信用评级公告

联合〔2021〕3897号

联合资信评估股份有限公司通过对奥园集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持奥园集团有限公司主体长期信用等级为AAA，维持“18奥园04”“19奥园02”“20奥园01”和“20奥园02”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

奥园集团有限公司
2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
奥园集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 奥园 04	AAA	稳定	AAA	稳定
19 奥园 02	AAA	稳定	AAA	稳定
20 奥园 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 奥园 02	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 奥园 04	15.00 亿元	15.00 亿元	2021-10-12
19 奥园 02	15.00 亿元	15.00 亿元	2023-09-03
20 奥园 01	25.40 亿元	25.40 亿元	2025-03-03
20 奥园 02	11.80 亿元	11.80 亿元	2025-08-06

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa			评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	2	
			企业管理	3	
			经营分析	1	
财务风险	F1	现金流	资产质量	1	
			盈利能力	1	
			现金流量	3	
		资本结构		1	
		偿债能力		2	
调整因素和理由					调整子级
--					--

评级观点

奥园集团有限公司（以下简称“公司”）作为布局全国的具备较强综合实力的房地产开发公司，在开发规模、区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面具备较强优势；2020 年，受益于交付物业面积大幅增加，公司收入和利润规模保持较快增长态势。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到在房地产行业调控政策趋紧背景下公司 2020 年仍大规模扩张业务带动债务规模上升快，以收并购为主的拿地方式对公司风控能力提出较高要求，公司债务负担重且融资结构待改善，少数股东权益规模和占比大等因素对公司信用水平造成的不利影响。

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，公司经营状况有望保持良好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 奥园 04”“19 奥园 02”“20 奥园 01”和“20 奥园 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司位于广东区域的土地储备占比较高，销售前景良好。**粤港澳大湾区经济发展较快，区域房地产市场景气度较高，作为深耕湾区的房地产企业，公司位于广东区域的土地储备占比较高，外部发展环境良好。
2. **公司项目储备较为充足，土地获取成本较低。**公司通过收并购等形式择机获取土地，目前项目储备满足公司发展需求，土储区域聚焦的同时分布具有梯度，土地获取成本有优势。
3. **公司收入和利润规模保持较快增长态势。**2020 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保持较快增长态势。

关注

1. **在房地产行业调控政策趋紧背景下，公司 2020 年仍大规模扩张业务，经营活动净现金流大幅净流出，债务规模上升快。**2020 年公司保持了较大的项目获取力度，新获取土地权益地价有所增长，债务规模上升快，未来在房地产行业调控政策趋紧、融资环境趋严的背景下，公司经营

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：赵兮　　罗星驰

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

业绩、财务状况和现金流量可能受到影响。

2. **公司以收并购为主的拿地方式对公司风控能力提出较高要求**。公司土地储备获取中并购项目规模较大，并购拿地方式存在一定不确定性，部分项目的开发进度会有一定影响。
3. **公司面临一定资金支出压力。**2020 年，公司保持较大项目获取和开发建设力度，经营活动现金流由净流入转为净流出，投资活动现金流持续净流出；公司项目开发建设规模较大，开发资金需求较高，面临一定的资金支出压力。
4. **公司债务规模增长较快，债务期限结构有待改善，少数股东权益在所有者权益中占比较大。**公司债务负担有所加重，且短期债务占比偏高，债务结构有待改善；公司少数股东权益在所有者权益中占比较大，且少数股东权益中基金占比较高，结构有待改善。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	390.57	574.64	559.82
资产总额（亿元）	1786.03	2653.83	3022.88
所有者权益（亿元）	412.60	430.89	613.46
短期债务（亿元）	183.83	315.93	319.39
长期债务（亿元）	194.05	309.80	426.70
全部债务（亿元）	377.88	625.74	746.09
营业收入（亿元）	307.50	486.75	651.79
利润总额（亿元）	56.83	98.42	121.57
EBITDA（亿元）	60.55	103.82	132.11
经营性净现金流（亿元）	132.11	47.10	-212.61
营业利润率（%）	25.42	27.28	24.65
净资产收益率（%）	9.76	15.49	12.63
资产负债率（%）	76.90	83.76	79.71
全部债务资本化比率（%）	47.80	59.22	54.88
流动比率（%）	141.21	127.62	137.87
经营现金流动负债比（%）	11.31	2.48	-10.83
现金短期债务比（倍）	2.12	1.82	1.75
EBITDA 利息倍数（倍）	2.29	1.98	1.93
全部债务/EBITDA（倍）	6.24	6.03	5.65
公司本部（母公司）			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	213.78	291.05	425.84
所有者权益（亿元）	87.98	73.71	77.40
全部债务（亿元）	94.07	117.75	139.24
营业收入（亿元）	3.46	4.45	5.37
利润总额（亿元）	32.26	46.72	35.64
资产负债率（%）	58.85	74.67	81.82
全部债务资本化比率（%）	51.67	61.50	64.27
流动比率（%）	136.77	104.02	90.23
经营现金流动负债比（%）	-72.87	21.78	11.85

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. 长期应付款中应付融资租赁款已计入长期债务

资料来源：公司年报，联合资信整理

主体评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 奥园 02	AAA	AAA	稳定	2020/7/21	罗星驰 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
18 奥园 04 19 奥园 02 20 奥园 01	AAA	AAA	稳定	2020/6/19	罗星驰 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读原文
18 奥园 01 18 奥园 02	AAA	AAA	稳定	2020/6/19	罗星驰 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	--
20 奥园 01	AAA	AAA	稳定	2020/2/17	罗星驰 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读原文
19 奥园 02	AAA	AAA	稳定	2019/8/6	罗星驰 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读原文
18 奥园 01 18 奥园 02	AAA	AAA	稳定	2019/5/24	罗星驰 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	--
18 奥园 04	AAA	AAA	稳定	2019/5/24	罗星驰 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读原文
18 奥园 04	AA+	AA+	稳定	2018/8/14	刘薇 李镭	原联合信用评级有限公司房地产企业主体信用评级方法（2017 年）	阅读原文
18 奥园 01 18 奥园 02	AA+	AA+	稳定	2018/6/27	刘薇 李镭	原联合信用评级有限公司房地产企业主体信用评级方法（2017 年）	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由奥园集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

奥园集团有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于奥园集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2038 万元；初始股东为：番禺市金业物业管理有限公司，出资 1600 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 30000 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 23619 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 6381 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 111000 万元，实收资本为 111000 万元，公司控股股东变更为广东奥园置业有限公司（以下简称“广东奥园”），出资 71800 万元，持股 64.68%，Add Lion Profits Limited 为公司第二大股东，出资 39200 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，公司股东广东奥园向公司增资 500000 万元人民币，增资后公司注册资本变更为人民币 611000 万元。截至 2020 年底，公司注册资本为 611000 万元，其中广东奥园持股 93.58%，为公司控股股东。公司实际控制人为郭梓文先生。

公司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、营养健康咨询服务、互联网商品销售、商品零售批发贸易、酒店管理等。其中房地产开发业务包括住宅地产开发、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 2020 年底，公司设有董事局办公室、财务中心、内审中心、融资管理中心、行政人事中心、战略投资中心、成本管理中心、营销管理中心等部门（见附件 1-2）。截至 2020 年底，公司纳入合并范围的控股子公司 741 家；公司员工总数 20788 人。

截至 2020 年底，公司资产总额 3022.88 亿元，所有者权益 613.46 亿元（含少数股东权益 388.40 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 651.79 亿元，利润总额 121.57 亿元。

公司注册地址：广州市番禺区南村镇万惠一路48号2302；法定代表人：郭梓宁。

三、债券概况及募集资金使用情况概况

截至 2021 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
18 奥园 01	12.00	2.50	2018-07-24	3
18 奥园 02	12.00	0.70	2018-07-24	3
18 奥园 04	15.00	15.00	2018-10-12	3

19 奥园 02	15.00	15.00	2019-09-03	4
20 奥园 01	25.40	25.40	2020-03-03	5
20 奥园 02	11.80	11.80	2020-08-06	5

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1．宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2　2016－2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长

