跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]626 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“15 奥园债”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”
奥园集团有限公司发行的“15 奥园债”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月十二日

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

奥园集团有限公司

公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债券信用等级

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	3 年	AA	AA+	2016 年 6 月 7 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 12 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	349.84	516.86	561.55
所有者权益（亿元）	101.01	123.75	124.85
长期债务（亿元）	66.43	68.23	86.70
全部债务（亿元）	80.69	101.37	125.17
营业收入（亿元）	82.66	98.59	8.89
净利润（亿元）	13.24	13.45	1.10
EBITDA（亿元）	19.74	22.14	--
经营性净现金流（亿元）	-3.16	48.53	-0.46
营业利润率（%）	26.37	27.68	27.20
净资产收益率（%）	16.42	11.97	--
资产负债率（%）	71.13	76.06	77.77
全部债务资本化比率（%）	44.41	45.03	50.06
流动比率（倍）	1.76	1.48	1.50
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.22	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.19	2.38	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.82	0.92	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2016 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较高影响，公司协议销售面积与金额大幅增长，经营状况良好；公司土地储备充足，区域位置良好，成本较为合理；同时在售项目规模较大，对公司未来盈利形成支撑。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及调控政策影响较大，资金压力较大，权益结构稳定性较弱，对外担保额度较大等因素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，公司整体信用状况将保持稳定。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”，同时上调“15 奥园债”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．2016 年，广州等地区经济发展较快，区域房地产市场景气度较高，公司外部发展环境较好。

2．公司土地储备充足，获取价格合理，区域位置良好，整体土地储备质量较好；同时公司在售项目规模较大，对公司未来盈利形成支撑。

3．2016 年，公司竣工面积大幅增长，整体开发节奏较快，同时公司房屋销售面积和金额大幅增长。

4．2016 年，公司营业收入及利润大幅增长，费用控制能力和盈利能力强，经营活动净现金流状况佳，整体财务状况良好。

关注

1．近期，房地产行业政策变化较大，广州市等地区启动新一轮限购或限贷政策。公司业务在部分区域较为集中，受区域房地产政策的影响需持续关注。

2．公司在建项目规模较大，资金需求量大，公司资金压力较大。

3．公司债务规模增加，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；同时对外担保额度较大，公司或有负债风险需要关注。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

李　聪

电话：010-85172818

邮箱：lic@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

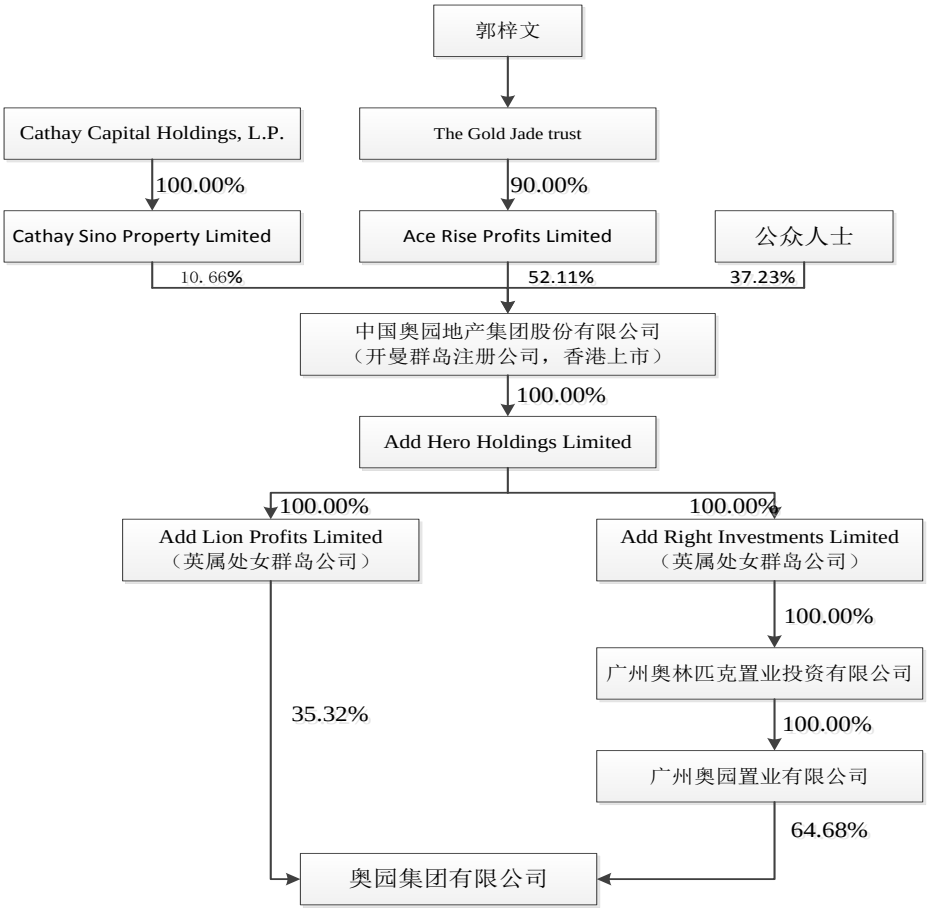
联合信用评级有限公司

一、主体概况

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。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。

后经数次增资及股东变更后，截至 2016 年底，公司注册资本为 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%。截至 2016 年底，公司实际控制人仍为郭梓文先生，具体股权结构如下图所示：

图 1　截至 2016 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司经营范围仍为房地产开发经营；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）。

截至 2017 年 3 月底，公司总经理办公室下设财务资金中心、内审中心、标准化集采中心、信息技术中心、行政人事中心、研发设计中心、投资发展中心、法务部、营销策划中心、成本中心和工程管理中心等 11 个部门，组织结构有所调整（见附件 1）。另外，公司在全国多个省市设有若干项目开发公司、酒店等，公司拥有控股子公司 116 家。截至 2016 年底，公司员工总数 4,460 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 516.86 亿元，负债合计 393.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益）123.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 58.30 亿元。2016 年，公司实现营

业收入 98.59 亿元，净利润（含少数股东损益）13.45 亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计 11.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额 48.53 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.29 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 561.55 亿元，负债合计 436.70 亿元，所有者权益（含少数股东权益）124.85 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 59.61 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.89 亿元，净利润（含少数股东损益）1.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.31 亿元。2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-0.46 亿元，现金及现金等价物净增加额-15.62 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 7 月 30 日发行，于 2015 年 8 月 24 日上市发行，债券简称“15 奥园债”（证券代码：122420.SH）发行总额为人民币 24.00 亿元，债券期限 3 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.SH	24.00	3	5.80

资料来源：公司年报

公司“15 奥园债”共募集资金 24.00 亿元，公司已按照募集说明书中约定的用途，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 2016 年底，“15 奥园债”资金已使用完毕。

