

跟踪评级公告

联合[2016]560号

奥园集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对奥园集团有限公司主体长期信用状况和公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

奥园集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

奥园集团有限公司公开发行的“15 奥园债”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：

二零一六年六月七日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

奥园集团有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级:

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

债券信用等级

评级展望: 稳定

评级展望: 稳定

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 奥园债	24 亿元	2+1 年	AA	AA	2015.5.26

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 7 日

财务数据:

项 目	2014	2015	2016.3
资产总额 (亿元)	262.11	327.80	350.83
所有者权益 (亿元)	60.24	98.01	98.52
长期债务 (亿元)	26.95	66.43	79.83
全部债务 (亿元)	57.03	80.19	92.13
营业收入 (亿元)	45.24	80.01	8.86
净利润 (亿元)	6.30	13.15	0.83
EBITDA (亿元)	9.18	19.38	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.15	-13.80	-1.59
营业利润率 (%)	27.06	26.48	35.95
净资产收益率 (%)	11.11	16.63	0.85
资产负债率 (%)	77.02	70.10	71.92
全部债务资本化比率 (%)	48.63	45.00	48.32
流动比率 (倍)	1.43	1.87	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.16	0.24	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.30	5.76	--
EBITDA/债券本金合计 (倍)	0.38	0.81	--

注: 1、本报告中发行人 2016 年一季度数据未经审计。

2、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

3、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。

评级观点

2015 年, 奥园集团有限公司 (以下简称“公司”或“奥园集团”) 受益于广州市房地产市场景气度持续上行影响, 经营状况良好, 公司营业收入大幅增长; 新增土地储备较多, 对公司未来盈利形成支撑, 且区域较分散, 可以避免区域集中政策波动风险, 土地储备质量较好; 公司资产规模有所增加, 资产负债率有所下降, 经营活动现金流入持续增长; 2015 年, 公司股东增资 8.00 亿元, 股东支持力度较大。同时, 联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到公司所在房地产行业受宏观经济增速、房地产政策波动影响较大, 债务负担增加, 公司还款期限较为集中, 对外担保额度较大, 在建项目规模资金需求量大等对公司信用水平造成的不利影响。

公司在建项目规模较大, 预收款规模较大, 未来可结转收入较多, 公司的盈利规模有望进一步提升, 公司整体信用状况稳定。

综上, 联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”, 评级展望维持“稳定”, 同时维持“15 奥园债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2015 年, 广州等地区经济发展较快, 公司直接受益于区域经济发展。

2. 2015 年, 公司经营状况良好, 营业收入及利润大幅增长。公司土地储备充足, 获取价格较低, 土地储备质量较好, 对公司未来盈利形成支撑。

3. 股东支持力度加大, 公司资产规模、净资产均大幅增加, 且资产负债率有所下降。

4. 公司在建项目规模较大, 预收款规模较大, 未来可结转收入较多。

关注

1. 公司在建项目规模较大, 资金需求量大

大，公司资金压力较大。

2. 公司有息债务规模增加，还款期限较为集中；且对外担保额度较大，公司或有负债风险需要关注。

3. 公司少数股东权益在所有者权益中占比较大，所有者权益稳定性较弱。

分析师

李 晶

电话：010-85172818

邮箱：lij@unitedratings.com.cn

蒲雅修

电话：010-85172818

邮箱：puyx@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）与永泰能源股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与永泰能源股份有限公司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，未因永泰能源股份有限公司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公司相关资料主要由永泰能源股份有限公司提供，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永泰能源股份有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：

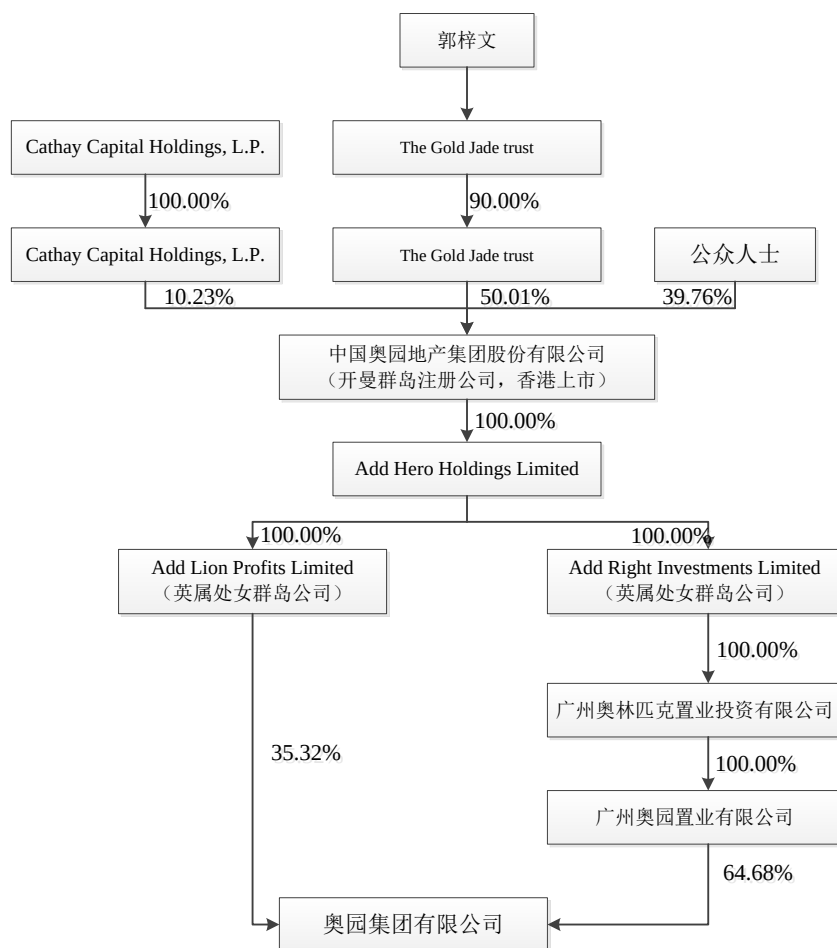


一、主体概况

奥园集团有限公司（以下简称“奥园集团”或“公司”）原名广东金业集团有限公司，于 1998 年 5 月，经广州市工商行政管理局批准成立，初始注册资本 2,038 万元；初始股东为：番禺市金业物业管理有限公司，出资 1,600 万元（货币）持股 78.51%；番禺市梓业建筑安装工程有限公司，出资 250 万元（货币）持股 12.27%；番禺市梓业装饰工程有限公司，出资 150 万元（货币）持股 7.36%；番禺市华宇建筑装饰工程有限公司，出资 38 万元（货币）持股 1.86%。

根据公司 2003 年 7 月股东会决议，公司名称变更为现名，公司注册资本变更为 30,000 万元。后经数次增加变更等，截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 111,000 万元，其中 ADD LION PROFITS LIMITED 持股 35.32%，广东奥园置业有限公司持股 64.68%。公司实际控制人为郭梓文先生。截至 2016 年 3 月底，公司股权结构如下图所示：

