跟 踪 评 级 公 告

联合[2019]819 号

奥园集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的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 AAA，评级展望为“稳定”
奥园集团有限公司公开发行的“18 奥园 04”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月二十四日

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 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　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
18 奥园 04	15 亿元	3 年（2+1）	AA+	AAA	2018 年 8 月 14 日

跟踪评级时间：2019 年 5 月 24 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,203.00	1,781.09
所有者权益（亿元）	378.28	415.31
长期债务（亿元）	129.70	193.05
全部债务（亿元）	282.59	372.57
营业收入（亿元）	196.20	307.66
净利润（亿元）	26.83	41.57
EBITDA（亿元）	38.22	62.14
经营性净现金流（亿元）	-75.83	135.52
营业利润率（%）	25.46	25.80
净资产收益率（%）	10.69	10.48
资产负债率（%）	68.56	76.68
全部债务资本化比率（%）	42.76	47.29
流动比率（倍）	1.64	1.42
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.17
EBITDA 利息倍数（倍）	2.55	2.35
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.55	4.14

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。4、长期应付款中应付融资租赁款已计入长期债务。

评级观点

2018 年，奥园集团有限公司（以下简称“公司”或“奥园集团”）继续积极获取土地资源，保持较大规模的土地储备，为公司持续快速发展奠定基础；公司协议销售面积与金额大幅增长，经营状况进一步向好；受益于业务拓展和良好的销售状况，公司资产规模大幅上升，经营活动净现金流状况大幅改善。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产行业受政策调控影响较大，公司项目资金支出压力较大，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。

目前，公司土地储备和在建项目规模较大，未来随着项目的陆续销售，公司整体经营状况有望保持良好。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时上调“18 奥园 04”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．公司积极获取土地储备，目前项目储备充足，区域聚焦的同时具有梯度，土地获取成本有优势。

2．公司经营节奏高速有效。2018 年公司项目开发、销售节奏进一步加快，销售和回款金额大幅增长；公司在售项目储备充足，未来发展有保障。

3．2018 年，公司资产规模和利润规模大幅增长，现金流状况大幅改善；公司账面货币资金较为充足。

关注

1．房地产行业受政策影响较大，“房住不炒”的政策基调下区域政策、结构性调控可能会给公司经营业绩、财务状况和现金流量带来一定影响。

2．公司处于业务快速扩张期，土地购置规模和建设支出将持续较大规模，面临一定的资金支出压力。

3．公司债务规模增长较快，短期债务占比偏高，债务结构有待改善；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

罗星驰
电话：010-85172818
邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

卢　瑞
电话：010-85172818
邮箱：lur@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：罗东驰 卜涛

联合信用评级有限公司

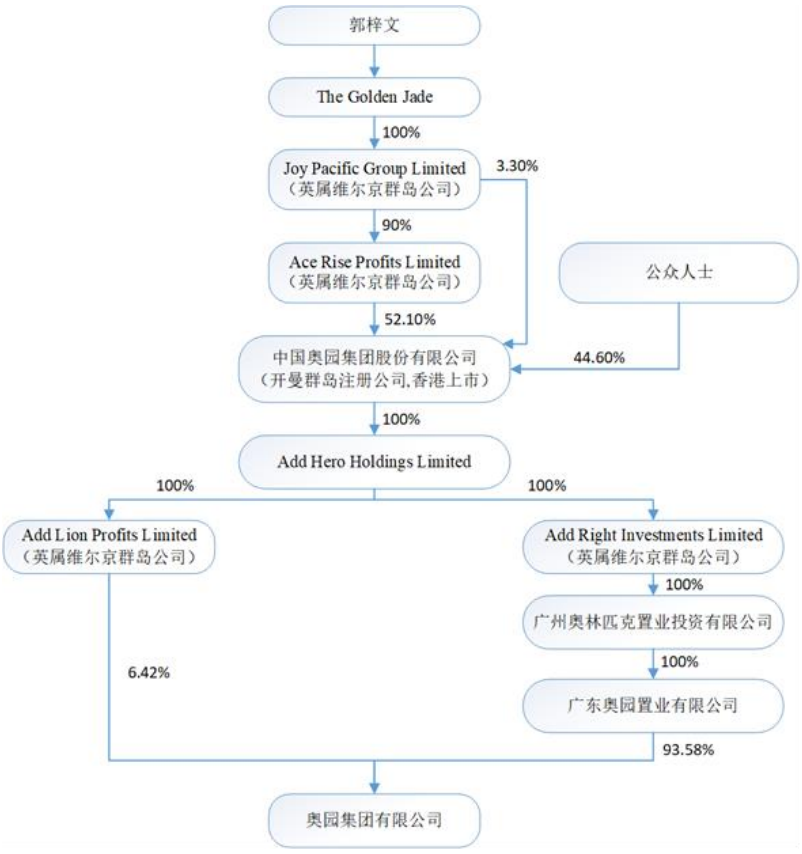
一、主体概况

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；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。根据公司 2003 年 10 月股东会决议，股东变更为：广东奥园物业管理有限公司以现金出资 23,619 万元，持股 78.73%；广州市番禺梓业建筑安装工程有限公司以现金出资 6,381 万元，持股 21.27%。

经过历次转让变更以及增资后，截至 2015 年 12 月 28 日，公司注册资本为 111,000 万元，实收资本为 111,000 万元，公司控股股东变更为广东奥园置业有限公司，出资 71,800 万元，持股 64.68%，Add Lion Profits Limited 为公司第二大股东，出资 39,200 万元，持股 35.32%，二者合计持有公司 100%股权。2017 年 11 月 30 日，根据公司董事会决议，公司股东广东奥园置业有限公司向公司增资 500,000 万元人民币，增资后公司注册资本变更为人民币 611,000 万元。截至 2018 年底，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 2019 年 3 月底，公司股权结构如下图所示。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司属房地产行业。主要经营活动为房地产开发经营、房地产中介服务、房地产咨询服务、物业管理等，包括住宅地产开发、商业地产开发及文化旅游地产开发，产品业态包括普通住宅、文化旅游地产、养老地产、商业办公楼、酒店等。

截至 2018 年底，公司总经理办公室下设董事局办公室、财务资金中心、内审中心、产品管理中心、客户研究中心、信息技术中心、行政人事中心、战略投资发展中心、成本中心、品牌中心、安全管理中心、党委办公室 12 个部门（见附件 1）。截至 2018 年底，公司员工总数 11,977 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,781.09 亿元，负债合计 1,365.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 415.31 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 219.71 亿元。2018 年，公司实现营业收入 307.66 亿元，净利润（含少数股东损益）41.57 亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计 34.69 亿元；经营活动产生的现金流量净额 135.52 亿元，现金及现金等价物净增加额 111.93 亿元。

公司注册地址：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

公司于 2018 年 10 月 12 日发行“18 奥园 04”（证券代码：143835.SH），发行总额为人民币 15.00 亿元，债券期限为 3 年（2+1），发行票面利率为 8.50%，债券于 2018 年 10 月 23 日上市。“18 奥园 04”募集资金总额 15.00 亿元，募集资金用途为偿还公司债券，“18 奥园 04”募集资金已用于偿还 2018 年 10 月 21 日到期的“15 奥园 01”，募集资金已全部使用完毕。

截至本报告出具日，“18 奥园 04”尚未到达第一个付息日。

三、行业分析

公司营业收入及利润主要来自商品房销售，房地产行业对公司经营业绩及未来发展有重要影响。

1. 行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。

土地供应方面，2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加

重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率2019年以来连续下降，2019年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

