术、智慧筑家”，公司项目主要有三条产品线，分别为幸福 e 家、吉祥 e 家和尚峰尚水。幸福 e 家主要分布在大连市，客户定位以 28~45 岁的、家庭年收入在 10~50 万元的私营业主、企业中高层管理人员、政府公务员与外企员工、公司职员等改善型购房者为主，户型以面积为 35~220 平方米的二室、三室产品为主；吉祥 e 家主要分布在大连市，客户定位以 20~35 岁的、家庭年收入在 6~25 万元的刚性需求购房者为主，户型以面积为 40~110 平方米的一室、二室和三室产品为主；尚峰尚水主要分布在大连市以外的一线和二线城市，主力产品为 LOFT 和洋房，其中 LOFT 的客户定位以 30~40 岁的普通职员和私营业主等自住和投资型客户为主，户型以 60~70 平方米的一居室产品为主，洋房的客户定位以 35~55 岁的、有一定经济实力的自住及改善型需求客户为主，户型以 150~180 平方米的三室和四室产品为主。

从项目开发数据来看（见下表），公司房地产开发的规模适中，2013~2015 年，完成房地产开发投资规模较稳定，分别为 11.40 亿元、10.32 亿元和 10.24 亿元。2013~2015 年，由于房地产市场整体景气度下滑，公司开发趋于谨慎，近三年期末在建面积有所下降，分别为 51.97 万平方米、46.62 万平方米和 41.56 万平方米。2013~2015 年，公司竣工面积随项目进度变动较大，分别为 12.88 万平方米、13.39 万平方米和 27.10 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，2013~2015 年，公司新开工面积分别为 8.63 万平方米、8.04 万平方米和 22.04 万平方米。从公司开发完成投资情况来看，由于近三年房地产市场波动，公司开发投入趋于谨慎，完成投资小幅降低。

表 9 2013~2015 年公司房地产运营数据（单位：万平方米、亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
期末在建面积	51.97	46.62	41.56
新开工面积	8.63	8.04	22.04
竣工面积	12.88	13.39	27.10
房地产开发完成投资	11.40	10.32	10.24

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 2015 年末公司计划总投资额 37.80 亿元，已完成投资额 16.19 亿元，尚需投资额 21.61 亿元，在建项目的未来投资支出对公司形成一定资金压力。

表 10 截至 2015 年末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
大连幸福 e 家福源 01 区	9.63	3.23	6.40
大连幸福 e 家福源 F 区	5.65	1.89	3.76
大连吉祥 e 家 03 区	6.30	0.00	6.30
重庆福源	9.35	6.36	2.99
长沙尚峰尚水宁园 01 区	2.00	1.70	0.30
南京尚峰尚水梧桐园	4.87	3.01	1.86
合计	37.80	16.19	21.61

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司产品线定位清晰，近年来开发进度有所放缓，现有在建项目能够保证公司未来销售的需要，但对开发资金的需求规模较大。

5. 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。公司从事房地产经营多年，对项目所在地区性房地产行业市场和客户需求、客户购买力等较为了解。一方面，公司培养自有销售团队，能够有效地控制销售成本，公司销售团队从获取土地前的项目定位、规划设计、潜在购买群体定位等各方面参与项目规划，增强项目规划设计与现实的契合度。公司的销售团队由在公司拥有超过六年工作经验的老员工领导，且公司的销售团队成员在公司平均拥有超过两年的销售工作经验，深入了解公司的产品、品牌及服务体系，熟知公司的客户，可有效实施销售计划；另一方面，公司与其他销售专业机构，如与房地产经纪公司合作以编制市场研究报告，协助公司制定宣传、销售及租赁计划，并执行公司的销售计划。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%，作为第三方房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。为了实现房屋的及时销售及资金按时回笼，公司会根据各地区实际情况和之前年度销售情况制定年度销售计划，并分解至季度和月度，落实到各个项目公司，由项目公司营销部门负责执行销售计划，公司营销管理部负责计划的制定、销售监督、业绩考核和人员激励，并定期与销售团队召开销售

会议，协调销售进度，解决遇到的问题。公司高效严密的计划和考核体系保证了房款回笼的速度。

从近三年销售数据来看（见下表），公司协议销售面积呈波动变化，2013~2015 年分别为 14.54 万平方米、7.55 万平方米和 11.69 万平方米，协议销售面积波动主要受房地产市场波动及公司推盘进度影响。从销售均价看，公司 2013~2015 年的协议销售均价逐年走低，分别为 14,937 元/平方米、13,006 元/平方米和 12,826 元/平方米，主要系公司近年来开发新增预售项目主要位于重庆、南京和长沙，北京地区项目的销售比重有所下降，公司协议销售均价呈持续下降趋势。2013~2015 年，公司协议销售金额分别为 21.71 亿元、9.82 亿元和 14.99 亿元，协议销售金额较低，将影响公司未来收入稳定性。