图 1 截至 2016 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司经营范围为：房地产开发经营；房地产中介服务；房地产咨询服务；物业管理；（具体经营范围以审批机关核定的为准；涉及许可项目的，以许可审批部门核定的为准）。

公司组织结构未发生重大变化。截至 2016 年 3 月底，公司拥有控股子公司 48 家，公司员工总数 3,071 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 327.80 亿元，负债合计 229.79 亿元，所有者权益 98.01 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 45.09 亿元。2015 年，公司实现营业收入 80.01 亿元，净利润 13.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.00 亿元。2015 年，公司经营活动现金流量净额为-13.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 17.41 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 350.83 亿元，负债合计 252.31 亿元，所有者权益 98.52 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 46.11 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.86 亿元，净利润 0.83 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.89 亿元。2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-1.59 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.75 亿元。

公司注册地址：广州市番禺区桥南街番禺奥林匹克花园办公楼；法定代表人：郭梓宁。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司发行不超过人民币 24.00 亿元的公司债券经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]1738 号文核准。公司债券于 2015 年 8 月 24 日上市发行，债券简称“15 奥园债”（证券代码：122420）发行总额为人民币 24.00 亿元，债券期限 3（2+1）年期，发行票面利率为 5.80%。

本公司债券无担保。

表 1 公司债券发行情况

名称	证券代码	金额（亿元）	期限（年）	票面利率（%）
15 奥园债	122420	24.00	3	5.80

资料来源：公司年报

“15 奥园债”主要用于偿还金融机构借款，补充流动资金。公司“15 奥园债”共募集资金 24.00 亿元，截至 2015 年底，公司已将 13.58 亿元用于偿还银行贷款、10.05 亿元用于补充流动资金，截至 2015 年底尚余 0.01 亿元。

截至本报告出具日，“15 奥园债”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，属房地产行业的子行业。公司业务受房地产整体运行情况、行业政策影响明显，与区域经济发展紧密相关。

1. 房地产行业

（1）行业概况

2015 年，全国房地产行业在持续宽松的货币政策和信贷政策等多项利好刺激下有所增长，但增速明显下滑；不同区域房地产市场明显分化；去库存成为房地产行业共识。

2015 年，全国房地产开发投资 95,979 亿元，较上年名义增长 1.0%，为近五年来的最低点。房屋新开工面积 154,454 万平方米，较上年下降 14.0%。全年土地购置面积 22,811 万平方米，较上年下降 31.7%。

2015 年，全国土地供应出现一定的下滑趋势，全国 300 个城市共推出土地 31,686 宗，同比减少 14%；土地面积 113,235 万平方米，同比减少 18%；出让金总额为 21,793 亿元，同比减少 10%。土地溢价率方面，2015 年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，全国 300 个城市土地平均溢价率 16%，较去年同期上升 6 个百分点。但土地市场分化明显，一线城市呈现上升

态势，较同期上升 2 个百分点至 27%；二线城市较上年同期上升 10 个百分点至 17%；三四线城市较上年同期上升 2 个百分点至 8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨 19%至 9,180 元/平方米；二线城市同比上涨 18%至 1,565 元/平方米；三四线城市同比上涨 1%至 751 元/平方米。整体看，土地供求量均出现较大下滑，但分化明显，一、二线城市土地市场热度较高。

在开发资金来源方面，2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，较上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，较上年下降 4.8%；利用外资 297 亿元，较上年下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，较上年下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，较上年增长 12.0%。整体看，2015 年以来，房企融资规模较大，资金压力获得一定缓解。

在市场供需上，2015 年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015 年全年商品房累计销售 128,494.97 万平方米，同比增长 6.50%。伴随房地产企业逐步意识到部分城市房产库存积压严重并做出区域性调整后，商品房待售面积增速自 2015 年有所下滑，截至 2015 年 12 月，全国拥有 7.19 亿平方米待售商品房，同比增长 15.60%。整体看，全国商品房库存增速放缓，但库存总量仍处高位。

在销售价格上，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，小幅增长。整体看，2015 年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，一线城市房价呈快速增长态势。

（2）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。2014 年以来，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，2015 年国家出台了一系列政策对房地产进行调控。

2015 年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。在信贷支持上，央行五次降息降准，经此调整，5 年以上商业贷款利率降至 4.9%，公积金贷款利率降至 3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于 3 月、8 月和 9 月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求方面进行调整。2016 年 2 月，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。

整体看，在我国房地产市场去库存的背景下，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，但行业未来仍将受政策影响进而出现比较明显的行业波动。

（3）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，截至 2016 年 3 月底，全国商品房待售面积 73,516 万平方米，比 2 月末减少 415 万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，去库存压力较大。

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，截至 2015 年底，按 Wind 资讯整体法计算的房地产板块资产负债率为 76.40%，较 2014 年底提高了 1.82 个百分点，房地产板块整体债务率较高。

市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房

地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。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。

（4）行业发展

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。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件，地产呈现金融化趋势。

转变盈利模式，提升经营收益

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

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，长期来看，人口结构等因素将扮演重要的角色，去库存已成为行业共识。未来几年，预期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。

2. 广州地区房地产发展情况

2015 年，广州市经济总体发展较好，实现地区生产总值（GDP）18,100.41 亿元，按可比价格计算，较上年增长 8.4%；全年完成固定资产投资 5,405.95 亿元，较上年增长 10.6%；房地产开发业完成投资 2,137.59 亿元，较上年增长 17.7%，其中商品住宅开发投资 1,331.03 亿元，较上年增长 33.8%。

2015 年，广州政策整体延续 2014 年情况。其中广州住房公积金管理中心宣布，从 2015 年 6 月 10 日开始调整公积金贷款政策，涉及降低首付款比例，调整可贷额度计算公式等多个方面。其中，未结清贷款二套房首付比例降至四成，可贷门槛也统一降至 6 个月缴存期，公积金政策的不断完善，提高了公积金的实用率、减轻购房者的购房压力。2015 年 11 月，广州市全面启动不动产统一登记工作不动产新证证书遵循“不变不换”原则，原《国有土地使用证》、《房地产权证》、《他项权证》、《林权证》、《海域使用权证》等证书与证明将继续有效。

2015 年广州楼市整体强劲反弹，成交金额冲历史高点。2015 年商品住宅成交 1,237 万平方米，成交金额 1,860 亿元，同比分别增长 28%和 30%，成交均价 15,060 元/平方米，与去年持平。“量热价冷”的核心原因就是近郊和远郊的项目热卖。2015 年，远郊的增城和近郊的番禺仍是第一主力成交区，成交面积均在 200 万平方米以上，同时远郊的南沙、花都成交面积占比分别提高了 5.35 个百分点和 3.29 个百分点。2015 年，广州商品住宅市场刚需释放强烈，改善需求相对疲软。2015 年 150 万元以下的刚需住宅成交面积占比接近 6 成，占比上升 3 个百分点；150~300 万元的改善需求成交面积占比不升反降，降幅超过 4 个百分点。