市场供需方面，2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

销售价格方面，2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

竞争格局方面，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

总体看，2018 年房地产开发投资增速维持高位，房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低；2018 年房地产整体融资环境较紧张，但年末以来显著改善；全年商品房销售增速有所放缓，分化加剧，一、二线城市销售增速有企稳回升迹象，三、四线城市呈下滑趋势；行业集中度进一步提升。

2. 行业政策

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系

和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

2019年4月19日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署当前经济工作，会议再次提出，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”，为未来的房地产市场定下了基调。

总体看，2018年“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

3. 行业关注

（1）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。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

4. 行业发展

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

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

5. 区域经济及房地产情况

公司项目布局中广东省各市区占比较高，广东省区域经济及房地产市场对公司业绩有重要影响。2018年，广东省实现地区生产总值（GDP）97,277.77亿元，GDP总量蝉联全国第一名，同比增长6.8%，高于全国GDP增速，其中，珠三角区域GDP在全省中的占比超过80%。截至2018年底，广东省常住人口11,346万人，较上年末增加177万人，人口净增量规模居全国各省市领先地位，主要向珠三角地区汇聚。

房地产市场方面，2018年，广东省商品房销售有所降温，但仍保持较高水平。2018年，广东省全年房地产开发投资14,412.19亿元，同比增长19.3%；商品房销售面积14,336.31万平方米，同比下降10.2%；商品房销售额18,742.12亿元，同比下降0.3%，2018年商品房销售面积同比下降，销售额同比基本持平，商品房销售市场总体处于低位盘整阶段。

政策方面，2018年10月，广州市优化限价调控方式，目的是解决双合同问题，降低首付门槛，加快网签速度；政策出台后，广州市商品房成交量有所提高。2018年11月，广州市城市更新局发布《关于深入推进城市更新工作的实施细则（征求意见稿）》，其中提出了一系列推进旧村全面改造的政策，利好广州市城市更新项目的发展。2019年1月，广州市对落户政策进行了一定调整，落户门槛有所放宽，有利于房地产市场的发展。2019年2月，中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，对粤港澳大湾区的战略定位、发展目标、空间布局等方面进行了纲领性规划，并在环保、教育和人才、就业创业、健康和养老等方面提出了具体方向。

总体看，广东省区域经济发展情况良好，随着粤港澳大湾区战略意义的明确，公司面临良好的外部发展环境。

四、管理分析

2018 年 3 月，苗思华先生不再担任公司副总裁；2018 年 10 月，公司聘任郭士国先生为公司副总裁。

2019 年 4 月，钟平女士申请退休，公司同意其退休申请并免去其公司董事职务，公司股东委派陈志斌先生出任公司董事职务。

公司其他董事、监事及高级管理人员团队总体稳定，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司实现营业收入 307.66 亿元，同比增长 56.81%，主要系交付物业面积大幅增加所致；实现净利润 41.57 亿元，同比增长 54.92%，其中归属于母公司所有者的净利润 34.69 亿元。

从收入构成来看，2018 年，公司实现房地产销售收入 299.84 亿元，占营业收入的 97.46%，仍为公司最核心收入来源；公司其他业务收入主要包括租金收入、物业管理收入和酒店收入等，2018 年公司实现其他业务收入 7.82 亿元，占营业收入的比重不大。

毛利率方面，2018 年，公司房地产销售业务毛利率为 33.97%，同比提高 1.57 个百分点，变动不大；公司其他业务毛利率为 52.05%，同比提高 17.70 个百分点，但公司其他业务对公司收入贡献不大，对盈利能力影响有限。2018 年，公司综合毛利率为 34.43%，同比提高 1.95 个百分点。

表 1　2017~2018 年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

主营业务	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售收入	188.38	96.01	32.40	299.84	97.46	33.97
其他业务	7.83	3.99	34.35	7.82	2.54	52.05
合计	**196.20**	**100.00**	**32.48**	**307.66**	**100.00**	**34.43**

资料来源：公司审计报告

总体看，2018 年，随着公司交付物业面积大幅增加，公司收入规模大幅增长；毛利率水平有所提高。

2. 土地储备

2018 年，公司保持了较大的项目获取力度，积极把握市场投资机会并为未来销售进行项目储备，新获取项目储备权益建筑面积 899.17 万平方米，同比增长 10.81%。2018 年，公司新获取土地楼面均价为 3,049.94 元/平方米，同比下降 11.04%，主要系主要拿地区域土地市场降温所致；除天津、湖北等区域土地成本相对较高外，其他地区的购地成本整体较低。

表 2　2018 年公司取得土地情况（单位：个、万平方米、亿元、元/平方米）

地区	获取项目数量	权益建筑面积	土地出让金总额	平均楼面价
广东省	16	208.92	87.80	4,202.49
广西省	2	111.84	16.60	1,484.51
四川省	5	77.21	17.16	2,223.01
浙江省	2	43.56	12.45	2,858.94
江苏省	2	41.51	7.17	1,727.55
湖南省	6	77.70	24.69	3,177.74
湖北省	2	18.15	15.75	8,676.37
山东省	1	8.24	4.54	5,514.09
陕西省	4	68.63	22.16	3,228.66
安徽省	2	56.15	7.47	1,330.45
福建省	3	29.92	9.42	3,149.40
重庆市	4	46.24	10.59	2,290.44
天津市	1	15.69	13.44	8,567.96
河北省	3	17.91	7.67	4,284.75
河南省	1	20.38	5.82	2,857.62
海南省	1	16.26	5.40	3,321.93
云南省	1	13.66	5.00	3,660.03
江西省	1	27.20	1.09	398.88
合计	**57**	**899.17**	**274.24**	**3,049.94**

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司土地储备按照收入结转时点进行统计，统计口径为尚未结转收入土地的建筑面积（包含待发展物业建筑面积、发展中物业建筑面积、完工未售建筑面积）。截至 2018 年底，公司拥有 173 个项目的土地储备，规划建筑面积 3,061.67 万平方米，权益规划建筑面积 2,454.02 万平方米，公司项目储备充足。从土地储备区域分布上来看，公司土地储备分布较广，以二三线城市为主，其中广东省各市区占比相对较高；从土地储备成本来看，除少量北京、深圳、珠海等地部分地块

拿地价格相对较高外，其他地区的购地成本整体较低，公司的土地储备整体质量较好。截至 2018 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，可以满足公司的开发节奏；公司土地储备区域分布较广，在聚焦粤港澳大湾区的同时在二三线区域有梯度的布局项目，整体土地储备的情况较好。

3. 项目开发情况

从项目开发节奏来看，2018 年，公司进一步加大开工力度，新开工面积 958.85 万平方米，同比增长 88.10%；竣工面积 358.91 万平方米，同比增长 43.75%。截至 2018 年底，公司期末在建面积达 1,221.71 万平方米，在建面积规模保持较高水平。

表 3　2017~2018 年公司房地产开发数据

项目	2017 年	2018 年
新开工面积（万平方米）	509.75	958.85
竣工面积（万平方米）	249.68	358.91
在建面积（万平方米）	621.76	1,221.71

资料来源：公司提供，联合评级整理
注：统计口径含公司所有操盘子公司（含联营公司）

截至 2018 年底，公司在建、拟建项目数量合计 155 个，在建项目规划总建筑面积 4,483.58 万平方米，计划权益总投资约 2,352.16 亿元，已完成权益投资 1,425.10 亿元，尚需权益投资 927.06 亿元；公司在建、拟建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了一定的开发建设支出压力。