付息情况：公司已于 2016 年 8 月 1 日支付了“15 奥园债”上一年度利息。

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

2016 年，受信贷政策刺激以及去库存政策的影响，房地产市场有所回暖，全国房地产开发投资 102,581 亿元，比上年名义增长 6.9%（扣除价格因素实际增长 7.5%）。其中，住宅投资 68,704 亿元，较上年增长 6.4%，增速提高 0.4 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 67.0%。作为房地产市场景气度的前导指标，2016 年房地产开发投资增速的再度上扬预示房地产开发商对未来房地产市场保持乐观态度及未来可售房源的增长。

2016 年，全国房屋新开工面积 166,928 万平方米，较上年增长 8.1%，增速提高 0.5 个百分点；其中，住宅新开工面积 115,911 万平方米，较上年增长 8.7%。房屋竣工面积 106,128 万平方米，增长 6.1%，增速回落 0.3 个百分点；其中，住宅竣工面积 77,185 万平方米，较上年增长 4.6%。房地产开发企业房屋施工面积 758,975 万平方米，比上年增长 3.2%。其中，住宅施工面积 521,310

万平方米，增长 1.9%。

需要注意的是，2016 年开始，一二三线城市投资增速开始趋同，一线城市投资增速放缓，二线城市自年初开始投资增幅增长，三线城市投资受去库存及市场预期影响增长有所滞后。受一线城市土地供应限制及限购政策从严等因素限制，未来可能再度出现一线走低、三线走高的背离局面。

总体看，2016 年房地产行业整体有所回暖，投资和开发面积等重要指标同比均有所提升，但市场有所分化。

（2）行业供需

土地供应方面，2016 年房地产开发企业土地购置面积为 22,025 万平方米，比上年下降 3.4%；土地成交价款 9,129 亿元，增长 19.8%，增速回落 1.6 个百分点。土地成交宗数共为 64,502 宗，同比下降 10.71%；土地成交面积为 188,102.22 万平方米，同比下降 6.08%；土地成交价款共 34,637.32 亿元，同比增长 22.45%。2016 年，随着房地产市场不断升温，房价不断升高，同时部分城市土地供应收缩，导致“地王”频现。2016 年 9 月，100 大中城市成交土地溢价率为 80.10%，达到峰值；此后受房地产政策方向调整影响，成交土地溢价率有所下降。截至 2016 年底，成交土地溢价率为 27.38%。

销售方面，随着信贷刺激政策以及各种政府政策的出台，2016 年商品房销售面积为 157,349 万平方米，较上年增长 22.5%。其中，住宅销售面积较上年增长 22.4%，办公楼销售面积较上年增长 31.4%，商业营业用房销售面积较上年增长 16.8%。2016 年，商品房销售额 117,627 亿元，增长 34.8%，增速回落 2.7 个百分点。其中，住宅销售额增长 36.1%，办公楼销售额增长 45.8%，商业营业用房销售额增长 19.5%。全国房地产市场价格持续增长，2016 年 12 月，百城住宅价格指数同比增长 18.71%。我国房价自 2002 年至今一直处于波动上升的态势，截至 2016 年底，百城住宅平均价格 13,035 元/平方米，已达到历史高点。

截至 2016 年底，全国商品房待售面积为 69,539 万平方米，比上年末下降 3.2%，但较 11 月底增加 444 万平方米，连续 9 个月库存下降的态势被打破。截至 2015 年底，我国商品住宅待售面积 4.52 亿平方米，2016 年底降至 4.03 亿平方米，下降了 11%。而待售面积仅仅是指已经竣工的建筑面积，还有大量已经开工尚未竣工的面积，我国房地产去化压力有所缓解，但仍面临一定的压力。

总体看，受“去库存”政策影响，2016 年房地产开发企业购置面积和土地成交面积较上年有所下降，2016 年上半年成交土地溢价率总体快速上涨，下半年有所回落；商品房销售面积较 2015 年有所回升，住宅销售均价已达到历史高点；待售面积同比略有下降，去化压力有所缓解。

（3）行业政策

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。6 月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

2016 年下半年，随着房地产市场持续升温，新一轮限购政策出台，限制投资投机性购房，意图明显，随后年末中央经济工作会议上，政府明确提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，进一步对未来房地产市场发展方向提出明确定位。在此背景下，2016 年 9~10 月初，各地政府密集出台多项房地产调控政策，包括北上广深等一线城市，也包括南京、合肥等热点城市以及无锡、佛山等三线城市。房地产市场呈现明显分化特征，因此本轮调控也因城施政，目前政策的出台均

系抑制热点城市的房地产投资投机性增长，具体到不同城市，则显现出明显的思路分化：一线城市调控最为严厉，重点在于抑制投机、去杠杆、同时保证刚需住宅的供应；厦门、南京、武汉等热点二线城市二套房首付比例大幅提升，以上城市大幅提高二套房首付比例，对本地逐渐升温的房地产投资情绪起到重要的抑制作用，同时有效降低杠杆，预防由此导致的金融风险；其它城市根据各地房地产特殊情况作出针对性调整，并预防未来投资投机性购房增长。

此外，2016 年 9 月，政府出台严控房地产企业发债的审批政策，收缩融资渠道，控制投资节奏和开发商借款比率。10 月 12 日央行召集多家银行召开商业银行住房信贷的会议，要求各商业银行理性对待楼市的同时，加强信贷结构调整，在强化住房信贷管理的同时控制好相关贷款风险；随后上海市银监局也对管辖内银行发出房贷的风险警示，可视为信贷政策的定向收紧。10 月 21 日，银监会召开三季度经济金融形势分析会，提出要严控房地产金融业务风险，包括严禁违规发放或挪用信贷资金进入房地产领域；严禁银行理财资金违规进入房地产领域等。这些政策都旨在防范房地产高杠杆蔓延为整体市场金融风险，可视作本轮调控中定向的供给侧配套政策。

2016 年 12 月中央经济工作会议进一步强调，要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，既要抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落，对未来房地产市场发展方向提出了明确的要求。

2017 年 3 月，房地产热点城市调控升级，限购限贷城市不断增加，共涉及 24 个城市，且限购限贷力度有所加强。本轮调控以限购、限贷为主要手段，热点城市在抑制投资需求的基础上突出“补库存”；强三四线城市限购政策以预防性动机为主；其余三四线城市受益于差异化信贷政策倾斜继续坚持去库存。

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

（4）行业关注

发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来政府对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企；2016 年，房地产行业总体发债规模为 9,663.05 亿元，较 2015 年增长 46.38%，房企融资环境明显改善，房企公司债发行量持续提升，此轮发债规模的激增导致整体房地产行业资产负债率处于较高水平，需关注并防范后续风险。

房地产调控政策再度趋严

进入 2016 年，我国房地产调控政策再度趋严，全国 20 余个城市陆续出台从限购、限价和限贷三个方面对房地产行业进行调控。2017 年 3 月后续政策继续出台，房地产行业再度面临进入行业紧缩期的可能。