2015 年，广州共成交经营性土地建筑面积 1,214 万平方米，同比上升 28%；成交金额 928 亿元，同比上升 13%，其中住宅土地出让金总额达 604 亿元；成交楼板价为 7,644 元/平方米，同比下降 12%。

截至 2015 年底，广州商品住宅可售货量 913.25 万平方米，去化周期降至 7.53 个月，为当年

最低水平。整体市场供求关系均衡，也是支撑广州楼市持续发力因素之一。

总的来看，2015年，广州房地产政策风向较宽松，市场比较理性，但中心城区改善和高端产品的价格还是有一定上涨空间。

四、管理分析

截至2016年3月底，公司的经营管理、财务管理等制度无变化，公司核心管理团队无变化。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营住宅开发和销售，属于房地产开发企业。公司房地产销售状况良好，经营规模整体持续扩大。2015年，公司实现营业收入和净利润分别为80.01亿元和13.15亿元，分别较上年大幅增长76.85%和108.69%；实现房屋协议销售金额95.07亿元，较上年增长4.01%，在取得了较好经济效益的同时，为进一步开拓市场打下了良好的基础。

公司2014~2015年的主营业务收入主要由房地产销售收入和其他业务收入构成，其他业务包括物业管理收入和租金收入等。近两年公司营业收入全部均来自于主营业务，主营业务十分突出。2015年公司主营业务收入80.01亿元，较上年增长76.85%，主要是房地产销售收入的增长。房地产销售一直是公司最核心的业务，近两年在主营业务收入中的占比分别为99.23%和98.65%，2015年房地产销售收入78.93亿元，较上年增长74.46%，主要系交付面积大幅增长，且占比较大的广州售价较高共同影响所致。从营业收入的地区分布来看，公司业务区域分布范围有所增加，但仍以广州为主，2015年广州取得的房产销售收入占比66.83%，占比进一步提升，其他占比较大的地区有沈阳、蚌埠和重庆，占比分别为6.92%和11.08%和8.07%。2015年，为公司营业收入有贡献的地区中新增蚌埠、重庆等四个区域，这与公司近年发展战略相关，公司未来几年继续深耕珠三角地区，同时在经济发展较快、潜力较大的安徽、重庆等地积极布局。如下表所示：

表2 2014~2015年公司分地区房产销售收入情况（单位：亿元、%）

地区	2014年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
广州	29.16	64.96	52.75	66.83
沈阳	10.10	22.50	5.46	6.92
中山	2.81	6.26	0.59	0.75
株洲	1.64	3.66	--	--
清远	1.18	2.62	1.01	1.29
佛山	--	--	2.79	3.54
蚌埠	--	--	8.74	11.08
重庆	--	--	6.37	8.07
梅州	--	--	1.20	1.53
合计	44.89	100.00	78.93	100.00

资料来源：公司提供

从盈利情况来看，由于房地产销售在公司主营业务中的占比很高，因此房地产销售的毛利水平对公司盈利规模的影响较大。房地产销售一直是公司最核心的业务，近两年在主营业务收入中

的占比分别为 99.23%和 98.65%，对应房地产销售业务毛利率分别为 38.47%和 36.41%。2015 年，公司房地产销售业务毛利率较上年有所下降，主要系受政策影响，部分城市房价有所下降所致。公司的整体盈利能力保持在较好水平。

表 3 2014 年~2015 年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

主营业务	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售收入	44.89	99.23	38.47	78.93	98.65	36.41
其他业务	0.35	0.77	84.00	1.08	1.35	75.58
主营业务收入合计	45.24	100.00	38.82	80.01	100.00	36.94

资料来源：公司审计报告。

注：其他业务收入主要包括物业管理收入和租金收入。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.86 亿元，毛利率 47.57%；其中房地产业务收入 8.37 亿元，毛利率为 47.00%，较上年同期增加 11.16 个百分点，主要系物业销售收入集中在毛利率较高的广州区域所致；实现净利润 0.83 亿元；公司业务继续保持良好的发展态势。

总体看，公司项目分布比较集中，近两年营业收入增长较快，毛利率水平增幅明显，维持在相对较高水平。

2. 土地储备

公司房地产项目开发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公司实现营业收入和经营利润最为重要的环节。公司土地储备基本通过“招、拍、挂”方式获得，公司主要以单独开发为主，在购置大型、价值高且需要即时付款的土地时，公司会与其他开发商合作开发以减轻资金压力。

2015 年~2016 年 3 月底，公司购入土地共计 13 块，占地面积合计 82.46 万平方米，规划建筑面积 225.49 万平方米，购地支出 27.10 亿元。从土地性质来看，公司 2015 年~2016 年 3 月底新增土地储备大多是高层公寓、商业和综合物业为主。从价格来看，除广州、佛山部分地块拿地价格相对较高外，其他地区的购地成本整体较低，另外，近年来番禺地区发展较快，得益于土地价格的上涨，公司的土地储备整体质量较好。

表 4 2015 年~2016 年 3 月公司新增土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

项目名称	项目所在地	取得时间	物业类型	占地面积	规划建面	楼面地价	享有权益
五华奥园广场	广东省梅州	2015 年	高层公寓、商业	7.54	13.58	1,251.38	100
南宁奥园瀚林上筑	广西省南宁	2015 年	综合社区	1.65	7.43	3,033.33	55
南宁奥园瀚林名门	广西省南宁	2015 年	综合社区	3.57	14.29	2,775.00	55
南宁奥园瀚林朗庭	广西省南宁	2015 年	综合社区	1.34	6.71	1,992.00	60
蚌埠奥园瀚林华府	安徽省蚌埠	2015 年	综合社区	11.51	32.23	1,286.71	55
蚌埠奥园瀚林银座广场 CD 地块	安徽省蚌埠	2015 年	综合社区	7.81	23.44	1,344.97	55
蚌埠奥园瀚林银座东区	安徽省蚌埠	2015 年	综合社区	8.33	24.98	1,344.97	55
蚌埠奥园瀚林银座西区	安徽省蚌埠	2015 年	综合社区	2.86	8.57	1,344.97	55
莲花山奥园	广州番禺区	2015 年	高层公寓、商业	15.37	28.08	2,136.39	100
珠海奥园广场	广东省珠海	2015 年	高层公寓、商业	6.21	27.08	2,732.41	97
佛山奥园一号	广东省佛山	2015 年	高层公寓、商业	3.32	11.62	9,357.67	100