7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成

较大约束。

2．宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

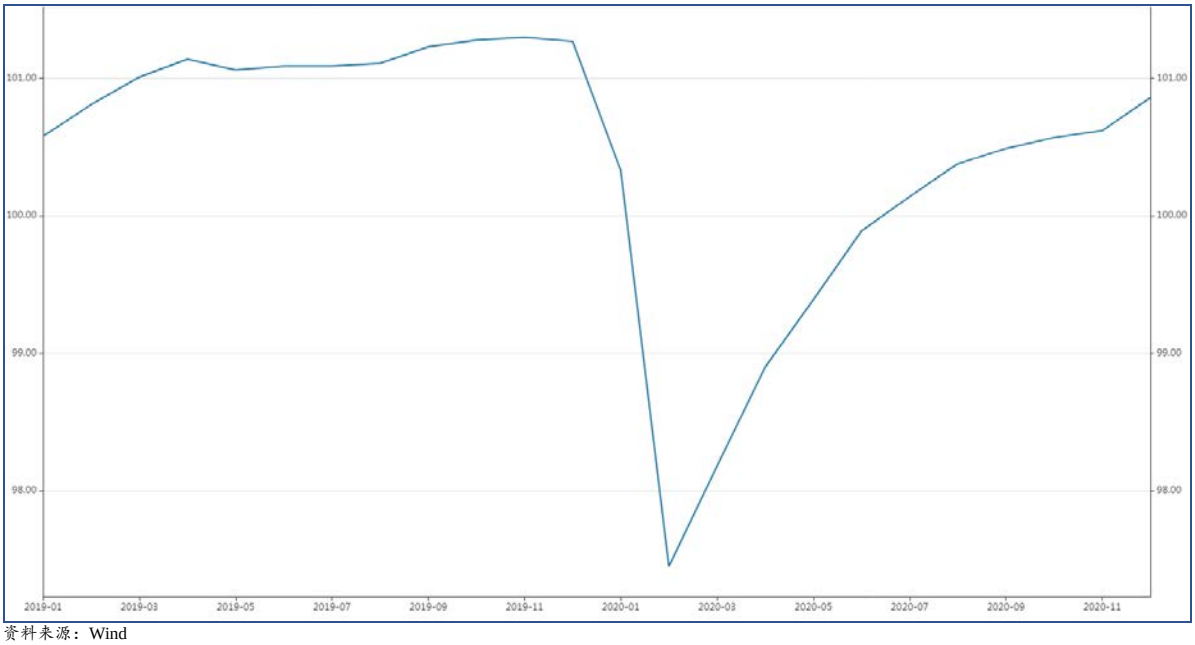
五、行业分析

1. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 1　2019 年—2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

2.　土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1—3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 3　近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	**165962.89**	**100.00**	**178608.59**	**100.00**	**193114.85**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 3。

表 4　2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容见表 5。

表 5　2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020 年 12 月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年底，公司注册资本为611000万元，其中广东奥园持股93.58%，为公司控股股东。公司实际控制人为郭梓文先生。

2. 企业规模和竞争力

公司作为全国知名的房地产开发企业，房地产开发经验丰富，开发实力较强，具有一定的行业竞争力，公司开发项目拥有一定的品牌影响力。

公司作为中国奥园集团股份有限公司（以下简称“中国奥园”，股票代码：3883.HK）最大的子公司，负责中国奥园内地房地产项目的运营。多年来公司致力于房地产的开发及运营，从 1997 年成功开发广州金业别墅花园至今，历经多年的发展，相继在广州、深圳、重庆、成都、沈阳、南宁等全国大中城市开发了多个大型房地产项目，已经成为全国知名的房地产开发企业。2009 年，公司确立商住双线发展的战略，刚需住宅与商业项目并行发展，旗下项目布局于全国五大经济圈。奥园精品住宅楼盘主要包括南沙奥园、中山奥园、清远奥园、佛冈奥园、沈阳奥园国际城、重庆奥园城市天地、株洲奥园神农养生城等，定位为中高端健康养生居庭。奥园商业系列包括番禺奥园广场、奥园城市天地、奥园养生广场、奥园越时代、沈阳奥园会展广场、奥园国际中心、株洲奥园广场等，项目均拥有成熟的城市生活配套，产品以商铺、写字楼、住宅等为主。

根据中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中发布的《2021 中国房地产开发企业综合实力 TOP500》，公司位列第 24 位。根据 2021 年 3 月 18 日中国企业评价协会、清华大学房地产研究所和中国指数研究院三家单位联合颁布的“2021 中国房地产百强企业榜单”，公司排名第 25 位。

3. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2021 年 5 月 10 日，公司无未结清不良信贷信息；已结清信贷信息中不良类账户数 3 笔，均已于 2002 年结清。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具

的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司整体管理层变动不大，主要管理制度连续，管理运作正常。

2020 年，公司高级副总裁胡浩先生因工作调动不再担任公司高级管理人员，除该项变动外，2020 年，公司其他董事、监事及高级管理人员未发生变动。

八、重大事项

2020 年，公司处置部分子公司股权，确认较大规模投资收益，并导致合并范围有所变动，长期股权投资账面价值大幅增长。

2020 年，公司处置了部分子公司股权，该部分子公司转为联营及合营企业，并实现处置长期股权投资产生的投资收益金额为 19.67 亿元。

公司收购奥园美谷科技股份有限公司（以下简称“奥园美谷”），并通过奥园美谷向医美产业扩张布局。

2020 年 5 月，公司通过控股子公司深圳奥园科星投资有限公司（以下简称“奥园科星”）以人民币 116006.95 万元取得奥园美谷（曾用名为京汉实业投资集团股份有限公司）29.302%的股权，奥园美谷的董事会由 9 名董事组成，奥园科星有权在奥园美谷任命 5 名董事，而奥园美谷的相关业务活动需取得二分之一或以上董事的批准。奥园科星认为拥有足够的投票权主导奥园美谷的相关业务活动，对奥园美谷拥有控制权。

截至 2020 年底，奥园美谷资产总额 94.53 亿元，所有者权益合计 26.53 亿元（含少数股东权益 9.39 亿元）；2020 年，奥园美谷实现营业收入 19.87 亿元，利润总额 1.33 亿元。

公司收购奥园美谷后，奥园美谷制定了新的发展战略，确定医美产业为战略方向，并于 2020 年 11 月更为现名。2021 年 5 月 18 日，奥园美谷发布公告表示，为了提升自身可持续发展能力，有效解决与控股股东存在的同业竞争问题，维护股东利益，并实现聚焦美丽健康产业的战略转型，奥园美谷拟出售持有的地产业务板块的全部或部分股权。

九、经营分析

1. 经营概况

随着公司交付物业面积大幅增加，公司 2020 年营业收入与净利润增长较快，毛利率维持在相对较高水平。

公司主营住宅开发和销售，属于房地产开发企业。公司房地产销售状况良好，经营规模整体持续扩大。2020 年，受益于交付物业面积大幅增加，公司收入规模保持增长。2020 年，公司净利润延续增长态势；其中归属于母公司所有者的净利润 57.50 亿元。

从收入构成来看，房款收入一直是公司最核心的业务，2020 年在营业收入中的占比仍在 96%以上。2020 年，公司房款收入保持增长，主要系公司结转项目不断增加所致。公司其他业务收入主要包括租金收入、酒店收入、跨境电商收入、一级开发收入、利息收入等，2020 年，公司其他收入保持增长，但整体占营业收入的比重不大。

毛利率方面，公司房地产销售业务毛利率 2020 年同比下降 5.22 个百分点主要系结转的项目中位于三四线城市的项目比重较高且土地成本和建安成本较去年同期均有所上涨所致。2020 年，公司其他业务毛利率大幅提升主要系毛利率较高的利息收入及一级开发收入增多所致。

表 6　2018－2020 年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

主营业务	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房款收入	295.76	96.18	33.63	467.76	96.10	33.47	627.52	96.28	28.25

其他业务	11.75	3.82	38.70	18.98	3.90	14.26	24.27	3.72	45.34
合计	**307.50**	**100.00**	**33.83**	**486.75**	**100.00**	**32.72**	**651.79**	**100.00**	**28.89**

资料来源：公司审计报告

2. 土地储备

公司以收并购为主要拿地方式，有利于控制土地成本，但对公司风控能力要求较高。目前公司土地储备规模较大，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。此外，公司积极通过城市更新项目拓展土地储备，未来城市更新项目有望助力公司实现土储扩容的同时控制土地成本。

土地获取方式上，公司土地储备主要通过收并购方式获得。以收并购为主的拿地方式有利于公司控制土地成本和获取更有利的土地款支付条件，但与招拍挂相比，收并购拿地的不确定性相对较高、潜在风险较多，对公司的风控能力提出较高要求。2020 年，公司通过股权收购方式获取项目储备建筑面积占比约 60%，占比同比下降 18 个百分点；通过招拍挂方式获取项目储备建筑面积占比约 31%，占比同比提高 11 个百分点。