表 4　截至 2018 年底公司在建、拟建项目区域分布情况（单位：万平方米、亿元）

序号	区域	项目数量	总建筑面积	计划总投资	已完成投资	尚需投资
1	广东省	65	1,674.86	965.79	653.83	311.96
2	广西省	12	547.24	208.58	103.03	105.55
3	重庆市	11	331.49	162.43	126.19	36.24
4	湖南省	10	298.26	125.17	43.06	82.11
5	四川省	7	240.23	149.21	85.32	63.89
6	辽宁省	2	229.60	104.30	89.30	15.01
7	江苏省	7	216.46	128.30	76.03	52.27
8	浙江省	10	187.74	90.81	53.80	37.01
9	安徽省	5	168.56	62.67	43.77	18.90
10	福建省	5	109.88	60.02	32.96	27.05
11	湖北省	3	87.68	53.06	21.78	31.28
12	陕西省	3	75.63	43.45	6.60	36.86
13	山东省	4	61.85	44.65	20.41	24.24
14	江西省	2	47.45	18.33	7.31	11.02
15	贵州省	1	41.52	15.03	4.11	10.93
16	河北省	3	39.01	17.55	5.51	12.04
17	云南省	1	32.90	19.84	5.00	14.84
18	河南省	1	30.28	22.60	10.84	11.75
19	天津市	1	22.70	19.49	9.57	9.92
20	海南省	1	21.00	15.49	9.13	6.36

21	北京市	1	19.24	25.39	17.57	7.82
合计	--	**155**	**4,483.58**	**2,352.16**	**1,425.10**	**927.06**

资料来源：公司提供，联合评级整理
注：表中建筑面积为在建项目规划总建筑面积

总体看，2018 年，公司新开工面积和竣工面积大幅增长，整体开发节奏较快；公司在建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。

4. 房产销售情况

2018 年，公司推盘节奏进一步加快，实现协议销售面积 814.93 万平方米，较 2017 年的 386.89 万平方米大幅增长 110.64%；实现协议销售金额 824.12 亿元，同比增长 103.68%；协议销售均价 1.01 万元/平方米，同比下降 3.81%，有所回落。销售回款方面，2017~2018 年，公司销售回款率分别为 80%和 78%，受银行对房地产的信贷收缩政策影响按揭回款有所减慢，公司销售回款率有待提高。

表 5　2017~2018 年公司房地产销售数据

项目	2017 年	2018 年
达预售项目（个）	69	136
协议销售面积（万平方米）	386.89	814.93
协议销售金额（亿元）	404.62	824.12
协议销售均价（万元/平方米）	1.05	1.01
销售回款率（%）	80	78

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2018 年底，公司在售/可售项目剩余可售面积 1,421.98 万平方米，能满足公司未来 1~2 年的销售需求，可售面积较为充足；从公司项目去化情况看，已取得预售证面积整体去化率为 88.03%，去化水平良好。

总体看，2018 年，公司协议销售面积与协议销售金额保持较快增长；受银行对房地产的信贷收缩政策影响按揭回款有所减慢影响销售回款率有所回落；公司在售/可售面积较为充足，为公司实现销售目标提供了基础保证。

5. 自持物业

目前，公司自持物业规模并不大，且大部分处于未完工或招商中状态。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、广州奥园城市天地等项目较为成熟，已经全部对外出租。其他自持物业仍处于正在进行招商或尚未完工状态。截至 2018 年底，公司主要持有物业情况如下表所示。

表 6　截至 2018 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	1.06
2	广州国奥投资发展中心	0.24	写字楼	100	0.10	0.23
3	广州奥园	0.86	商业	100	0.40	0.87
4	广州奥园养生广场	0.61	商业	100	0.65	1.02
5	沈阳奥园国际城	0.15	酒店	100	0.07	0.07

6	沈阳奥园会展广场	12.48	商用、零售商店	未完工，招商中	0.72	1.35
7	广州奥园城市天地	1.38	商用、会所	100	1.12	2.20
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	已完工，招商中	3.70	5.23
11	重庆奥园城市天地	5.26	商用	80	3.92	5.94
12	梅州蕉岭奥园广场	1.91	商用、零售商店	85	1.12	1.93
13	梅州五华奥园广场	2.72	商用、零售商店	98	1.43	2.68
14	珠海奥园广场	6.36	商用、零售商店	85	7.27	11.22
15	浏阳奥园广场	2.76	商用、零售商店	未完工，招商中	1.30	2.02
16	瀚林银座广场	3.55	商用、零售商店	未完工，招商中	0.98	0.98
17	成都成华奥园广场	6.50	商用、零售商店	未完工，尚未开始招商	1.86	1.75
18	宁都奥园广场	2.62	商用、零售商店	未完工，招商中	1.22	1.59
19	玉林奥园广场	5.26	商用、零售商店	未完工，招商中	2.14	3.20
20	浦北奥园广场（4 地块）	2.60	商业购物中心	未完工，尚未开始招商	0.33	0.34
21	慈溪奥园观山海酒店	1.80	酒店	未完工，尚未开始招商	1.19	1.25
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
23	海景城	0.77	购物广场	100	0.32	0.33
24	北京南二环商贸大厦	1.60	商贸大厦，含写字楼，酒店和购物广场	100	4.89	9.53
25	江门购物广场	6.55	商业购物中心	已完工，招商中	7.04	7.06
26	祁东奥园广场	2.80	商业购物中心	未完工，尚未开始招商	0.24	0.25
27	江西大余项目	1.20	商业购物中心	未完工，尚未开始招商	0.05	0.05
28	威宁奥园广场	2.80	商业购物中心	未完工，尚未开始招商	0.19	0.19
29	重庆盘龙 1 号-B6#集中商业	5.19	商业购物中心	100	4.81	4.93
30	重庆国际城 B4 栋商业	1.93	商业购物中心	100	1.25	2.33
31	其他	0.78	幼儿园、写字楼等	100	0.39	0.49
合计		**99.45**	**--**	**--**	**50.26**	**70.76**

资料来源：公司提供，联合评级整理

2018 年，公司实现租金收入 8,627.58 万元，同比增长 48.38%，一方面由于原有出租物业的租金根据合同条款递增使得租金收入增加，另一方面由于重庆奥园城市天地、珠海奥园广场等自持物业于 2018 年完工并且开始出租，使得租金收入增加。

总体看，公司自持物业规模一般，且大部分处于未完工或招商中状态，随着公司自持物业逐渐完工并投入运营，自持物业租金收入有望为公司提供一定的现金流补充。

6. 经营关注

（1）公司业务布局分布中广东省各市区占比较高，广东省经济发展及房地产市场情况对公司业务发展具有重要影响。

（2）公司在建项目较多，规模较大，资金压力较大，带来了一定的开发建设支出压力。

（3）近三年随着公司在建项目的增多、区域布局的拓展，项目管理、资金管理难度相应加大，对公司项目运营管理能力提出更高的要求。

7. 未来发展

公司将以珠三角、长三角、环渤海、中西部核心区及北部湾五大经济圈为核心，实施区域聚焦的战略布局，秉持“构筑健康生活”的品牌理念，致力于为客户提供一流的产品和创造健康的生活方式。为全面拓展企业开发规模，公司的战略布局继续扩张，除继续大力发展一线城市地产业务外，公司结合自身业务转型的需要，向重点的二、三线城市辐射，比如浙江杭州、广东珠海等城市。

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。这可以为公司房地产项目建筑施工、装饰装修等提供稳定的支持，减少对外部施工单位的依赖，同时有利于公司资源整合，发挥产业的协同效应，降低工程建设成本，强化工程质量，提高产品质量。产业链的形成也为公司增加新的利润增长点，增强公司盈利能力和抗风险能力，有助于提高公司市场竞争力。