表 11 2013~2015 年公司房地产销售数据（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
协议销售面积	14.54	7.55	11.69
协议销售金额	21.71	9.82	14.99
协议销售均价	14,937	13,006	12,826
结转的收入	43.50	17.43	15.26

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 2015 年底，公司在售项目建筑面积总计约 250 万平方米，剩余在售面积 98.13 万平方米，剩余在售面积较多。其中，大连地区占比 60.58%，北京占比 21.56%，其余分布在南京（占比 7.67%），重庆（占比 6.05%）以及长沙（占比 4.13%），按照公司 2013~2015 年年均协议销售面积 11.26 万平方米的去化速度看，公司剩余在售项目去化周期约为 8 年，考虑到公司大部分在售项目集中于大连市，近三年大连房地产市场不佳，房地产开发施工总面积和住宅销售均呈下降态势，该地区项目的销售压力较大，公司未来面临的去化压力较大。

总体看，近几年房地产政策和行业环境的变化较大，公司房屋销售面积及金额有所波动，公司库存较多，存在较大去化压力。

6. 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 2015 年末，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 88%，北京地区出租率约为 100%，重庆地区出租率约为 75%。商业整体月均租金收入规模约为 257 万元，形成对公司收入的有益补充。截至 2015 年末，公司自持物业按公允价值合计 19.94 亿元，2015 年投资性房地产公允价值变动收益 2.52 亿元，各配套商业稳定增值。

表 12 截至 2015 年末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
大连	3.62	配套商业	沙河口区、金州新区	88%	90	87,734.80
北京	2.21	配套商业	海淀区	100%	160	109,208.80
重庆	0.22	配套商业	北碚区	75%	7	2,443.20
合计	6.05	--	--	--	257	199,386.80

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。公司工程施工业务非公司主要业务，整体规模较小，业务收入波动较大，近三年，公司工程建设业务收入分别为 3.89 亿元、9.61 亿元和 4.24 亿元；2014 年收入较多，主要系当年安徽福溢 BT 项目工程收入较多所致，毛利率保持在 28%~34%之间。

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；公司工程建设业务收入规模较小，但毛利率相对稳定。

7. 经营效率

近三年，由于公司房地产销售不佳，公司整体收入和成本大幅下降，受此影响公司经营效率指标均逐年走低，其中存货周转率分别为 0.30 次、0.17 次和 0.11 次；流动资产周转率分别为 0.37 次、0.17 次和 0.13 次；总资产周转次数分别为 0.27 次、0.15 次和 0.12 次。

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 13 同行业上市公司 2015 年经营效率指标（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	0.63	0.71	0.62
福星股份	0.40	0.30	0.24
上实发展	0.33	0.32	0.29
苏宁环球	0.28	0.33	0.32
正源地产	0.11	0.13	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，公司经营效率较低。

8. 经营关注

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。

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。

公司在建项目尚需投资规模来看，未来资本支出较多，公司存在一定的对外融资需求。

公司近三年年末预收金额、协议销售面积、协议销售金额均有明显下滑，且库存压力较大，对公司经营造成不利影响。

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。

重点布局五大区域，积极开拓高增长潜力城市

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、长沙五大城市，未来除了继续开发五大重点区域的项目外，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。

建造国际化创新产业园区

为了对冲公司传统住宅开发业务的未来不确定性，公司的“898 创新空间”项目将作为重点转型项目进行开发，力求带来新的收入增长点。“898 创新空间”项目坐落于北京市朝阳区酒仙桥街，占地面积约 240 亩，距离国贸 8 公里、首都国际机场 15 公里，项目地理位置优越。公司计划将“898 创新空间”项目建成创业企业的孵化器，对所入驻的创新企业收取租金。2015 年 5 月，公司全资子公司八九八（北京）投资控股有限公司与北京大学光华管理学院达成战略合作协议，双方将共同探索此项目的未来发展规划。

完善公司产业链业务

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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年度合并财务报表已经亚太（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意见的审计报告。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）进行确认和计量。财务报表合并范围包括公司及所有子公司，2014 年北京万维润地房地产开发有限公司注销，由于注销公司相比公司总体规模较小，公司合并财务数据的可比性较高。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 187.31 亿元，负债总额 80.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益 8.84 亿元）106.80 亿元。2015 年，公司实现合并营业收入 21.45 亿元，净利润（含少数股东损益 0.74 亿元）4.19 亿元；经营活动产生的现金流净额 3.05 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.95 亿元。

