跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]991 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：

二零一八年六月十五日

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 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债券信用等级

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+	2017 年 6 月 12 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 15 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	516.86	1,076.73	1,111.48
所有者权益（亿元）	123.75	281.24	286.18
长期债务（亿元）	68.23	118.80	148.39
全部债务（亿元）	101.37	265.80	281.55
营业收入（亿元）	98.59	157.35	31.53
净利润（亿元）	13.45	19.82	2.13
EBITDA（亿元）	22.14	28.64	--
经营性净现金流（亿元）	48.53	-78.23	-43.57
营业利润率（%）	27.68	24.86	25.02
净资产收益率（%）	11.97	9.79	--
资产负债率（%）	76.06	73.88	74.25
全部债务资本化比率（%）	45.03	48.59	49.59
流动比率（倍）	1.48	1.52	1.57
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.11	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.38	2.08	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.92	1.19	--

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

2017 年，奥园集团有限公司（以下简称“公司”或“奥园集团”）受益于广东省各地区房地产市场景气度较高影响，公司协议销售面积与金额有所增长，经营状况良好；同时在售项目规模较大，对公司未来盈利形成支撑。公司在土地成本及开发规模、区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面仍具备一定竞争优势。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房地产调控政策影响较大、公司资本支出压力较大、有一定集中偿付压力、权益结构稳定性较弱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，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”，同时维持“15 奥园债”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 2017 年，广东省各地区经济发展较快，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. 2017 年，公司整体开发节奏较快，同时房屋销售面积和金额大幅增长；公司在售项目规模较大，能满足公司未来几年的销售需求。

4. 公司营业收入及利润大幅增长，货币资金充裕，盈利状况良好，债务负担处于行业较低水平，2017 年控股股东增资后，公司资

本实力大幅增强。

关注

1．房地产行业政策因城施策进行差异化调控，广州市等地区施行限购或限贷等政策，公司作为区域发展的房地产开发企业，受区域房地产政策的影响较大。

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．公司债务规模增长较快，还款期限较为集中；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，公司存在一定的或有负债风险。

分析师

张兆新
电话：010-85172818
邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

李　镭
电话：010-85172818
邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 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：李锦

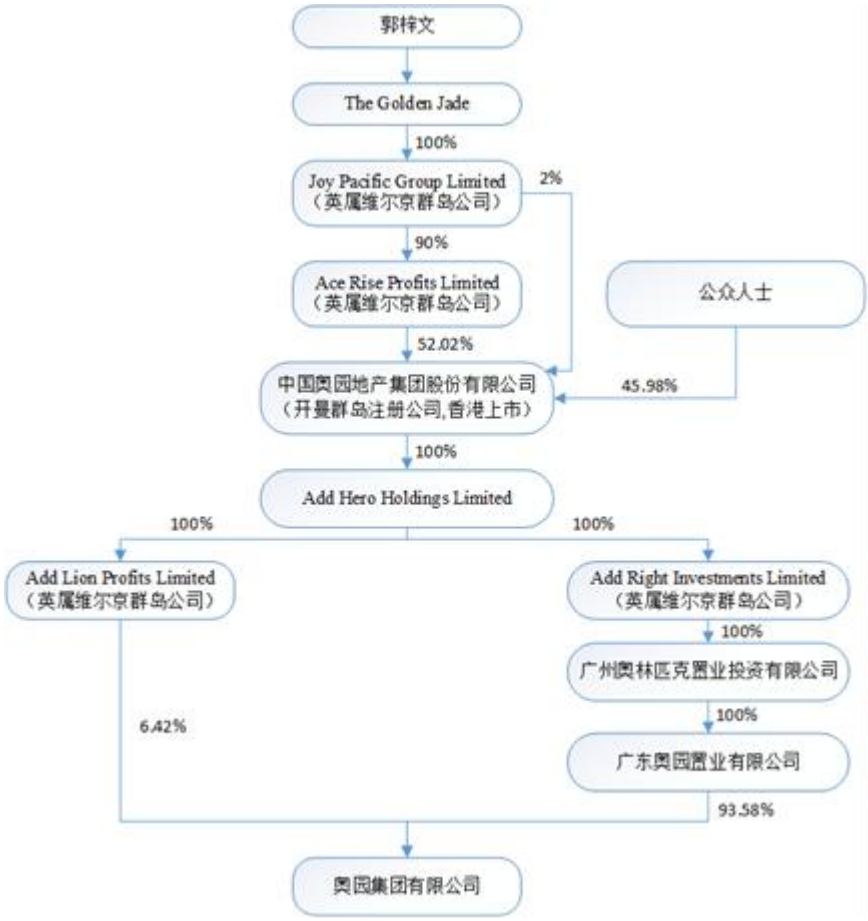
联合信用评级有限公司

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 2018 年 3 月底，公司注册资本为 611,000 万元，其中 ADD LION PROFITS LIMITED 持股 6.42%，广东奥园置业有限公司持股 93.58%，为公司控股股东。公司实际控制人为郭梓文先生。截至 2018 年 3 月底，公司股权结构如下图所示。

图 1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，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。截至 2018 年 3 月底，公司组织结构未有调整（见附件 1）。

截至 2017 年底，公司拥有全资或控股子公司 218 家，公司员工总数 7,183 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,076.73 亿元，负债合计 795.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 281.24 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 118.85 亿元。2017 年，公司实现营业收入 157.35 亿元，净利润（含少数股东损益）19.82 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 17.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额-78.23 亿元，现金及现金等价物净增加额 142.14 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 1,111.48 亿元，负债合计 825.30 亿元，所有者权益

（含少数股东权益）286.18 亿元，其中归属于母公司所有者权益 120.67 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.53 亿元，净利润（含少数股东损益）2.13 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.81 亿元。2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-43.57 亿元，现金及现金等价物净增加额-68.63 亿元。

公司注册地址改为广州市番禺区桥南街市良路 9 号文化长廊 14 座首层自编 A 区；法定代表人：郭梓宁。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]1738 号文核准，公司于 2015 年 7 月 30 日发行公司债券，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%，债券于 2015 年 8 月 24 日上市。

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 2017 年 7 月 31 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

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点；其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 7.2%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 11.6%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.5%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.0%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，

溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

资金来源方面，2017 年，全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%，银行信贷收缩使得按揭贷款增速有所下降。同时资管新规的出台将使得非标业务尤其是信托通道业务面临收缩压力，在地产调控持续的背景下，房企获得资金将愈发困难。

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

销售价格方面，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

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

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

（2）行业政策

2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017年4月6日，住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序。2017年7月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向。

2017年10月18日，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、

多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。2017年12月18日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。2018年3月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。

总体看，2017年，政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制。

（3）行业关注

行业债务水平较高，且 2016 年 10 月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策不放松，但实行差异化调控