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，共同增长，保持商业项目与住宅项目合理比例。商住比例变化短期内会受阶段性的主推产品业态影响，长期来看，公司的商业比例控制在 30%左右。

在信息化建设方面，奥园 AO 系列产品通过整合政府教育、医疗、交通等公共资源，社区周边中介、家政、装修等社会资源，以及奥园自身的商城、商街、文化旅游、养生保健等资源，构筑一个多方共赢的 O2O 智慧联通渠道。2015 年 1 月，公司对外发布互联网战略，将互联网思维与复合地产开发相结合，打造 O2O 商业平台、全网营销平台和客户服务系统，目前正在开发和应用的产品有：AO 智慧公寓、AO 智慧商城、AO 智慧商街、AO 智慧社区。AO 公寓 V1.0 版本已经正式发布，目前 V2.0 版本也在加快研发推进。

总体看，公司战略清晰，未来发展区域定位于核心经济圈，不断打造产业链，保持商业项目与住宅项目合理比例，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 2018 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。

2018 年，为了适应房地产行业的变化，中国奥园作出战略调整，进行同业合并，将广州奥园海景城房地产开发有限公司等 12 家子公司以委托经营的方式整合在奥园集团及其子公司名下进行统一管理，公司对期初数据进行了追溯调整；此外，公司非同一控制下合并 44 家企业，新设子公司 133 家，转让或注销子公司 5 家。公司合并范围有所变动，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，财务数据可比性仍属较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,781.09 亿元，负债合计 1,365.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 415.31 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 219.71 亿元。2018 年，公司实现营业收入 307.66 亿元，净利润（含少数股东损益）41.57 亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计 34.69 亿元；经营活动产生的现金流量净额 135.52 亿元，现金及现金等价物净增加额 111.93 亿元。

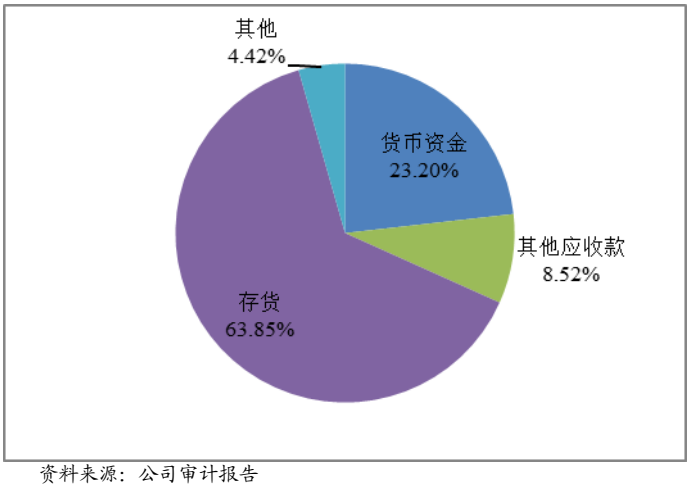
1. 资产及负债结构

资产

截至 2018 年底，公司资产规模 1,781.09 亿元，较年初增长 48.05%，主要系流动资产增加所致；其中流动资产占比 92.38%，非流动资产占比 7.62%。

截至 2018 年底，公司流动资产 1,645.33 亿元，较年初增长 45.20%，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 23.20%）、存货（占 63.85%）和其他应收款（占 8.52%）为主。

图 2 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

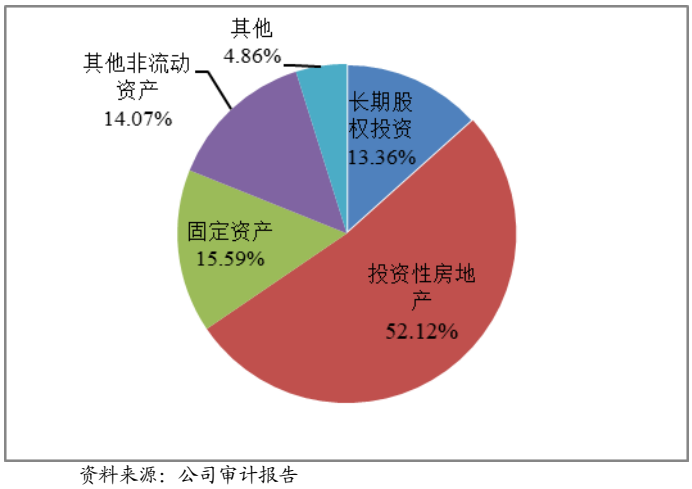
截至 2018 年底，公司货币资金 381.77 亿元，较年初增长 48.42%，主要系销售回款增加所致；公司货币资金主要为银行存款，占比 92.27%；公司货币资金中受限金额为 29.40 亿元，占比 7.70%，主要为各类保证金。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 1,050.60 亿元，较年初增长 54.13%，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 87.71%和 12.29%；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。

公司其他应收款主要为合作方往来款、应收同一控制非合并单位往来款、土地及其他保证金等。截至 2018 年底，公司其他应收款 140.22 亿元，较年初减少 11.86%，主要系应收同一控制非合并单位往来款减少所致；按欠款方归集的余额前五名的金额 16.97 亿元，占其他应收款期末余额的比例为 12.11%；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。

截至 2018 年底，公司非流动资产 135.76 亿元，较年初增长 94.34%，主要系长期股权投资、投资性房地产和固定资产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占比 13.36%）、投资性房地产（占比 52.12%）、固定资产（占比 15.59%）和其他非流动资产（占比 14.07%）构成。

图3　截至2018年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司长期股权投资 18.14 亿元，较年初增长 2,208.85%，主要系新增对广东金奥商业保理有限公司、福建世纪坤源投资有限公司等合营/联营公司的投资所致。

截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值 70.76 亿元，较年初增长 53.56%，主要系存货转入、企业合并增加和公允价值变动所致；投资性房地产入账成本 50.26 亿元，累计增值率 40.79%；投资性房地产公允价值变动受国家宏观经济形势、房地产政策等影响较大，存在一定的估值波动风险。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 21.17 亿元，较年初增长 216.49%，主要系存货转入和融资租入运输设备所致；固定资产主要由房屋、建筑物（占比 72.51%）和运输设备（占比 23.98%）构成，累计折旧 3.34 亿元，成新率 83.36%，成新率较高。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 19.10 亿元，较年初增长 33.13%，主要系收并购项目公司预付股权收购款增多所致；其他非流动资产主要为收并购项目公司的预付股权收购款（占比 99.26%）。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产 272.16 亿元，其中货币资金 29.40 亿元，存货 219.91 亿元，固定资产 7.87 亿元，投资性房地产 14.98 亿元；受限资产占总资产的 15.28%，公司资产受限程度一般。

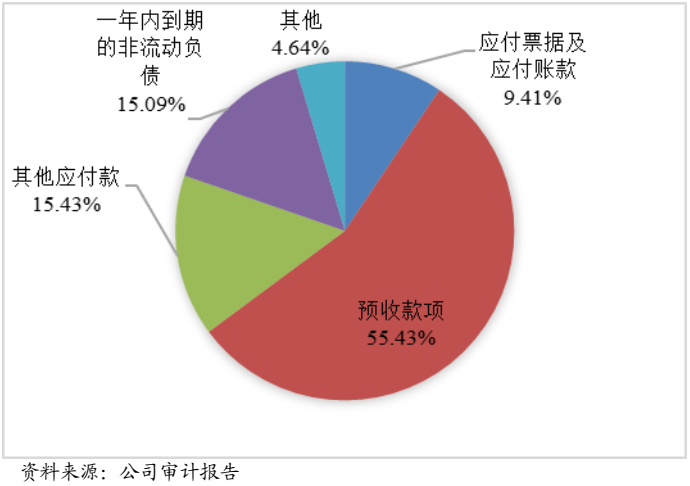
总体看，2018 年，公司资产规模保持较快增长，资产规模较大，主要以流动资产为主。流动资产中货币资金充裕，存货占比较高，符合房地产开发企业资产结构特征，其他应收款对公司资金形成一定占用；非流动资产中投资性房地产占比较大；公司受限资产规模一般，整体资产质量良好。

