

# 信用等级公告

联合[2018]064 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拟公开发行的 2018 年公司债券进行综合分析和评估，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”**  
**奥园集团有限公司拟公开发行的 2018 年公司债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月三日

---

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](http://www.unitedratings.com.cn)

## 奥园集团有限公司

### 2018 年公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级: AA+

公司主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

本次发行规模: 不超过 15 亿元(含 15 亿元),  
拟分期发行

债券期限: 不超过 5 年, 附第 3 年末公司调整  
票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式: 按年付息, 到期还本

评级时间: 2018 年 5 月 3 日

#### 主要财务数据

| 项 目              | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年   |
|------------------|--------|--------|----------|
| 资产总额(亿元)         | 349.84 | 516.86 | 1,076.73 |
| 所有者权益(亿元)        | 101.01 | 123.75 | 281.24   |
| 长期债务(亿元)         | 66.43  | 68.23  | 118.80   |
| 全部债务(亿元)         | 80.69  | 101.37 | 265.80   |
| 营业收入(亿元)         | 82.66  | 98.59  | 157.35   |
| 净利润(亿元)          | 13.24  | 13.45  | 19.82    |
| EBITDA(亿元)       | 19.74  | 22.14  | 28.64    |
| 经营性净现金流(亿元)      | -3.16  | 48.53  | -78.23   |
| 营业利润率(%)         | 26.37  | 27.68  | 24.86    |
| 净资产收益率(%)        | 16.42  | 11.97  | 9.79     |
| 资产负债率(%)         | 71.13  | 76.06  | 73.88    |
| 全部债务资本化比率(%)     | 44.41  | 45.03  | 48.59    |
| 流动比率(倍)          | 1.76   | 1.48   | 1.52     |
| EBITDA 全部债务比(倍)  | 0.24   | 0.22   | 0.11     |
| EBITDA 利息倍数(倍)   | 3.19   | 2.38   | 2.08     |
| EBITDA/本次发债额度(倍) | 1.32   | 1.48   | 1.91     |

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。

#### 评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对奥园集团有限公司(以下简称“公司”或“奥园集团”)的评级反映了公司作为具备较强综合实力的房地产开发公司, 在土地成本及开发规模、区域布局、开发经验、品牌美誉度、行业竞争力等方面具备的优势; 受房地产市场景气度较高影响, 公司协议销售面积与金额逐年增长, 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。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, 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, 随着项目的陆续销售, 公司的盈利规模有望进一步提升, 公司整体信用状况良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

#### 优势

1. 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, 对公司未来盈利形成支撑。

3. 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, 杠杆处于行业较低水平, 公司 2017 年大幅增资进一步降低杠杆水平。

## 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需持续关注。

2. 公司在建项目规模较大，资金需求量大，使公司面临一定的资金支出压力。

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，公司或有负债风险需要关注。

## 分析师

刘 薇

电话：010-85172818

邮箱：liuw@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）信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的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。

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

分析师：



联合信用评级有限公司

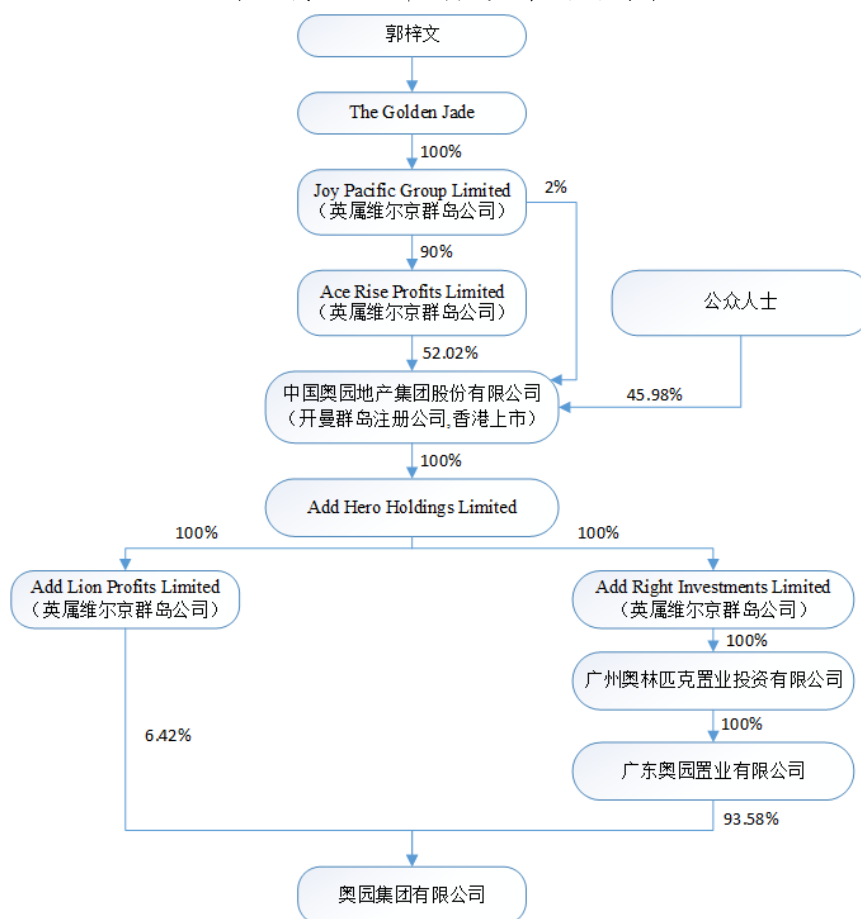
## 一、主体概况

奥园集团有限公司（以下简称“奥园集团”或“公司”）原名广东金业集团有限公司，于 1998 年 5 月，经广州市工商行政管理局批准成立，初始注册资本 2,038 万元；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 2017 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 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