从近年来公司项目获取情况看，近两年公司新获取项目储备权益建筑面积分别为 1184.63 万平方米和 991.46 万平方米，2020 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。2019－2020 年，公司新增土地储备计容建筑面积中，一二线城市占比分别为 27%和 43%，2020 年受公司新获取土地区域结构变动影响，新获取土地楼面均价保持增长。具体情况如下表所示。

表 7 公司取得土地情况（单位：个、万平方米、亿元、元/平方米）

土地获取时间	地区	获取项目数量	总建筑面积	权益建筑面积	总地价	权益地价	平均楼面价
2018 年	广东省	16	278.70	208.92	87.80	67.31	3150.26
	广西省	2	163.10	111.84	16.60	13.19	1017.95
	四川省	5	85.10	77.21	17.16	15.76	2016.83
	浙江省	2	43.60	43.56	12.45	12.45	2856.29
	江苏省	2	41.50	41.51	7.17	7.17	1727.99
	湖南省	6	99.60	77.70	24.69	18.71	2478.89
	湖北省	2	31.10	18.15	15.75	10.28	5062.98
	山东省	1	10.30	8.24	4.54	3.64	4411.57
	陕西省	4	90.00	68.63	22.16	21.09	2462.15
	安徽省	2	56.10	56.15	7.47	7.47	1331.55
	福建省	3	36.50	29.92	9.42	6.48	2581.95
	重庆市	4	46.20	46.24	10.59	10.59	2292.32
	天津市	1	15.70	15.69	13.44	13.44	8563.63
	河北省	3	30.30	17.91	7.67	4.75	2532.56
	河南省	1	24.00	20.38	5.82	4.95	2426.91
	海南省	1	16.30	16.26	5.40	5.40	3312.96
	云南省	1	26.80	13.66	5.00	2.55	1865.67
	江西省	1	27.20	27.20	1.09	1.09	398.93
小计		**57**	**1122.10**	**899.17**	**274.24**	**226.32**	**2443.99**
2019 年	广东省	24	367.14	299.45	94.84	72.04	2583.20
	广西省	5	93.69	53.08	19.34	11.07	2064.02
	安徽省	8	119.55	84.80	35.46	24.42	2965.94
	浙江省	9	77.48	65.06	61.39	27.32	7923.25
	江苏省	7	165.22	119.08	56.30	43.57	3407.56

	福建省	6	68.22	33.03	35.79	16.26	5246.01
	山东省	1	47.04	23.52	24.64	12.32	5237.99
	江西省	2	94.63	78.15	12.20	8.75	1289.01
	陕西省	2	44.33	28.39	24.73	15.74	5579.76
	湖南省	1	7.69	7.69	5.59	5.59	7267.43
	湖北省	2	24.95	20.22	3.03	2.30	1215.15
	四川省	8	155.88	109.34	56.98	42.22	3655.42
	重庆市	2	56.21	51.46	16.42	16.09	2921.72
	河南省	2	32.49	22.73	9.39	6.00	2890.23
	河北省	6	205.76	188.62	38.04	22.30	1848.74
小计		**85**	**1560.26**	**1184.63**	**494.13**	**325.99**	**3166.95**
2020 年	广东省	26	431.16	307.32	248.19	167.23	5756.30
	广西省	5	57.85	33.44	24.14	13.94	4173.57
	四川省	4	79.67	56.92	75.03	46.32	9417.71
	湖北省	5	57.56	50.96	19.17	15.76	3329.75
	湖南省	3	94.76	78.82	13.48	11.58	1422.27
	河南省	1	24.90	19.92	7.67	6.13	3079.46
	重庆市	3	62.54	43.86	20.47	16.29	3272.70
	云南省	1	3.41	1.74	0.43	0.22	1274.33
	江西省	5	142.29	133.33	14.20	12.77	998.16
	陕西省	1	15.67	15.67	5.15	5.15	3284.87
	山东省	1	3.06	3.06	2.20	2.20	7195.66
	天津市	1	5.96	3.04	3.06	1.56	5132.16
	河北省	3	48.16	32.21	23.02	22.21	4781.29
	安徽省	7	91.18	52.24	32.33	22.54	3546.07
	浙江省	2	8.89	8.03	9.47	9.47	10646.48
	上海市	2	20.50	11.93	18.45	9.72	9000.48
	江苏省	8	155.15	87.97	63.73	34.69	4107.38
	福建省	4	53.72	51.02	33.14	30.81	6169.03
小计		**82**	**1356.45**	**991.46**	**613.34**	**428.61**	**4521.66**

注：平均楼面价=总地价/总建筑面积

资料来源：公司提供，联合资信整理

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 2020 年底，公司拥有土地储备规划建筑面积 4790.30 万平方米（其中一二线城市占比 39.95%，非一二线城市占比 60.05%），权益规划建筑面积 3610.79 万平方米。从土地储备区域分布上来看，公司土地储备分布广，其中广东省占比相对较高。土地储备成本方面，截至 2020 年底，公司现有土地储备平均土地成本约 3237 元/平方米。整体看，公司土地储备较为充裕，区位分布较为广泛，项目获取成本较低，整体公司土地储备质量较好。但公司项目分布较为分散，不利于形成区域聚焦与深耕，且项目管理难度与成本相应加大，对公司项目运营管理能力提出更高的要求。

表 8　截至 2020 年底公司土地储备区域分布情况（单位：万平方米、%）

序号	区域	权益建筑面积	权益建筑面积占比
1	广州	200.48	5.55
2	深圳	3.54	0.10
3	广东（不含广州、深圳）	938.43	25.99
4	江西	209.18	5.79
5	广西	301.06	8.34

6	重庆	175.08	4.85
7	辽宁	93.90	2.60
8	江苏	239.55	6.63
9	浙江	90.07	2.49
10	湖南	246.04	6.81
11	安徽	182.69	5.06
12	四川	208.58	5.78
13	湖北	88.69	2.46
14	北京	16.80	0.47
15	福建	118.06	3.27
16	山东	54.33	1.50
17	贵州	21.29	0.59
18	陕西	100.59	2.79
19	河南	51.89	1.44
20	云南	13.10	0.36
21	天津	13.66	0.38
22	海南	12.29	0.34
23	河北	219.55	6.08
24	上海	11.93	0.33
合计	--	**3610.79**	**100.00**

资料来源：公司提供

此外，公司积极通过城市更新项目拓展土地储备。截至 2020 年底，公司城市更新业务布局 7 个城市，预计未来可转化土地储备建筑面积逾 2000 万平方米（其中广州区域逾 1000 万平方米）。项目转化方面，2020 年，公司 8 个城市更新项目转化为土地储备，转化建筑面积 123.65 万平方米（权益建筑面积 77.99 万平方米）；此外，2020 年，公司确认一级开发收入项目 2 个，确认收入 6.10 亿元。未来，城市更新项目有望助力公司实现土储扩容的同时控制土地成本。

3. 项目开发情况

2020 年，公司保持较大规模项目开发力度；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。

公司项目主要通过收并购方式获得，合作开发占比较高；所开发产品结构上以住宅类为主，商业类为辅；其中快周转刚需类产品占比较高。

从项目开发情况来看，2020 年，公司新开工面积和竣工面积略有下降，主要系受疫情影响所致，但仍保持较大规模项目开发力度。

表 9 公司房地产开发数据（单位：万平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新开工面积（全口径）	958.85	1418.01	1207.50
新开工面积（权益口径）	815.02	1137.24	905.63
竣工面积（全口径）	358.91	680.47	611.76
竣工面积（权益口径）	323.01	579.08	490.36

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司在建项目数量合计 274 个，在建项目规划总建筑面积（不含地下）5925.67 万平方米，权益建筑面积（不含车库）4683.87 万平方米，计划总投资约 4438.70 亿元，已完成投资约 2488.40 亿元，尚需投资约 1950.30 亿元；公司在建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了一定的开发建设支出压力。

4. 房产销售情况

2020 年，公司权益销售金额有所下降；公司在售项目待售面积较为充足，为销售目标的实现提供了基础保证。

从公司销售情况来看，2020 年公司签约销售面积与金额同比有所下降主要系受疫情影响所致。销售均价方面，2020 年，公司签约销售均价有所提升。销售回款方面，2020 年销售回款率有所提升。