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

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（4）行业发展

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

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

2．广东省地区经济与房地产发展情况

公司业务主要位于广东省各地市，广东省经济发展及主要城市房地产市场情况对公司业务发展具有重要影响。

（1）经济发展水平

2015~2017 年，广东省全年地区生产总值（GDP）分别为 72,812.55 亿元、79,512.05 亿元和

89,879.23 亿元，GDP 总量蝉联全国第一名；同比增长率分别为 8.0%、7.5%和 7.5%，高于全国 GDP 增速。2017 年，广东省三次产业结构比重为 4.2：43.0：52.8，三大产业增加值分别同比增长 3.5%、6.7%和 8.6%，第三产业保持快速发展。从区域来看，2017 年，珠三角地区 GDP 在全省占比 79.7%，粤东西北地区占比 20.3%。

截至 2017 年底，广东省常住人口 11,169 万人，较上年末增加 170 万人，人口净增量规模居全国各省市领先地位，其中自然增长人口 101.53 万人，外来流入人口约 68.47 万人，人口净流入规模较大，主要向珠三角地区汇聚。

总体看，广东省经济发展水平较高，经济增速基本保持稳定，产业结构改善，人口净流入规模较大。

（2）房地产市场情况

2017 年，广东省全年房地产开发投资 12,075.69 亿元，同比增长 17.2%，其中，珠三角地区房地产开发投资 9,827.78 亿元，同比增长 14.3%；按用途分，商品住宅开发投资 8,100.93 亿元，同比增长 16.1%；办公楼和商业营业用房投资分别为 1,173.67 亿元和 1,445.15 亿元，分别同比增长 37.7%和 3.9%。

土地市场方面，2017 年广东房地产企业入库的土地购置面积 1,841.19 万平方米，同比增长 5.2%；成交均价 8,557 元/平方米，同比增长 7.0%。截至 2017 年末，全省房地产企业待开发土地面积 3,443.86 万平方米，同比下降 16.0%。随着土地资源日益稀缺，热点城市的土地市场受到追捧，土地成本明显上升。

销售方面，2017 年，广东省商品房销售面积 15,958.81 万平方米，同比增长 9.2%；商品房销售额 18,792.76 亿元，同比增长 15.9%，销售面积和销售额保持一定增长。按用途分，全省商品住宅销售面积 1.35 亿平方米，同比增长 3.8%；销售金额 1.54 万亿元，同比增长 8.4%，增速分别较前三季度上升 0.3 个和 1.8 个百分点；销售均价 11,416 元/平方米，同比增长 4.4%。非商品住宅销售 2,436.30 万平方米，同比增长 53.3%，增速较前三季度下降 1.1 个百分点；销售金额 3,354.87 亿元，同比增长 69.9%，增速较前三季度上升 0.2 个百分点。受调控政策的影响，商品住宅销售量、价的增速均明显低于非住宅商品房增速。

在“分类调控、因城施策”的调控政策之下，商品住宅市场继续分化，销售面积方面，佛山、惠州、广州三市位居全省前三位；但同比增速较高的则都是非珠三角城市，同比降幅最大的为深圳及临深的珠海、东莞和中山。商品房总销售面积上，佛山、广州、惠州分列全省前三，合计占全省销售面积的 38.8%。

2016 年“十一”以来，广东省的深圳、广州、佛山、珠海、东莞、惠州、中山、江门等多个城市均出台了房地产调控政策，包括限购、限贷、限价等多种限制性政策，以及加大住房用地供应力度、优化土地出让模式、调整住房户型结构、加强商服类房地产项目管理、加强房地产市场整治等措施。2018 年 2 月，广东省人民政府印发《广东省供给侧结构性改革总体方案（2017~2018 年）》，将全省城市分为四个类型，实行“一类一策”去库存政策；其中，一类城市为库存规模大、需求旺盛的城市，包括佛山、惠州、中山、清远等；二类城市为库存规模较大、需求较旺盛城市，包括江门、肇庆、东莞、韶关、汕头等；三类城市为库存规模小、需求平稳的城市，包括河源、梅州、阳江、云浮等；四类城市为住房限购的广州、深圳以及库存规模小、需求旺盛的珠海。

总体看，广东省房地产市场发展情况良好，商品房销售量价齐涨，但商品住宅销售量、价的增速均明显低于非住宅商品房增速；佛山、广州、惠州市房地产市场景气度较高；但随着一系列

调控政策的实施，未来区域房地产市场发展前景存在一定不确定性。

四、管理分析

2017 年 11 月 7 日，公司接受麦泽年先生辞呈，免去其公司副总裁职务。公司其他董事、监事及高级管理人员未发生变化，经营管理、财务管理等制度无变化。

五、经营分析

1．经营概况

2017 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 157.35 亿元和 19.82 亿元，分别较上年增长 59.59%和 47.36%，主要系公司竣工结转规模增长所致。

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核心业务，2017 年，公司房地产销售收入 149.63 亿元，较上年增长 60.08%，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 95.09%，占比很高。2017 年，公司实现其他业务收入 7.72 亿元，较上年增长 50.78%，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 4.91%。

从毛利率情况来看，2017 年，公司房地产销售业务毛利率为 32.77%，较上年稍有下降，主要系结转项目差异所致。2017 年，公司其他业务毛利率为 33.44%，较上年提升 6.20 个百分点，主要系物业管理面积增加，规模化效应显现带动毛利率提升所致。公司的整体盈利能力保持在较好水平。

表 2　2016~2017 年公司业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售收入	93.47	94.80	37.80	149.63	95.09	32.77
其他业务	5.12	5.20	27.24	7.72	4.91	33.44
合计	**98.59**	**100.00**	**37.25**	**157.35**	**100.00**	**32.81**

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。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.53 亿元；净利润 2.13 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.81 亿元。

总体看，随着公司交付物业面积大幅增加，公司营业收入与净利润增长较快，毛利率维持在相对较高水平。

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。

2017 年，公司继续加大土地购置力度。截至 2017 年底，公司共持有土地储备面积 927.61 万

平方米，对应规划建筑面积 2,460.19 万平方米，权益规划建筑面积 2,108.92 万平方米，考虑到公司每年新开发面积，公司土地储备充足，可支持公司未来几年左右的开发需求。从价格来看，除少量广州、深圳和北京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各市区、广西省南宁市、浙江省宁波市、安徽省蚌埠市等二、三线城市，区域位置相对良好，公司的土地储备整体质量较好。截至 2017 年底公司土地储备情况见附件二。

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；土地拿地成本较低，土地储备的质量较高，且公司逐渐拓展除广东省的其他区域，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为主，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，2017 年，公司新开工面积 509.75 万平方米，较上年增长 175.06%，主要系房地产行业景气度较高，公司加快开发进度所致；2017 年，公司竣工面积 249.68 万平方米，较上年增长 129.84%，主要系工程进度影响所致；截至 2017 年底，公司在建面积 621.76 万平方米，在建面积规模保持较高水平。

表 3　2016~2017 年公司房地产开发数据

项目	2016 年	2017 年
新开工面积（万平方米）	185.32	509.75
竣工面积（万平方米）	108.63	249.68
在建面积（万平方米）	361.69	621.76