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 1,365.78 亿元，较年初增长 65.60%，主要系流动负债增长所致；其中，流动负债占比 85.07%，非流动负债占比 14.93%，负债结构以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 1,161.81 亿元，较年初增长 68.53%，主要系预收款项和其他应付款增长所致；流动负债以应付票据及应付账款（占比 9.41%）、预收款项（占比 55.43%）、其他应付款（占比 15.43%）和一年到期的非流动负债（占比 15.09%）为主。

图4　截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 109.38 亿元，较年初增长 54.35%，主要系公司加快开工力度使得应付工程款增长所致；其中，应付票据占比 3.88%，应付账款-工程款占比 95.90%。

截至 2018 年底，公司预收款项 643.97 亿元，较年初增长 85.23%，主要系达预售条件项目增加，预收房款增加所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款 179.29 亿元，较年初增长 92.37%，主要系应付股权款与合作公司往来及应付联营/合营企业款增多所致；其他应付款主要由应付股利（占比 12.72%）、应付股权款与合作公司往来（占比 62.04%）和应付联营/合营企业款（占比 13.50%）构成。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 175.27 亿元，较年初增长 17.95%，主要系一年内到期债务转入所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 203.97 亿元，较年初增长 50.69%，主要系长期借款和应付债券增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占比 79.26%）和应付债券（占比 14.11%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 161.67 亿元，较年初增长 26.10%，主要系开发规模扩大融资需求增加所致；其中，抵押借款占比 1.57%，保证借款占比 11.38%，信用借款占比 8.16%，质押、保证借款占比 24.16%，抵押、保证借款占比 22.03%，抵押、保证、质押借款占比 32.70%；从长期借款剩余期限结构来看，剩余期限在 1~2 年的长期借款 126.30 亿元，剩余期限在 2~5 年的长期借款 35.37 亿元，公司长期借款还款期限较为集中。

截至 2018 年底，公司应付债券 28.77 亿元，较年初增长 1,826.65%，主要系发行 3 期公司债券所致；公司应付债券明细如下表所示。

表7　截至2018年底公司应付债券情况（单位：亿元、%）

债券名称	发行金额	发行日期	债券期限	年末余额	其中:一年内到期的应付债券
16 奥园 01	5.00	2016/2/4	2+2 年	1.47	0.00
16 奥园 02	15.00	2016/10/14	2+1 年	15.07	15.07
18 奥园 01	12.00	2018/7/24	2+1 年	12.31	0.00
18 奥园 02	12.00	2018/7/24	1+1+1 年	12.29	12.29
18 奥园 04	15.00	2018/10/15	2+1 年	14.99	0.00
合计	**59.00**	--	--	**56.13**	**27.36**

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2018 年底，公司全部债务 372.57 亿元，较年初增长 31.84%，主要系公司业务规模扩大，资金需求增加所致；其中短期债务 179.52 亿元（占比 48.18%），长期债务 193.05 亿元（占比 51.82%），公司短期债务规模较大，债务结构有待改善。2016~2018 年，公司资产负债率分别为 76.06%、68.56%和 76.68%，波动上升；全部债务资本化比率分别为 45.03%、42.76%和 47.29%，波动上升；长期债务资本化比率分别为 35.54%、25.53%和 31.73%，波动下降。整体看，公司债务结构有待改善，债务负担有所加重，但仍处于适中水平。

从中国奥园层面债务负担来看，截至 2018 年底，中国奥园全部债务（包含来自附属公司非控股股东的贷款、银行及其他借款、融资租赁承担、优先票据及债券）约 597.18 亿元，全部债务资本化比率约 66.02%；中国奥园债务负担较重。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，债务负担处于可控水平；但公司短期债务和长期借款中剩余期限在 1~2 年部分规模较大，公司债务结构有待改善。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 415.31 亿元，较年初增长 9.79%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益 219.71 亿元，少数股东权益 195.59 亿元，少数股东权益占比较大。归属于母公司所有者权益中，股本占比 27.81%，资本公积占比 29.00%，盈余公积占比 2.01%，未分配利润占比 41.19%。公司所有者权益中，少数股东权益和未分配利润占比较大，权益稳定性较弱。

总体看，2018 年，公司所有者权益保持增长，但少数股东权益和未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

2. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 307.66 亿元，同比增长 56.81%，主要系交付物业面积大幅增加所致；实现净利润 41.57 亿元，同比增长 54.92%，其中归属于母公司所有者的净利润 34.69 亿元。

从期间费用来看，2018 年，公司期间费用总额 31.54 亿元，同比增长 89.32%，主要系销售费用和管理费用增加所致；从费用构成看，销售费用占比 62.69%，管理费用占比 33.57%，财务费用占比 3.74%。2018 年，公司销售费用和管理费用保持增长，分别同比增长 110.95%和 81.53%，主要系随公司经营规模扩大相关投入增加所致；公司财务费用 1.18 亿元，同比减少 18.85%，主要系利息资本化所致。

从利润构成来看，2018 年，公司公允价值变动收益 8.69 亿元，同比增长 175.48%，主要系投资性房地产公允价值增加所致；公允价值变动收益占公司营业利润的 14.66%，公允价值变动收益对公司盈利有一定影响。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 25.80%，同比提高 0.34 个百分点，变动不大。2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 6.09%、4.10%和 10.48%，同比分别下降 0.33 个百分点、0.29 个百分点和 0.21 个百分点，与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较高水平，净资产收益率处于较低水平。

表 8　房地产开发类上市公司 2018 年盈利指标（单位：%）

股票简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
阳光城	26.06	14.33	2.83
华发股份	27.28	17.08	2.06
金科股份	28.57	18.10	2.69

蓝光发展	27.75	14.68	3.13
奥园集团	**34.43**	**10.48**	**4.10**

资料来源：Wind 资讯
注：上市公司数据引自 Wind 资讯，公司数据由联合评级根据公司审计报告计算。

总体看，2018 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，2018 年，公司经营活动现金流入 704.87 亿元，同比增长 121.22%，主要系销售回款增长所致；公司经营活动现金流出 569.35 亿元，同比增长 44.34%，主要系房地产开发建设投入增多所致。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额 135.52 亿元，由净流出转为净流入。

从投资活动情况来看，2018 年，公司投资活动现金流入 3.41 亿元，同比增长 46.01%，公司投资活动现金流入规模不大；公司投资活动现金流出 81.18 亿元，同比增长 34.66%，主要系收购项目和对外投资增多所致。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额-77.77 亿元，持续净流出。