表 10 公司房地产销售数据
（单位：万平方米、亿元、元/平方米、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
签约销售面积（全口径）	814.93	1112.69	1071.29
签约销售金额（全口径）	824.12	1087.98	1084.88
签约销售均价（全口径）	10112.89	9777.90	10126.82
签约销售面积（权益口径）	723.28	884.05	800.73
签约销售金额（权益口径）	710.81	862.27	793.22
签约销售均价（权益口径）	9827.56	9753.67	9906.19
销售回款率	78	75	85

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司已完工项目及在建项目总可售面积（不含车位）5948.12 万平方米，其中待售面积（不含车位）2440.28 万平方米，待售面

积较为充足。截至 2020 年底，公司在售项目累计已取得预售证面积 4016.35 万平方米，整体去化率约 87.34%，去化水平良好。

5. 自持物业

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。

2020 年，公司租金收入 18598.59 万元，同比减少 8.17%，主要系新冠疫情影响部分商场对商户采用不同程度的免租政策所致。目前，公司租金收入一般，自持物业部分处于未完工或招商中状态。从物业类型看，公司自持物业业态涵盖商用、零售商店、商业购物中心等。截至 2020 年底，公司主要持有物业情况如下表所示。

表 11 截至 2020 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	1.09
2	广州国奥投资发展中心	0.24	写字楼	100	0.1	0.24
3	广奥	0.86	商业	100	0.4	0.9
4	广州奥园养生广场	0.91	商业	100	0.95	1.04
5	沈阳奥园国际城	0.15	酒店	100	0.07	0.07
6	广州萝岗奥园广场	3.45	商用	100	3.73	5.3
7	梅州五华奥园广场	2.68	商用、零售商店	100	1.45	2.71
8	海景城	0.77	购物广场	100	0.25	0.34
9	重庆国际城 B4 栋商业	1.93	商业购物中心	100	1.4	2.44
10	安新别墅酒店	2.45	酒店	100	0.49	0.49
11	珠海奥园广场	6.5	商用、零售商店	99	7.47	11.8
12	广州奥园城市天地	1.38	商用、会所	97	1.13	2.25
13	梅州蕉岭奥园广场	1.84	商用、零售商店	97	1.08	1.9
14	重庆盘龙 1 号-B6#集中商业	4.72	商业购物中心	96	4.77	4.97
15	合肥城市天地	2.18	商业购物中心	96	2.54	2.25
16	重庆奥园城市天地	5.16	商用	95	4.07	5.89
17	江门购物广场	6.25	商业购物中心	95	6.71	7.08
18	大埔奥园广场	2.64	商业购物中心	89	1.54	1.68
19	江西大余项目	2.93	商业购物中心	89	1.58	1.92
20	宁都奥园广场	2.62	商用、零售商店	72	1.22	1.42
21	重庆越时代 A 区商业	2.64	商业购物中心	68	2.49	2.67
22	玉林奥园广场	6.03	商用、零售商店	61	2.27	4.66
23	南京大通关	14.65	物流园	60	3.78	8.32
24	浏阳奥园广场	2.61	商用、零售商店	完工，招商中	1.22	1.85
25	砀山奥园广场	6.53	商业购物中心	完工，招商中	3.19	3.48
26	扬州商业-H 区	1	商业购物中心	完工，招商中	0.89	1.04
27	沈阳奥园会展广场	6.08	商用、零售商店	未完工，招商中	0.57	0.94
28	广州奥园康威广场	6	商用、零售商店	未完工，招商中	0.37	0.53
29	阳江奥园公园一号	1	商用	未完工，招商中	0.02	0.02
30	瀚林银座广场	3.55	商用、零售商店	未完工，招商中	1.92	2.34
31	成都成华奥园广场	3.14	商用、零售商店	未完工，尚未开始招商	2.45	3.61
32	浦北奥园广场（4 地块）	2.6	商业购物中心	未完工，尚未开始招商	1.07	1.37
33	慈溪奥园观山海酒店	2.01	酒店	未完工，尚未开始招商	1.74	1.8

34	祁东奥园广场	2.8	商业购物中心	未完工，尚未开始招商	0.24	0.26
35	威宁奥园广场	3.26	商业购物中心	未完工，尚未开始招商	1.54	1.77
36	珠海观山海 6#写字楼	5.12	商用、写字楼	未完工，尚未开始招商	5.69	6.74
37	滨江国际二期 4#写字楼	5.4	商用	未完工，尚未开始招商	4.2	4.33
38	其他	2.25	幼儿园，写字楼，商用	未完工，尚未开始招商	1.07	2.65
合计		**132.16**	--	--	**76.71**	**104.16**

资料来源：公司提供，联合资信整理

1. 经营效率

2020 年，公司经营效率指标有所上升。

2020 年，公司货周转率、总资产周转率以及流动资产周转率均有所上升。从同行业上市公司比较情况看，公司经营效率指标处于较好水平。

表12　2020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
合景泰富集团	0.32	0.25	0.22
时代中国控股	0.28	0.23	0.14
富力地产	0.39	0.25	0.22
融创中国	0.35	0.30	0.23
奥园集团	**0.32**	**0.25**	**0.23**

注：上表数据引自 Wind，联合资信与 Wind 计算口径存在一定差异
资料来源：Wind

2. 未来发展

公司发展战略明确，有利于公司未来保持快速健康发展。

未来，公司将进一步加强经营现金流，实现有序降低杠杆。采取有效措施积极盘活库存，提高尾货及库存去化水平提升新盘去化速度及去化率。将销售回款纳入绩效考核体系，加快现金回款及应收账款回笼，在确保资金安全的前提下实现公司的健康、稳定增长。

土地储备结构方面，公司将进一步优化城市结构，侧重一二线城市，重点布局大湾区、长三角，提高投资精度，继续积极拓展城市更新，聚焦高能级城市。通过区域整合、集中资源、精耕细作打造百亿级城市根据地，形成“中心城市+卫星城”布局。

品牌建设方面，公司将提升客服部门的管理层级全面强化客户满意度建设。建立全周期客服管理体系加强销售、交付、物业管理、投诉等环节的服务质量；打造奥园特色服务品牌提升客户体验及满意度。

产品质量方面，公司将全面推进奥园 A+产品战略，成立高端产品开发运营公司。搭建精益设计管理体系，标准化设计与研发创新并重，设立品质控制中心。打造标杆项目，提升产品竞争力及品牌影响力，提高产品溢价。

运营效率方面，2021 年初，公司以总部为中心全面整合旗下地产集团及商业地产集团，实现管控扁平化，强化总部对城市公司的直接管控地位，建设大运营管理平台及机制全面提升精细化运营能力。优化绩效与激励机制提升团队素质及稳定性。

成本控制方面，公司将采取有效措施不断降本控费，通过提升工程标准化及集采程度优化建安成本；通过精细化管理降低销售、人力及行政费用；进一步提高资金使用效率降低融资成本。

十、财务分析

1. 财务概况

公司 2020 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，天健会计师事务所（特殊普通合伙）出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按照财务报表符合企业会计准则的要求编制。从合并范围变动情况来看，截至 2020 年底，公司纳入合并范围的控股子公司 741 家，较年初增加合并单位 201 家，减少合并单位 89 家；其中非同一控制下合并 27 家企业，投资设立 174 家，处置子公司 16 家，减资退出 2 家，少数股东增资或根据相关补充约定而导致公司丧失控制权 28 家，注销 43 家。公司合并范围存在一定变化，但主营业务连续，财务数据可比性仍属较强。

截至 2020 年底，公司资产总额 3022.88 亿元，所有者权益 613.46 亿元（含少数股东权益 388.40 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 651.79 亿元，利润总额 121.57 亿元。