市场格局持续分化

近年来随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，除去少量地理位置特殊的三四线城市（环京、环沪、环深）外，部分三四线城市库存去化非常不乐观，去库存已成为目前房地产市场调控的重要任务之一。

房企利润率普遍下滑

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，

地价占比逐渐攀升；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。

（5）未来发展

调控政策去行政化

对于房地产政策来说，去行政化是大势所趋，近年来市场的调控正在逐渐放开，并且正在发挥着越来越重要的作用。未来的房地产政策将更加“尊重规律”和“因地制宜”，更多的通过与房地产市场相适应的法律制度来管理市场、稳定秩序，而不是不停地、过多地或者一刀切地用行政手段干预市场。从以政策为主导的市场变为以供需关系为主的市场，预计是未来房地产政策的大方向。但是，值得注意的是，房地产政策去行政化不意味着政府放任房地产市场的任意发展。恰恰相反，地方政府将更加关注市场供求关系，尊重市场自身调整和需求，在房地产市场的建设规划方面，更多地提高科学管理水平，因地制宜的出台房地产调控政策。

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性是成为关键投入，技术性投入比重加大。

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。

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。

2．广州地区房地产发展情况

2016年，广州市经济总体发展较好，实现地区生产总值（GDP）19,610.94亿元，按可比价格计算，较上年增长8.2%；全年完成固定资产投资5,703.59亿元，较上年增长8.0%。

土地成交方面，据克尔瑞数据研究中心统计，2016年，广州市土地市场成交金额726亿元，同比下降24.45%；成交面积近1,193万平方米，同比下降29.37%，土地出让面积创4年新低。

房地产供应方面，2016年，广州市房地产开发投资2,540.85亿元，同比增长18.9%；其中住宅开发投资1,594.44亿元，同比增长19.8%。2016年，广州市新开工面积2,132.38万平方米，同比增长22.5%；其中住宅新开工面积1,258.57万平方米，同比增长20.1%。2016年，广州市房屋施工面积10,061.90万平方米，同比增长7.7%；其中住宅施工面积6,105.68万平方米，同比增长6.0%。2016年，广州市竣工面积1,202.24万平方米，同比下降20.5%；其中住宅竣工面积同比下

降 16.6%。整体看，广州市新开工与在建面积有所增加，整体供给有所上升。

房地产销售方面，2016 年，广州市商品房销售面积为 1,949.10 万平方米，同比增长 17.90%。其中，住宅销售面积为 1,624.01 万平方米，同比增长 20.80%；2016 年，广州市商品房销售合同金额为 3,193.33 亿元，同比增长 32.20%。其中，住宅销售金额为 2,654.56 亿元，同比增长 40.20%。

房地产政策方面，2016 年 10 月 4 日，根据国家分类调控、因城施策的要求，广州市人民政府制定《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的意见》（穗府办函〔2016〕146 号）（以下简称“意见”），意见在限购限贷政策、加大住宅用地供应力度、加强房地产开发企业和中介机构监管、建立完善房地产市场调控工作协调机制等八个方面进行了阐释与说明。2017 年 3 月，广州市人民政府办公厅发布《关于进一步完善我市房地产市场平稳健康发展政策的通知》（以下简称“通知”），通知对限购政策、差别化住房信贷政策等方面进行了进一步说明。整体看，广州市房地产政策趋严。

总的来看，2016 年，广州房地产市场需求旺盛带动供给增加，整体市场状况良好；随着 2016 年 10 月与 2017 年 3 月广州市发布房地产调控政策，未来房地产市场前景存在一定的不确定性。

四、管理分析

截至 2017 年 3 月底，公司的组织结构有所变化，总经理办公室下设部门由 21 个精简至 11 个；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

2016 年，公司房地产销售状况良好，经营规模整体持续扩大，公司实现营业收入和净利润分别为 98.59 亿元和 13.45 亿元，分别较上年增长 19.28%和 1.58%，主要系公司竣工结转规模增长所致；净利润增速低于营业收入增速，主要系随着经营规模扩大，公司期间费用大幅增长所致。

从收入构成来看，公司营业收入由房地产销售收入和其他业务收入构成，其中其他业务指物业管理收入和酒店住宿收入等。房地产开发与销售一直是公司最核心的业务，2016 年，公司房地产销售收入 93.47 亿元，较上年增长 18.52%，主要系公司竣工交付项目增加所致；房地产销售收入占总收入比例为 94.80%，占比很高。2016 年，公司实现其他业务收入 5.12 亿元，较上年增长 35.02%，主要系物业管理面积上升以及电商业务收入大幅增长所致；其他业务占总收入比例为 5.20%。

从毛利率情况来看，2016 年，公司房地产销售业务毛利率为 37.80%，较上年稍有上升，主要系房地产行业景气度回升，房价有所上升以及结转项目不同所致。2016 年，公司其他业务毛利率为 27.24%，较上年下降 6.61 个百分点，主要系奥买家电商业务收入增加，前期成本投入较大，使其毛利率水平降低所致。公司的整体盈利能力保持在较好水平。

表 2　2015~2016 年公司业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售收入	78.86	95.40	36.75	93.47	94.80	37.80
其他业务	3.80	4.60	33.85	5.12	5.20	27.24

合计	82.66	100.00	36.62	98.59	100.00	37.25

资料来源：公司审计报告。
注：其他业务主要包括提供物业管理服务、酒店住宿服务等。

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，但仍以广东省为主，2016 年公司在广东省取得的房产销售收入占 64.10%。公司未来几年将继续深耕珠三角地区，同时开始在经济发展较快的安徽、重庆和四川等地积极布局。

总体看，公司收入比较集中，主要在广东省地区。2016 年，公司营业收入增长较快，毛利率保持较高水平。

2．土地储备

公司近两年拿地节奏较快，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，以降低新进入区域的市场风险，同时又缓解公司的资金压力。

截至 2016 年底，公司共持有土地储备面积 433.33 万平方米，对应规划建筑面积 1,189.27 万平方米，权益规划建筑面积 1,055.10 万平方米，考虑公司每年新开发面积，公司土地储备充足，可支持公司未来 5 年的开发需求。从价格来看，除少量广州与深圳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。从区域分布上来看，公司土地储备大部分位于广东省内，以及广西省南宁市等一二线城市，区域位置良好。公司的土地储备整体质量较好。