浏阳奥园广场	湖南省长沙	2015 年	高层公寓、商业	5.95	14.89	827.65	100
宁都奥园广场	江西省赣州	2016 年	高层公寓、商业	6.99	12.59	500.40	100
按权益合计	--	--	--	82.45	225.49	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从区域分布看，2015~2016 年 3 月底，公司共取得土地 13 块，分布于广东、广西和安徽地区的分别有 4 块、3 块和 4 块，较为分散，可以避免地区政策变动带来的影响。公司拿地节奏较快，且布局由珠三角为主开始外拓至安徽、湖南、江西等中部省份的二、三线城市，这样利于公司扩大经营范围和规模，同时又可使公司避免单一区域政策波动造成的不利影响。此外，公司对新进入区域主要采用与其他开发商联合拿地策略，公司享有 55%或者更高的权益，与公司稳健发展风格相关，降低对新进入区域的市场风险，同时又缓解公司的资金压力。

总体看，公司土地储备规模较大，可以满足公司未来 3~5 年的开发需求；土地拿地成本较低，土地储备的质量较高，且区域较为分散，可以避免地区政策变动带来的影响。

3. 项目开发情况

公司的房地产开发依然坚持“商住双线”发展战略，即“两套标准，两个整合，一个平衡”的执行标准。公司开发的三大系列产品，从项目的产品类别来看，多以刚性需求为主的高去化率产品，包括首次置业和改善性置业住宅，重点开发中高档住宅项目和 LOFT 商业公寓，开发区域主要集中在广东省，省外开发项目有限。

从项目开发数据来看，公司房地产开发的规模适中，同时处于建设阶段的项目数量稳定增长。2015 年，新开工 16 个建设项目，新开工面积较上年微降至 116.77 万平方米，全年在建面积 329.34 万平方米，分布于 30 个项目，年内竣工面积 115.77 万平方米，竣工面积规模较 2014 年大幅增长 107.66%，在建面积规模继续保持增长态势。2016 年 1~3 月底，公司新开工项目为浏阳奥园广场，新开工面积 4.71 万平方米，在建面积 334.05 万平方米，分布于 28 个项目，1~3 月尚无竣工项目。

表 5 2014~2016 年 3 月公司房地产开发数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
新开工项目数（个）	11	16	1
新开工面积（万平方米）	121.08	116.77	4.71
竣工项目数（个）	7	12	0
竣工面积（万平方米）	55.75	115.77	0
在建项目数（个）	17	30	28
在建面积（万平方米）	279.80	329.34	334.05

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从在建项目投资来看，截至 2016 年 3 月底，公司在建项目总建筑面积 947.84 万平方米，计划总投资 574.66 亿元，已投资 327.23 亿元，尚需投资 247.43 亿元。其中计划总投资中，整盘建安投资占比 74.45%，土地成本占比 25.55%。

从公司开发业务发展定位来看，公司项目开发规模较大，已经形成了自己独特的品牌特色。公司通过对潜在购买人群的深入分析，实现“精细化”发展模式，尽量实现“错位竞争”，在楼盘绿化、房屋内部配套、公共区域设置、物业服务等多方面实现差异化竞争的同时，公司在产品中嵌入互联网技术，开发“奥园 AO 智爱生活平台”，目前广州奥园城市天地、萝岗奥园广场、奥园越时代也成为率先运营“奥园 AO 公寓”的三个标杆性项目，公司不断着力增加开发项目产

品的附加值，提升品牌价值。

总体看，公司房地产开发的规模较大，公司建设项目逐年增多，竣工面积大幅增长。公司在产品开发过程中通过错位竞争，不断提升产品附加值。

4. 房产销售情况

2015 年，公司房地产开发的销售模式采取以自建销售团队方式为主，以专业团队销售为辅的销售模式。从收入来看，公司的销售以住宅为主，商业项目销售占比相对较少。公司住宅销售的目标对象以刚性需求为主，为了能够实现房屋的快速销售及资金及时回笼，公司采用“快进快出”开发模式，取得预售证后及时推出可售房源。

从销售数据来看，2015 年公司的珠海奥园广场、翰林华府、梅州五华奥园广场和南海奥园等项目达到预售，公司达预售项目共 29 个，且广州萝岗奥园广场香雪公馆一期销售大增，公司全年实现协议销售金额共计 95.07 亿元、协议销售面积 114.53 万平方米，分别较上年增长 4.01%和 34.63%；公司 2015 年协议销售均价较上年有所下降。2016 年 1~3 月，公司达到预售项目 30 个，实现协议销售面积 30.50 万平方米，协议销售金额 25.98 亿元，销售状况良好。

表 6 2014~2016 年 3 月公司房地产销售数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
达预售项目（个）	22	29	30
协议销售面积（万平方米）	85.07	114.53	30.50
协议销售金额（亿元）	91.40	95.07	25.98
协议销售均价（万元/平方米）	10,744.09	8,300.88	8,518.03
结转收入面积（万平方米）	45.49	66.98	5.74
结转收入（亿元）	44.89	78.93	8.37

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从结转情况来看，2015 年，公司结转面积 66.98 万平方米，较 2014 年增长 47.24%，结转收入 78.93 亿元，较 2014 年大幅增长 75.81%，结转收入快于结转面积主要系广州奥园越时代大厦、广州奥园城市天地和蚌埠奥园翰林银座西区等项目大幅结转所致。2016 年 1~3 月，公司结转面积 5.74 万平方米，结转收入 8.37 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司在建项目规模较大，总建筑面积 947.84 万平方米，其中待售面积 627.61 万平方米，按目前市场价格估计，货值金额较大。截至 2016 年 3 月底，公司预收款项余额 94.18 亿元，规模较大，为其盈利能力的释放奠定了基础。

表 7 公司 2016 年 3 月底在建地产项目基本情况（单位：万平方米、%）

项目名称	总建筑面积	可售面积	开工时间	工程进度	已竣工面积	已销售面积	待售面积
广州奥园城市天地	25.18	23.08	2013 年	96	12.03	20.09	2.99
广州奥园康威广场	37.94	37.89	2013 年	31	8.29	10.75	27.15
广州萝岗奥园广场	33.37	29.83	2014 年	75	-	9.33	20.50
中山奥园金域	20.96	17.91	2011 年	95	14.99	17.49	0.42
佛冈奥园	103.27	92.94	2007 年	27	20.02	19.38	73.56
南海奥园	18.24	18.24	2014 年	32	-	2.59	15.65
佛山奥园公园一号	18.27	17.88	2013 年	55	7.84	7.14	10.74
佛山奥园公园一号二期	10.29	10.29	2014 年	25	-	1.91	8.38