从筹资活动情况来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 267.05 亿元，同比减少 18.18%；公司筹资活动现金流出 212.91 亿元，同比增长 298.53%，主要系偿还债务支出规模增长所致。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 54.14 亿元，持续净流入。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流大额净流入；因并购项目较多，投资活动现金流持续净流出，与公司拿地模式相符；公司项目开发建设规模较大，开发资金需求较高，筹资活动现金流持续净流入。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017~2018 年，公司流动比率分别为 1.64 倍和 1.42 倍，速动比率分别为 0.65 倍和 0.51 倍，2018 年有所回落主要系预收款项增长较快所致；现金短期债务比分别为 1.70 倍和 2.16 倍，受益于销售回款增多现金类资产对短期债务覆盖程度有所提高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 62.14 亿元，同比增长 62.61%，主要系利润总额增长所致；其中，折旧和摊销占比 1.68%，计入财务费用的利息支出占比 4.14%，利润总额占比 94.18%。2017~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.55 倍和 2.35 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.14 倍和 0.17 倍，EBITDA 对利息和全部债务的保障程度尚可。整体看，公司长期偿债能力尚可。

公司本部及下属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 2018 年底累计担保余额为人民币 501.23 亿元，全部为阶段性担保。截至 2018 年底，公司对关联方提供担保金额 28.51 亿元，占净资产的 6.87%，公司存在一定的或有负债风险。

截至 2018 年底，公司及合并范围内子公司尚未了结的标的额达到 1,000 万元以上的大额诉讼、仲裁案件 3 起，其中公司或公司子公司作为被告/被申请人的案件 1 起，为借款合同纠纷，所涉及借款合同系公司子公司重庆市碧津房地产开发有限公司在被并购及纳入公司合并范围以前签订，根据公司并购该公司时与原股东的有关约定，案件将由原股东负责协调处理。

截至 2018 年底，公司拥有的授信总额为 402.61 亿元，其中尚未使用授信余额 237.65 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》（机构信用代码：G1044011300199760X），截至 2019 年 4 月 28 日，公司无未结清不良信贷信息；已结清信贷信息中存在 3 笔不良/违约类贷款，均已于 2002 年结清。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可，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 年底，公司现金类资产 387.01 亿元，为“18 奥园 04”本金（15.00 亿元）的 25.80 倍，现金类资产对“18 奥园 04”的覆盖程度很好；净资产 415.31 亿元，为“18 奥园 04”本金（15.00 亿元）的 27.69 倍，净资产对“18 奥园 04”的覆盖程度很好。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。

2018 年，公司 EBITDA 为 62.14 亿元，为“18 奥园 04”本金（15.00 亿元）的 4.14 倍，EBITDA 对“18 奥园 04”的覆盖程度很好。

2018 年，公司经营活动现金流入 704.87 亿元，为“18 奥园 04”本金（15.00 亿元）的 46.99 倍，经营活动现金流入量对“18 奥园 04”的覆盖程度很好。

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，联合评级认为，公司对“18 奥园 04”的偿还能力极强。

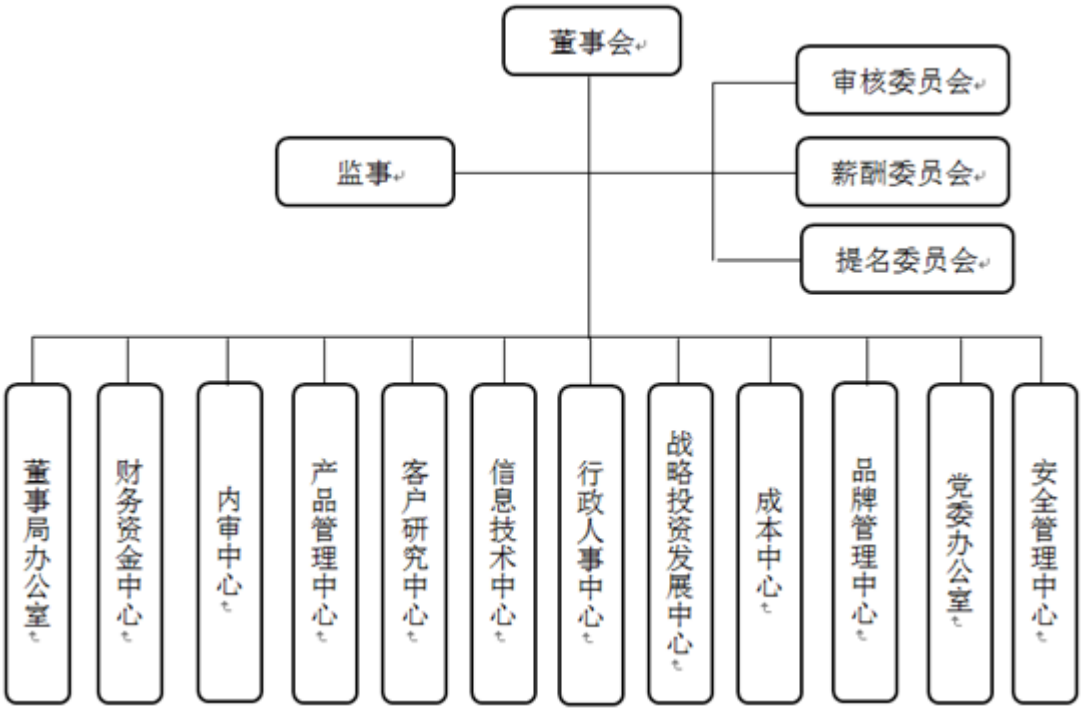
八、综合评价

2018 年，公司继续积极获取土地资源，保持较大规模的土地储备，为公司持续快速发展奠定基础；公司协议销售面积与金额大幅增长，经营状况进一步向好；受益于业务拓展和良好的销售状况，公司资产规模大幅上升，经营活动净现金流状况大幅改善。同时，联合评级也关注到房地产行业受政策调控影响较大，公司项目资金支出压力较大，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。

目前，公司土地储备和在建项目规模较大，未来随着项目的陆续销售，公司整体经营状况有望保持良好。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时上调“18 奥园 04”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　奥园集团有限公司
组织结构图