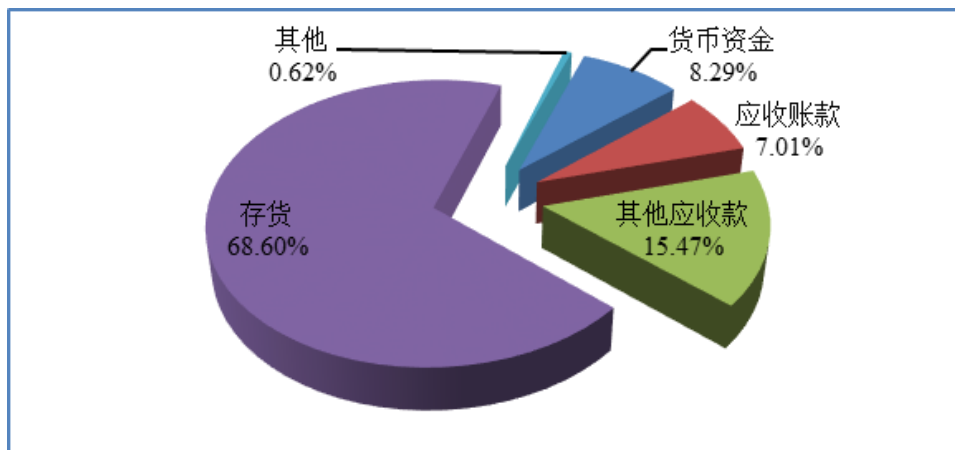
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模小幅波动下降，年均复合下降 1.60%。截至 2015 年底，公司资产总额 187.31 亿元，较年初增长 2.33%，其中流动资产占比 87.30%，非流动资产占比 12.70%，公司资产结构以流动资产为主，符合房地产开发企业流动资产占比高的特点。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产呈波动下降趋势，年均复合下降 3.26%，主要系货币资金减少所致。截至 2015 年底，公司流动资产 163.51 亿元，较年初微增 0.96%。截至 2015 年底，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他应收款构成（见下图）。

图7 截至2015年底公司流动资产构成图



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金呈逐年下降趋势，年均复合下降34.41%，主要系偿还到期债务所致。截至2015年底，公司货币资金为13.56亿元，较年初下降26.48%，主要由银行存款（占比35.47%）和其他货币资金（占比64.41%）构成；其他货币资金主要为借款质押保证金及子公司的承兑汇票保证金，受限资金占比较高。

2013~2015年，公司应收账款呈大幅增长趋势，年均复合增长39.51%。主要系2015年公司工程建设业务应收工程款增加所致。截至2015年底，公司应收账款净额11.47亿元，较年初增长82.47%。应收账款金额前5名占比33.29%，其中单一最大应收账款欠款方淮南市山南开发建设有限公司，占比30.23%，应收账款集中度偏高。账龄方面，公司一年内的应收账款占比55.13%，1~2年的占比34.37%，2~3年的占比8.93%，3年以上的占比1.57%。截至2015年底，公司共计提坏账准备0.81亿元，计提比例6.60%。

2013~2015年，公司预付款项呈大幅下降趋势，年均复合下降62.21%，主要系公司预付工程款和材料款结算所致。截至2015年底，公司预付款项1.00亿元，较年初下降84.97%，主要为预付工程款和材料款，预付账款前5名占比27.06%，1年内的预付账款占比79.52%，1~2年的占比10.59%，2年以上的占比9.89%。

2013~2015年，公司存货呈小幅下降趋势，年均复合下降1.07%。截至2015年底，公司存货账面价值为112.18亿元，较年初微降0.92%。公司存货主要由房地产开发成本（占比77.99%）和开发产品（占比17.68%）构成。截至2015年底，公司存货未发生减值故未计提存货跌价准备。

2013~2015年，公司其他应收款呈逐年增长趋势，年均复合增长41.45%，公司其他应收账款主要为关联公司往来款项。截至2015年底，公司其他应收款25.29亿元，较年初增长88.67%，主要系往来款增加所致。公司其他应收款前5名合计占比62.42%（见下表），应收账款集中度较高。公司1年内的其他应收账款占比83.04%，1~2年的占比13.46%，2年以上的占比3.50%。公司其他应收款按账龄法计提坏账准备，截至2015年底，公司对其他应收款共计提坏账准备1.62亿元，占比6.01%。

表14 其他应收款金额前5名情况

单位名称	账面余额（元）	款项性质	占其他应收款余额的比例(%)
大连饰家源有限公司	790,510,687.57	往来款	29.37
大连丰利达整体橱柜有限公司	359,416,304.49	往来款	13.36
大连福溢贸易有限公司	303,860,757.46	往来款	11.29
大连景逸贸易有限公司	126,000,000.00	往来款	4.68