阳江奥园公园一号	36.21	35.91	2014 年	25	-	3.24	32.67
梅州奥园半岛一号	38.94	38.94	2014 年	42	0.56	10.67	28.28
蕉岭奥园广场	7.00	7.00	2014 年	65	3.66	2.24	4.76
南宁奥园瀚林上筑	7.43	7.43	2014 年	30		6.88	0.54
重庆奥园城市天地	34.82	34.82	2014 年	43	12.10	15.70	19.13
沈阳奥园国际城	149.42	149.42	2009 年	58	54.12	47.78	101.64
沈阳奥园会展广场	95.80	95.80	2011 年	58	56.46	34.64	61.16
蚌埠奥园瀚林华府	32.56	33.08	2014 年	40	1.20	13.03	20.06
蚌埠奥园瀚林银座广场	23.44	22.66	2014 年	20		-	22.66
蚌埠奥园瀚林银座东区	24.98	23.34	2014 年	20		1.62	21.72
蚌埠奥园瀚林银座西区	22.20	23.06	2013 年	65	14.22	22.52	0.54
南宁奥园瀚林名门	14.29	14.29	2015 年	25	-	7.59	6.70
广州奥园国际广场	24.81	24.26	2015 年	60	-	1.52	22.74
云浮奥园广场	25.53	17.26	2015 年	23	-	0.46	16.80
五华奥园广场	13.58	11.33	2015 年	32	-	6.61	4.72
奥园韶关印象	67.87	65.52	2015 年	5	-	9.28	56.24
南宁奥园瀚林朗庭	6.71	6.67	2015 年	10	-	2.39	4.27
珠海奥园广场	28.52	28.05	2015 年	10	-	9.70	18.35
佛山奥园一号	11.62	11.55	2016 年	5	-	-	11.55
浏阳奥园广场	14.60	13.88	2016 年	5	-	0.19	13.69
合计	947.84	912.35	-	-	205.49	284.74	627.61

资料来源：公司提供

总体看，2015 年房地产政策和行业环境的变化较大，但公司房屋销售面积及金额保持增长态势，公司项目销售情况较好；但公司在建项目较多，规模较大，尚需投资规模较大，对公司的资金压力较大。

5. 自持物业

公司自持物业规模不大，主要是近三年获取的项目，一般施工周期比较长，截至 2016 年 3 月底，大部分处于在建状态，此外，公司 2015 年外购了珠海奥园广场、翰林银座等项目。从物业类型看，公司自持物业主要是商业大厦及店铺。自持物业中，沈阳奥园国际城和广州奥园城市天地已经全部出租，前者用于经营五星级酒店，公司仅收取租金；后者用于经营商业、会所，公司部分收取租金。公司自持物业统一由广州奥园商业集团有限公司进行管理，由于目前自持物业还处于在建招商阶段，公司该部分的租金收入并不高。截至 2016 年 3 月底，公司部分持有型物业账面金额共计 18.55 亿元（见下表）。另外，公司还持有其他零散型物业，面积和账面金额较少。

表 8 截至 2016 年 3 月底公司主要持有物业情况（单位：万平方米、%、亿元）

项目名称	建筑面积	物业概况	出租率	投资成本	账面金额
沈阳奥园国际城	0.70	酒店	100	0.30	0.31
沈阳奥园会展广场	11.42	商用、零售商店	未完工，招商中	0.28	0.78
广州奥园城市天地	0.96	商用、会所	100	0.93	1.65
广州奥园康威广场	6.00	商用、零售商店	未完工，招商中	0.37	0.50
阳江奥园公园一号	1.00	商用	未完工，招商中	0.02	0.02
广州萝岗奥园广场	3.44	商用	未完工，招商中	3.18	3.35
重庆奥园城市天地	5.73	商用	未完工，招商中	2.26	2.51

蕉岭奥园广场	1.91	商用、零售商店	未完工, 招商中	1.16	1.63
五华奥园广场	2.34	商用、零售商店	未完工, 招商中	0.24	0.24
珠海奥园广场	5.37	商用、零售商店	未完工, 招商中	7.34	6.76
浏阳奥园广场	2.50	商用、零售商店	未完工, 招商中	0.28	0.29
瀚林银座	3.55	商用、零售商店	未完工, 招商中	0.49	0.51
合计	44.92	--	--	16.85	18.55

资料来源：公司提供，联合评级整理。

近两年，公司取得租金收入分别为 29.54 万元和 416.70 万元，2015 年较上年增长明显，主要系随着项目经营的成熟，租金上升所致，其中 2015 年全年取得的租金收入主要为广州奥园养生广场等项目。2016 年 1~3 月，公司共取得租金收入 12.42 万元。

总的来看，公司绝大部分自持物业还处于未完工阶段，大部分项目正处于招商阶段，预计未来能够为公司带来稳定的租金收入。

6. 经营效率

2015 年，公司实现的营业收入和净利润较 2014 年分别增长 76.85%和 108.69%，公司盈利规模大幅增加。

2015 年公司应收账款周转率为 81.18 次，较 2014 年大幅增长，主要系公司营业收入增速较快；受此影响，公司结转的营业成本较上年大幅增长，2015 年，公司存货周转率为 0.24 次，较 2014 年有所上升；2015 年公司流动资产周转率为 0.29 次，较 2014 年有所上升；公司总资产周转率为 0.27，较上年有所上升。

从同行业上市公司比较情况看，公司存货周转率、总资产周转率以及流动资产周转率均处于行业中等水平。

表9 房地产开发类上市公司2015年经营效率指标（单位：次）

证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
金地集团	0.30	0.29	0.25
万科 A	0.40	0.39	0.35
保利地产	0.30	0.34	0.32
光明地产	0.46	0.49	0.45
信达地产	0.19	0.20	0.18
中粮地产	0.28	0.30	0.27
世茂股份	0.39	0.41	0.24
奥园集团	0.24	0.29	0.27

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总体来看，公司经营效率一般。

7. 经营关注

（1）房地产行业已经暂时告别高速发展阶段，行业利润率回归正常水平，部分二、三线城市去化压力加大。

（2）公司主要项目分布较为集中，易受所在区域房地产市场政策波动影响，盈利规模可能出现波动。

(3) 公司在建项目较多, 规模较大, 所需资金压力较大, 公司对外融资需求较大。

(4) 公司自持物业项目大多处于在建状态, 未来招商及运营情况存在一定的经营风险。

8. 未来发展

为全面拓展企业开发规模, 公司的战略布局继续扩张, 除继续深耕珠三角区域外, 公司结合自身业务转型的需要, 向重点的二、三线城市辐射, 比如湖南株洲、广东佛山、韶关、重庆等城市。在产业链方面, 未来公司将形成开发、施工、运营、物管系统产业链, 发挥产业的协同效应, 降低工程建设成本, 强化工程质量, 提升产品质量。在商品房开发方面, 公司继续坚持商住双线发展战略, 一方面注重住宅市场的刚性需求, 积极开发高性价比的精品及舒适型住宅产品, 另一方面加大商业地产的开发力度, 坚持“销售为主, 自持为辅”, 商住并重。

总体来看, 公司战略清晰, 未来发展区域定位于核心经济圈, 依托自身在符合地产方面的经验发展养老地产; 通过信息化和互联网建设提升自身产品价值。

六、财务分析

公司提供的 2015 年度合并财务报表经中喜会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 并出具标准无保留审计意见, 2016 年一季报未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》编制。公司近两年合并财务报表范围有所变化, 但由于新纳入合并范围公司规模较小, 故财务数据的可比性较强。