随着业务的发展，公司经历多次经营范围变更。截至 2017 年底，公司经营范围为：房地产开发经营；房地产中介服务；房地产咨询服务；物业管理。

截至 2017 年底，公司总经理办公室下设财务资金中心、内审中心、标准化集采中心、信息技

术中心、行政人事中心、研发设计中心、投资发展中心、法务部、营销计划中心、成本中心和工程管理中心 11 个部门（见附件 1）；另外，公司在全国多个省市设有若干项目开发公司、酒店等，公司拥有全资或控股子公司 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。

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、本次债券及债券募集资金用途

### 1. 本次债券概况

本次债券名称为“奥园集团有限公司 2018 年公开发行公司债券”，本次债券预计发行规模为不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元），拟采取分期发行方式。本次发行的公司债券为固定利率，债券期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券面值为 100 元，按面值平价发行。本次公司债券的发行对象为符合相关法律法规规定认购公司债券条件的合格投资者，投资者以现金方式认购。本次债券的票面利率及其确定方式将由公司和主承销商根据市场询价情况和簿记建档结果确定，并将不超过国务院或其他有权机构限定的利率水平。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券无担保。

### 2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后用于偿还公司债券。

## 三、行业分析

目前，公司主要从事房地产开发与销售。近三年，公司房地产销售收入占主营业务收入的比重均超过 90%，为公司收入和利润的主要来源，房地产行业的整体经营环境和发展趋势直接影响到公司的经营状况。

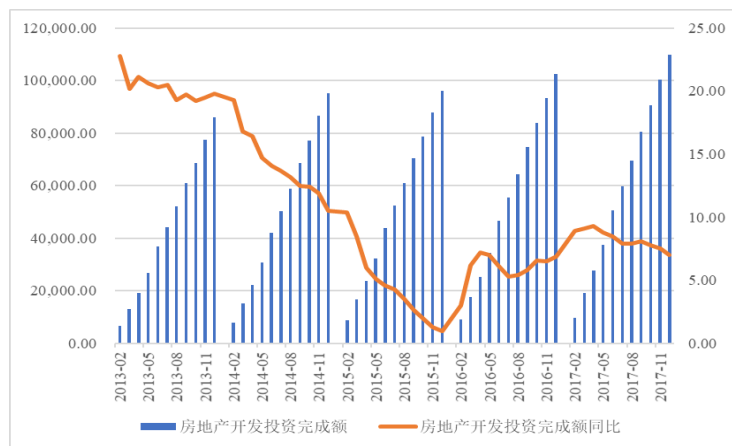
### 1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2014 年，我国房地产行业增速有所减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步实现的影响，2014 年全年房地产开发投资 95,035.61 亿元，名义同比增长 10.49%，增速同比大幅下滑 9.30 个百分点。受限购政策持续影响以及对房地产行业悲观预期，2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速继续同比下滑 9.50 个百分点，为

近五年来的最低点。受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581 亿元，名义同比增长 6.88%。其中，住宅投资 68,704 亿元，增长 6.36%，全国办公楼开发投资额为 6,533 亿元，同比增长 5.20%；商业营业用房开发投资额为 15,838 亿元，同比增长 8.43%。

图 2 近年来全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

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 3.18%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 2.57%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.54%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.00%。

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；但 2016 年，房地产投资增速有所回升。房地产开发投资增速在 2017 年继续放缓但保持一定韧性。

## 2. 市场供需

### （1）土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2015 年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于上年，但楼面均价上涨幅度较大。其中，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金上升 1% 外，二、三线城市土地出让金分别下降 7% 和 19%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19% 和 2 个百分点到 9,180 元/平方米和 27%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 18% 和 10 个百分点到 1,560 元/平方米和 17%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 1% 和 2 个百分点到 751 元/平方米和 8%。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1% 和 0.2% 的微跌外，一、

三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

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。

表 1 近年来全国 300 个城市土地交易情况

| 项目          | 2015 年    | 2016 年     | 2017 年     |
|-------------|-----------|------------|------------|
| 推出面积（万平方米）  | 113,235   | 103,212    | 111,907    |
| 同比（%）       | -18       | -9         | 8          |
| 成交面积（万平方米）  | 85,671    | 85,885     | 95,036     |
| 同比（%）       | -21       | -3         | 8          |
| 出让金（亿元）     | 21,793    | 29,047     | 40,623     |
| 同比（%）       | -10       | 31         | 38         |
| 楼面均价（元/平方米） | 1,384     | 1,904      | 2,374      |
| 同比（%）       | 14        | 40         | 26         |
| 土地平均溢价率（%）  | 16        | 43         | 29         |
| 同比          | 上升 6 个百分点 | 上升 27 个百分点 | 下降 14 个百分点 |

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

总体看，随着热点城市增加土地供给，土地供应量和成交量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。

## （2）开发资金来源状况

2009 年以来，房地产行业资金来源呈快速增长态势，2009~2013 年平均增速 22.26%，进入 2014 年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014 年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比上年下降 0.1%，增速比 2013 年回落 26.6 个百分点，结束了自 2000 年以来的正向增长。

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 296.53 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。

进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

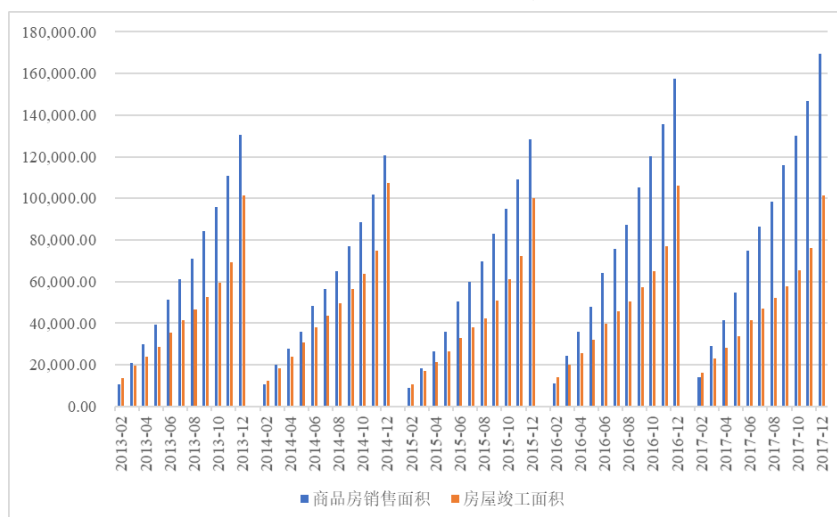
进入 2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。2017 年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