2. 资产质量

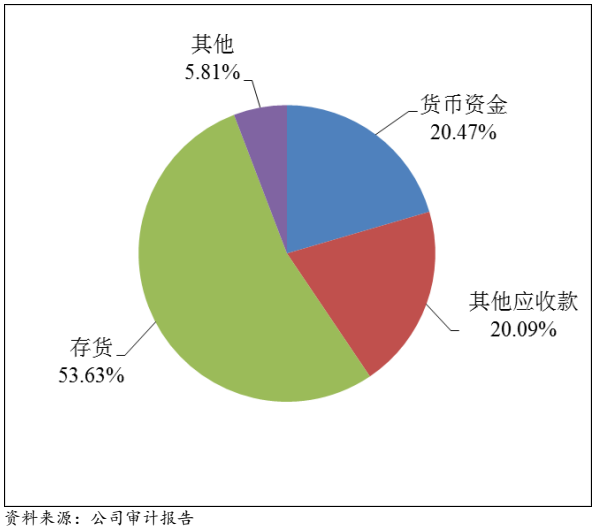
公司资产规模较大，以流动资产为主。流动资产中货币资金充裕，存货占比较高，其他应收款对公司资金形成一定占用；非流动资产中投资性房地产占比较大；公司受限资产规模一般，整体资产质量良好。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 3022.88 亿元，较年初增长 13.91%。其中，流动资产占 89.55%，非流动资产占 10.45%。公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 2707.05 亿元，较年初增长 11.59%。公司流动资产主要由货币资金（占 20.47%）、其他应收款（占 20.09%）和存货（占 53.63%）构成。

图 2 截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司货币资金 554.10 亿元，较年初下降 2.60%；其中银行存款占比 82.41%，其他货币资金占比 17.56%；期末货币资金使用受限金额为 97.29 亿元，主要受限类型包括定期存款质押 59.60 亿元，内保外贷保证金 23.03 亿元，按揭保证金 7.43 亿元和工人工资保证金等 7.24 亿元。截至 2020 年底，公司货币资金中预售监管资金约 77.07 亿元。

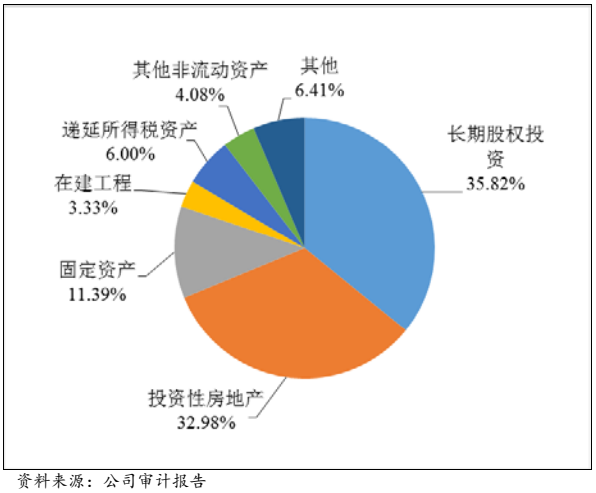
截至 2020 年底，公司其他应收款 543.94 亿元，较年初增长 111.50%，主要系应收合营/联营企业往来款增多所致；其中合作方往来款占比 22.93%，土地及其他保证金占比 10.17%，同一控制非合并单位往来款占比 8.52%，合营/联营企业往来款占比 49.47%，其他往来款占比 8.91%；其他应收款累计计提坏帐准备 2.08 亿元，计提比例 0.38%，计提比例较低，考虑欠款性质，其他应收款回收风险一般，但对公司资金形成一定的占用。

截至2020年底，公司存货1451.76亿元，较年初下降1.18%；其中开发成本占75.33%、开发产品占24.43%；累计计提跌价准备8.99亿元，计提比例0.62%。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 315.83 亿元，较年初增长 38.54%；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 35.82%）、投资性房地产（占 32.98%）、固定资产（占 11.39%）和递延所得税资产（占 6.00%）构成。

图 3 截至 2020 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司长期股权投资113.14亿元，较年初增长113.22%，主要系公司处置了部分子公司股权，该部分子公司转为联营及合营企业所致。

截至2020年底，公司投资性房地产104.16亿元，较年初增长25.80%，主要系因企业合并、存货转入或建筑成本等在建结转增加所致。公司投资性房地产投资成本76.71亿元，累计评估增值35.78%，增值率一般；投资性房地产公允价值变动受国家宏观经济形势、区域经济等影响较大，存在一定的估值波动风险。

截至2020年底，公司固定资产35.97亿元，较年初增长44.29%，主要系存货转入所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占比78.90%）、运输设备（占比12.68%）和机器设备（占比6.19%）构成。

截至2020年底，公司递延所得税资产18.94亿元，较年初增长56.78%，主要系未实现的内部交易损益、可抵扣亏损等造成的可抵扣暂时性差异增多所致。

截至2020年底，公司受限资产合计548.76亿元，其中货币资金97.30亿元，存货401.21亿元，固定资产21.53亿元，投资性房地产26.40亿元；受限资产占总资产的18.15%。此外，公司子公司股权受限情况如下。

表 13　截至 2020 年底公司子公司股权受限情况（单位：亿元、%）

子公司名称	子公司资产总额	子公司营业收入	直接或间接持有的股权比例	持有的股权中权利受限的比例	权利受限原因
奥园美谷科技股份有限公司	94.53	19.87	30	20	质押借款
成都宜华置业有限公司	80.99	3.72	100	100	质押借款
奥园集团（广东）有限公司	53.92	-0.01	100	20	质押借款
奥园集团重庆置业有限公司	38.57	-0.01	100	1	质押借款
广州市万贝投资管理有限公司	32.76	-0.14	65	100	质押借款
青岛盛季金茂建设发展有限公司	30.69	12.05	70	73	质押借款
东莞市合和城辉房地产投资有限公司	30.12	8.62	49	100	质押借款
广州新弘房地产有限公司	29.94	-0.01	100	100	质押借款
奥园资本投资集团有限公司	28.75	1.09	100	59	质押借款
西安奥园锦泰置业有限公司	28.36	-0.02	76	67	质押借款
重庆锦奥置业有限公司	25.56	-0.01	100	100	质押借款
深圳市秋铭投资发展有限公司	25.25	0.52	100	90	质押借款
惠州市鸿泰昌实业有限公司	23.46	4.38	100	100	质押借款
其他公司	497.29	123.36	--	--	质押借款
合计	**1020.18**	**173.42**	--	--	--

资料来源：公司审计报告

3. 资本结构

（1）所有者权益

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，权益结构稳定性较弱。

截至 2020 年底，公司所有者权益合计 613.46 亿元，较年初增长 42.37%，主要系少数股东权益增加所致。其中，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益占比分别占 9.96%、8.64%、15.98%和 63.31%。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。

截至 2020 年底，公司少数股东权益 388.40 亿元，较年初增长较多主要源于：①合并奥园美谷科技股份有限公司形成的少数股东权益；②2020 年度，公司增加了较多的土地储备且拿地权益比有所降低，因项目合作而产生的少数股东权益；③2020 年公司搭建平台公司将部分尚未确权城市更新项目注入平台公司引入外部企业投资者而产生一定的少数股东权益。

表 14　截至 2020 年底公司少数股东权益构成情况

（单位：亿元）

项目名称	规模
同一控制的少数股东	18.78
旧改基金	136.49
文旅基金	13.05
奥园美谷	28.66
合作项目-合作方股东权益	191.42
其中：房地产开发商及战略合作伙伴	151.43
广州奥园股权投资基金管理有限公司作为管理人发行的股权类投资产品	40.00
合计	**388.40**

资料来源：公司提供

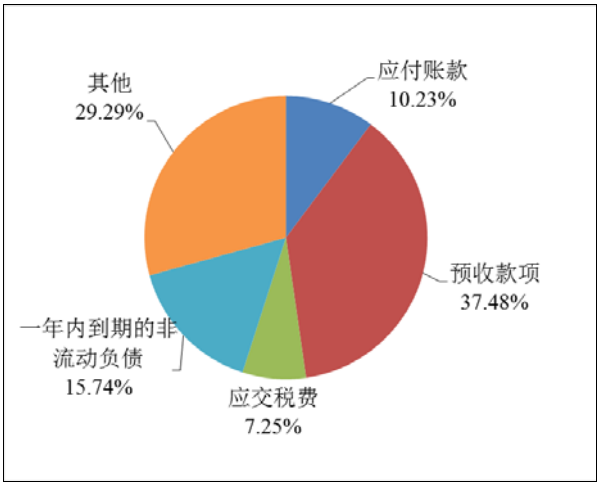
（2）负债

公司负债结构以流动负债为主，2020 年债务规模增长较快，从公司债务到期期限分布看，公司债务在 1 年以内到期部分规模较大，整体结构有待改善。

截至 2020 年底，公司负债总额 2409.42 亿元，较年初增长 8.39%。其中，流动负债占 81.49%，非流动负债占 18.51%。公司负债以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债 1963.41 亿元，较年初增长 3.29%，主要系应付账款、应交税费和其他应付款增长所致。公司流动负债主要由应付账款（占 10.23%）、其他应付款（占 28.48%）、预收款项（占 37.48%）和一年内到期的非流动负债（占 15.74%）构成。