截至 2015 年底, 公司合并资产总额 327.80 亿元, 负债合计 229.79 亿元, 所有者权益 98.01 亿元, 其中归属于母公司的所有者权益 45.09 亿元。2015 年, 公司实现营业收入 80.01 亿元, 净利润 13.15 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 11.00 亿元。2015 年, 公司经营活动现金流量净额为-13.80 亿元, 现金及现金等价物净增加额 17.41 亿元。

截至 2016 年 3 月底, 公司合并资产总额 350.83 亿元, 负债合计 252.31 亿元, 所有者权益 98.52 亿元, 其中归属于母公司的所有者权益 46.11 亿元。2016 年 1~3 月, 公司实现营业收入 8.86 亿元, 净利润 0.83 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 0.89 亿元。2016 年 1~3 月, 公司经营活动现金流量净额为-1.59 亿元, 现金及现金等价物净增加额-2.75 亿元。

1. 资产及负债结构

资产

截至 2015 年底, 公司资产规模快速增长达 327.80 亿元, 较年初增长 25.06%, 主要系流动资产增加所致。截至 2015 年底, 公司资产规模中流动资产占比 91.03%(较上年减少 3.06 个百分点), 非流动资产占比 8.97%, 较上年变化不大, 流动资产高占比符合房地产开发企业特征。

流动资产方面, 截至 2015 年底, 公司流动资产为 298.41 亿元, 较年初增长 20.99%, 主要系公司存货和货币资金增加所致。公司流动资产中以货币资金(占 17.59%)、存货(占 76.49%)和其他应收款(占 5.08%)为主。截至 2015 年底, 公司货币资金为 52.50 亿元, 较年初增长 49.61%, 主要系发行债券所致; 公司货币资金中受限金额为 6.37 亿元, 占比 12.13%, 主要为定期存款和银行质押保证金, 其中定期存款 1.37 亿元, 银行质押保证金 5.00 亿元。截至 2015 年底, 公司存货账面价值为 228.26 亿元, 较年初增长 13.84%, 主要系重庆奥园城市天地和珠海奥园广场等在建物业大幅增加所致, 其中待售物业和发展中物业分别占比 19.17%和 80.81%; 截至 2015 年底, 公司有账面价值 53.56 亿元的存货用于抵押借款, 由于期末未发现存货有减值迹象, 公司未对存货计

提存货跌价准备。公司的其他应收款主要为子公司少数股东往来款、代垫款和合作诚意金¹等。截至 2015 年底，公司其他应收款 15.17 亿元，较年初增长 60.21%，主要系子公司少数股东往来款大幅增加所致；从账龄上看，1 年以内的其他应收款占比 58.91%，1 至 2 年的其他应收款占比 28.07%；截至 2015 年底，公司其他应收款中欠款方前五名合计 9.06 亿元，主要是第三方合作诚意金和往来款，占其他应收款期末余额合计数的比例 59.8%，未计提坏账准备。

非流动资产方面，截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 29.39 亿元，较年初增长 90.01%，主要系公司投资性房地产增值较大所致。公司非流动资产构成以投资性房地产、固定资产和长期股权投资为主，占比分别为 74.54%、14.81%和 5.54%。截至 2015 年底，公司投资性房地产总额为 21.91 亿元，较年初增长 157.48%，主要系并购投资性房地产项目所致；截至 2015 年底，公司投资性房地产公允价值变动增加 2.82 亿元。截至 2015 年底，公司固定资产账面净值 4.35 亿元，较年初增长 0.21%；公司固定资产的累计折旧共计提 1.14 亿元，成新度为 80.68%，成新率很高；截至 2015 年底，公司以账面原值为 2.54 亿元的固定资产用于抵押。截至 2015 年底，公司长期股权投资 1.63 亿元，较年初增长 27.25%，主要系对株洲奥园房地产开发有限公司投资增加所致；截至 2015 年底，公司递延所得税资产 1.25 亿元，较年初增长 15.30%，主要系项目公司前期可抵扣亏损造成的暂时性差异所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产合计 350.83 亿元，较年初增长 7.03%，流动资产和非流动资产占比变化不大。截至 2016 年 3 月底，公司流动资产合计 318.06 亿元，较年初增长 6.59%，其中货币资金占比 15.64%，其他应收款占比 8.12%，存货占比 75.38%，公司流动资产较年初构成变化不大；非流动资产 32.77 亿元，较年初增长 11.59%，主要系长期股权投资增加所致。非流动资产中，长期股权增长较快，在非流动资产中占比由年初的 5.54%增加至 15.33%，投资性房地产由年初的 74.54%下降至 66.86%。

总体看，公司资产保持增长，主要以流动资产为主；资产中存货和投资性房地产占比较大；资产结构较年初变化不大，公司资产质量尚可。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 229.79 亿元，较年初增长 13.83%，主要系非流动负债增加所致。债务结构方面，截至 2015 年底，公司流动负债和非流动负债占比分别为 69.38%和 30.62%，流动负债较年初减少 15.85 个百分点，较年初变化较大。公司负债仍以流动负债为主。

流动负债方面，截至 2015 年，公司流动负债合计 159.42 亿元，较年初下降 7.34%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债下降所致。公司流动负债以应付账款（占比 16.33%）、预收款项（占比 49.66%）、其他应付款（占比 19.86%）和一年到期的非流动负债（占比 8.63%）为主。公司的应付账款主要是应付工程款，截至 2015 年底，公司应付账款 26.03 亿元，较年初增长 48.37%；从账龄来看，以 1 年期以内为主（占比 68.61%）。截至 2015 年底，公司预收款项 79.17 亿元，较年初增长 2.73%，主要系广州萝岗奥园广场香雪公馆一期等项目销售增长所致。公司的其他应付款主要由关联方往来借款、预提土地增值税、工程押金等构成；截至 2015 年底，公司其他应付款余额 31.66 亿元，较年初下降 26.19%；从账龄上看，1 年以内的其他应付款占比 96.01%，1 年以上的其他应付款占比 3.99%；从金额上看，金额较大的其他应付款主要是关联方往来借款，预提土地增值税、工程押金所占比例较小。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 13.76 亿元，较年初下降 54.26%，主要是偿还到期部分债务所致。

非流动负债方面，截至 2015 年底，公司非流动负债合计 70.37 亿元，较年初增长 135.99%，

¹ 合作前预支的定金。

主要系应付债券大幅增加所致。非流动负债中，长期借款占比 38.60%，应付债券占比 55.79%，递延所得税负债占比 5.60%。截至 2015 年底，公司长期借款余额 27.16 亿元，较上年微涨 0.80%，其中质押借款 7.80 亿元，抵押借款 19.36 亿元；其中 2017 年到期的长期借款有 22.73 亿元，还款期限较集中。截至 2015 年底，公司应付债券 39.26 亿元，主要系公司 2015 年 7 月和 10 月分别发行的“15 奥园债”和“15 奥园私募债”所致；其中非公开发行的 15.01 亿元 2017 年到期，公开发行的 24.25 亿元 2018 年到期，届时公司还款压力较集中，资金压力较大。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 252.31 亿元，较年初增长 9.80%，其中流动负债和非流动负债分别占比 66.80%和 33.20%，较年初变化不大。截至 2016 年 3 月底，公司流动负债 168.53 亿元，较年初增长 5.72%，主要是预收房款增加所致。流动负债中，应付账款、预收账款、一年内到期的非流动负债以及其他流动负债占比分别为 15.30%、55.88%、17.34%和 7.30%，较年初变化不大。截至 2016 年 3 月底，公司非流动负债合计 83.78 亿元，较年初增长 19.05%，主要系长期借款增加以及公司新发行一期债券所致。公司非流动负债中长期借款、应付债券以及递延所得税负债占比分别为 41.64%、53.68%和 4.71%，较年初变化不大。