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 2017 年底，公司在建项目总建筑面积 2,295.40 万平方米，计划总投资为 1,342.12 亿元，已投资金额为 863.68 亿元，尚需投资 478.44 亿元，2018~2020 年公司计划投资金额分别为 191.83 亿元、112.01 亿元和 65.47 亿元，投资资金需求尚可，但考虑到拟建项目的不断投入、到期债务的偿还以及土地储备的持续拓展，公司仍具有较大的资金支出压力。

表 4　截至 2017 年底公司在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	预计总投资金额	已投资	2018 年计划投资	2019 年计划投资	2020 年计划投资
英德奥园文化旅游城	75.65	37.44	5.96	2.92	2.47	2.96
广州萝岗奥园广场	41.61	44.97	41.78	2.74	0.45	--
广州奥园康威广场	55.73	35.52	26.03	0.91	2.60	1.50
广州奥园国际中心	33.07	34.71	32.54	1.63	--	--
广州奥园香雪华府	4.65	7.44	4.90	2.02	--	--
广州奥园莲峰圣境	35.69	27.80	10.68	5.00	4.06	1.06
广州奥园誉峰	20.28	20.83	13.63	3.49	1.20	0.63
深圳奥园翡翠东湾	26.75	56.07	46.71	4.90	2.28	1.06
深圳奥园峰荟	17.89	16.08	16.02	0.06	--	--
珠海奥园广场	37.74	32.49	31.65	0.75	0.09	--
珠海奥园观山海	17.37	29.55	15.90	2.04	2.19	2.63

珠海奥园香海美景	5.44	7.63	3.86	1.70	1.32	0.38
珠海奥园平沙冠军城	6.05	5.33	2.94	1.08	1.00	0.18
中山奥园金域	20.96	9.68	9.60	0.08	--	--
中山奥园香槟花园	5.86	4.00	2.66	0.84	0.28	0.22
中山奥园领秀	7.27	4.52	1.79	0.81	0.70	0.24
中山奥园香山美景	5.99	3.64	1.68	1.36	0.36	0.18
中山奥园领尚明珠苑	4.18	3.87	1.54	1.70	0.25	0.15
佛山奥园公园一号	24.45	18.11	17.62	0.50	--	--
佛山奥园公园一号二期	14.11	9.86	8.55	0.58	0.04	--
佛山奥园一号	14.12	23.64	22.35	0.63	0.11	0.05
南海奥园	28.30	19.95	15.17	2.50	2.00	--
南海奥园观湖尚居	16.04	12.18	8.44	1.89	1.00	0.50
佛山三水冠军城	78.31	39.46	13.95	5.40	6.00	6.00
惠州淡水项目	3.80	1.87	1.86	0.01	--	--
惠州岗宏项目	24.11	15.85	15.40	0.07	--	--
奥园隆基绿洲花园	7.87	7.23	4.34	2.15	0.50	0.14
惠州奥园誉山湖	41.98	18.23	7.38	4.88	2.71	1.09
惠州奥园领寓（南区）		7.11	1.60	2.48	1.38	0.55
惠州奥园领寓（北区）		8.94	2.50	2.90	1.61	0.64
惠州奥园德明华庭	5.97	5.11	3.92	0.67	0.38	--
惠州德丰项目	9.45	7.69	6.68	1.00	--	--
惠州奥园开城首府	5.62	4.46	1.20	2.40	0.78	--
东莞奥园城市天地	8.46	2.00	0.68	1.18	0.12	--
东莞奥园观澜誉峰	20.50	31.14	13.34	15.11	2.30	0.36
肇庆幸福湖畔项目	50.86	2.00	1.48	0.35	--	--
奥园·禧悦臺	23.46	14.22	4.55	6.40	1.79	1.17
梅州奥园半岛一号	43.89	16.03	13.37	1.09	0.98	0.32
梅州奥园梅江天韵	30.50	15.32	6.97	5.06	2.80	0.48
蕉岭奥园广场	9.44	4.51	4.16	0.36	--	--
五华奥园广场	15.56	7.32	6.48	0.84	--	--
五华奥园公园里	2.86	1.22	0.85	0.37	--	--
梅州皇家名典	5.70	1.59	1.27	0.35	--	--
奥园韶关印象	86.90	45.26	23.30	8.33	6.85	4.13
佛冈奥园	38.85	12.28	5.49	3.21	1.89	1.70
阳江奥园公园一号	24.25	14.02	12.11	0.56	0.70	0.65
云浮奥园城市天地	22.71	6.91	5.91	0.53	0.25	--
沈阳奥园国际城	112.33	47.96	39.13	3.09	1.33	1.15
沈阳奥园会展广场	117.27	56.34	47.28	3.17	1.36	1.18
重庆奥园城市天地	49.10	27.40	24.94	1.47	0.99	--
重庆奥园鉴云山	9.56	7.54	2.97	2.06	1.59	0.66
奥园新红阳公园一号	40.12	14.55	2.85	5.06	3.35	2.84
蚌埠奥园华府	42.07	13.79	12.83	0.96	--	--
蚌埠奥园银座广场	27.47	11.91	8.23	1.23	1.23	1.11
蚌埠奥园银座东区	30.69	9.85	7.77	1.35	0.50	0.23
浏阳奥园广场	19.36	7.87	5.21	2.05	0.50	--
湘潭奥园冠军城	66.51	25.56	5.76	4.02	4.33	3.68
郴州奥园中源国际城	47.15	16.19	4.72	3.72	2.89	2.51

宁都奥园广场	14.88	5.81	3.94	1.36	0.50	--
成都成华奥园广场	94.99	65.57	51.85	3.98	2.78	2.58
成都奥园公园府邸	23.82	21.95	9.25	4.00	3.35	2.51
嘉兴奥园天悦湾	8.10	6.72	4.13	1.52	0.93	0.14
嘉兴广益大厦	3.48	2.13	2.07	--	--	--
宁波奥园誉景湾	16.10	10.23	5.53	2.12	1.50	1.06
宁波奥园誉湖湾	9.28	6.41	3.43	1.42	1.45	0.08
宁波奥园奥创中心	6.06	5.75	3.26	1.01	1.21	0.23
玉林奥园广场	49.12	19.02	10.00	4.00	3.00	2.00
南宁奥园朗庭	8.61	4.49	3.70	0.79	--	--
南宁奥园上筑	9.60	4.80	4.16	0.54	0.10	--
南宁奥园名门	19.81	9.15	8.38	0.78	--	--
南宁奥园学府一期	26.22	15.75	12.99	2.58	0.18	--
南宁奥园学府二期	24.95	20.42	12.27	2.69	2.00	1.82
南宁奥园永和府	25.81	17.89	7.46	2.64	2.66	2.76
浦北奥园广场	53.11	15.83	2.05	3.88	2.50	1.50
梧州奥园名湖城	19.05	4.00	1.07	2.00	0.75	0.15
梧州奥园桂宏达公馆	40.70	6.66	1.71	2.16	2.08	0.13
扬州奥园观湖尚居	42.97	29.67	14.72	5.37	4.84	3.91
扬州奥园观庭	3.65	3.03	2.72	0.31	--	--
泰兴新能源新世界广场	65.80	32.91	17.09	6.50	5.37	0.62
泉州奥园西溪半岛	49.75	25.42	13.34	3.32	3.02	2.42
石狮奥园上林苑	20.28	7.75	3.49	1.51	1.53	1.23
潍坊奥园水榭春天	17.35	6.70	2.56	3.36	0.77	--
合计	**2,295.40**	**1,342.12**	**863.68**	**191.83**	**112.01**	**65.47**