总体看，2014 年，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但 2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧。

### （3）市场供需情况

2014 年，地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策不断趋紧情况下，住宅市场低迷，市场观望情绪强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降。全年商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，2014 年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落，整体上供不应求的状态出现明显好转。全年房屋竣工面积 107,459 万平方米，增长 5.9%。其中，住宅竣工面积 80,868 万平方米，增长 2.7%；商业营业用房竣工 12,084 万平方米，增长 11.3%。

图 3 近年来全国商品房供求情况（单位：万平方米）

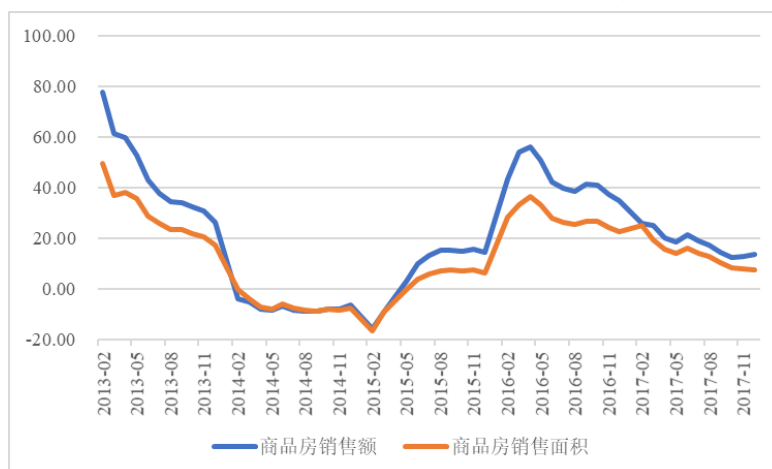


资料来源：Wind 资讯

2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。

其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

进入 2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185 万平方米，同比增长 4.6%。

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，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 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 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%。

总体看，在当前经济增速下行和高库存压力下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。在多重政策支持下，市场需求大幅释放，楼市总体呈回暖趋势，但政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市仍坚持去库存战略，从供需两端改善市场环境。

#### （4）销售价格情况

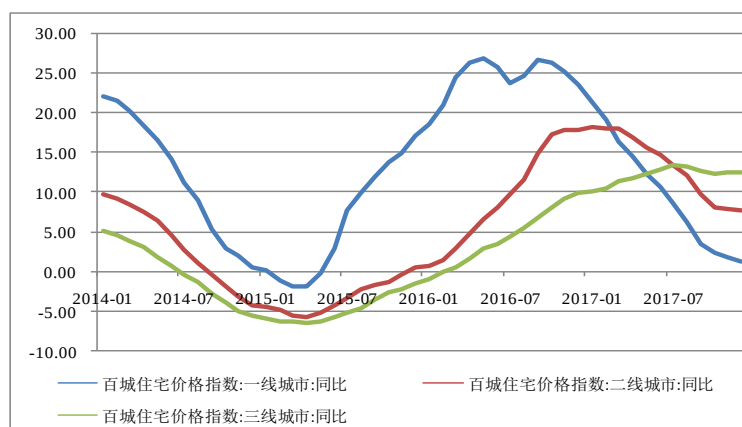
从商品房销售价格看，2014 年，由于各地限购的影响持续深化，市场整体下行趋势明显，房价下跌趋势从个别城市扩展到全国，房价下跌从一手房扩展到二手房。全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，跌幅扩大 0.33 个百分点。

2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

进入 2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035 元/平方米，较年初增长 18.22%。

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。

图 5 全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，自 2014 年 5 月起持续下跌，而后随着多重宽松政策陆续出台和实施，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；同时，一、二线城市销售价格进入快速上涨通道，三线城市价格进入增长通道。2017 年一、二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速放缓。

### 3. 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入 2014 年，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 17.19% 和 23.15%，分别较上年提高了 3.47 和 4.27 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.51% 和 13.74%，分别较上年提高了 1.89 和 2.28 个百分点，前 10 名和前 20 名金额与面积集中度上升幅度均高于前几年。2015 年，房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大，其中一季度房企的销售情况并不乐观，从二季度开始逐步好转，三季度后一线和重点二线城市表现火爆、热销项目频现，为房企全年业绩作出了较大贡献。2016 年，房地产行业集中度进一步提升，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81% 和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 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 12.19% 和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。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分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。

表 2 近年来前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

| 项目             | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 前 10 大企业销售额占比  | 16.87  | 18.81  | 24.10  |
| 前 20 大企业销售额占比  | 22.82  | 25.33  | 32.50  |
| 前 10 大企业销售面积占比 | 11.31  | 12.19  | 15.38  |
| 前 20 大企业销售面积占比 | 14.62  | 15.94  | 20.03  |

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一、二线优质地块角逐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显；从 2017 年全年房企销售额来看，千亿房企阵营 17 家，2,000 亿房企增至 7 家，5,000 亿房企 3 家，2017 年碧桂园控股有限公司以 5,500.1 亿元的销售额成为行业第一。据中国指数研究院统计，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。

表 3 2017 年度中国房地产开发企业测评前 10 强企业

| 排名 | 企业名称            | 排名 | 企业名称         |
|----|-----------------|----|--------------|
| 1  | 恒大集团            | 6  | 中海地产集团有限公司   |
| 2  | 碧桂园控股有限公司       | 7  | 绿地控股集团集团有限公司 |
| 3  | 万科企业股份有限公司      | 8  | 绿地中国控股有限公司   |
| 4  | 保利房地产（集团）股份有限公司 | 9  | 华夏幸福基业股份有限公司 |
| 5  | 融创中国控股有限公司      | 10 | 华润置地有限公司     |