截至 2015 年底，公司全部债务 80.19 亿元，较上年增长 40.61%，其中短期债务 13.76 亿元，长期债务 66.43 亿元。截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 77.10%、45.00%和 40.40%，其中资产负债率和全部债务资本化率较上年减少 6.92 和 3.63 个百分点，长期债务资本化率较上年增加 9.49 个百分点，公司债务负担尚可，且以长期债务为主。

截至 2016 年 3 月底，公司全部债务 92.13 亿元，较年初增长 14.89%，其中短期债务 12.30 亿元（全部为一年内到期的非流动负债），占比 13.35%；长期债务 79.83 亿元（全部为长期借款和应付债券），占比 86.65%。公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 71.92%、48.32%和 44.76%，分别较年初增加 1.82、3.32 和 4.36 个百分点，公司债务负担较年初有所增加。

总体看，截至 2015 年底，公司非流动负债占比进一步提高，仍以流动负债为主，债务负担有所增加，但仍处于可控水平；公司还款期限较为集中，2017~2018 年公司借款以及发行的债券将集中到期，届时对公司的资金压力大。

所有者权益

所有者权益方面，截至 2015 年底，公司所有者权益 98.01 亿元，较年初增长 62.70%，主要系未分配利润和少数股东权益大幅增加所致。公司股东广东奥园置业有限公司（以下简称“奥园置业”）增资 8.00 亿元，其中 4.30 亿元记在实收资本，3.70 亿元记在资本公积，奥园置业持股比例由 42.35%增加至 64.68%。所有者权益中，归属于母公司的所有者权益 45.08 亿元，少数股东权益 52.92 亿元，少数股东权益占比较大。归属于母公司所有者权益中，股本占 24.62%，资本公积占 8.92%，盈余公积占 2.72%，未分配利润占 63.74%。截至 2015 年底，公司所有者权益构成较年初变化不大，所有者权益稳定性较弱。

截至 2015 年底，公司少数股东权益 52.92 亿元，较年初增长 54.95%，主要系公司 2015 年新收购广西瀚林地产开发有限公司、安徽瀚华房地产开发有限公司等公司的部分股权所致。近两年，公司所有者权益中少数股东权益占比较大，主要是由于公司有三个项目（广州奥园国际中心和广州萝岗奥园广场一期、二期）的合作方式为“物业分成”方式，财务处理上将其对应的物业成本计入少数股东权益，将项目总成本扣减负债后的金额计入归属于母公司的所有者权益所致。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 98.52 亿元，较年初增长 0.53%，主要系未分配利润增长所致。归属于母公司所有者权益中，各项权益结构占比较年初变化不大。

总体看，公司股东对公司支持力度较大，所有者权益增长较快，但少数股东权益占比较大，

公司权益结构稳定性较弱。

2. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 80.01 亿元，同比增长 76.85%，主要系交付物业面积大幅增加所致。此外，2015 年，公司营业成本 50.46 亿元，同比增长 82.99%，主要系随着公司收入结转增加，成本也相应结转所致。

从期间费用来看，2015 年，公司期间费用总额为 6.71 亿元，较上年增长 75.88%。从费用构成来看，销售费用占比较高为 51.37%、管理费用占 34.38%，财务费用为 14.24%。2015 年，销售费用为 3.45 亿元，较上年增长 26.92%，主要系公司扩大销售规模，增加相关投入所致；管理费用为 2.30 亿元，较上年增长 24.34%，主要系员工薪资费用和税费增加所致；财务费用为 0.96 亿元，主要系公司借款增加，导致利息支出增加所致。2015 年，公司费用收入比为 8.38%，较上年微降 0.05%，公司费用控制能力较强。

随着公司投资性房地产的规模和价值变化，2015 年公司公允价值变动收益为 2.82 亿元，较上年增长 12.24 倍。公允价值波动对公司盈利影响一般。2015 年，公司营业利润为 17.82 亿元，较上年增长 105.48%；同期，公司净利润为 13.15 亿元，较上年增长 108.69%，其中归属于母公司所有者的净利润为 11.00 亿元，占比 83.63%。

从各项盈利指标来看，由于公司经营良好，2015 年，公司营业利润率为 26.48%，较上年微降 0.58 个百分点。2015 年公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 9.74%、6.50% 和 16.63%，分别较上年增加 3.77、2.79 和 5.52 个百分点。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司各项主要盈利指标处于较好水平（如下表所示）。

表 10 2015 年主要房地产上市公司盈利指标情况

证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
金地集团	28.59	9.86	4.89
万科 A	19.35	19.24	6.11
保利地产	33.20	18.59	6.41
光明地产	24.46	10.70	3.97
信达地产	28.96	10.60	2.87
中粮地产	26.45	12.07	3.63
世茂股份	36.32	11.51	6.58
奥园集团	36.35	16.63	6.50

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2016 年 1~3 月公司实现营业收入 8.86 亿元，占 2015 年全年的 11.07%；实现净利润 0.83 亿元，占 2015 年全年净利润的 6.34%，主要系公司确认的营业收入主要在年底进行所致。

总体看，公司净资产收益率和总资产报酬率与同业相比处于中等水平，毛利率水平处于同行业中上等。近年来，公司营业收入和净利润规模大幅增长，盈利能力较好。

3. 现金流

从经营活动情况来看，2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-13.80 亿元，净流出规模较上年大幅增长 89.44 倍，主要系支付其他与经营活动有关的现金流出大幅增加所致，其中主

要系支付经营性往来款。2015 年，公司经营活动现金流入 82.41 亿元，较上年增长 17.39%，主要系预收房款大幅增加所致；公司经营活动现金流出 96.21 亿元，较上年增长 36.75%，主要系公司购买土地支出增加所致。2015 年，公司现金收入比为 102.41%，较上年下降 51.90 个百分点，但收入质量仍处于较高水平，公司销售回款能力尚可。

从投资活动情况来看，2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-9.08 亿元，净流出规模较上年进一步扩大，主要系公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模较大所致。2015 年，公司投资活动现金流入 2.54 亿元，较上年增长 126.24 倍，主要系公司 2015 年收购的 6 家公司账面原有资金纳入并表范围所致；公司投资活动现金流出 11.63 亿元，较上年增长 426.21%，主要系外购的投资性房地产所致。