表 3　截至 2016 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

项目名称	项目所在地	土地取得时间	物业类型	占地面积	规划建筑面积	楼面地价	享有权益
广州奥园越时代	广州市番禺区	2011 年	高层公寓、商业	0.11	0.89	5,000.04	100
广州奥园国际广场	广州市番禺区	2011 年	高层公寓、商业	4.96	24.81	6,697.70	65
广州奥园城市天地	广州市番禺区	2012 年	高层公寓、商业	2.05	8.60	6,800.01	100
广州奥园康威广场	广东省增城市	2013 年	高层公寓、商业	20.34	33.71	1,582.80	51
广州萝岗奥园广场	广州市黄埔区	2013 年	高层公寓、商业	8.26	30.00	4,352.32	60
中山奥园金域	广东省中山市	2011 年	高层公寓、商业	2.70	9.41	688.14	100
佛冈奥园	广东省清远市	2007 年	别墅、商业	14.68	49.26	67.06	100
清远奥园	广东省清远市	2008 年	别墅、商业	5.81	12.79	210.00	80
佛山奥园公园一号	广东省佛山市	2013 年	高层公寓、商业	4.93	14.79	3,978.00	100
佛山奥园公园一号二期	广东省佛山市	2014 年	高层公寓、商业	3.43	10.29	3,250.43	100
阳江奥园公园一号	广东省阳江市	2013 年	综合社区	25.90	36.21	734.70	85
梅州奥园半岛一号	广东省梅州市	2013 年	综合社区	14.55	38.94	631.29	100
英德奥园文化旅游城	广东省清远市	2014 年	综合社区	37.82	75.65	289.96	100
云浮奥园城市天地	广东省云浮市	2014 年	综合社区	5.67	25.53	109.36	100
韶关奥园印象	广东省韶关市	2014 年	综合社区	38.45	67.87	1,407.96	100
蕉岭奥园广场	广东省梅州市	2014 年	高层公寓、商业	5.55	5.85	2,204.55	100
重庆奥园城市天地	重庆市	2013 年	高层公寓、商业	13.76	22.11	3,093.85	100
沈阳奥园国际城	辽宁省沈阳市	2009 年	综合社区	27.63	110.54	338.00	100
沈阳奥园会展广场	辽宁省沈阳市	2009 年	综合社区	15.15	60.59	338.00	100
株洲奥园爱丁堡	湖南省株洲市	2012 年	综合社区	0.95	5.03	388.91	70

广州萝岗奥园广场二期	广州市黄埔区	2014 年	高层公寓、商业	0.96	3.36	9,364.27	100
南海奥园	广东省佛山市	2012 年	高层公寓、商业	4.24	18.24	468.99	55
五华奥园广场	广东省梅州市	2015 年	高层公寓、商业	7.54	13.58	1,251.38	100
南宁奥园瀚林上筑	广西省南宁市	2015 年	综合社区	1.65	7.43	3,033.33	55
南宁奥园瀚林名门	广西省南宁市	2015 年	综合社区	3.57	14.29	2,775.00	55
南宁奥园瀚林朗庭	广西省南宁市	2015 年	综合社区	1.34	6.71	1,992.00	60
蚌埠奥园瀚林华府	安徽省蚌埠市	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	安徽省蚌埠市	2015 年	综合社区	7.81	23.44	1,344.97	55
蚌埠奥园瀚林银座东区	安徽省蚌埠市	2015 年	综合社区	8.33	24.98	1,344.97	55
蚌埠奥园瀚林银座西区	安徽省蚌埠市	2015 年	综合社区	2.86	8.57	1,344.97	55
莲花山奥园	广州市番禺区	2015 年	高层公寓、商业	15.37	28.08	2,136.39	100
珠海奥园广场	广东省珠海市	2015 年	高层公寓、商业	6.21	27.08	2,732.41	97
佛山奥园一号	广东省佛山市	2015 年	高层公寓、商业	3.32	11.62	9,357.67	100
浏阳奥园广场	湖南省长沙市	2015 年	高层公寓、商业	5.95	14.89	827.65	100
宁都奥园广场	江西省赣州市	2016 年	高层公寓、商业	6.99	12.59	500.40	100
深圳翡翠东湾	广东省深圳市	2016 年	住宅、商业	5.59	21.78	15,000.00	70
玉林奥园广场	广西省玉林市	2016 年	高层公寓、商业、别墅	16.17	40.44	869.63	100
成都大东展项目	四川省成都市	2016 年	住宅、商业	15.79	64.37	2,577.00	70
五华奥园公园里	广东省梅州市	2016 年	高层公寓、商业	0.50	2.52	1,149.07	100
梅州奥园梅江天韵	广东省梅州市	2016 年	高层公寓、商业	8.00	25.60	1,300.35	100
中山奥园香槟花园	广东省中山市	2016 年	高层公寓、商业	2.24	4.48	3,800.00	100
南海奥园观湖尚居	广东省佛山市	2016 年	综合小区	5.26	15.79	2,912.49	100
惠州誉山湖	广东省惠州市	2016 年	综合小区、商业	9.83	33.93	2,422.63	100
广州奥园誉峰	广东省广州市	2016 年	综合小区	6.11	13.83	4,701.20	100
南宁瀚林学府一期	广西省南宁市	2016 年	高层公寓、商业	4.05	20.74	2,266.59	100
瀚林新城	广西省南宁市	2016 年	高层公寓、商业	1.81	12.76	940.22	100
瀚林山水源	广西省南宁市	2016 年	高层公寓、商业	2.69	15.39	1,104.42	100
扬州奥园观庭	江苏省扬州市	2016 年	低密度住宅	2.61	3.65	5,452.75	100
宁波项目	浙江省宁波市	2016 年	高层公寓、商业	12.31	24.05	3,736.67	100
合计	--	--	--	**433.33**	**1,189.27**	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司土地储备规模较大，可以满足公司未来 5 年左右的开发需求；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。

从项目开发数据来看，公司房地产开发的规模适中。2016 年，公司新开工面积 185.32 万平方米，较上年增长 58.71%，主要系房地产行业景气度较高，公司加快开发进度所致；2016 年，公司竣工面积 108.63 万平方米，较上年变动不大；截至 2016 年底，公司在建面积 361.69 万平方米，

分布于 31 个项目，在建面积规模保持较高水平。

表 4　2015~2016 年公司房地产开发数据

项目	2015 年	2016 年
新开工面积（万平方米）	116.77	185.32
竣工面积（万平方米）	115.77	108.63
在建面积（万平方米）	285.00	361.69

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 年底，公司在建项目总建筑面积 1,122.80 万平方米，计划总投资 696.28 亿元，已投资 420.39 亿元，尚需投资 275.90 亿元，投资资金需求较大，考虑到房屋预售可以带来部分资金回流，实际投资压力将有所缓解。