资料来源：中国指数研究院

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

#### 4. 行业政策

2014 年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014 年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续 2013 年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自 4 月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国 47 个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚 5 个城市未做调整坚持限购。9 月底，央行“930 新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10 月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

表 4 近年来主要房地产调控政策

| 年份         | 调控政策                         |
|------------|------------------------------|
| 2013 年 2 月 | 国务院“新国五条”                    |
| 2013 年 3 月 | 国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》 |

|             |                                                                                                                                                 |
|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2014年9月     | 央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》                                                                                                                  |
| 2014年10月    | 住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》                                                                                                                |
| 2015年3月     | 国务院《不动产登记暂行条例》                                                                                                                                  |
| 2015年3月     | 央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例                                                                                                                         |
| 2015年3月     | 财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限                                                                                                                        |
| 2015年7月     | 国家税务总局发布《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》                                                                                                         |
| 2015年8月     | 国土资源部发布《关于做好不动产登记信息管理基础平台建设工作的通知》，明确各地要按照2015年下半年信息平台上线试运行。《房地产税法》正式列入人大常委会立法规划                                                                 |
| 2015年8月     | 中央六部委联合公布《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》                                                                                                        |
| 2015年9月     | 央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于25%                                                                                 |
| 2015年9月     | 住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》                                                                                                                      |
| 2015年10月    | 公积金异地贷款业务全面推行                                                                                                                                   |
| 2016年2月     | 央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例                                                                                                         |
| 2016年2月     | 国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》                                                                                              |
| 2016年6月     | 国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》                                                                                                                   |
| 2016年“十一假期” | 2016年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计21个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整                                                                                |
| 2016年11月    | 上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷                                                                                                    |
| 2017年3月     | 2017年3月以来，全国一线及重点二、三线约30个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大                                                                                         |
| 2017年4月     | 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》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期                                                                                       |
| 2017年7月     | 中共中央政治局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”                                                                                       |
| 2017年8月     | 《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发<北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）>的通知》面向社会公开征求意见                                                                                  |
| 2017年10月    | 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。                                                                                         |
| 2017年12月    | 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，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，分清中央和地方事权，实行差别化调控。                                                                    |
| 2018年3月     | 启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法 |

资料来源：联合评级搜集整理

2015年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于3月、8月和9月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展。

进入2016年，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。2016年6月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这

项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

为了应对房价快速上涨防止房地产市场泡沫化，2016年“十一假期”，全国一线及重点二线合计21个城市（包括：北京、广州、深圳、上海一线城市以及南京、苏州、武汉、天津、东莞等二线城市）陆续推出房地产调控政策，从限购、限贷和限价三个方面进行调控。一线城市中广州提高了首套房最低首付比率至30%，同时提高已有一套住房且相应购房款未结清购买二套房首付比率不低于70%，北京与上海对新房销售价格实施限制。重点二线城市均对购房进行了限制，同时部分城市上调了购房首付比率。11月中旬，武汉、杭州、深圳、南京等地的楼市已推起第二轮调控的波澜，这一轮的调控，整体上都是在国庆调控政策的基础上，从公积金、社保和个税缴存年限、贷款比例等方面，进行了加码。11月28日，上海、天津限购政策再升级，而上海楼市政策加码“认房又认贷”，力度更是比北京、深圳更严厉。

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，对消化周期在36个月以上的，应停止供地；36~18个月的，要减少供地；12~6个月的，要增加供地；6个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。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：我国首部住房租赁法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部等9部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取12个城市先行试点。2017年8月3日，北京市城乡和住房建设委对《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会各界公开征求意见，希望通过引入政府与购房人按份共有产权，有效调节产权比例，对引导新的住房消费理念有重要影响。

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。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，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，实行差别化调控，加快房产税落地。

## 5. 行业关注

### （1）行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2017年9月底，Wind资讯的地产行业资产负债率为79.01%，较2016年底提高了2.24个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，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，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房

地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

#### （2）房地产调控政策不放松，实行差别化调控

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。

#### （3）市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观，去库存仍然是目前三、四线房地产市场调控的核心任务之一。

#### （4）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。

### 6. 行业发展

#### （1）调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年2月，国务院出台的《关于创新政府配置资源方式的指导意见》中明确提到“支持各地区在房地产税、养老和医疗保障等方面探索创新”；未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

#### （2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

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

#### （3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

#### （4）转变盈利模式，提升经营收益

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

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，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。

#### 7. 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%。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。

2017 年，广州市房地产开发投资完成额 2,702.89 亿元，同比增长 6.4%，保持一定增长。2014~2016 年，广州市商品房住宅销售面积分别为 1,196.23 万平方米、1,344.86 万平方米和 1,624.01 万平方米，销售额分别为 1,763.07 亿元、1,894.01 亿元和 2,654.56 亿元，销售均价分别为 1.47 万元/平方米、1.41 万元/平方米和 1.63 万元/平方米，作为一线城市，2016 年广州市房地产市场量价齐升。2017 年 1~9 月，广州市推出各类用地 1,033.04 万平方米，同比大幅增长 161.5%，其中住宅用地 169.4 万平方米，同比增长 48.14%；商品住宅销售面积 817.3 万平方米，同比减少 27.9%；成交均价 17,018 元/平方米，同比上升 3.9%；广州市房地产市场土地供给增加，销售面积下降，价格平稳增长。

2017 年，佛山市房地产开发投资完成额 1,562.88 亿元，同比增长 16.1%，实现较快增长。2014~2016 年，佛山市商品房住宅成交面积分别为 996.25 万平方米、1,420.51 万平方米和 1,908.36 万平方米，2016 年成交面积排名广东省各城市中第一位；销售额分别为 850.52 亿元、1,216.43 亿元和 1,816.77 亿元，销售均价分别为 8,537.26 元/平方米、8,563.34 元/平方米和 9,520.08 元/平方米，2016 年均价首次突破 9 千元。受广佛同城持续推进影响，佛山市房地产市场大幅升温。2017 年 1~9 月，佛山市共推出各类用地 631.86 万平方米，同比减少 0.25%，其中住宅用地 333.69 万平方