附件 2　截至 2018 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	建筑面积	享有权益	权益建筑面积	楼面均价
1	广州南国奥园	广州市番禺区	14.82	100	14.82	312.32
2	广州奥园	广州市番禺区	2.22	100	2.22	544.02
3	广州南沙奥园	广州市南沙区	4.00	100	4.00	131.99
4	广州国奥投资发展中心	广州市南沙区	1.99	100	1.99	261.15
5	广州奥园海景城	广州市南沙区	7.08	100	7.08	1,167.93
6	广州奥园养生广场	广州市番禺区	0.99	100	0.99	4,173.48
7	广州奥园越时代	广州市番禺区	0.29	100	0.29	5,000.04
8	广州奥园国际中心	广州市番禺区	11.58	65	7.53	6,697.70
9	广州奥园春晓	广州市黄埔区	0.17	100	0.17	1,102.43
10	广州奥园城市天地	广州市番禺区	3.91	100	3.91	6,780.79
11	广州奥园康威广场	广东省增城市	21.64	51	11.04	1,582.80
12	广州萝岗奥园广场	广州市黄埔区	5.79	60	3.47	4,352.32
13	广州奥园香雪华府	广州市黄埔区	3.36	50	1.68	9,364.27
14	广州奥园誉峰	广东省增城市	13.83	100	13.83	4,701.20
15	广州奥园莲峰圣境	广州市番禺区	28.08	100	28.08	2,136.39
16	深圳奥园翡翠东湾	广东省深圳市	21.78	70	15.25	15,000.00
17	深圳奥园峰荟	广东省深圳市	2.75	100	2.75	8,274.24
18	中山奥园	广东省中山市	4.10	100	4.10	909.89
19	中山奥园金域	广东省中山市	3.42	100	3.42	688.14
20	佛冈奥园	广东省清远市	1.39	100	1.39	67.06
21	清远奥园	广东省清远市	6.32	80	5.05	210.00
22	南海奥园	广东省佛山市	0.19	55	0.11	468.99
23	佛山奥园公园一号	广东省佛山市	0.96	100	0.96	3,715.85
24	阳江奥园公园一号	广东省阳江市	27.05	85	22.99	734.70
25	梅州奥园半岛一号	广东省梅州市	16.64	100	16.64	791.70
26	奥园（英德）心花小镇	广东省清远市	89.00	51	45.39	288.63
27	云浮奥园城市天地	广东省云浮市	20.58	100	20.58	109.36
28	奥园文化旅游城韶关印象岭南	广东省韶关市	44.30	100	44.30	1,407.96
29	蕉岭奥园广场	广东省梅州市	3.08	100	3.08	2,204.55
30	五华奥园广场	广东省梅州市	2.53	100	2.53	1,251.38
31	珠海奥园广场	广东省珠海市	6.21	93	5.77	2,732.41
32	佛山奥园一号	广东省佛山市	0.18	100	0.18	9,357.67
33	五华奥园公园里	广东省梅州市	2.52	100	2.52	1,149.07
34	梅州奥园梅江天韵	广东省梅州市	25.60	100	25.60	1,300.35
35	中山奥园香槟花园	广东省中山市	4.48	100	4.48	3,800.00
36	佛山奥园观湖尚居	广东省佛山市	10.50	100	10.50	2,912.49
37	惠州奥园领寓一期	广东省惠州市	9.58	100	9.58	1,556.07
38	惠州奥园誉山湖	广东省惠州市	15.16	100	15.16	3,252.94
39	惠州奥园领寓二期	广东省惠州市	9.20	100	9.20	1,956.76
40	珠海奥园观山海	广东省珠海市	20.55	70	14.39	2,189.57
41	惠州奥园华府	广东省惠州市	9.00	70	6.30	4,088.89
42	中山奥园领秀	广东省中山市	5.74	77	4.42	3,898.08
43	中山奥园香山美景	广东省中山市	3.79	100	3.79	3,165.14
44	佛山三水冠军城	广东省佛山市	62.10	10	6.21	4,866.20
45	惠州淡水项目	广东省惠州市	0.54	51	0.28	4,184.41

46	惠州岗宏项目	广东省惠州市	6.51	51	3.32	654.04
47	奥园隆基绿洲花园	广东省惠州市	6.45	70	4.52	7,127.01
48	珠海奥园香海美景	广东省珠海市	4.82	80	3.85	9,082.84
49	中山奥园领尚明珠苑	广东省中山市	4.18	95	3.97	5,107.36
50	大埔奥园广场	广东省梅州市	46.58	100	46.58	530.61
51	梅州皇家名典	广东省梅州市	2.67	51	1.36	763.22
52	珠海奥园平沙冠军城	广东省珠海市	6.05	90	5.44	4,812.38
53	惠州奥园德明华庭	广东省惠州市	5.93	70	4.15	4,159.49
54	惠州德丰项目	广东省惠州市	1.06	100	1.06	1,058.20
55	惠州奥园冠军城	广东省惠州市	38.94	100	38.94	2,570.66
56	惠州奥园开城首府	广东省惠州市	5.62	80	4.49	3,528.38
57	惠州奥园天翔誉峯	广东省惠州市	13.73	70	9.61	7,246.08
58	东莞奥园城市天地	广东省东莞市	4.87	65	3.16	1,631.31
59	东莞奥园观澜誉峰	广东省东莞市	15.59	95	14.81	9,754.63
60	奥园·禧悦臺	广东省江门市	14.50	100	14.50	1,653.53
61	清远奥园合创新城	广东省清远市	13.76	90	12.38	5,342.55
62	江门奥园泉林黄金小镇	广东省江门市	141.94	28	39.74	352.27
63	珠海奥园天悦湾花园	广东省珠海市	13.46	70	9.42	10,379.65
64	珠海奥园天悦广场	广东省珠海市	3.48	60	2.09	11,490.95
65	珠海横琴湾区 1 号	广东省珠海市	7.49	60	4.50	4,955.60
66	奥园汇源新都	广东省江门市	18.24	100	18.24	822.20
67	湛江奥园滨海尚居	广东省湛江市	10.57	60	6.34	1,848.21
68	茂名浩基华府	广东省茂名市	2.71	51	1.38	3,685.01
69	三水奥园尚居	广东省佛山市	11.76	51	6.00	1,020.13
70	茂名奥园金源海湾城	广东省茂名市	59.13	51	30.16	338.23
71	梅州奥园铂誉府	广东省梅州市	16.47	100	16.47	3,042.10
72	江门奥园广场	广东省江门市	12.64	51	6.45	1,760.87
73	佛山上林一品	广东省佛山市	32.41	100	32.41	1,748.11
74	佛山奥园誉峯	广东省佛山市	10.22	100	10.22	6,847.10
75	茂名东汇城	广东省茂名市	34.47	100	34.47	2,493.18
76	惠州奥园北环新苑	广东省惠州市	7.54	60	4.52	2,299.16
77	英德江南天邸	广东省英德市	13.72	51	6.99	2,859.23
78	江西奥园	江西省赣州市	8.49	100	8.49	195.34
79	宁都奥园广场	江西省宁都市	6.14	100	6.14	500.40
80	大余奥园广场	江西省赣州市	27.20	100	27.20	398.88
81	玉林奥园	广西省玉林市	31.64	100	31.64	75.43
82	玉林奥园康城	广西省玉林市	58.08	100	58.08	82.57
83	玉林奥园广场	广西省玉林市	31.23	100	31.23	869.63
84	南宁奥园上筑	广西省南宁市	0.12	100	0.12	3,033.33
85	南宁奥园名门	广西省南宁市	8.18	100	8.18	2,775.00
86	南宁奥园朗庭	广西省南宁市	0.26	100	0.26	1,992.00
87	南宁奥园学府	广西省南宁市	3.40	100	3.40	2,266.59
88	南宁奥园学府	广西省南宁市	20.82	100	20.82	4,243.32
89	南宁奥园永和府	广西省南宁市	12.76	100	12.76	940.22
90	南宁奥园圆著	广西省南宁市	15.39	100	15.39	1,104.42
91	浦北奥园广场	广西省浦北县	47.90	100	47.90	512.71
92	梧州奥园名湖城	广西省梧州县	11.03	51	5.62	1,422.31
93	梧州奥园桂宏达公馆	广西省梧州县	36.68	51	18.71	278.17
94	桂平奥园广场	广西省桂平市	128.24	60	76.94	665.96
95	柳州诺丁山项目	广西省柳州市	21.58	100	21.58	2,310.32
96	重庆奥园金域	重庆市	0.03	100	0.03	2,400.08