表 5　截至 2016 年底公司在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	总建筑面积	可售面积	开工时间	整盘总投资	已投资	尚需投资额
1	广州奥园康威广场	37.94	37.89	2013 年	30.62	16.33	14.29
2	广州萝岗奥园广场	33.37	29.83	2014 年	32.05	28.49	3.56
3	佛冈奥园	143.27	92.94	2007 年	27.71	11.66	16.05
4	南海奥园	18.24	18.24	2014 年	14.41	8.69	5.72
5	佛山奥园公园一号	18.27	17.88	2013 年	14.63	13.22	1.41
6	佛山奥园公园一号二期	10.29	10.29	2014 年	8.06	6.60	1.46
7	阳江奥园公园一号	36.21	35.91	2014 年	14.42	11.81	2.61
8	梅州奥园半岛一号	38.94	38.94	2014 年	15.08	10.03	5.05
9	蕉岭奥园广场	7.00	7.00	2014 年	4.35	4.21	0.14
10	南宁奥园瀚林上筑	7.43	7.43	2014 年	4.74	3.70	1.04
11	重庆奥园城市天地	34.82	34.82	2014 年	26.65	20.31	6.34
12	沈阳奥园国际城	149.42	149.42	2009 年	83.68	53.01	30.66
13	沈阳奥园会展广场	95.80	95.80	2011 年	53.65	33.90	19.75
14	蚌埠奥园瀚林华府	32.56	33.08	2014 年	15.84	9.59	6.25
15	蚌埠奥园瀚林银座广场 CD 地块	23.44	22.66	2014 年	16.39	8.62	7.78
16	蚌埠奥园瀚林银座东区	24.98	23.34	2014 年	12.93	7.25	5.68
17	南宁奥园瀚林名门	14.29	14.29	2015 年	9.30	7.15	2.15
18	广州奥园国际广场	24.81	24.26	2015 年	29.52	24.21	5.31
19	云浮奥园广场	25.53	17.26	2015 年	7.13	2.38	4.75
20	五华奥园广场	13.58	11.33	2015 年	5.97	3.65	2.32
21	奥园韶关印象	67.87	65.52	2015 年	40.38	13.27	27.10
22	南宁奥园瀚林朗庭	6.71	6.67	2015 年	3.66	2.18	1.48
23	珠海奥园广场	28.52	28.05	2015 年	31.05	22.68	8.38
24	佛山奥园一号	11.62	11.55	2016 年	16.31	14.29	2.01
25	浏阳奥园广场	14.60	13.88	2016 年	7.71	2.90	4.81
26	宁都项目	14.64	12.51	2016 年	5.69	2.17	3.52
27	成都成华奥园广场	94.99	67.117	2016 年	65.57	31.28	34.29
28	广州奥园莲峰大境	28.08	27.15	2016 年	17.85	5.97	11.88

29	深圳奥园翡翠东湾	21.78	21.05	2016 年	56.07	33.61	22.46
30	萝岗奥园二期	3.36	3.29	2016 年	7.44	3.37	4.07
31	玉林奥园广场	40.44	40.50	2016 年	17.42	3.86	13.57
合计		**1,122.80**	**1,019.91**	**--**	**696.28**	**420.39**	**275.90**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

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，整体开发节奏较快。公司在建项目较多，尚需投资规模较大，公司的资金压力较大。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

2016 年，公司房地产开发的销售模式仍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，2016 年，公司达预售项目共 40 个；随着房地产行业景气度回升，公司全年实现协议销售金额共计 191.39 亿元、协议销售面积 213.99 万平方米，分别较上年增长 101.32%和 86.84%；公司 2016 年协议销售均价为 8,943.88 元/平方米，较上年有所增长，主要系当年房地产行业景气度较高，广州等地区房价上升较快所致。

表 6　2015~2016 年公司房地产销售数据

项目	2015 年	2016 年
达预售项目（个）	29	40
协议销售面积（万平方米）	114.53	213.99
协议销售金额（亿元）	95.07	191.39
协议销售均价（元/平方米）	8,300.88	8,943.88
结转收入面积（万平方米）	66.98	102.62
结转收入（亿元）	78.93	82.90

资料来源：公司提供，联合评级整理。

截至2016年底，公司在售项目规模较大，总可售面积991.97万平方米，其中待售面积575.20万平方米，能满足公司未来2~3年的销售需求；同时按目前市场价格估计，货值金额较大。截至2016年底，公司预收款项余额174.72亿元，规模较大，预计公司未来收入和利润仍将保持较快增长。

总体看，2016 年房地产行业整体回暖，公司房屋销售面积及金额大幅增长，销售情况较好；公司待售项目规模较大，能为公司未来开发支出提供一定现金流。

5．自持物业

公司 2016 年新增成都项目与宁都项目两个自持性物业。公司自持物业规模不大，主要是近三年获取的项目，由于施工周期比较长，截至 2016 年底，公司大部分项目处于在建状态；从物业类型看，公司自持物业主要是商业大厦及零售商店。

自持物业中，广州南国奥园、南沙国奥、广奥、养生广场、沈阳奥园国际城和广州奥园城市天地较为成熟，已经全部对外出租。截至 2016 年底，公司主要持有物业情况如下表所示。

表 7　截至 2016 年底公司主要持有物业情况（单位：万平方米、%、亿元）

序号	项目名称	建筑面积	物业概况	出租率	投资成本	账面金额
1	广州南国奥园	5.83	高尔夫球场、小学、幼儿园	100.00	1.21	1.21
2	南沙国奥	0.24	写字楼	100.00	0.10	0.10
3	广奥	0.86	商业	100.00	0.40	0.40
4	养生广场	0.61	商业	100.00	0.67	0.67
5	沈阳奥园国际城	0.70	酒店	100.00	0.30	0.30
6	沈阳奥园会展广场	11.42	商用、零售商店	未完工，招商中	0.25	0.72
7	广州奥园城市天地	0.96	商用、会所	100.00	0.85	1.66
8	广州奥园康威广场	6.00	商用、零售商店	未完工，招商中	0.33	0.46
9	阳江奥园公园一号	1.00	商用	未完工，招商中	0.02	0.02
10	广州萝岗奥园广场	3.44	商用	未完工，招商中	3.46	4.93
11	重庆奥园城市天地	5.26	商用	未完工，招商中	2.04	2.34
12	蕉岭奥园广场	1.91	商用、零售商店	未完工，招商中	1.06	1.29
13	五华奥园广场	2.34	商用、零售商店	未完工，招商中	0.59	1.47
14	珠海奥园广场	6.67	商用、零售商店	未完工，招商中	5.22	8.40
15	浏阳奥园广场	2.5	商用、零售商店	未完工，招商中	0.25	0.26
16	瀚林银座	3.55	商用、零售商店	未完工，招商中	0.44	0.47
17	成都项目	6.50	商用、零售商店	未完工，尚未开始招商	1.67	1.86
18	宁都项目	2.54	商用、零售商店	未完工，尚未开始招商	0.13	0.13
19	玉林奥园广场	6.00	商用、零售商店	未完工，尚未开始招商	1.06	1.06
合计		**68.33**	--	--	**20.05**	**27.75**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