米，同比增长 54.46%；商品住宅销售面积 951.7 万平方米，同比减少 36.1%；成交均价 10,591 元/平方米，同比上升 10.2%；佛山市住房销售面积下降，但价格上涨仍较快。

2017 年，珠海市房地产开发投资完成额 666.12 亿元，同比增长 3.9%，增幅放缓较显著。2014~2016 年，珠海市商品住宅销售面积分别为 320.87 万平方米、385.80 万平方米和 596.61 万平方米，2016 年销售面积同比大幅增长 54.6%；商品住宅销售金额约为 383.5 亿元、514.8 亿元和 1,006.6 亿元；商品住宅销售均价约为 1.31 万元/平方米、1.33 万元/平方米和 1.69 万元/平方米，2016 年价格大幅上涨。近两年，珠海市房地产市场量价齐涨，销售情况良好。2017 年 1~9 月，珠海市共推出各类用地 526.54 万平方米，同比增长 53.25%，其中住宅用地 50.09 万平方米，同比增长 46.68%；商品住宅销售面积 215.5 万平方米，同比减少 54.2%；成交均价 23,530 元/平方米，同比上升 46.90%；珠海市住房销售面积下降，但价格上涨仍较快。

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，近年来，公司房地产项目主要所在地广州、佛山和珠海房地产市场发展情况良好，商品住宅销售量价齐涨，佛山市房地产市场升温尤其显著；但随着一系列调控政策的实施，2017 年以来广州、佛山和珠海住宅销售面积下降幅度均较大，未来区域房地产市场发展前景存在一定不确定性。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

公司作为中国奥园地产集团股份有限公司（以下简称“中国奥园”，股票代码：3883.HK）最大的子公司，负责中国奥园内地地产项目的运营。奥园集团十多年来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、重庆、沈阳、株洲、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，形成区域聚焦。奥园精品住宅楼盘主要包括南沙奥园、中山奥园、清远奥园、佛山奥园、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，产品以黄金旺铺、写字楼、精品住宅等为主。截至 2017 年末，公司累计开发房地产权益建筑面积合计 2,086.88 万平方米，完成投资 1,075.79 亿元。

公司具有房地产开发国家一级资质，开发水平持续保持业界领先，多个楼盘荣获各项殊荣，南国奥园屡次被住房和城乡建设部（原建设部）、中国 32 家主流媒体评为“中国名盘”称号；中山奥园获得由国家住宅与居住环境工程中心颁发的“健康住宅示范工程”称号，还囊括了联合国

环境规划署（UNEP）颁发的“国际花园社区”大奖；沈阳奥园国际城被联合国人居署最佳范例专家委员会、联合国人居署最佳范例杂志、中国和谐发展论坛组委会联合授予“联合国人居署生态科技最佳范例奖”。

根据中国房地产业协会、上海易居房地产研究院、中国房地产测评中心主办的 2018 中国房地产 500 强测评成果，公司位列《2018 年中国房地产开发企业 500 强榜单》第 43 位。根据 2018 年 3 月 22 日，国务院发展研究中心企业研究所、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“2018 中国房地产百强企业榜单”，公司排名第 27 位，排名较 2017 年再次提升。同时，公司荣获“2018 中国房地产百强企业—运营效率 TOP10”、“2017-2018 中国房地产年度扶贫标杆企业”。

总体看，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，公司开发项目拥有较好的影响力和较高的品牌美誉度。

## 2. 人员素质

公司现有高层管理人员 7 名，其中营运总裁 1 人，行政总裁 1 人，副总裁 5 名。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长、行政总裁郭梓宁先生，1961 年出生，美国加州州立大学蒙特利湾分校博士后，于 1998 年加入奥园集团并参与创办，现主要负责公司行政人事、法务事务、投资及业务拓展以及公司的全面管理。除担任奥园集团董事外，郭先生在过往三年并无于其他上市公司担任董事职务。郭梓宁先生为郭梓文先生的兄弟。

公司副董事长郭梓文先生，1964 年出生，暨南大学工商管理硕士，奥园集团创办人，奥园集团董事会主席兼执行董事，主要负责制订公司的发展策略及引导奥园集团的项目规划、融资及投资等工作。除担任奥园集团董事外，郭梓文先生在过往三年并无于其他上市公司担任董事职务。郭梓宁先生为郭梓宁先生的兄弟。

奥园集团营运总裁马军先生，1976 年出生，主要负责公司运营板块相关工作。曾在中海、深圳奥宸等著名地产公司任职，从业经验丰富，于 2015 年 3 月加入奥园集团，并从 2015 年 6 月 21 日起，获委任为营运总裁。

截至 2017 年底，公司员工总数 7,183 人。其中硕士研究生以上学历 186 人，占员工总数的 2.59%；大学本科及以上学历 2,388 人，占员工总数的 33.25%；大学专科学历 2,098 人，占员工总数的 29.21%；大专以下学历 2,511 人，占员工总数的 34.96%。从年龄上看，30 岁及以下 3,625 人，占员工总数的 50.47%；30~50 岁 3,386 人，占员工总数的 47.14%；50 岁以上 172 人，占员工总数的 2.39%。

总体看，公司管理团队稳定性较好，从业经验丰富；公司员工素质能够满足目前经营需要。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

公司按照《公司法》、《中外合资经营企业法》、《中外合资经营企业法实施条例》及现代企业制度要求，不断完善公司法人治理结构，制订了《公司章程》并建立了由董事会、监事、经营层组成的法人治理结构体系；同时建立了完善的制度体系，规范各项议事规则和程序，形成了集中控制、分级管理、责权利分明的管理机制，确保公司经营工作有序、高效地进行。