大连经济技术开发区万邦商贸有限公司	100,000,000.00	往来款	3.72
小计	1,679,787,749.52	--	62.42

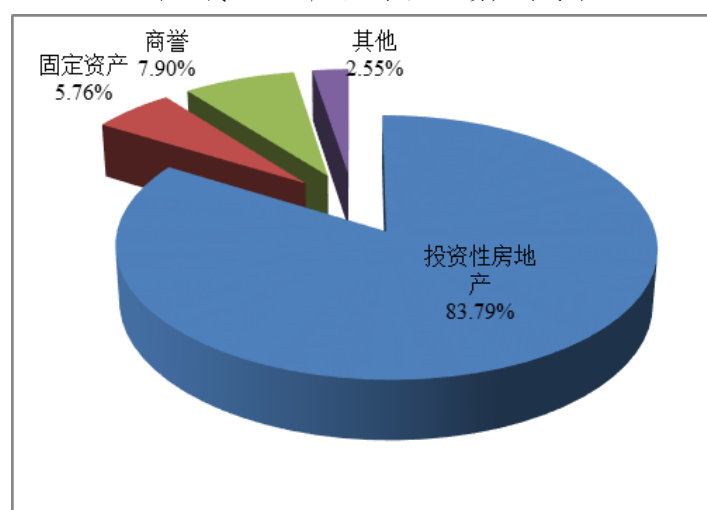
资料来源：公司审计报告

公司其他流动资产全部为预交税费，2013~2015 年呈大幅下降趋势，年均复合下降 94.00%；截至 2015 年，公司其他流动资产为 0.01 亿元，较年初下降 99.72%主要系 2015 年公司预交税费结转所致。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长 12.77%，主要系投资性房地产增长所致。截至 2015 年底，公司非流动资产 亿元，较年初增长 12.80%，非流动资产主要由固定资产、投资性房地产和商誉构成（见下图）。

图8 截至2015年底公司非流动资产构成图



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司投资性房地产呈逐年增长趋势，年均复合增长 14.57%。截至 2015 年底，公司投资性房地产为 19.94 亿元，较年初增长 14.48%，主要系公允价值变动所致。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，公司投资性房地产入账成本为 4.04 亿元，截至 2015 年底，投资性房地产账面价值已增值 392.93%。

2013~2015 年，公司固定资产呈波动增长趋势，年均复合增长 7.39%，其中 2014 年公司购入较多施工设备，导致当年固定资产增长较快。截至 2015 年底，公司固定资产账面价值 1.37 亿元，较年初下降 7.94%，主要由房屋建筑物（占比 86.92%）和机器设备（占比 7.21%）构成。截至 2015 年底，公司固定资产累计计提折旧 9,030.03 万元，公司固定资产成新率 60.63%，成新率一般。

2013~2015 年，公司商誉呈下降趋势，年均复合下降 8.33%，主要系 2014 年注销全资子公司北京万维润地房地产开发有限公司所致。截至 2015 年底，公司商誉 1.88 亿元，较年初无变化，公司比较商誉与其可回收金额进行商誉减值测试，未发生减值，故未计提商誉减值准备。

截至 2015 年底，公司共有 93.31 亿元资产所有权或使用权受到限制，受限比例为 49.82%，受限资产占比较大。

总体看，公司资产规模主要以流动资产为主。流动资产中存货占比较大且存在一定去化压力，流动性一般；非流动资产中投资性房地产占比较大，公司受限资产占比较大，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

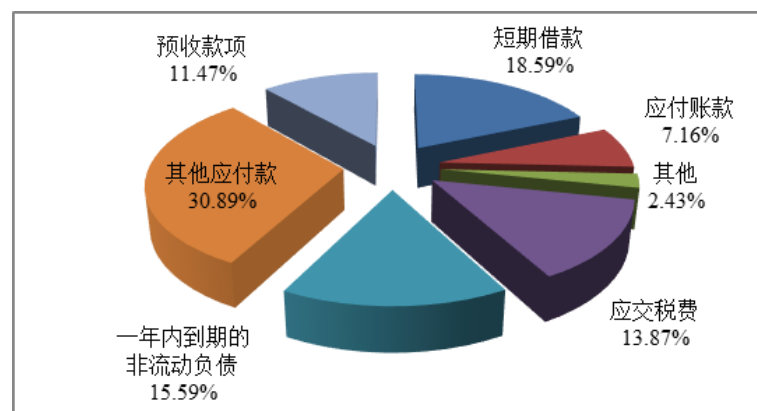
负债

2013~2015 年，公司负债规模呈下降趋势，年均复合下降 8.31%，公司以流动负债为主。截至 2015 年底，公司负债合计 80.51 亿元，较年初下降 0.27%。其中流动负债占比 54.16%，非流动负债占比 45.84%。公司负债结构主要以流动负债为主。