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。2016 年，为了适应房地产行业的变化公司作出战略调整，公司与原受托方签订协议解除对广州奥园资产经营管理有限公司等 23 家公司的托管经营模式，奥园集团恢复对该 23 家子公司的财务和经营管理权力，物业管理、酒店等业务重新纳入合并范围并进行追溯调整，近两年租金收入分别为 4,919.34 万元和 7,106.31 万元。

总体看，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。随着物业管理、酒店、文化、百货等业务重新纳入合并范围，预计未来能够为公司带来稳定的租金收入。

6．经营效率

受公司在建项目规模增加，存货大幅增长，而尚未结转收入与成本影响，2016 年，公司存货周转率为 0.22 次；流动资产周转率为 0.25 次；总资产周转率为 0.23 次，分别较上年下降 0.03 次、0.04 次和 0.04 次。

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

行业中等偏下水平。

表8　2016年房地产开发类上市公司经营效率指标（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
万科 A	0.41	0.38	0.33
深振业 A	0.30	0.31	0.26
深深房 A	0.86	0.69	0.59
金地集团	0.52	0.46	0.38
奥园集团	**0.22**	**0.25**	**0.23**

资料来源：Wind 资讯；
注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，公司经营效率一般。

7．经营关注

（1）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，经营情况可能出现波动。

（2）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。

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，依托自身在复合地产方面的经验进行信息化和互联网建设，提升自身产品价值。

六、财务分析

公司 2016 年度合并财务报表经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留审计意见。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。

2016 年，为了适应房地产行业的变化公司作出战略调整。公司与原受托方签订协议解除对广州奥园资产经营管理有限公司等 23 家公司的托管经营模式，奥园集团恢复对该 23 家子公司的财务和经营管理权力，因此引起合并范围发生变化，公司参照同一控制下企业合并的相关规定，重述调整 2016 年度期初数及上年同期对比数据；此外，公司非同一控制合并 13 家企业，同一控制下合并 1 家，投资设立 15 家企业，注销 1 家企业，合并范围变动较大，但由于所涉及公司大部分规模一般，且公司主业未发生变化，故财务数据的可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 516.86 亿元，负债合计 393.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 123.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 58.30 亿元。2016 年，公司实现营业收入 98.59 亿元，净利润（含少数股东损益）13.45 亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计 11.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额 48.53 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.29 亿

元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 561.55 亿元，负债合计 436.70 亿元，所有者权益（含少数股东权益）124.85 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 59.61 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.89 亿元，净利润（含少数股东损益）1.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.31 亿元。2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-0.46 亿元，现金及现金等价物净增加额-15.62 亿元。

1．资产及负债结构

资产

截至 2016 年底，公司资产规模快速增长达 516.86 亿元，较年初增长 47.74%，主要系流动资产增加所致。截至 2016 年底，公司资产中流动资产占比 92.45%，非流动资产占比 7.55%，较上年变化不大。

流动资产方面，截至 2016 年底，公司流动资产为 477.83 亿元，较年初增长 49.88%，主要系公司存货增加所致。公司流动资产以货币资金（占 18.70%）、存货（占 71.12%）和其他应收款（占 8.00%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金为 89.36 亿元，较年初增长 35.25%，主要系公司预售项目回款较多所致；公司货币资金主要为银行存款，占比 97.28%；公司货币资金中受限金额为 2.42 亿元，占比 2.71%，为银行质押保证金。

截至 2016 年底，公司存货账面价值为 339.81 亿元，较年初增长 47.91%，主要系成都成华奥园广场和翡翠东湾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 17.21%和 82.40%；由于期末未发现存货有减值迹象，公司未对存货计提跌价准备。

公司的其他应收款主要为押金、保证金及合作诚意金[1]（占比 53.12%）、子公司少数股东往来款（占比 30.67%）和代垫款（占比 11.41%）等。截至 2016 年底，公司其他应收款 38.25 亿元，较年初增长 145.39%，主要系公司经营规模扩大，押金、保证金及合作诚意金大幅增加所致；从账龄上看，1 年以内的其他应收款占比 91.58%，1 至 2 年的其他应收款占比 2.88%；截至 2016 年底，按欠款方归集的余额前五名的金额 16.35 亿元，占其他应收款期末余额的比例为 42.60%；公司未对其他应收款计提坏账准备，考虑欠款性质，公司其他应收款回款风险较低。

非流动资产方面，截至 2016 年底，公司非流动资产总额为 39.03 亿元，较年初增长 25.80%，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与固定资产为主，占比分别为 77.58%和 15.95%。

截至 2016 年底，公司投资性房地产账面价值为 30.28 亿元，较年初增长 38.36%，主要系外购投资性房地产、公允价值变动收益以及企业合并导致投资性房地产项目增加的共同影响所致；截至 2016 年底，公司投资性房地产公允价值变动合计 6.23 亿元，考虑公司自持物业所处区域，公司投资性房地产增值幅度合理。

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 6.22 亿元，较年初增长 1.52%，变动不大；公司固定资产主要为房屋、建筑物，占比 91.11%。公司固定资产累计折旧共 1.82 亿元，成新率为 77.42%，成新率较高。

截至 2016 年底，公司受限资产包括货币资金（2.42 亿元）、存货（39.28 亿元）和固定资产（7.99 亿元），合计账面价值 49.69 亿元，占总资产的比例为 9.61%，受限资产规模不高。

[1] 合作前预支的定金。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 561.55 亿元，比年初增长 8.65%，主要来自流动资产中其他应收款和存货的增加。其中流动资产占比 93.00%、非流动资产占比 7.00%，公司资产结构与年初相比变化不大，仍以流动资产为主。

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 2016 年底，公司负债合计 393.11 亿元，较年初增长 57.98%，主要系流动负债增加所致。其中，公司流动负债和非流动负债占比分别为 82.13%和 17.87%，流动负债占比较年初增加 9.45 个百分点，公司负债仍以流动负债为主。

流动负债方面，截至 2016 年，公司流动负债合计 322.87 亿元，较年初增长 78.51%，主要预收账款增加所致。公司流动负债以应付账款（占比 10.85%）、预收款项（占比 54.12%）、其他应付款（占比 19.99%）和一年到期的非流动负债（占比 10.26%）为主。

公司的应付账款主要是应付工程款，截至 2016 年底，公司应付账款 35.02 亿元，较年初增长 33.36%，主要系公司在建项目增加所致。

截至 2016 年底，公司预收款项 174.72 亿元，较年初增长 104.33%，主要系君湖天下花园等项目、瀚林名门等项目达预售条件，预收房款增加所致。

公司的其他应付款主要由关联方往来借款（占比 76.09%）和押金保证金及购房诚意金（占比 20.05%）等构成；截至 2016 年底，公司其他应付款账面价值 64.54 亿元，较年初增长 60.12%，主要系与其他公司往来款增加以及预售项目增多，购房诚意金或押金保证金增加所致。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 33.14 亿元，较年初增长 132.42%，主要是应付债券“奥园集团有限公司 2015 年非公开发行公司债券（第一期）”于 2017 年 10 月 20 日到回售期，重分类为一年内到期的非流动负债所致。