截至 2017 年底，公司董事会由 3 名董事组成。董事会是公司的最高权力机构，保证公司的一

切活动符合中国的法律、法规和有关规定，决定公司的一切重大事宜，董事会在确保公司一切活动合法和公司章程的基础上，负责制定合资企业的经营目标、发展规划及重大经营措施，审定和批准总经理提出的年度预算，年度经营计划和管理部门提出的工作报告，以及决定年度利润分配或亏损弥补的方案等关于企业发展的重大事项。

公司未设监事会，有 1 名监事，监事负责对公司的财务以及公司董事和高级管理人员履行职责的合法、合规性进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者董事会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

奥园集团实行董事会领导下的总裁负责制度，设总裁 1 人，总裁由董事会聘请。总裁直接对董事会负责，执行董事会的各项决定，组织领导企业的日常生产、技术和经营管理工作。

总体看，公司治理结构简单，董事会、监事能够独立运作，整体治理运行情况良好。

## 2. 管理体制

截至 2017 年底，公司总经理办公室下设国际部、香港办、董事局办公室、财务资金中心、内审中心、标准化集采中心和信息技术中心等部门（见附件 1）；另外，公司在全国多个省市设有若干项目开发公司、酒店等，拥有 218 家全资或控股子公司。公司通过成立项目公司从事房地产项目开发，并在项目当地设立子公司。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。经过多年的发展，奥园集团结合自身工作制度、流程和企业文化，整合投资、融资、规划设计、营销、工程建设、成本控制、招商和资产经营等各环节工作衔接配合，持续开发并执行“奥园标准化项目开发模式”，从拿地、设计到建造、招商、销售、营运，再到开业，均在同一条线上统筹，从而实现了各个环节的无缝接入，同时，在决策和经营层面上一体化，使得项目决策和理念更有效地推进。随着工作制度流程的成熟，公司标准化目标从拿地到开盘约 6 个月，1 年内实现投资资金回笼，从而做到严把项目周期、控制开发成本、保证产品质量、提升运营效率。

财务管理方面，公司实行高度集中、独立核算的会计管理体制，公司财务资金中心负责集团会计工作的组织和集团统一会计政策、制度的制定；公司及附属各公司按国家法律、法规开展各项会计工作。公司设置计财中心作为整个集团的财务管理机构。公司按照国家有关会计政策和法规，制定有财务工作流程、资金管理、费用管理、资产管理、预算管理、税务管理等多方面的财务内部控制制度，从而保证了有关授权、签章等内部控制环节的有效执行，确保了会计核算的质量和会计职能作用的发挥。

对子公司的管理方面，公司坚持“抓大放小、充分授权”的原则，针对项目投资决策、子公司董事、监事和高级管理人员配备、财务资金管理、品牌管理四大方面实行集团化统一管控，保持公司经营管理的统一性，并在项目具体的设计开发、销售策划等方面给予子公司高度的自主权，充分调动子公司积极性，有利于其根据市场形势快速反应，灵活经营。同时，针对子公司业务和经营管理的重要领域，公司制定了一系列规范指导文件，并将法人治理规范化建设引入区域平台公司层面。随着相关管理制度、决策程序、授权机制的持续完善，公司对子公司的管理效率和效果逐步得到提升。

产品质量管理方面，公司制定了《奥园集团产品标准化管理制度》、《奥园集团工程管理手册》、《工程巡检管理制度》及《奥园集团工程后评估管理制度（试行版）》等质量管理体系，形成了公司科学全面的质量管理体系。针对项目规划设计、施工建设、材料设备采购、工程验收等环节实施全过程质量控制并开展严格考评，定期进行质量目标实现情况评审，限期整改发现问

题，有效保障了公司的产品质量。

投资管理方面，公司的对外投资活动主要为房地产项目投资，具有单笔金额大、区域分布广、行业政策波动性强等突出特点。不论项目的获取方式及股权比例，公司均执行集团化统一管控，由董事会统一决策，真正将项目投资立项作为风险防控的核心。同时，公司制订了《奥园集团新项目投资管理办法（2014版）》等规范制度，明确了项目投资的基本原则、可行性研究方式、决策权限及程序、监控与后评价机制、奖励与责任追究等具体操作方法，不断提升项目市场调研、规划方案、成本测算的准确度和科学性，加强对项目运作过程中重大节点的把控，逐步健全项目后评估机制，着力推进投资管理的精细化，构建全过程的投资管理体系。

风险控制方面，公司根据房地产企业风险源，分别建立了政策和政府风险、决策风险、经营风险、管理风险、开发流程风险、法律风险等风险管理体系。公司在战略制订和实施过程中，建立风险管理导向机制；公司风险控制立足于法律维度和管理维度两个方面；公司设立了相关的内部机构，并明确相关机构和各个部门在风险控制方面的职责，其它部门和项目组织的风险控制职责，明确各类风险控制的责任主体和具体职责；公司逐步完善并实施由一系列风险管理制度和预案组成的风险管理体系。如在项目公司交楼风险管理方面，公司制定了《项目公司防范交楼风险管理指引》，需要项目公司各部门树立“严格履行对业主承诺”和“全程防范交楼风险”的意识，在商品房销售、建造及交楼的不同阶段，各司其职，分工协作，采取各种有效管控措施，积极防范交楼风险。该指引包括销售宣传阶段的风险防范措施、签订《商品房买卖合同》阶段的风险防范措施、签订《商品房买卖合同》后交楼前阶段的风险防范措施、交楼阶段的风险防范措施等重要内容。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司主营住宅开发和销售，属于房地产开发企业。公司房地产销售状况良好，经营规模整体持续扩大，2015~2017年营业收入呈较快增长趋势，年均复合增长37.97%，主要系交付物业面积大幅增加所致；同期净利润也保持增长态势，年均复合增长22.35%。2017年，公司实现营业收入和净利润分别为157.35亿元和19.82亿元。