流动负债

2013~2015 年，公司流动负债规模呈逐年下降趋势，年均复合下降 9.25%，主要系预收款项减少所致。截至 2015 年底，公司流动负债合计 43.61 亿元，较年初下降 2.99%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、应交税费、一年内到期的非流动负债和其他应付款构成（如下图）。

图9 截至2015年底公司流动负债构成图



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款呈波动增长趋势，年均复合增长 8.31%。截至 2015 年底，公司短期借款 8.11 亿元，较年初增长 40.15%，主要系由于部分借款到期为满足公司经营需求而增加的短期借款所致。公司短期借款主要为抵押借款（占比 44.41%）、质押借款（占比 33.07%）、保证借款（占比 10.44%）和信用借款（占比 12.09%）。

公司应付账款主要为工程款和材料款，2013~2015 年，受公司工程进度影响，公司应付账款呈波动下降趋势，年均复合下降 24.82%。截至 2015 年底，公司应付账款 3.12 亿元，较年初下降 47.13%，主要系公司房地产开发投入减少，同时增加了票据结算所致。从账龄来看，主要为 2 年以内的应付款项（占比 83.02%）

2013~2015 年，公司预收款项随公司项目进度波动较大，年均复合下降 22.35%。截至 2015 年底，公司预收款项 5.00 亿元，较年初增长 180.61%，主要系预收房款尚未结转所致。公司预收款项主要由一年内的预收售房款（占比 96.32%）构成。

2013~2015 年，公司应交税费呈逐年增长趋势，年均复合增长 16.21%，截至 2015 年底，公司应交税费 6.05 亿元，较年初增长 25.39%，主要为应交土地增值税和企业所得税。

2013~2015 年，公司其他应付款呈逐年下降趋势，年均复合下降 21.30%。截至 2015 年底，其他应付款为 13.47 亿元，较年初下降 14.02%，主要系公司与关联方往来款减少所致。公司其他应付款主要为应付关联方及其他单位的往来款、代收代缴业主税费、保证金等。

2013~2015 年，随公司长期债务到期和偿还，一年内到期的非流动负债波动较大，年均复合增长 6.90%。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 6.80 亿元，较年初下降 37.74%。

非流动负债

2013~2015 年，公司非流动负债呈波动下降趋势，年均复合下降 7.16%，主要受长期借款波动影响。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 36.90 亿元，较年初增长 3.13%。公司非流动负债由长期借款（占比 78.39%）、长期应付款（占比 10.84%）和递延所得税负债（占比 10.77%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款呈波动下降趋势，年均复合下降 1.85%。截至 2015 年底，公司长期借款 28.92 亿元，较年初增长 18.38%，主要系公司到期债务较多，融资需求加大所致。长期借款全部为抵押借款。从期限分布来看，公司将于 2017 年到期长期借款的为 26.23 亿元（占比 90.67%），面临一定的集中偿付压力，公司未来还款主要依靠项目销售回款及新增融资。

2013~2015 年，公司长期应付款呈逐年下降趋势，年均复合下降 36.75%。截至 2015 年底，公司长期应付款 4.00 亿元，较年初下降 50.00%，主要系偿还山东省国际信托有限公司 8 亿元信托借款，同时新增渤海国际信托有限公司 4 亿元信托借款所致，到期期限为 2017 年 6 月，公司面临着一定的集中偿付压力。

2013~2015 年，公司递延所得税负债呈逐年增长趋势，年均复合增长 19.42%，截至 2015 年底，公司递延所得税负债 3.97 亿元，较年初增长 18.87%。

2013~2015 年，公司全部债务规模呈逐年小幅下降趋势，年均复合下降 3.91%。截至 2015 年底，全部债务规模为 48.84 亿元，较年初下降 0.63%，其中短期债务 15.91 亿元、长期债务 32.93 亿元，债务结构较好。其中短期债务由短期借款（占比 50.96%）、应付票据（占比 6.29%）和一年内到期的非流动负债（占比 42.75%）构成；长期债务由长期借款（占比 87.85%）和长期应付款（占比 12.15%）构成。