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，2017 年新开工面积和竣工面积大幅增长，整体开发节奏较快。公司在建项目较多，未来资金支出压力较大。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

2017 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客户为主，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，2017 年，公司达预售项目共 69 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 404.62 亿元、协议销售面积 386.89 万平方米，分别较上年增长 111.41%

和 80.80%；公司 2017 年协议销售均价为 10,458.30 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所致。2017 年，公司销售回款率为 80%，较上年有所下降，主要系银行信贷收缩所致。2017 年，公司结转收入面积为 177.19 万平方米，同比增长 72.67%；结转收入 149.63 亿元，同比增长 60.08%。

表 5　2016~2017 年公司房地产销售数据

项目	2016 年	2017 年
达预售项目（个）	40	69
协议销售面积（万平方米）	213.99	386.89
协议销售金额（亿元）	191.39	404.62
协议销售均价（元/平方米）	8,943.88	10,458.30
销售回款率（%）	90	80
结转收入面积（万平方米）	102.62	177.19
结转收入（亿元）	93.47	149.63

资料来源：公司提供，联合评级整理。

截至 2017 年底，公司共有在售项目 61 个，规模较大，总可售面积 1,528.34 万平方米，其中待售面积 729.43 万平方米，能满足公司未来几年的销售需求；同时按目前市场价格估计，货值金额较大。截至 2017 年底，公司累计已取得预售证面积 910.37 万平方米，整体去化率为 87.76%，去化水平良好。

总体看，2017 年房地产行业整体回暖，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。

5．自持物业

目前，公司自持物业规模并不大，且大部分处于在建状态。从物业类型看，公司自持物业主要是商业大厦及店铺。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。其他自持物业尚未完工，处于正在进行招商或尚未开始招商状态。截至 2017 年底，公司主要持有物业投资成本为 28.96 亿元，账面价值为 38.27 亿元，增值率为 32.15%。

表 6　截至 2017 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	1.04	1.04
2	南沙国奥	0.24	写字楼	100	0.10	0.23
3	广奥	0.86	商业	100	0.40	0.84
4	养生广场	0.61	商业	100	0.65	0.68
5	沈阳奥园国际城	0.70	酒店	100	0.18	0.19
6	沈阳奥园会展广场	11.42	商用、零售商店	未完工，招商中	0.28	0.81
7	广州奥园城市天地	0.96	商用、会所	100	0.49	1.05
8	广州奥园康威广场	6.00	商用、零售商店	未完工，招商中	0.37	0.52
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	4.03	5.24
11	重庆奥园城市天地	6.97	商用	未完工，招商中	3.92	5.25
12	蕉岭奥园广场	1.91	商用、零售商店	未完工，招商中	1.25	1.89

13	五华奥园广场	2.72	商用、零售商店	未完工，招商中	1.85	2.64
14	珠海奥园广场	6.67	商用、零售商店	未完工，招商中	7.33	9.80
15	浏阳奥园广场	2.50	商用、零售商店	未完工，招商中	1.11	1.40
16	瀚林银座	3.55	商用、零售商店	未完工，招商中	0.49	0.53
17	成都项目	6.50	商用、零售商店	未完工，尚未开始招商	1.69	1.72
18	宁都项目	2.30	商用、零售商店	未完工，招商中	0.91	0.97
19	玉林奥园广场	5.26	商用、零售商店	未完工，招商中	2.05	2.62
20	浦北奥园广场（4 地块）	2.56	商业购物中心	未完工，尚未开始招商	0.15	0.16
21	宁波慈溪 A 地块酒店	1.80	酒店	未完工，尚未开始招商	0.52	0.54
22	大埔奥园广场	2.50	商业购物中心	未完工，尚未开始招商	0.13	0.13
合计		**76.31**	--	--	**28.96**	**38.27**

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，2016~2017 年，公司租金收入分别为 7,106.31 万元和 5,814.62 万元，2017 年有所下降，主要系部分自持物业租金转让给关联方收取所致。

总体看，随着部分租金收入在 2017 年调整到关联方收取，公司租金水平有所下降。未来随着公司商业业态的成熟，公司自持物业预计可为公司提供一定的现金流补充。

6．经营关注

（1）公司业务主要位于广州、佛山和珠海等广东省各地市，广东省经济发展及主要城市房地产市场情况对公司业务发展具有重要影响。此外，广州、佛山和珠海等地区出台一系列房地产调控政策，区域房地产市场政策可能对公司业务造成一定影响，公司业务存在一定的区域集中风险。

（2）公司在建项目较多，规模较大，资本支出压力较大，公司对外融资需求较大。

7．未来发展

未来，公司一方面继续把握增量市场空间，深耕重点都市圈及城市群，关注不同城市发展进程，把握重点和潜力城市发展规律，扩大自身规模。另一方面，坚持做刚需产品，顺应形势，同时通过业务模式和服务方式的变革和创新，保持企业持续稳健发展，为企业可持续发展提供长期驱动力。

公司未来区域布局以大湾区为核心，积极开拓华东区域，并选择性的布局中西部核心区的省会城市。就项目所在城市而言，坚持以一二线城市为主，三四线城市为辅，重点兼顾特大城市的卫星城市，选择性进入少数有较大人口基数及市场空白的三、四线城市。

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 2017 年度合并财务报表经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留

审计意见。公司财务报表依据最新的《企业会计准则》和其他各项会计准则及其他相关规定进行编制。

2017 年，公司非同一控制下合并 39 家企业，新设子公司 74 家，不再纳入合并范围的子公司 7 家。公司合并范围变动较大，但由于所涉及子公司大部分资产规模一般，且公司主业未发生变化，故财务数据的可比性仍较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,076.73 亿元，负债合计 795.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 281.24 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 118.85 亿元。2017 年，公司实现营业收入 157.35 亿元，净利润（含少数股东损益）19.82 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 17.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额-78.23 亿元，现金及现金等价物净增加额 142.14 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 1,111.48 亿元，负债合计 825.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益）286.18 亿元，其中归属于母公司所有者权益 120.67 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.53 亿元，净利润（含少数股东损益）2.13 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.81 亿元；经营活动现金流量净额为-43.57 亿元，现金及现金等价物净增加额-68.63 亿元。

1．资产及负债结构

资产

截至 2017 年底，公司资产规模快速增长至 1,076.73 亿元，较年初增长 108.32%，主要系流动资产增加所致；其中流动资产占比 95.43%，非流动资产占比 4.57%，较年初变动不大。