97	重庆奥园国际城	重庆市	1.13	100	1.13	1,840.99
98	重庆奥园水云间	重庆市	3.14	100	3.14	3,474.83
99	重庆奥园城市天地	重庆市	5.18	51	2.64	3,093.85
100	重庆奥园越时代	重庆市	16.64	88	14.64	3,656.35
101	重庆奥园盘龙一号	重庆市	6.06	60	3.63	3,273.20
102	重庆奥园鉴云山	重庆市	9.56	80	7.65	4,080.51
103	奥园新红阳公园一号	重庆市	40.12	85	34.11	677.14
104	重庆奥园天悦湾	重庆市	8.80	100	8.80	3,249.14
105	重庆奥园誉峯	重庆市	15.84	100	15.84	2,209.60
106	重庆奥园金澜湾	重庆市	15.11	100	15.11	1,204.70
107	重庆奥园誉府	重庆市	6.49	100	6.49	3,269.62
108	沈阳奥园国际城	辽宁省沈阳市	92.07	100	92.07	338.00
109	沈阳奥园会展广场	辽宁省沈阳市	42.45	100	42.45	338.00
110	昆山奥园	江苏省苏州市	6.77	100	6.77	1,598.24
111	扬州奥园观庭	江苏省扬州市	1.01	100	1.01	5,452.75
112	扬州奥园观湖尚居	江苏省扬州市	30.07	51	15.34	4,433.97
113	泰兴新能源新世界广场	江苏省泰兴市	49.38	100	49.38	911.85
114	泰兴水岸康城	江苏省泰兴市	28.72	51	14.65	2,881.10
115	泰兴盛世兴隆项目	江苏省泰兴市	23.50	100	23.50	723.49
116	南京常发广场	江苏省南京市	18.01	100	18.01	3,037.54
117	嘉兴奥园黄金海岸	浙江省嘉兴市	0.91	100	0.91	1,092.57
118	嘉兴奥园天悦湾	浙江省嘉兴市	7.10	100	7.10	6,211.27
119	宁波奥园誉景湾	浙江省宁波市	11.95	100	11.95	3,124.43
120	宁波奥园誉湖湾	浙江省宁波市	7.20	100	7.20	3,124.43
121	宁波奥园奥创中心	浙江省宁波市	4.90	100	4.90	3,124.43
122	宁波奥园誉城湾	浙江省宁波市	3.91	100	3.91	4,192.07
123	慈溪奥园誉山湖	浙江省宁波市	17.02	100	17.02	1,967.79
124	杭州奥园天誉长兴	浙江省湖州市	9.24	100	9.24	5,567.70
125	安吉奥园悦见山	浙江省湖州市	14.60	100	14.60	2,129.41
126	安吉奥园朗境一号	浙江省湖州市	19.72	100	19.72	
127	株洲奥园爱丁堡	湖南省株洲市	0.95	70	0.67	388.91
128	浏阳奥园广场	湖南省浏阳市	6.58	100	6.58	827.65
129	湘潭奥园冠军城	湖南省湘潭市	55.78	100	55.78	748.91
130	郴州奥园中源国际城	湖南省郴州市	51.94	70	36.36	615.23
131	岳阳奥园誉湖湾	湖南省岳阳市	29.39	40	11.76	3,129.82
132	宁乡奥园世家	湖南省长沙市	10.96	100	10.96	1,695.22
133	长沙奥园誉景华府	湖南省长沙市	8.23	90	7.41	3,081.37
134	祁东奥园广场	湖南省衡阳市	33.42	100	33.42	2,393.52
135	常德奥园誉景湾	湖南省常德市	21.58	35	7.55	926.78
136	醴陵奥园冠军城	湖南省株洲市	12.36	51	6.30	1,537.49
137	衡阳奥园铂誉府	湖南省衡阳市	13.06	100	13.06	2,045.84
138	蚌埠奥园华府	安徽省蚌埠市	8.33	100	8.33	1,286.71
139	蚌埠奥园银座	安徽省蚌埠市	41.45	100	41.45	1,344.97
140	砀山奥园广场	安徽省宿州市	42.21	100	42.21	1,064.06
141	合肥奥园誉峯	安徽省合肥市	11.51	100	11.51	2,364.00
142	成都成华奥园广场	四川省成都市	38.77	70	27.14	2,577.00
143	成都奥园公园府邸	四川省成都市	23.82	100	23.82	5,113.35
144	广汉奥园玖珑湾	四川省广汉市	39.99	100	39.99	1,442.58
145	成都景茂誉府	四川省成都市	15.77	50	7.89	1,775.09
146	成都奥园蔚蓝卡地亚	四川省成都市	17.17	100	17.17	3,399.00
147	成都奥园玖俪湾	四川省成都市	10.05	100	10.05	2,944.50

148	成都奥园天骄	四川省成都市	2.11	100	2.11	8,052.96
149	荆州奥园学府里	湖北省荆州市	33.33	100	33.33	4,124.07
150	武汉奥园滨江国际	湖北省武汉市	12.02	70	8.41	6,887.63
151	武汉奥园龙庭华府	湖北省襄阳市	19.09	51	9.74	1,047.67
152	北京奥园二环广场	北京市	1.60	100	1.60	41,138.16
153	北京奥园源墅	北京市	15.99	100	15.99	12,384.53
154	泉州奥园西溪半岛	福建省泉州市	42.71	55	23.49	1,055.25
155	石狮奥园上林苑	福建省泉州市	15.21	80	12.17	2,582.60
156	福鼎奥园天悦湾	福建省福鼎市	16.07	100	16.07	1,469.75
157	福州长乐甲第项目	福建省福州市	13.46	51	6.87	4,456.77
158	漳浦奥园誉峯	福建省漳州市	6.49	100	6.49	1,524.00
159	青岛奥园海泊澜湾	山东省青岛市	3.56	80	2.85	3,802.74
160	青岛奥园首府壹号	山东省青岛市	29.31	80	23.45	3,363.90
161	青岛奥园翰林名苑	山东省青岛市	10.30	80	8.24	4,411.27
162	奥园水榭春天	山东省潍坊市	17.18	100	17.18	1,280.78
163	威宁奥园广场	贵州省威宁县	30.20	100	30.20	532.23
164	西安奥园枫丹名郡	陕西省西安市	9.73	51	4.96	604.43
165	西安奥园誉峯	陕西省西安市	20.54	80	16.43	1,903.58
166	西安奥园誉景湾	陕西省西安市	34.17	100	34.17	1,320.56
167	郑州奥园誉湖湾	河南省郑州市	23.98	85	20.38	2,428.97
168	昆明项目	云南省昆明市	26.79	51	13.66	1,866.62
169	天津奥园誉雍府	天津市	15.69	100	15.69	8,567.96
170	海口项目	海南省海口市	16.26	100	16.26	3,321.93
171	奥园京誉府	张家口市	5.34	80	4.27	1,975.53
172	邢台上东御府	邢台市	10.22	60	6.13	4,892.37
173	献县天同锐恒广场	沧州市	14.72	51	7.51	920.97
合计		--	**3,061.67**	--	**2,454.02**	--

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	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,203.00	1,781.09
所有者权益（亿元）	378.28	415.31
短期债务（亿元）	152.89	179.52
长期债务（亿元）	129.70	193.05
全部债务（亿元）	282.59	372.57
营业收入（亿元）	196.20	307.66
净利润（亿元）	26.83	41.57
EBITDA（亿元）	38.22	62.14
经营性净现金流（亿元）	-75.83	135.52
流动资产周转次数(次)	0.24	0.22
存货周转次数（次）	0.26	0.23
总资产周转次数（次）	0.23	0.21
现金收入比率（%）	146.50	210.33
总资本收益率（%）	6.43	6.09
总资产报酬率（%）	4.38	4.10
净资产收益率（%）	10.69	10.48
营业利润率（%）	25.46	25.80
费用收入比（%）	8.49	10.25
资产负债率（%）	68.56	76.68
全部债务资本化比率（%）	42.76	47.29
长期债务资本化比率（%）	25.53	31.73
EBITDA 利息倍数（倍）	2.55	2.35
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.17
流动比率（倍）	1.64	1.42
速动比率（倍）	0.65	0.51
现金短期债务比（倍）	1.70	2.16
经营现金流动负债比率（%）	-11.00	11.66
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.55	4.14

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。4、长期应付款中应付融资租赁款已计入长期债务。

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。