2013~2015 年，公司总体负债规模逐年下降，资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率，均呈逐年下降趋势，截至 2015 年底，上述指标分别为 42.98%、31.38%和 23.57%，分别较年初小幅下降 1.12 个百分点、1.07 个百分点和 0.51 个百分点，公司债务负担较低。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，债务负担一般，以长期债务为主，债务结构较好，但公司面临着一定的集中偿付压力。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益呈逐年小幅增长趋势，年均复合增长 4.56%，主要系未分配利润增长所致。截至 2015 年底，公司所有者权益 106.80 亿元，较年初增长 4.38%，其中归属于母公司所有者权益为 97.96 亿元，占 91.72%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 36.50%，资本公积占 20.13%，盈余公积占 1.56%，未分配利润占 33.53%，2013~2015 年公司权益结构变动较小。

总体看，公司所有者权益增长稳定，实收资本和资本公积占比较大，所有者权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入呈逐年下降趋势，年均复合下降 33.66%，主要系公司项目销售情况不佳所致；2015 年公司实现营业收入 21.45 亿元，同比下降 25.36%。2013~2015 年，公司营业成本随营业收入下降较快，年均复合下降 35.21%。受此影响，2013~2015 年，公司营业利润率呈逐年上升趋势，三年分别为 21.52%、23.36%和 26.98%。2013~2015 年，公司净利润呈逐年下滑趋势，年均复合下降 17.65%，2015 年实现净利润 4.19 亿元，同比下降 9.48%，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.46 亿元。

从期间费用来看，2013~2015 年，公司期间费用总额呈逐年下降趋势，三年分别为 3.22 亿元、2.16 亿元和 1.90 亿元，年均复合下降 23.09%，主要系管理费用和财务费用下降所致。从费用构成来看，财务费用和管理费用占比较高，近三年公司财务费用和管理费用合计占比均在 87%左右，2015 年，公司财务费用占费用总额的 35.51%，管理费用占 51.89%，销售费用占 12.60%。2013~2015 年，公司费用收入比逐年增长，分别为 6.61%、7.52%和 8.88%，费用控制能力较强。

2013~2015 年，公司公允价值变动收益分别为 0.47 亿元、2.23 亿元和 2.52 亿元，主要系公司投资性房地产公允价值变动所致，公允价值变动分别占同期利润总额的 5.82%、35.53%和 46.53%，公允价值变动损益对利润影响大；2013~2015 年，随着坏账准备计提增加，公司资产减值损失分别为 0.06 亿元和 0.55 亿元和 1.20 亿元，资产减值损失对利润影响逐年增大，2015 年资产减值损失占利润总额的比重为 22.16%；2013~2015 年，公司营业外收支和投资收益金额较小，对利润总额产生影响小。

从各项盈利指标来看，由于 2013~2015 年公司收入和净利润均下降，2013~2015 年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均呈逐年下降趋势，2015 年上述三项指标分别降至 3.58%、3.63%和 4.01%，较上年分别下降 0.35 个百分点、0.39 个百分点和 0.62 个百分点，整体盈利能力有待提高。

总体看，近年来，公司营业收入和利润呈下降趋势，费用率确逐年上升，公司利润对公允价值变动有较大依赖，资产减值，整体盈利能力有待提高。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2013~2015 年，公司经营活动现金流入量呈逐年下降趋势，年均复合下降 17.37%，主要系公司在售项目销售情况不佳所致。2015 年，公司经营活动现金流入 27.25 亿元，同比下降 13.81%；2013~2015 年，经营活动现金流出量逐年下降，年均复合下降 34.55%，主要受前期公司土地购置支出增加所致。受上述因素影响，近三年，公司经营活动产生的现金流净额分别为-16.59 亿元、4.20 亿元和 3.05 亿元。2013~2015 年，公司现金收入比分别为 64.16%、78.95%和 90.85%。

从投资活动情况来看，2013~2015 年，公司投资活动规模较小，投资活动现金流入主要为处置资产及投资收益所得及少量收回投资，2013~2015 年分别为 0.58 亿元、0.04 亿元和 0.24 亿元；投资活动现金流出分别为 0.04 亿元、0.65 亿元和 0.03 亿元，主要系公司购建固定资产等长期资产支付的现金。受上述因素影响，2013~2015 年，公司投资活动现金流量净额分别为 0.54 亿元和-0.61 亿元和 0.21 亿元。

筹资活动前，2013~2015 年，公司经营获得及投资活动产生的现金流净额分别为-16.05 亿元、3.59 亿元和 3.26 亿元，近两年公司经营及投资活动产生现金流呈净流入状态。

从筹资活动情况来看，2013~2015 年，筹资活动现金流入波动较大，分别为 34.13 亿元和 13.58 亿元和 35.01 亿元，全部为银行借款所得；2013~2015 年，随着公司需偿还到期债务逐年增长，筹资活动现金流出逐年增加，分别为 18.67 亿元、27.87 亿元和 45.21 亿元，筹资活动现金流出主要为偿还银行贷款和利息支付的现金。受上述因素影响，2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 15.46 亿元、14.29 亿元和-10.21 亿元。