图4　截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司应付账款 200.92 亿元，较年初增长 19.26%，主要系公司加大开工力度使得应付工程款增长所致；其中应付工程款占比 98.93%。

截至 2020 年底，公司预收款项 735.98 亿元，较年初下降 20.28%，主要系公司处置了部分子公司股权，该部分子公司转为联营及合营企业所致；其中预收房款占比 99.14%。

截至 2020 年底，公司其他应付款 559.13 亿元，较年初增长 38.35%，主要系应付联营/合营企业款增多所致；其他应付款主要由应付股利（占比 19.79%）、应付股权款与合作公司往来（占比 31.07%）和应付联营/合营企业款（占比 43.35%）构成。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 308.99 亿元，较年初增长 0.33%。

截至 2020 年底，公司非流动负债 446.01 亿元，较年初增长 38.49%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 86.79%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 387.10 亿元，较年初增长 32.35%；其中，抵押借款占比 3.96%，保证借款占比 10.73%，信用借款占比 5.88%，质押、保证借款占比 19.89%，抵押、保证借款占比 21.21%，抵押、保证、质押借款占比 34.33%。

截至 2020 年底，公司全部债务 746.09 亿元，较年初增长 19.23%；其中短期债务占 42.81%，长期债务占 57.19%，短期债务占比较年初有所下降。2018－2020 年末，公司资产负债率分别为 76.90%、83.76%和 79.71%；全部债务资本化比率分别为 47.80%、59.22%和 54.88%；长期债务资本化比率分别为 31.99%、41.83%和 41.02%，均波动增长。整体看，公司债务负担有所加重。从公司融资结构与债务到期期限分布看，公司其他融资占比偏高，债务在 1 年以内到期部分规模较大，整体结构有待改善。

表 15　截至 2020 年底公司合并口径有息债务期限分布情况

（单位：亿元、%）

期限	规模	占比
1 年内	317.18	42.64
1~2 年	196.78	26.45
2~5 年	211.03	28.37
5 年以上	18.89	2.54
合计	**743.89**	**100.00**

注：上表不包含应付票据
资料来源：公司提供

表 16　公司合并口径有息债务融资结构情况

（单位：亿元、%）

期限	规模	占比
银行贷款	317.49	42.68
债券融资	71.36	9.59
信托融资	70.32	9.45
其他融资	284.71	38.27
合计	**743.89**	**100.00**

注：上表不包含应付票据
资料来源：公司提供

考虑到中国奥园债务偿债来源本质主要来自于公司，其债务规模需予以关注。从中国奥园层面债务负担来看，截至 2020 年底，中国奥园全部债务（包含银行及其他借款、租赁负债、优先票据及债券）约 1155.42 亿元，全部债务资本化比率约 68.05%；中国奥园债务负担较重。

表 16　截至 2020 年底中国奥园借款、优先票据及公司债券期限分布情况

（单位：亿元、%）

还款年期	规模	占比
按需时偿还及 1 年内	522.67	45.50
1 年以上但未超过 2 年	264.42	23.02
2 年以上但未超过 5 年	313.36	27.28
5 年以上	45.28	3.94
合计	**1148.73**	**100.00**

注：上表不包含租赁负债
资料来源：中国奥园年报

4. 盈利能力

2020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保持增长，公司整体盈利能力较强。

2019－2020 年，公司营业收入分别为 486.75 亿元和 651.79 亿元，2020 年延续增长态势；2020 年，公司净利润保持增长，其中归属于母公司所有者的净利润 57.50 亿元。

从期间费用来看，2020 年，公司期间费用总额为 47.95 亿元，同比增长 25.82%，主要系管理费用增长所致；其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 47.40%、45.28%、0.34%和 6.98%，以销售费用和管理费用为主。2020 年，公司销售费用和管理费用有所增长，主要系随着公司经营规模扩大，员工费用等相关投入增加所致；2020 年，公司财务费用为 3.35 亿元，同比增长 174.28%主要系利息支出增多所致。

从利润构成看，2019－2020 年，公司公允价值变动收益分别为 3.52 亿元和 3.06 亿元；公允价值变动收益占公司营业利润比例分别为 3.56%和 2.45%。2019－2020 年，公司投资收益分别为 1.75 亿元和 17.53 亿元；2020 年同比增长 15.78 亿元主要系处置部分子公司股权所致；投资收益占营业利润的比重分别为 1.77%和 14.05%。公司公允价值变动收益及投资收益对公司盈利有一定影响。

从盈利指标看，2019－2020 年，公司营业利润率分别为 27.28%和 24.65%；总资本收益率分别为 6.67%和 6.28%，总资产报酬率分别为 4.60%和 4.56%，净资产收益率分别为 15.49%和 12.63%。与同行业其他主要上市公司比较，公司销售毛利率、净资产收益率处于较好水平，总资产报酬率均处于一般水平。

表 17　房地产开发类上市公司 2020 年盈利指标（单位：%）

证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
合景泰富集团	31.47	16.83	4.97
时代中国控股	28.78	26.10	5.84
富力地产	23.74	10.79	4.86
融创中国	20.99	34.16	5.67
奥园集团	**28.89**	**26.74**	**4.40**

注：上表数据引自 Wind，联合资信与 Wind 计算口径存在一定差异
数据来源：Wind

5. 现金流

2020 年，受合并范围变动等因素影响，销售商品、提供劳务收到的现金有所下降，公司经营活动净现金流由正转负；因并购项目较多等因素影响，公司投资活动现金流持续净流出；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。

从经营活动来看，2019－2020 年，公司经营活动现金流入分别为 909.55 亿元和 820.16 亿元 2020 年同比下降 9.83%主要系受合并范围变动等因素影响销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。2019－2020 年，公司经营活动现金流出分别为 862.45 亿元和 1032.76 亿元，2020 年同比增长 19.75%主要系支付经营性往来款支出增多所致（2020 年公司出售了部分子公司股权，由此该部分子公司转为合营、联营企业，公司为合营、联营企业提供的项目资金体现在支付其他与经营活动有关的现金中）。2020 年，公司经营活动现金流量净额为-212.61 亿元，由净流入转为净流出。

从投资活动来看，2019－2020 年，公司投资活动现金流入分别为 1.50 亿元和 54.90 亿元，2020 年增长较多，主要系收回投资受到的现金及增长及收回收购保证金所致。2020 年，公司投资活动现金流出 144.67 亿元，同比增长 72.35%，主要系收购项目和对外投资增多所致。2020 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-89.77 亿元，持续净流出。

2018－2020 年，公司筹资活动前现金流分别为 54.69 亿元、-35.34 亿元和-302.37 亿元。

从筹资活动来看，2019－2020 年，公司筹资活动现金流入分别为 486.06 亿元和 776.57 亿元，2020 年保持增长主要系取得借款收到的现金增多所致。2019－2020 年，公司筹资活动现金流出分别为 320.50 亿元和 503.58 亿元，2020 年保持增长主要系偿还债务支付的现金增多所致。2019－2020 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 165.56 亿元和 272.98 亿元，持续净流入。

6. 偿债能力

公司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，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2019－2020 年末，公司流动比率分别为 127.62%和 137.87%；速动比率分别为 50.33%和 63.93%。2019－2020 年末，公司现金短期债务比分别为 1.82 倍和 1.75 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较好。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018－2020 年，公司 EBITDA 逐年增长，年均复合增长 47.71%，主要系利润总额增长所致。2020 年，公司 EBITDA 为 132.11 亿元，同比增长 27.26%；公司 EBITDA 主要由利润总额（占 92.02%）构成。2018－2020 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.29 倍、1.98 倍和 1.93 倍，全部债务/EBITDA 分别为 6.24 倍、6.03 倍和 5.65 倍，EBITDA 对利息和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 2020 年底，公司对关联方提供担保余额 270.32 亿元，占净资产的 44.06%；被担保单位主要为合营企业、联营企业、公司控股股东及中国奥园合并范围内企业。截至 2020 年底，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累计担保余额 846.50 亿元。公司面临一定的或有负债风险。

截至 2020 年底，公司无重大未决诉讼或纠纷。

截至2020年底，公司获得的银行授信总额为1163.33亿元，其中尚未使用授信余额889.28亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