流动资产方面，截至 2017 年底，公司流动资产为 1,027.57 亿元，较年初增长 115.05%，主要系公司存货和货币资金增加所致。公司流动资产以货币资金（占 24.16%）、存货（占 61.83%）和其他应收款（占 11.00%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金为 248.28 亿元，较年初增长 177.83%，主要系公司筹资现金增加所致；公司货币资金主要为银行存款，占比 93.22%；公司货币资金中受限金额为 16.78 亿元，占比 6.76%，主要为各类保证金及定期存款。

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 635.34 亿元，较年初增长 86.97%，主要系获取土地增加以及在建项目不断投入所致，其中开发成本和开发产品分别占比 87.23%和 12.53%；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押金、保证金及合作诚意金、子公司少数股东往来款和代垫款等。截至 2017 年底，公司其他应收款 113.03 亿元，较年初增长 195.53%，主要系公司经营规模扩大，合作诚意金和少数股东往来款增加所致；截至 2017 年底，按欠款方归集的余额前五名的金额 20.25 亿元，占其他应收款期末余额的比例为 17.92%；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，但对公司资金形成一定的占用。

非流动资产方面，截至 2017 年底，公司非流动资产总额为 49.17 亿元，较年初增长 25.95%，主要系投资性房地产增长所致。公司非流动资产构成以投资性房地产和固定资产为主，占比分别为 77.87%和 13.37%。

截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值为 38.29 亿元，较年初增长 26.42%，主要系外购投资性房地产项目以及公允价值上升所致；2017 年，公司投资性房地产公允价值变动合计 3.02 亿元，考虑公司自持物业主要位于广州、珠海、重庆、成都、沈阳等城市，公司投资性房地产增值幅度较合理。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 6.57 亿元，较年初增长 5.60%，主要系公司购置办公用品及房屋、建筑物所致；公司固定资产主要为房屋、建筑物，占比 88.42%。公司固定资产累计折旧共 2.32 亿元，成新率为 73.91%，成新率较高。

截至 2017 年底，公司受限资产包括货币资金（16.78 亿元）、存货（114.58 亿元）、固定资产（2.74 亿元）和投资性房地产（8.67 亿元），合计账面价值 142.76 亿元，占总资产的比例为 13.26%，受限资产规模一般。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 1,111.48 亿元，比年初增长 3.23%。其中流动资产占比 95.30%、非流动资产占比 4.70%，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，以流动资产为主；流动资产中货币资金充裕，存货占比较高，符合房地产开发企业资产结构特征，其他应收款对公司资金形成一定占用；非流动资产中投资性房地产占比较大；公司受限资产规模一般，整体资产质量尚可。

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 795.50 亿元，较年初增长 102.36%，流动负债和非流动负债均有大幅增长。其中，公司流动负债和非流动负债占比分别为 84.76%和 15.24%，以流动负债为主。

流动负债方面，截至 2017 年底，公司流动负债合计 674.23 亿元，较年初增长 108.82%，主要系预收款项、一年内到期的非流动负债与其他应付款增加所致；公司流动负债以应付账款（占比 9.28%）、预收款项（占比 48.52%）、其他应付款（占比 15.49%）和一年到期的非流动负债（占比 21.80%）为主。

公司的应付账款主要是应付工程款，截至 2017 年底，公司应付账款 62.54 亿元，较年初增长 78.59%，主要系工程款增加所致。

截至 2017 年底，公司预收款项 327.12 亿元，较年初增长 87.22%，主要系达预售条件项目增加，预收房款增加所致。公司较大规模的预收款项为未来收入结转形成支撑。

公司的其他应付款主要由关联方往来款、押金、保证金及购房诚意金和应付股权收购款等构成。截至 2017 年底，公司其他应付款账面价值 104.43 亿元，较年初增长 61.80%，主要系业务规模扩大，应付保证金及应付股权收购款增加所致。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 147.00 亿元，较年初增长 343.61%，公司具有一定的集中还款压力。

非流动负债方面，截至 2017 年底，公司非流动负债合计 121.26 亿元，较年初增长 72.64%，主要系长期借款大幅增长所致；公司非流动负债以长期借款（占比 96.74%）为主。

截至 2017 年底，公司长期借款账面价值 117.30 亿元，较年初增长 399.59%，主要系新建项目的投入较大，相应资金需求增加所致；其中质押借款占比 9.38%，抵押借款占比 1.48%，保证借款占比 7.67%，信用借款占比 6.82%，质押、保证借款占比 32.67%，抵押、保证借款占比 15.61%，抵押、保证、质押借款占比 26.38%。公司长期借款到期时间主要分布在 2019 年和 2020 年，还款期限较集中。

截至 2017 年底，公司全部债务 265.80 亿元，较年初增长 162.20%，其中短期债务占比 55.31%，长期债务占比 44.69%，债务结构有待改善。受控股股东增资以及债务结构改变影响，截至 2017 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 73.88%、48.59%和 29.70%，其中资产负债率和长期债务资本化率较年初下降 2.18 和 5.84 个百分点，全部债务资本化率较年初上升 3.56 个百分点，公司债务负担较低。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 825.30 亿元，较年初增长 3.75%；公司负债中流动负债占

81.67%、非流动负债占 18.33%，与年初相比负债结构变化不大。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务规模 281.55 亿元，较年初增长 5.93%，主要系长期借款增加所致；其中短期债务占比 47.29%，长期债务占比 52.71%。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 74.25%、49.59%和 34.15%，分别较年初增加 0.37 个百分点、增加 1.00 个百分点和增加 4.45 个百分点，债务负担稍有加重。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，债务负担处于较低水平；但伴随部分长期借款将于一年内集中到期，公司有一定的集中还款压力，同时，债务结构有待改善。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 281.24 亿元，较年初增长 127.26%，主要系控股股东增资和少数股东权益大幅增加所致。其中归属于母公司所有者权益 118.85 亿元，少数股东权益 162.38 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 51.41%，资本公积占 3.38%，盈余公积占 1.00%，未分配利润占 44.21%。公司所有者权益中，少数股东权益和未分配利润占比较大，所有者权益稳定性较弱。其中，截至 2017 年底，公司少数股东权益较年初增长 148.08%，主要系公司并购项目不断增加所致。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 286.18 亿元，较年初增长 1.76%，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，但少数股东权益和未分配利润占比较大，公司权益结构稳定性较弱。

2．*盈利能力*

2017 年，公司实现营业收入 157.35 亿元，同比增长 59.59%，主要系交付物业面积大幅增加所致。公司实现净利润 19.82 亿元，同比增长 47.36%；其中归属于母公司所有者的净利润为 17.12 亿元。

从期间费用来看，2017 年，公司期间费用总额为 15.19 亿元，较上年增长 31.88%，主要系销售与管理费用增长所致。从费用构成来看，销售费用占比较高为 56.60%、管理费用占 35.86%，财务费用占 7.54%。2017 年，销售费用为 8.60 亿元，较上年增长 56.82%，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 5.45 亿元，较上年增长 54.79%，主要系员工薪资费用增加所致；财务费用为 1.15 亿元，较上年大幅减少 54.49%，主要系资本化利息增加、计入财务费用的利息支出减少所致。