整体看，近三年，公司投资支出较小，筹资活动资金主要用于偿还债务及利息，现金及现金等价物呈持续净流出态势。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债和预收房款减少使得流动负债下降，公司流动比率呈逐年小幅上升趋势，分别为 3.30 倍、3.60 倍和 3.75 倍；速动比率呈小幅波动变化，分别为 1.14 倍、1.08 倍和 1.18 倍。2013~2015 年，现金短期债务比呈逐年下降趋势，分别为 2.45 倍、1.10 倍和 0.85 倍，主要系公司偿还债务导致现金类资产持续减少，现金对短期债务保护程度趋弱，但仍属较高。2013~2015 年，经营现金流动负债比率波动较大，分别为 -31.34%、9.35% 和 6.99%。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015 年，受公司利润总额下降影响，公司 EBITDA 呈逐年下降趋势，2015 年 EBITDA 为 6.78 亿元，较上年下降 12.73%，主要系利润总额大幅下滑所致，构成 EBITDA 的各项要素中利润总额占比 79.94%、计入财务费用的利息支出占比 18.08%，折旧占比 1.98%。2013~2015 年，公司 EBITDA 利息保障倍数呈下降趋势，分别为 2.90 倍、2.11 倍和 2.13 倍，EBITDA 对利息的保障程度一般。2013~2015 年，EBITDA 全部债务比呈逐年下降趋势，三年分别为 0.18 倍、0.16 倍和 0.14 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2015 年底，公司不存在对外担保。

截至 2015 年底，公司不存在可能对公司财务状况、经营成果、业务活动、未来前景等产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

截至 2015 年底，公司已经取得的授信总额为 39.76 亿元，其中已用授信额度 37.99 亿元，尚未使用授信额度 1.77 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，截至 2016 年 3 月 4 日，公司不存在未结清不良类及关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力一般，考虑到公司资产负债率水平较低且负债结构较好，公司整体偿债能力仍属较强。

八、本期公司债偿债能力分析

1. 本期公司债的发行对目前负债的影响

截至 2015 年底，公司全部债务为 48.84 亿元，本次债券拟发行总额度为不超过 40.00 亿元，其中，本期债券基础发行规模 5 亿元，可超额配售不超过 15 亿元，本次债券及本期债券相对于公司债务规模较大，对公司整体债务负担影响较大。

以 2015 年底财务数据为基础，若本期公司债券募集资金 20 亿元，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分别上升至 48.48%、39.19% 和 33.14%，各指标数值分别上升 5.50 个百分点、7.81 个百分点和 9.57 个百分点，债务负担明显加重。考虑到本期公司债券筹集资金将部分用于偿还部分银行借款，本期公司债券实际影响小于理论估算值。

考虑本次债券第一期已成功发行 20 亿元，若本期公司债券募集资金 20 亿元，以 2015 年底财务数据为基础，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上升至 53.02%、45.41% 和 40.58%，各指标数值分别上升 10.03 个百分点、14.03 个百分点和 17.01 个百分点，债务负担明显加重。

2. 本期公司偿债能力分析

以 2015 年相关财务数据为基础,经营活动现金流入量对本期债券和本次债券的保护倍数分别为 1.36 倍和 0.68 倍,经营性现金流入量对本次和本期债券覆盖程度较高;经营活动现金净流量对本期债券和本次债券的保护倍数为 0.15 倍和 0.08 倍,经营活动现金净流量对本次和本期债券的覆盖程度低;公司 EBITDA 对本期债券和本次债券的保护倍数为 0.34 倍和 0.17 倍,EBITDA 对本期公司债券的覆盖程度较高,对本次覆盖程度较低。