7. 母公司财务分析

母公司收入规模较小，利润以投资收益为主。

截至2020年底，母公司资产总额425.84亿元，较年初增长46.31%，主要系其他应收款增长所致。其中，流动资产251.50亿元（占比59.06%），非流动资产174.34亿元（占比40.94%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占21.23%）和其他应收款（占77.37%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占95.66%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为53.40亿元。

截至2020年底，母公司负债总额348.44亿元，较年初增长60.32%，主要系其他应付款增多所致。其中，流动负债278.72亿元（占比79.99%），非流动负债69.71亿元（占比20.01%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占74.44%）和一年内到期的非流动负债（占24.95%）构成，非流动负债主要由长期借款（占43.19%）和应付债券（占4.2%）构成。截至2020年底，母公司资产负债率为81.82%。

截至2020年底，母公司所有者权益为77.40亿元，较年初增长5.01%，主要系盈余公积增长所致；其中，实收资本为61.10亿元（占78.94%）、资本公积合计3.32亿元（占4.29%）、未分配利润合计0.34亿元（占0.43%）、盈余公积合计12.65亿元（占16.34%）。

2020年，母公司营业收入为5.37亿元，净利润为35.66亿元，母公司利润主要为投资收益（43.15亿元）。

2020年，母公司经营活动产生的现金流量净额33.02亿元，投资活动产生的现金流量净额53.35亿元，筹资活动产生的现金流量净额34.27亿元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产、经营活动现金流入和EBITDA对存续债券的保障能力强。

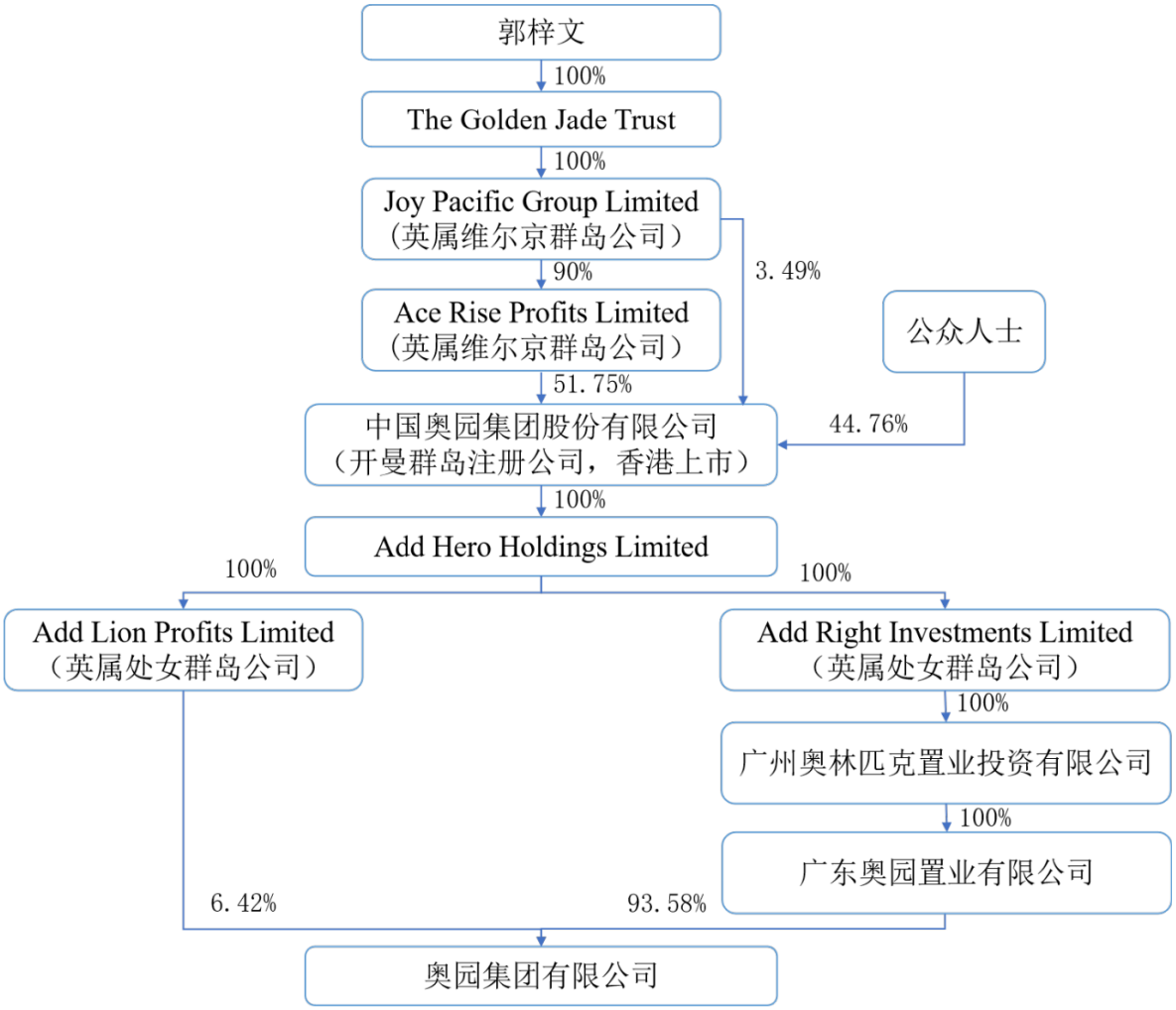
截至2020年底，公司现金类资产为559.82亿元，为存续债券余额[1]（99.76亿元）的5.61倍，公司现金类资产对待偿债券余额的覆盖程度高。2020年公司经营活动现金流入和EBITDA分别为820.16亿元和132.11亿元，为债券余额（99.76亿元）的8.22倍和1.32倍，公司经营活动现金流入和EBITDA对存续债券余额按期偿付起到较强的保障作用。

十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“18奥园04”“19奥园02”“20奥园01”和“20奥园02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

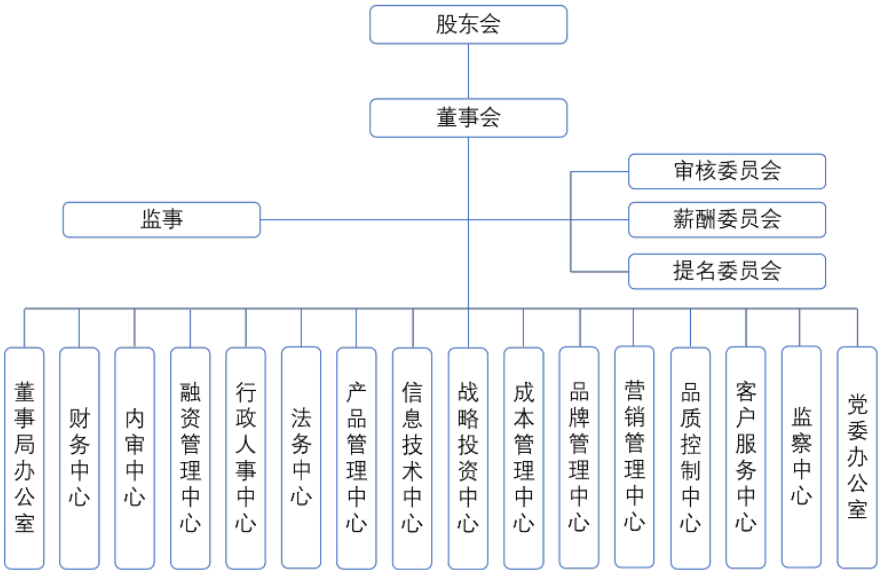
[1] 统计范围包含证监会主管ABS，采用Wind统计口径。

附件 1-1　截至 2020 年底奥园集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底奥园集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底奥园集团有限公司重要子公司的构成情况