非流动负债方面，截至 2016 年底，公司非流动负债合计 70.24 亿元，较年初增长 3.35%，较年初变化不大。其中，非流动负债主要以长期借款（占比 33.43%）和应付债券（占比 63.72%）为主。

截至 2016 年底，公司长期借款账面价值 23.48 亿元，较年初下降 13.56%，主要系公司偿还部分抵押借款所致；其中保证借款占比 8.62%，质押借款占比 30.81%，抵押借款占比 60.56%；其中 2018 年到期的长期借款占 66.87%，还款期限较集中，未来存在一定集中还款压力。

截至 2016 年底，公司应付债券 44.75 亿元，较年初增加 13.99%，主要系公司 2016 年 2 月和 10 月分别发行“16 奥园 01”（5 亿元）和“16 奥园 02”（15 亿元）所致；“15 奥园债”（24 亿元）2018 年到期，届时公司存在一定的集中偿付压力。

截至 2016 年底，公司全部债务 101.37 亿元，较年初增长 25.64%，主要系公司发行债券所致；其中短期债务占比 32.69%，长期债务占比 67.31%，短期债务占比较年初增加 15.02 个百分点，但债务结构仍属合理。受公司预收房款大幅增加以及债务规模扩大影响，截至 2016 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 76.06%、45.03%和 35.54%，其中资产负债率和全部债务资本化率较上年增加 4.93 和 0.62 个百分点，长期债务资本化率较上年下降 4.13 个百分点，公司债务负担尚可。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 436.70 亿元，较年初增长 11.09%，主要来自预收账款与长期借款的增长；公司负债中流动负债占 79.74%、非流动负债占 20.26%，与年初相比负债结构变化不大。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务规模 125.17 亿元，较年初增长 23.48%，主要系长

期借款增加所致；其中短期债务占比 30.74%，长期债务占比 69.26%。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 77.77%、50.06%和 40.98%，分别较年初增加 1.71 个百分点、增加 5.01 个百分点和增加 5.44 个百分点，债务负担有所加重。

总体看，受公司预收房款大幅增加影响，公司流动负债占比有所提高；公司债务结构合理，债务负担适中，但公司 2017~2018 年集中还款压力较大。

所有者权益

所有者权益方面，截至 2016 年底，公司所有者权益 123.75 亿元，较年初增长 22.52%，主要系未分配利润和少数股东权益大幅增加所致。所有者权益中，归属于母公司的所有者权益 58.30 亿元，少数股东权益 65.45 亿元，少数股东权益占比较大。截至 2016 年底，公司少数股东权益 65.45 亿元，较年初增长 25.57%，主要系公司 2016 年新收购成都和深圳项目所致。归属于母公司所有者权益中，股本占 19.04%，资本公积占 6.90%，盈余公积占 1.25%，未分配利润占 72.81%。截至 2016 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 2017 年 3 月底，公司所有者权益 124.85 亿元，较年初增长 0.89%，各项权益结构占比变化不大。

总体看，公司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

2016 年，公司实现营业收入 98.59 亿元，同比增长 19.28%，营业成本 61.87 亿元，同比增长 18.10%，主要系交付物业面积大幅增加所致。公司实现营业利润 18.31 亿元，同比增长 2.05%，与收入变动不一致，主要系期间费用大幅增长所致；公司实现利润总额 18.51 亿元，同比增长 2.45%；公司实现净利润 13.45 亿元，同比增长 1.58%；其中归属于母公司的净利润为 11.08 亿元。

从期间费用来看，2016 年，公司期间费用总额为 11.52 亿元，较上年增长 59.53%，主要系销售与财务费用增长所致。从费用构成来看，销售费用占比较高为 47.60%、管理费用占 30.56%，财务费用为 21.85%。2016 年，销售费用为 5.48 亿元，较上年增长 48.52%，主要系公司销售规模扩大，市场推广费等相关投入增加所致；管理费用为 3.52 亿元，较上年增长 33.16%，主要系员工薪资费用增加所致；财务费用为 2.52 亿元，较上年大幅增长 184.19%，主要系公司债务规模增加，导致利息支出增加所致。2016 年，公司费用收入比为 11.68%，较上年有所上升，但公司费用控制能力仍处于较强水平。

2016 年，公司公允价值变动收益为 2.61 亿元，较上年下降 8.37%，均由投资性房地产公允价值变动产生；公允价值变动收益占公司营业利润比例为 14.27%，公允价值变动收益对公司盈利影响一般。

2016 年，公司投资收益与营业外收入分别为-0.07 亿元与 0.22 亿元，金额较小，对公司利润影响不大。

从各项盈利指标来看，2016 年，公司营业利润率为 27.68%，较上年稍有上升。受净利润变动不大，但债务规模与所有者权益大幅增加影响，2016 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.23%、5.03%和 11.97%，分别较上年下降 1.51 个百分点、1.31 个百分点和 4.45 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一般水平（如下表所示）。

表9　房地产类上市公司2016年盈利能力情况（单位：%）

指标名称	净资产收益率	总资产报酬率	总资本收益率

万科 A	19.68	5.56	12.85
深振业 A	16.57	8.32	11.33
深深房 A	15.74	8.49	11.67
金地集团	17.74	7.58	12.05
奥园集团	**11.97**	**5.03**	**8.23**

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进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.89 亿元；净利润 1.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.31 亿元。

总体看，2016 年公司收入大幅增长，费用控制能力较强，盈利状况良好。

3．现金流

从经营活动情况来看，2016 年，公司经营活动现金流入 216.85 亿元，较上年增长 116.65%，主要系预收房款大幅增加以及收到经营性往来款增加所致；公司经营活动现金流出 168.31 亿元，较上年增长 63.01%，主要系公司在建项目增加，经营支出增加以及支付经营性往来款所致。综上，2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 48.53 亿元。

从投资活动情况来看，2016 年，公司投资活动现金流入 6.12 亿元，较上年增长 140.39%，主要系公司收回委托借款增加所致；公司投资活动现金流出 45.21 亿元，较上年增长 178.89%，主要系使用现金收购深圳市澜湾弘盛投资有限公司等公司所致。综上，2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-39.10 亿元。

从筹资活动情况来看，2016 年，公司筹资活动现金流入 50.13 亿元，较上年降低 41.22%，主要系公司销售状况良好，对外融资需求有所下降所致。2016 年，公司筹资活动现金流出 36.28 亿元，较上年降低 19.95%，主要系偿还债务支出规模下降所致。综上，2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 13.85 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为-0.46 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-38.36 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 23.20 亿元，现金及现金等价物增加额-15.62 亿元。