2017 年，公司公允价值变动收益为 3.02 亿元，较上年增长 15.39%，主要系投资性物业价值不断增加所致；公允价值变动收益占公司营业利润比例为 11.25%，公允价值变动收益对公司盈利有一定影响。

从各项盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率为 24.86%，较上年稍有下降。受债务规模与所有者权益大幅增加影响，2017 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 5.55%、3.54%和 9.79%，分别较上年下降 2.67 个百分点、1.49 个百分点和 2.18 个百分点。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司销售毛利率和总资产报酬率处于行业上游水平，净资产收益率处于较低水平（如下表所示）。

表7 房地产类上市公司2017年盈利能力情况（单位：%）

指标名称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
滨江集团	30.40	12.64	5.62
阳光城	25.08	12.75	2.30
蓝光发展	25.04	11.14	2.56
奥园集团	32.81	9.79	3.54

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。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.53 亿元；净利润 2.13 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.81 亿元。

总体看，2017 年受交付物业面积大幅增加影响，公司营业收入和净利润规模有所增长，公允价值变动收益对公司盈利有一定影响，盈利能力尚可。

3．现金流

从经营活动情况来看，2017 年，公司经营活动现金流入 289.00 亿元，较上年增长 33.27%，主要系预收房款大幅增加所致；公司经营活动现金流出 367.24 亿元，较上年增长 118.19%，主要系公司在建项目增加，经营支出增加以及支付土地款增加所致。综上，2017 年公司经营活动产生的现金流量净额为-78.23 亿元，较上年由净流入转为净流出。

从投资活动情况来看，2017 年，公司投资活动现金流入 2.34 亿元，较上年减少 61.80%，主要系公司收回委托借款减少所致；公司投资活动现金流出 60.28 亿元，较上年增长 33.32%，主要系公司加大了采用并购方式进行拿地的力度所致。综上，2017 年公司投资活动产生的现金流量净额为-57.94 亿元。

从筹资活动情况来看，2017 年，公司筹资活动现金流入 328.58 亿元，较上年增长 555.41%，主要系公司为储备土地进行了较多的项目并购融资所致。2017 年，公司筹资活动现金流出 50.26 亿元，较上年增长 38.54%，主要系偿还债务支出规模增长所致。综上，2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 278.32 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为-43.57 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-38.50 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 13.44 亿元。

总体看，2017 年公司加大并购拿地力度，经营活动和投资活动产生的现金流量呈净流出状态，随着公司项目的开发，公司仍有较大的对外融资需求。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.52 倍和 0.58 倍，较年初均有所上升，主要系货币资金大幅增加所致。截至 2017 年底，公司现金短期债务比为 1.69 倍，较年初有所下降，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，2017 年，公司 EBITDA 为 28.64 亿元，较上年增长 29.38%，主要系利润总额增加所致。2017 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占比 92.69%）和计入财务费用的利息支出（占比 5.68%）构成。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数为 2.08 倍，EBITDA 对利息的保障能力尚可；2017 年公司 EBITDA 全部债务比为 0.11 倍，较上年有所下降，对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年底，公司对外担保余额为 39.64 亿元，全部为对关联方担保。公司对外担保额度

较大，占期末净资产的比例为 14.09%，存在一定的或有负债风险。

截至 2017 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 2017 年底，公司拥有的授信总额为 415.75 亿元，已使用授信额度 263.36 亿元，未使用授信余额 152.39 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（G1044011300199760X），截至 2018 年 4 月 10 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，长期偿债能力一般，间接融资渠道较为畅通，但存在一定的或有负债风险；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。

七、公司债偿债能力分析

截至 2018 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 179.65 亿元，为“15 奥园债”本金合计（24.00 亿元）的 7.49 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较好；净资产达 286.18 亿元，为债券本金合计（24.00 亿元）的 11.92 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。

2017 年，公司 EBITDA 为 28.64 亿元，为债券本金合计（24.00 亿元）的 1.19 倍，公司 EBITDA 对“15 奥园债”的覆盖程度较高。

公司 2017 年经营活动产生的现金流入 289.00 亿元，为债券本金合计（24.00 亿元）的 12.04 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。

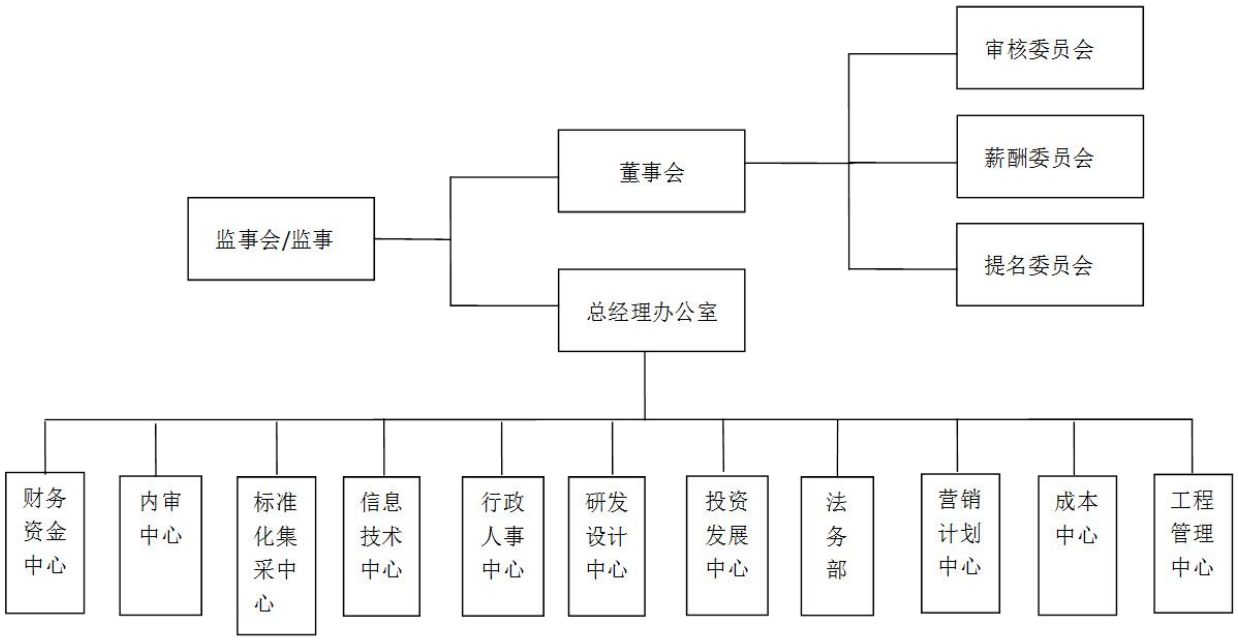
八、综合评价

2017 年，公司受益于广东省各地区房地产市场景气度较高影响，公司协议销售面积与金额有所增长，经营状况良好；同时在售项目规模较大，对公司未来盈利形成支撑。公司在土地成本及开发规模、区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面仍具备一定竞争优势。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受房地产调控政策影响较大、公司资金支出压力较大、有一定集中偿付压力、权益结构稳定性较弱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，联合评级维持奥园集团的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”，同时维持“15 奥园债”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1　奥园集团有限公司
组织结构图