序号	公司名称	级次	行业	持股比例	表决权比例
1	广东奥园商业地产集团有限公司	2	房地产业	100.00	100.00
2	深圳市奥园实业发展有限公司	2	批发和零售业	100.00	100.00
3	广州奥园城标置业有限公司	2	房地产业	80.00	80.00
4	沈阳奥园新城置业有限公司	2	房地产业	100.00	100.00
5	广州市万贝投资管理有限公司	2	租赁和商务服务业	65.00	65.00
6	奥园集团（英德）有限公司	2	房地产业	51.00	51.00
7	奥园资本投资集团有限公司	2	租赁和商务服务业	100.00	100.00
8	联泓（广州）建筑材料有限公司	2	建筑业	100.00	100.00
9	广州奥园泰宇置业有限公司	2	房地产业	100.00	100.00
10	云浮奥园置业有限公司	2	房地产业	100.00	100.00
11	奥园集团（韶关）有限公司	2	租赁和商务服务业	56.00	56.00
12	佛冈同力盛投资发展有限公司	2	房地产业	100.00	100.00
13	广州萝奥房地产开发有限公司	2	房地产业	60.00	60.00
14	珠海来利科技有限公司	2	研究和试验发展	70.00	70.00
15	奥园集团（梅州）有限公司	2	租赁和商务服务业	100.00	100.00
16	奥园集团（广州）有限公司	2	租赁和商务服务业	95.00	95.00
17	广州番禺奥林匹克房地产开发有限公司	2	房地产业	100.00	100.00
18	广州市雄泰房地产开发有限公司	2	房地产业	100.00	100.00
19	奥园集团（广东）有限公司	3	房地产业	100.00	100.00
20	成都宜华置业有限公司	3	房地产业	100.00	100.00
21	广东蕉岭建筑工程集团有限公司	3	房屋建筑业	80.00	100.00
22	奥园集团重庆置业有限公司	3	房地产业	100.00	100.00
23	广东奥园城市更新集团有限公司	3	房地产业	51.00	51.00
24	广州欣润置业有限公司	3	房地产业	51.00	51.00
25	广州奥新科技有限公司	3	科技推广和应用服务业	53.00	53.00
26	珠海奥园华富置业有限公司	3	房地产业	80.00	100.00
27	西安奥园锦泰置业有限公司	3	房地产业	76.00	51.00
28	惠州市鸿泰昌实业有限公司	3	房地产业	100.00	100.00
29	广东奥园科技集团有限公司	3	批发和零售业	100.00	100.00
30	广州奥港投资有限公司	3	租赁和商务服务业	100.00	100.00
31	玉林奥园置业有限公司	3	租赁和商务服务业	100.00	100.00
32	宿州新城金悦房地产开发有限公司	3	房地产业	51.00	51.00
33	合肥奥行置业有限公司	3	房地产业	95.00	100.00
34	广汉鼎兴置业有限公司	3	房地产业	100.00	100.00
35	广东奥园县域商业综合体投资管理集团有限公司	3	租赁和商务服务业	100.00	100.00
36	佛山市南海嘉美置业有限公司	3	房地产业	100.00	100.00
37	湘潭星舟置业有限责任公司	3	房地产业	100.00	100.00
38	重庆锦奥置业有限公司	3	房地产业	100.00	100.00
39	深圳市泰富华澜湾置业有限公司	4	房地产业	60.00	70.00
40	奥园（深圳）城市更新集团有限公司	4	房地产业	51.00	51.00

41	西安奥宏置业有限公司	4	房地产业	41.00	51.00
42	珠海奥园置业有限公司	4	房地产业	51.00	100.00
43	深圳市秋铭投资发展有限公司	4	租赁和商务服务业	100.00	100.00
44	郴州加利申房地产开发有限公司	4	房地产业	70.00	70.00
45	深圳弘誉泰富房地产有限公司	4	房地产业	51.00	51.00
46	珠海市梅溪置业有限公司	4	房地产业	93.00	100.00
47	青岛盛毅轩置业有限公司	4	房地产业	100.00	100.00
48	广州奥瑞置业有限公司	4	房地产业	100.00	100.00
49	广州凯胜置业有限公司	4	房地产业	100.00	100.00
50	南充合府置业有限公司	4	房地产业	51.00	51.00
51	大埔奥园广场有限公司	4	房地产业	100.00	100.00
52	泰富宇（广州）置业有限公司	4	房地产	80.00	80.00
53	荆州奥园房地产开发有限公司	4	房地产业	100.00	100.00
54	成都环美置业有限公司	4	房地产业	100.00	100.00
55	扬州中城同进房地产有限公司	4	房地产业	90.00	100.00
56	桂平市中联投资发展有限公司	4	房地产业	60.00	60.00
57	西安利申置业有限公司	4	房地产业	83.00	83.00
58	深圳奥园科星投资有限公司	4	商务服务业	100.00	100.00
59	弘宇（广州）装饰工程有限公司	4	建筑业	100.00	100.00
60	广东奥园供应链管理有限公司	4	租赁和商务服务业	100.00	100.00
61	重庆奥誉置业有限公司	4	房地产业	100.00	100.00
62	青岛盛季金茂建设发展有限公司	5	建筑业	70.00	80.00
63	广州新弘房地产有限公司	5	房地产业	100.00	100.00
64	江门市华盈投资有限公司	5	批发和零售业	48.00	100.00
65	武汉工建金奥房地产开发有限公司	5	房地产业	47.00	70.00
66	青岛盛世嘉德商业发展有限公司	5	租赁和商务服务业	64.00	80.00
67	成都宏懋实业有限公司	5	房地产业	100.00	100.00
68	河北绿科房地产开发有限公司	5	房地产业	98.00	98.00
69	东莞市合和城辉房地产投资有限公司	6	房地产业	49.00	95.00
70	重庆亿尊投资有限公司	6	租赁和商务服务业	80.00	100.00
71	昆山奥盛置业有限公司	6	房地产业	100.00	100.00
72	奥园美谷科技股份有限公司	5	化学纤维制造业	29.34	30.04
73	京汉置业集团有限责任公司	6	房地产业	29.34	100.00
74	湖北金环新材料科技有限公司	6	科技推广和应用服务业	29.34	100.00

注：持股比例为各层控股关系之持股比例相乘得出的间接持股比例与直接持股比例之和；表决权比例为本集团直接持有的比例和通过所控制的被投资单位间接持有的比例之和

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	390.57	574.64	559.82
资产总额（亿元）	1786.03	2653.83	3022.88
所有者权益（亿元）	412.60	430.89	613.46
短期债务（亿元）	183.83	315.93	319.39
长期债务（亿元）	194.05	309.80	426.70
全部债务（亿元）	377.88	625.74	746.09
营业收入（亿元）	307.50	486.75	651.79
利润总额（亿元）	56.83	98.42	121.57
EBITDA（亿元）	60.55	103.82	132.11
经营性净现金流（亿元）	132.11	47.10	-212.61
财务指标			
流动资产周转次数（次）	0.22	0.24	0.25
存货周转次数（次）	0.23	0.26	0.32
总资产周转次数（次）	0.21	0.22	0.23
现金收入比（%）	216.24	164.95	104.14
营业利润率（%）	25.42	27.28	24.65
总资本收益率（%）	5.43	6.67	6.28
净资产收益率（%）	9.76	15.49	12.63
长期债务资本化比率（%）	31.99	41.83	41.02
全部债务资本化比率（%）	47.80	59.22	54.88
资产负债率（%）	76.90	83.76	79.71
流动比率（%）	141.21	127.62	137.87
速动比率（%）	51.18	50.33	63.93
经营现金流动负债比（%）	11.31	2.48	-10.83
现金短期债务比（倍）	2.12	1.82	1.75
EBITDA 利息倍数（倍）	2.29	1.98	1.93
全部债务/EBITDA（倍）	6.24	6.03	5.65

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. 长期应付款中应付融资租赁款已计入长期债务

资料来源：公司审计报告，联合资信搜集整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	25.61	38.93	53.40
资产总额（亿元）	213.78	291.05	425.84
所有者权益（亿元）	87.98	73.71	77.40
短期债务（亿元）	39.89	68.52	69.53
长期债务（亿元）	54.19	49.23	69.71
全部债务（亿元）	94.07	117.75	139.24
营业收入（亿元）	3.46	4.45	5.37
利润总额（亿元）	32.26	46.72	35.64
EBITDA（亿元）	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-52.19	36.61	33.02
财务指标			
销售债权周转次数（次）	122.44	27.45	3.67
存货周转次数（次）	0.38	0.28	0.25
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.01
现金收入比（%）	120.54	45.12	65.57
营业利润率（%）	95.24	97.57	98.37
总资本收益率（%）	--	--	--
净资产收益率（%）	36.62	63.39	46.07
长期债务资本化比率（%）	38.12	40.04	47.39
全部债务资本化比率（%）	51.67	61.50	64.27
资产负债率（%）	58.85	74.67	81.82
流动比率（%）	136.77	104.02	90.23
速动比率（%）	136.38	103.83	90.10
经营现金流动负债比（%）	-72.87	21.78	11.85
现金短期债务比（倍）	0.64	0.57	0.77
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

资料来源：公司审计报告，联合资信搜集整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。