总体看，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，但公司开发规模较大，仍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 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.48 倍和 0.43 倍，较年初均有所下降，主要系公司预售状况良好，预收账款增加所致。截至 2016 年底，公司现金短期债务比为 2.70 倍，较上年有所下降，但仍处于较高水平。综合来看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2016 年，公司 EBITDA 为 22.14 亿元，较上年增长 12.17%，主要系计入财务费用的利息支出增加所致。公司 EBITDA 主要由利润总额（占比 83.62%）和计入财务费用的利息支出（占比 14.83%）构成。2016 年，公司 EBITDA 利息倍数为 2.38 倍，EBITDA 对利息的保障能力尚可；2016 年公司 EBITDA 全部债务比为 0.22 倍，较上年变化不大，处于一般水平。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2016 年底，公司对外担保 13.25 亿元，全部为对关联企业的担保。公司对外担保额度较大，占期末净资产的比例为 10.71%，存在一定的或有负债风险。

截至 2016 年底，公司没有正在进行的或未决的将对公司的财务状况和经营业绩产生重大不利影响的诉讼、仲裁或行政处罚程序。

截至 2016 年底，公司拥有的授信总额为 261.51 亿元[2]，公司已使用授信额度 130.21 亿元，未使用授信余额 131.30 亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（G1044011300199760X），截至 2017 年 5 月 3 日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力较强，EBITDA 对利息与全部债务的保障能力一般；随着公司在售项目达到结转条件，公司收入与利润将有一定的提升，进而提高公司的偿债能力。

八、公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 73.74 亿元，为“15 奥园债”本金合计（24.00 亿元）的 3.07 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较好；净资产达 124.85 亿元，为债券本金合计（24.00 亿元）的 5.20 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，2016 年，公司 EBITDA 为 22.14 亿元，为债券本金合计（24.00 亿元）的 0.92 倍，公司 EBITDA 对“15 奥园债”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 216.85 亿元，为债券本金合计（24.00 亿元）的 9.04 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；联合评级认为，公司对“15 奥园债”的偿还能力很强。

九、综合评价

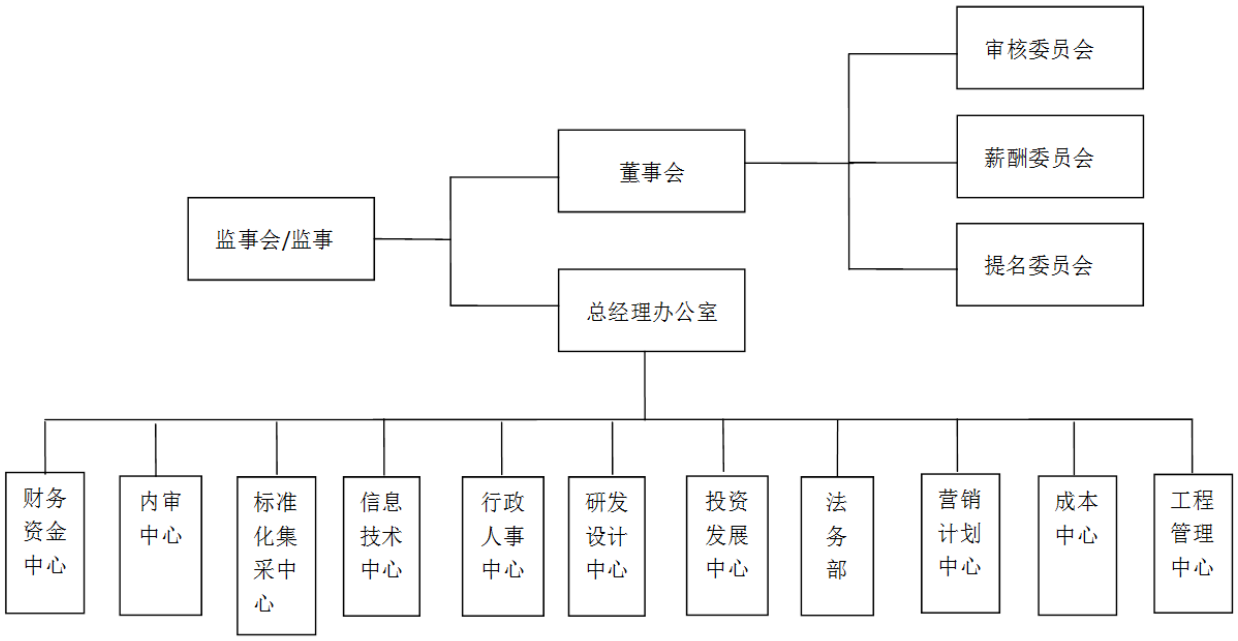
2016 年，奥园集团受益于广州市房地产市场景气度较高影响，公司协议销售面积与金额大幅增长，经营状况良好；公司土地储备充足，区域位置良好，成本较为合理；同时在售项目规模较大，对公司未来盈利形成支撑。联合评级也关注到公司所在房地产行业受宏观经济增速及调控政策影响较大，资金压力较大，权益结构稳定性较弱，对外担保额度较大等因素对公司信用水平造成的不利影响。

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，公司整体信用状况将保持稳定。

综上，联合评级上调奥园集团的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”，同时上调“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　奥园集团有限公司组织结构图



附件 2　奥园集团有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	349.84	516.86	561.55
所有者权益（亿元）	101.01	123.75	124.85
短期债务（亿元）	14.26	33.14	38.47
长期债务（亿元）	66.43	68.23	86.70
全部债务（亿元）	80.69	101.37	125.17
营业收入（亿元）	82.66	98.59	8.89
净利润（亿元）	13.24	13.45	1.10
EBITDA（亿元）	19.74	22.14	--
经营性净现金流（亿元）	-3.16	48.53	-0.46
流动资产周转次数（次）	0.29	0.25	--
存货周转次数（次）	0.24	0.22	--
总资产周转次数（次）	0.27	0.23	--
现金收入比率（%）	103.75	196.26	455.87
总资本收益率（%）	9.74	8.23	--
总资产报酬率（%）	6.34	5.03	--
净资产收益率（%）	16.42	11.97	--
营业利润率（%）	26.37	27.68	27.20
费用收入比（%）	8.74	11.68	22.27
资产负债率（%）	71.13	76.06	77.77
全部债务资本化比率（%）	44.41	45.03	50.06
长期债务资本化比率（%）	39.67	35.54	40.98
EBITDA 利息倍数（倍）	3.19	2.38	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.22	--
流动比率（倍）	1.76	1.48	1.50
速动比率（倍）	0.49	0.43	0.46
现金短期债务比（倍）	4.63	2.70	1.92
经营现金流动负债比率（%）	-1.75	15.03	-0.13
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.82	0.92	--

注：1、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、2017 年 1 季度财务数据未审计，相关指标未年化。

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 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。