附件 2　截至 2017 年底奥园集团土地储备情况

（单位：万平方米、元/平方米、%）

序号	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
1	广州奥园养生广场	广东省广州市番禺区	2011 年	高层公寓、商业	4.82	12.53	4,173	100
2	广州奥园春晓	广东省广州市萝岗区	2013 年	高层公寓、商业	6.07	12.42	1,102	100
3	广州南沙奥园	广东省广州市南沙区	2007 年	高层公寓、商业	24.66	33.97	132	100
4	英德奥园文化旅游城	广东省英德市英红镇	2014 年	高层公寓、商业	37.82	75.65	290	100
5	清远奥园	广东省清远市清城区	2008 年	高层公寓、商业	9.49	14.76	297	80
6	广州奥园越时代	广东省广州市番禺区	2013 年	高层公寓、商业	1.67	13.38	5,000	100
7	广州奥园城市天地	广东省广州市番禺区	2012 年	别墅、商业	5.48	23.01	6,781	100
8	广州萝岗奥园广场	广东省广州市萝岗区	2013 年	别墅、商业	8.26	30.00	4,352	60
9	广州奥园康威广场	广东省广州市增城区	2013 年	高层公寓、商业	22.90	37.94	1,583	51
10	广州奥园国际中心	广东省广州市番禺区	2011 年	高层公寓、商业	4.96	24.81	6,698	65
11	广州奥园香雪华府	广东省广州市萝岗区	2015 年	综合社区	0.96	3.36	9,364	50
12	广州奥园莲峰圣境	广东省广州市番禺区	2015 年	综合社区	15.37	28.08	2,136	100
13	广州奥园誉峰	广东省广州市增城区	2016 年	综合社区	6.11	15.26	4,259	100
14	深圳奥园翡翠东湾	广东省深圳市坪山新区	2016 年	综合社区、高层公寓、商业	5.59	21.78	14,999	70
15	深圳奥园峰荟	广东省深圳市	2017 年	高层公寓、商业	2.81	8.00	12,312	100
16	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	93
17	珠海奥园观山海	广东省珠海市	2017 年	高层公寓、商业	5.14	14.25	4,422	70
18	珠海奥园香海美景	广东省珠海市	2017 年	综合社区	3.33	4.82	7,266	80
19	珠海奥园平沙冠军城	广东省珠海市	2017 年	综合社区	2.66	4.99	5,251	90
20	中山奥园金域	广东省中山市沙溪镇	2011 年	综合社区	6.01	20.96	688	100
21	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	100
22	中山奥园领秀	广东省中山市	2017 年	高层公寓、商业	1.91	5.74	2,330	77
23	中山奥园香山美景	广东省中山市	2017 年	高层公寓、商业	2.22	4.45	2,698	100
24	中山奥园领尚明珠苑	广东省中山市	2017 年	综合社区	1.43	3.50	5,805	95
25	佛山奥园公园一号	广东省佛山市南海区	2013 年	综合社区	6.09	18.27	3,978	100
26	佛山奥园公园一号二期	广东省佛山市南海区	2014 年	综合社区	3.43	10.29	3,250	100
27	佛山奥园一号	广东省佛山市南海区	2015 年	综合社区	3.32	11.62	9,358	100
28	南海奥园	广东省佛山市南海区	2012 年	综合社区	4.24	18.24	469	55
29	南海奥园观湖尚居	广东省佛山市南海区	2016 年	综合社区	5.26	15.79	2,912	100
30	佛山三水冠军城	广东省佛山市	2017 年	综合社区	13.53	62.10	487	10
31	惠州奥园华府	广东省惠州市	2017 年	高层公寓、商业	3.00	9.00	1,305	100
32	惠州淡水项目	广东省惠州市	2017 年	高层公寓、商业	1.00	3.80	2,134	51
33	惠州岗宏项目	广东省惠州市	2017 年	高层公寓、商业	8.61	24.11	334	51
34	奥园隆基绿洲花园	广东省惠州市	2017 年	住宅、商业	1.84	6.45	4,989	70

35	惠州奥园誉山湖	广东省惠州市	2016 年	高层公寓、商业	1.10	15.16	2,643	100
36	惠州奥园领寓（南区）	广东省惠州市	2016 年	高层公寓、商业	5.66	6.75	2,643	100
37	惠州奥园领寓（北区）	广东省惠州市	2016 年	高层公寓、商业	1.40	9.20	2,643	100
38	惠州奥园冠军城	广东省惠州市	2017 年	住宅、商业	14.55	34.98	2,862	100
39	惠州奥园德明华庭	广东省惠州市	2017 年	高层公寓、商业	1.50	4.18	4,135	70
40	惠州德丰项目	广东省惠州市	2013 年	高层公寓、商业	3.78	11.98	835	100
41	惠州奥园开城首府	广东省惠州市	2013 年	高层公寓、商业	0.46	5.04	3,933	80
42	东莞奥园城市天地	广东省东莞市	2013 年	高层公寓、商业	5.58	3.82	6,536	65
43	东莞奥园观澜誉峰	广东省东莞市	2017 年	低密度住宅、综合小区、商业	14.08	15.06	6,639	95
44	肇庆幸福湖畔项目	广东省肇庆市	2017 年	综合小区	3.84	46.70	535	51
45	奥园·禧悦臺	广东省江门市	2017 年	高层公寓、商业	5.54	13.42	2,891	51
46	梅州奥园半岛一号	广东省梅州市	2013 年	高层公寓、商业	14.55	31.49	400	100
47	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	100
48	蕉岭奥园广场	广东省梅州市蕉岭县	2014 年	高层公寓、商业	6.64	7.00	2,205	100
49	五华奥园广场	广东省梅州市五华县	2015 年	高层公寓、商业	7.54	13.58	1,251	100
50	五华奥园公园里	广东省梅州市五华县	2016 年	综合小区、商业	0.50	2.52	1,149	100
51	大埔奥园广场	广东省梅州市	2017 年	高层公寓、商业	13.73	49.43	500	100
52	梅州皇家名典	广东省梅州市	2017 年	综合小区、商业	1.00	2.69	387	51
53	奥园韶关印象	广东省韶关市	2014 年	综合小区、商业	38.45	67.87	1,408	100
54	佛冈奥园	广东省清远市佛冈县	2007 年	综合小区、商业	42.70	143.27	67	100
55	阳江奥园公园一号	广东省阳江市	2013 年	高层公寓、商业	25.90	36.21	735	85
56	云浮奥园城市天地	广东省云浮市	2014 年	高层公寓、商业	5.67	25.53	109	100
57	沈阳奥园国际城	辽宁省沈阳市	2009 年	高层公寓、商业	22.28	112.33	268	100
58	沈阳奥园会展广场	辽宁省沈阳市	2009 年	高层公寓、商业	37.36	117.27	431	100
59	重庆奥园城市天地	重庆市	2013 年	高层公寓、商业	19.51	31.35	3,094	100
60	重庆奥园鉴云山	重庆市	2017 年	高层公寓、商业	6.90	8.36	3,731	80
61	奥园新红阳公园一号	重庆市	2017 年	高层公寓、商业	11.48	26.54	1,024	65
62	株洲奥园爱丁堡	湖南省株洲市	2012 年	高层公寓、商业	1.70	9.00	389	70
63	蚌埠奥园华府	安徽省蚌埠市	2015 年	综合小区、商业	11.63	32.56	1,287	55
64	蚌埠奥园银座广场	安徽省蚌埠市	2015 年	高层公寓、商业	23.54	70.63	1,345	55
65	蚌埠奥园银座东区	安徽省蚌埠市	2015 年	综合小区、商业				55
66	蚌埠奥园银座西区	安徽省蚌埠市	2015 年	高层公寓、商业				55
67	浏阳奥园广场	湖南省浏阳市	2015 年	高层公寓、商业	5.95	14.89	828	100
68	湘潭奥园冠军城	湖南省湘潭市	2017 年	综合小区、商业	28.08	66.51	631	100
69	郴州奥园中源国际城	湖南省郴州市	2017 年	综合小区、商业	20.80	47.15	495	70
70	岳阳奥园誉湖湾	湖南省岳阳市	2017 年	综合小区、商业	12.22	29.39	1,252	40
71	宁都奥园广场	江西省赣州市宁都县	2016 年	高层公寓、商业	6.99	12.59	500	100
72	成都成华奥园广场	四川省成都市	2016 年	高层公寓、商业	15.79	64.37	2,577	70
73	成都奥园公园府邸	四川省成都市	2017 年	综合小区、低密度住宅、商业	5.00	15.09	8,074	100
74	嘉兴奥园天悦湾	浙江省嘉兴市	2017 年	综合小区、商业	3.94	7.15	6,164	100
75	嘉兴广益大厦	浙江省嘉兴市	2017 年	高层公寓、商业	0.94	3.48	1,496	51