从筹资活动情况来看，2015 年，公司筹资活动现金流入 85.30 亿元，主要由银行借款（占比 33.46%）、吸收投资收到的现金（占比 21.51%）和发行债券（占比 45.04%）构成，其中发行债券主要系“15 奥园债”24 亿元、“15 奥园 01”债 15 亿元。2015 年，公司筹资活动现金流出 45.01 亿元，主要系偿还债务支出，占流出总额的 99.17%。2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 40.29 亿元，较上年增长 17.17 倍。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为-1.59 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-5.98 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 4.82 亿元，现金及现金等价物增加额-2.75 亿元。

整体看，由于公司房地产项目销售情况较好，公司经营活动回笼现金的能力较强，但由于公司开发规模较大，公司有一定的对外融资要求。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.87 倍和 0.44 倍，较上年均有所增加，主要系公司货币资金增加所致。截至 2015 年底，公司现金短期债务比为 3.82 倍，较上年大幅增长，主要系公司偿还部分短期债务所致。综合来看，公司短期偿债能力较高。

从长期偿债能力指标来看，截至 2015 年底，公司资产负债率为 70.10%，较上年下降 6.92 个百分点，主要系公司负债和所有者权益均增加，其中所有者权益主要系未分配利润和少数股东权益增加，负债增加主要系发行债券增加，而所有者权益增速快于负债增速所致；公司的全部债务资本化率为 45.00%，较上年分别下降 3.63 个百分点，主要系公司股东注资致使公司所有者权益增加所致；长期债务资本化率为 40.40%，较上年增加 9.49 个百分点，主要系公司发行债券致使长期债务大幅增加所致。2015 年，公司实现 EBITDA 19.38 亿元，较上年增长 111.04%，主要系结转的销售额大幅增加所致。2015 年，公司的 EBITDA 主要由利润总额（占比 92.59%）和计入财务费用的利息支出（占比 6.39%）构成。2015 年，公司 EBITDA 利息保障倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 15.65 倍和 0.24 倍，EBITDA 对利息覆盖程度较好，对全部债务的覆盖程度一般。

截至 2016 年 3 月底，公司已签订合同（主要为土地和建安合同）但未付的约定资本项目支出共计人民币 85.62 亿元，需在合同他方履行合同约定义务的同时，在若干年内支付。

公司及地产子公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保，截至 2016 年 3 月底，累计担保余额为人民币 96.84 亿元，全部为阶段性担保。

截至 2016 年 3 月底，公司关联担保 16.60 亿元，全部为对关联企业的担保。公司对外担保额度较大，2015 年底，公司对外担保比例 16.84%，存在一定的或有负债风险。

截至 2016 年 3 月底，公司拥有的授信总额为 185.01 亿元²，其中银行授信 60.80 亿元，公司已使用授信额度 129.36 亿元，未使用授信余额 55.65 亿元。

总体看，公司资产负债率有所下降但仍处于较高水平；公司有息债务负担较重，对外担保比例较大；公司还款期限较为集中，还款压力大；公司经营活动现金净额为负，且净流出规模增加；公司整体偿债能力一般。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（G1044011300199760X），截至 2016 年 5 月 4 日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

八、公司偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 52.50 亿元，为“15 奥园债”本金合计（24.00 亿元）的 2.19 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较好；净资产达 98.01 亿元，为债券本金合计（24.00 亿元）的 4.08 倍，净资产对债券的覆盖程度较好。公司较大规模现金类资产和净资产能够对“15 奥园债”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 19.38 亿元，为债券本金合计（24.00 亿元）的 0.81 倍，公司 EBITDA 对“15 奥园债”的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 82.41 亿元，为债券本金合计（24.00 亿元）的 3.43 倍，公司经营活动现金流入量对“15 奥园债”的覆盖程度较好。

综合以上分析，并考虑到公司作为业内从事房地产开发的知名企业，在行业经验、市场品牌等方面具有一定的区域竞争优势，能够通过持续经营达到较高的盈利水平，且公司股东支持力度较大，公司资产负债率有所下降；但公司有息债务负担较重，还款期限较为集中，对外担保比例较大；公司经营活动现金净额为负，且净流出规模增加，公司偿还能力一般。

九、综合评价

2015 来，广州市经济发展态势良好，房地产市场景气度较高，公司主营房地产业务面临较好的外部发展环境，公司营业收入稳定增长；新增土地储备较多，对公司未来盈利形成支撑，且区域较分散，可以避免区域集中政策波动风险，土地储备质量较好；公司资产规模有所增加，资产负债率有所下降，经营活动现金流入持续增长；2015 年，公司股东增资 8.00 亿元，股东支持力度较大。同时，联合评级也关注到公司项目分布较为集中，债务负担增加，公司还款期限较为集中，对外担保额度较大，经营活动现金净流出规模较大，在建项目规模大资金需求量大等对公司信用水平造成的不利影响。

公司在建项目规模较大，预收款规模较大，未来可结转收入较多，公司的盈利规模有望进一步提升，公司整体信用状况稳定。

综上，联合评级维持奥园集团的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”，同时维持“15 奥园债”的债项信用等级为“AA”。

² 公司授信主要有银行、信托公司、资产管理公司等金融机构，此外公司将公司债也计算在内（公开发行的公司债券 24.00 亿元，非公开发行的公司债券 60.00 亿元）。

附件 1 奥园集团有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年1~3月
资产总额（亿元）	262.11	327.80	350.83
所有者权益（亿元）	60.24	98.01	98.52
短期债务（亿元）	30.08	13.76	12.30
长期债务（亿元）	26.95	66.43	79.83
全部债务（亿元）	57.03	80.19	92.13
营业收入（亿元）	45.24	80.01	8.86
净利润（亿元）	6.30	13.15	0.83
EBITDA（亿元）	9.18	19.38	--
经营性净现金流（亿元）	-0.15	-13.80	-1.59
应收账款周转次数（次）	61.09	81.18	8.22
存货周转次数（次）	0.15	0.24	0.02
总资产周转次数（次）	0.19	0.27	0.03
现金收入比率（%）	154.32	102.41	269.41
总资产收益率（%）	5.98	9.74	0.45
总资产报酬率（%）	3.71	6.50	0.25
净资产收益率（%）	11.11	16.63	0.85
营业利润率（%）	27.06	26.48	35.95
费用收入比（%）	8.43	8.38	26.63
资产负债率（%）	77.02	70.10	71.92
全部债务资本化比率（%）	48.63	45.00	48.32
长期债务资本化比率（%）	30.91	40.40	44.76
EBITDA 利息倍数（倍）	1.30	5.76	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.24	--
流动比率（倍）	1.43	1.87	--
速动比率（倍）	0.27	0.44	--
现金短期债务比（倍）	1.17	3.82	4.05
经营现金流动负债比率（%）	-0.09	-8.65	-0.94
EBITDA/债券本金合计（倍）	0.38	0.81	--

附件 2 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	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 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。