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,公司对本期公司债券的偿还能力较强。

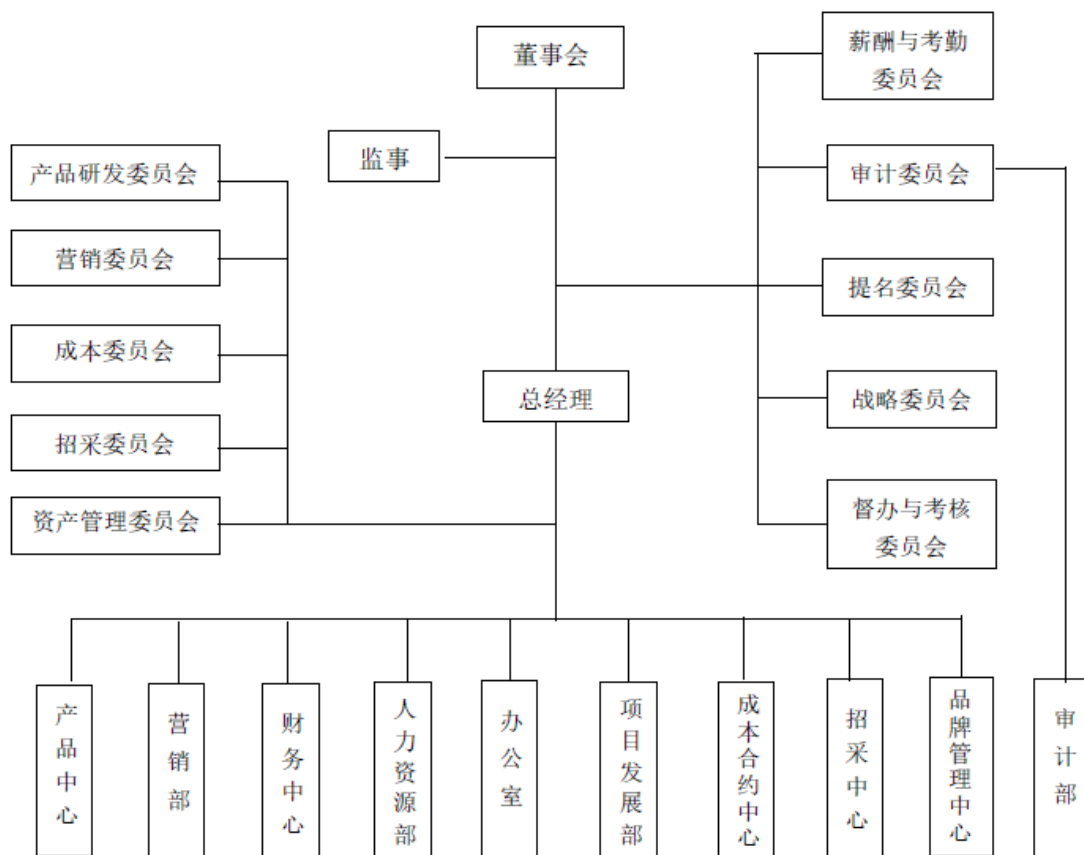
九、综合评价

公司作为一家以房地产开发经营为主的企业,近年来,在房地产行业景气度下滑的背景下,经营保持稳健,公司业务以大连和北京为主,具有土地储备较充足,开发规模较大,资产负债率较低。同时,联合评级也关注到房地产市场出现波动,行业竞争加剧,公司外部融资需求加大,去化压力较大,营业收入及利润率下滑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,公司在售项目实现销售,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。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债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本期债券到期不能偿还的风险很低。

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	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	193.45	183.05	187.31
所有者权益（亿元）	97.69	102.32	106.80
短期债务（亿元）	12.86	16.71	15.91
长期债务（亿元）	40.03	32.44	32.93
全部债务（亿元）	52.89	49.14	48.84
营业收入（亿元）	48.72	28.73	21.45
净利润（亿元）	6.18	4.63	4.19
EBITDA（亿元）	9.74	7.77	6.78
经营性净现金流（亿元）	-16.59	4.20	3.05
应收账款周转次数（次）	9.17	4.47	2.30
存货周转次数（次）	0.30	0.17	0.11
总资产周转次数（次）	0.28	0.15	0.12
现金收入比率（%）	64.16	78.95	90.85
总资本收益率（%）	6.25	3.93	3.58
总资产报酬率（%）	5.49	4.02	3.63
净资产收益率（%）	6.44	4.63	4.01
营业利润率（%）	21.52	23.36	26.98
费用收入比（%）	6.61	7.52	8.88
资产负债率（%）	49.50	44.10	42.98
全部债务资本化比率（%）	35.12	32.45	31.38
长期债务资本化比率（%）	29.07	24.07	23.57
EBITDA 利息倍数（倍）	2.90	2.11	2.13
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.16	0.14
流动比率（倍）	3.30	3.60	3.75
速动比率（倍）	1.14	1.08	1.18
现金短期债务比（倍）	2.45	1.10	0.85
经营现金流动负债比率（%）	-31.34	9.35	6.99
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.49	0.39	0.34

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

联合信用评级有限公司关于 正源房地产开发有限公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）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，在每年正源房地产开发有限公司年度审计报告出具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。

正源房地产开发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。正源房地产开发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正源房地产开发有限公司的相关状况，如发现正源房地产开发有限公司或本次（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。

如正源房地产开发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，可宣布信用等级暂时失效，直至正源房地产开发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正源房地产开发有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年七月二十二日