近三年公司营业收入全部均来自于主营业务。其中，公司主营业务收入主要由房地产销售收入和其他业务收入构成，其他业务包括物业管理收入、租金收入和酒店住宿服务等。

从收入构成来看，房地产销售一直是公司最核心的业务，近三年在主营业务收入中的占比分别为95.40%、94.80%和95.09%。2015~2017年，公司房地产销售收入分别为78.86亿元、93.47亿元和149.63亿元，呈不断增长态势，主要系公司结转项目不断增加所致。2015~2017年，公司其他业务收入分别为3.80亿元、5.12亿元和7.72亿元，呈不断增长态势，主要系公司物业管理与出租面积不断增长以及电商业务收入增长所致。

毛利率方面，2015~2017年，公司房地产销售业务毛利率分别为36.75%、37.80%和32.77%，2017年有所下降，主要系结转项目差异所致。2015~2017年，公司其他业务毛利率分别为33.85%、27.24%和33.44%，2016年有所下降，主要系奥买家电商业务规模扩大，该业务成本投入较多、毛利率较低所致；2017年有所上升，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 5 2015~2017 年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

| 主营业务      | 2015 年       |               |              | 2016 年       |               |              | 2017 年        |               |              |
|-----------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
|           | 收入           | 占比            | 毛利率          | 收入           | 占比            | 毛利率          | 收入            | 占比            | 毛利率          |
| 房产销售收入    | 78.86        | 95.40         | 36.75        | 93.47        | 94.80         | 37.80        | 149.63        | 95.09         | 32.77        |
| 其他业务      | 3.80         | 4.60          | 33.85        | 5.12         | 5.20          | 27.24        | 7.72          | 4.91          | 33.44        |
| <b>合计</b> | <b>82.66</b> | <b>100.00</b> | <b>36.62</b> | <b>98.59</b> | <b>100.00</b> | <b>37.25</b> | <b>157.35</b> | <b>100.00</b> | <b>32.81</b> |

资料来源：公司审计报告。

注：其他业务收入主要包括提供物业管理服务、租金收入和酒店住宿服务等。

总体看，随着公司交付物业面积大幅增加，公司近几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。

## 2. 土地储备

公司房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是公司实现营业收入和经营利润最为重要的环节。

公司土地储备基本通过“招、拍、挂”方式获得，公司主要以单独开发为主，在购置大型、价值高且需要即时付款的土地时，公司会与其他开发商合作开发以减轻资金压力。

从土地储备的目标区域来看，公司房地产项目的开发区域定位于一线城市、辅以经济较为发达的省会城市。目前公司的储备用地主要分布于广州、重庆、沈阳和株洲，其中以广州为重。

土地成本的高低直接决定了项目的盈利与否及盈利空间大小。公司根据资金储备及下属项目公司的开发进度，合理预计新增土地储备规模。在确定增加土地储备之前，公司充分开展土地储备的调研、产品地位、利润测算等前期工作，并通过项目投资评审会进行集体决策，评审委员必须进行实地考察，不符合城市发展方向的不予通过，公司土地储备政策较为理性。

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

公司的房地产开发坚持“商住双线”发展战略，经过多年开发实践，概括出“两套标准，两个整合，一个平衡”的执行标准。“两套标准”之一是产品标准：奥园的商业分成三大系列，分别为奥园广场系列、城市天地系列以及住宅商业底商。奥园广场的系列定位为区域领先型的家庭购物中心加乐活街区；城市天地系列定位为体验式的主题商业街区加商业公寓、写字楼、酒店结合体；住宅底商主要是住宅小区的社区配套服务。第二套标准是管控标准：奥园从选址、定位、设计、建造、营销、招商到后期运营等一系列环节形成了系统的管理规范，整体协调，前后兼顾。“两个整合”首先是整合人的资源，形成开发、运营、招商等系列能力；第二是整合商家资源，成立了奥商会平台，吸引了近千商家加盟。“一个平衡”是指平衡好租售比现金流的问题。公司

根据不同的产品系列实施差异化战略，由于前期定位明确且整体开发能力较强，公司项目的推进节奏较快，有效提升公司的存货周转能力，加快资金周转。同时，面对较短的项目开发周期，公司对行情的判断更加准确，可合理根据短期行情的判断来决定项目投资，减少公司经营风险。

公司开发的三大系列产品，从项目的产品类别来看，多以刚性需求为主的高去化率产品，包括首次置业和改善性置业住宅，重点开发中高档住宅项目和 LOFT 商业公寓，开发区域主要集中在广东省，并逐渐开拓省外项目。

从项目开发数据来看，2015~2017年，公司新开工面积分别为116.77万平方米、185.32万平方米和509.75万平方米，呈不断增长态势，主要系行业景气度较高，公司加大开工力度所致。2015~2017年，公司竣工面积分别为115.77万平方米、108.63万平方米和249.68万平方米，呈波动增长态势，主要系公司施工节奏加快所致。2015~2017年，公司期末在建面积分别为285.00万平方米、361.69万平方米和621.76万平方米，维持在较高水平。

表 6 2015~2017 年公司房地产开发数据

| 项目          | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 新开工面积（万平方米） | 116.77 | 185.32 | 509.75 |
| 竣工面积（万平方米）  | 115.77 | 108.63 | 249.68 |
| 在建面积（万平方米）  | 285.00 | 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以及到期债务的偿还，公司仍具有较大的资金支出压力。

表 7 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<br>金额 | 已投资   | 2018 年<br>计划投资 | 2019 年<br>计划投资 | 2020 年<br>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           |
| 中山奥园金城     | 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          | --           |
| <b>合计</b>  | <b>2,295.40</b> | <b>1,342.12</b> | <b>863.68</b> | <b>191.83</b> | <b>112.01</b> | <b>65.47</b> |

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

目前，公司房地产开发的销售模式采取以自建销售团队方式为主，以专业团队销售为辅的销售模式。公司从事房地产经营多年，对地区房地产行业市场和客户需求、客户购买力等较为了解；公司培养自身销售团队，有效控制销售成本。公司销售团队从获取土地前的项目定位、规划设计、潜在购买群体定位等各方面参与项目规划，增强项目规划设计与现实的契合度。