76	宁波奥园誉城湾	浙江省宁波市	2017 年	综合小区、商业	2.00	3.91	4,192	100
77	宁波慈溪项目	浙江省宁波市	2017 年		6.31	17.37	1,929	100
78	宁波奥园誉景湾	浙江省宁波市	2016 年	综合小区、商业	12.31	24.05	3,737	100
79	宁波奥园誉湖湾	浙江省宁波市	2016 年	综合小区、商业				100
80	宁波奥园奥创中心	浙江省宁波市	2016 年	高层公寓、商业				100
81	玉林奥园广场	广西省玉林市	2016 年	高层公寓、商业	16.17	40.44	870	100
82	南宁奥园朗庭	广西省南宁市	2015 年	高层公寓、商业	1.34	6.71	1,992	60
83	南宁奥园上筑	广西省南宁市	2015 年	高层公寓、商业	1.65	7.43	3,033	100
84	南宁奥园名门	广西省南宁市	2015 年	高层公寓、商业	3.57	14.29	3,033	100
85	南宁奥园学府一期	广西省南宁市	2016 年	综合小区、商业	4.05	20.74	2,267	100
86	南宁奥园学府二期	广西省南宁市	2017 年	综合小区、商业	4.28	24.95	3,540	100
87	南宁奥园永和府	广西省南宁市	2016 年	综合小区、商业	1.81	12.76	940	100
88	南宁奥园圆著	广西省南宁市	2016 年	综合小区、商业	2.69	15.39	1,104	100
89	浦北奥园广场	广西省浦北县	2017 年	高层公寓、商业	23.10	47.80	514	100
90	梧州奥园名湖城	广西省梧州市	2017 年	综合小区、商业	6.20	11.03	725	51
91	梧州奥园桂宏达公馆	广西省梧州市	2017 年	综合小区、商业	3.95	14.85	350	51
92	扬州奥园观湖尚居	江苏省扬州市	2017 年	综合小区、商业	18.86	36.68	3,635	51
93	扬州奥园观庭	江苏省扬州市	2016 年	综合小区、低密度住宅	2.61	3.65	5,453	100
94	泰兴新能源新世界广场	江苏省泰兴市	2017 年	高层公寓、商业	28.83	69.52	863	100
95	泰兴水岸康城	江苏省泰兴市	2017 年	综合小区、商业	12.54	34.08	1,238	51
96	荆州奥园学府里	湖北省荆州市	2017 年	综合小区、商业	11.16	33.33	4,124	100
97	泉州奥园西溪半岛	福建省泉州市	2017 年	综合小区、商业	22.13	49.75	580	100
98	石狮奥园上林苑	福建省泉州市	2017 年	综合小区、商业	3.66	15.67	2,006	80
99	北京二环广场	北京市	2017 年	高层公寓、商业	2.73	1.60	41,138	100
100	北京奥园源墅	北京市	2017 年	综合小区、低密度住宅	9.34	17.68	11,197	100
101	青岛奥园首府壹号	山东省青岛市	2017 年	综合小区、低密度住宅、商业	8.34	25.03	3,155	81
102	青岛奥园海泊澜湾	山东省青岛市	2017 年	综合小区、商业	1.20	3.04	3,357	80
103	潍坊奥园水榭春天	山东省潍坊市	2017 年	综合小区、商业	8.78	13.13	1,675	100
104	贵州威宁奥园广场	贵州省威宁县	2017 年	高层公寓、商业	13.28	30.27	531	100
合计		--	--	--	**927.61**	**2,460.19**	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

附件 3　奥园集团有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	516.86	1,076.73	1,111.48
所有者权益（亿元）	123.75	281.24	286.18
短期债务（亿元）	33.14	147.00	133.16
长期债务（亿元）	68.23	118.80	148.39
全部债务（亿元）	101.37	265.80	281.55
营业收入（亿元）	98.59	157.35	31.53
净利润（亿元）	13.45	19.82	2.13
EBITDA（亿元）	22.14	28.64	--
经营性净现金流（亿元）	48.53	-78.23	-43.57
流动资产周转次数（次）	0.25	0.21	--
存货周转次数（次）	0.22	0.22	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.20	--
现金收入比率（%）	196.26	165.25	241.14
总资本收益率（%）	8.23	5.55	--
总资产报酬率（%）	5.03	3.54	--
净资产收益率（%）	11.97	9.79	--
营业利润率（%）	27.68	24.86	25.02
费用收入比（%）	11.68	9.66	15.50
资产负债率（%）	76.06	73.88	74.25
全部债务资本化比率（%）	45.03	48.59	49.59
长期债务资本化比率（%）	35.54	29.70	34.15
EBITDA 利息倍数（倍）	2.38	2.08	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.11	--
流动比率（倍）	1.48	1.52	1.57
速动比率（倍）	0.43	0.58	0.54
现金短期债务比（倍）	2.70	1.69	1.35
经营现金流动负债比率（%）	15.03	-11.60	-6.46
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.92	1.19	--

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、2018 年 1 季度财务数据未审计，相关指标未年化。

附件 4　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 5　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。