从收入来看，公司的销售以住宅为主，商业项目销售占比相对较少。公司住宅销售的目标对象以刚性需求为主，为了能够实现房屋的快速销售及资金及时回笼，公司采用“快进快出”开发模式，取得预售证后及时推出可售房源。

从公司销售情况来看，受房地产景气度回升影响，2015~2017 年，公司签约销售面积不断增长，分别为 114.53 万平方米、213.99 万平方米和 386.89 万平方米。签约销售均价方面，2015~2017 年，公司销售均价不断提高，分别为 8,300.88 元/平方米、8,943.88 元/平方米和 10,458.30 元/平方米，主要系区域房地产价格不断提升所致。受上述因素影响，公司签约销售金额不断增长，近三年分别为 95.07 亿元、191.39 亿元和 404.62 亿元。销售回款方面，公司近三年销售回款率分别为 82%、90%和 80%，2017 年下降主要系银行对房地产的信贷收缩政策影响所致。

从结转收入面积和结转收入金额来看，2015~2017 年公司结转收入面积分别为 66.98 万平方米、102.62 万平方米和 177.19 万平方米，结转收入 78.86 亿元、93.47 亿元和 149.63 亿元，呈不断增长态势，主要系公司业务规模不断扩大及开发计划安排所致。

表 8 2015~2017 年公司房地产销售数据

| 项目            | 2015 年   | 2016 年   | 2017 年    |
|---------------|----------|----------|-----------|
| 达预售项目（个）      | 29       | 40       | 69        |
| 协议销售面积（万平方米）  | 114.53   | 213.99   | 386.89    |
| 协议销售金额（亿元）    | 95.07    | 191.39   | 404.62    |
| 协议销售均价（元/平方米） | 8,300.88 | 8,943.88 | 10,458.30 |
| 销售回款率（%）      | 82       | 90       | 80        |

|              |       |        |        |
|--------------|-------|--------|--------|
| 结转收入面积（万平方米） | 66.98 | 102.62 | 177.19 |
| 结转收入（亿元）     | 78.86 | 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，近几年房地产政策和行业环境变化较大，但公司房屋销售面积及金额保持逐年增长态势，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，公司主要持有物业情况如下表所示。

表9 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，2015~2017 年，公司租金收入分别为 4,919.34 万元和 7,106.31 万元和 5,814.62 万元，2017 年有所下降，主要系部分租金收入在 2017 年调整到奥园集团同一控制非合并范围的公司中收取所致。

总体看，公司绝大部分自持物业还处于未完工和招商阶段。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. 经营效率

2015~2017 年，公司存货周转率分别为 0.24 次、0.22 次和 0.22 次，公司流动资产周转率分别为 0.29 次、0.25 次和 0.21 次，公司总资产周转率分别为 0.27 次、0.23 次和 0.20 次，均呈不断下降态势，主要系公司在建项目规模增加，存货大幅增长所致。

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

表10 2017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      |
|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 滨江集团        | 0.38        | 0.28        | 0.25        |
| 阳光城         | 0.25        | 0.21        | 0.20        |
| 蓝光发展        | 0.32        | 0.33        | 0.29        |
| <b>奥园集团</b> | <b>0.22</b> | <b>0.21</b> | <b>0.20</b> |

资料来源：Wind 资讯

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

总体看，公司经营效率一般。

## 7. 经营关注

（1）公司业务主要位于广州、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。

（2）公司在建项目较多，规模较大，资金压力较大，公司对外融资需求较大。

## 8. 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，比如湖南株洲、江苏昆山等城市。

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 40% 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，打造让客户不断尖叫的奥园 AO 系列产品，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。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2015 年度合并财务报表经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2016 年度合并财务报表经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，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，均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。

2015 年，公司非同一控制下合并 2 家企业，新设子公司 16 家，不再纳入合并范围的子公司 5 家。2016 年，为了适应房地产行业的变化，公司作出战略调整。公司与原受托方签订协议解除对广州奥园资产经营管理有限公司等 23 家公司的托管经营模式，奥园集团恢复对该 23 家子公司的财务和经营管理权力，因此引起合并范围发生变化，公司参照同一控制下企业合并的相关规定，重述调整 2016 年度期初数及上年同期对比数据；此外，公司非同一控制下合并 13 家企业，同一控制下合并 1 家企业，投资设立 15 家企业，注销 1 家企业。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。

### 2. 资产质量

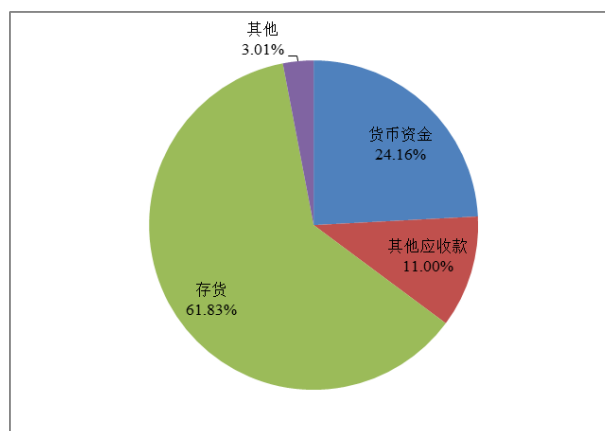
2015~2017 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 75.44%，主要系流动资产增加所致。截至 2017 年底，公司资产规模快速增长至 1,076.73 亿元，较年初增长 108.32%；其中流动资产占比 95.43%，非流动资产占比 4.57%。

#### 流动资产

2015~2017 年，公司流动资产规模逐年增长，年均复合增长 79.53%，主要系公司存货和货币资金增加所致。截至 2017 年底，公司流动资产为 1,027.57 亿元，较年初增长 115.05%。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。

图 6 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司货币资金的主要来源是房地产项目的预售回款和向金融机构取得的借款。2015~2017 年，公司货币资金不断增长，年均复合增长 93.84%。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。

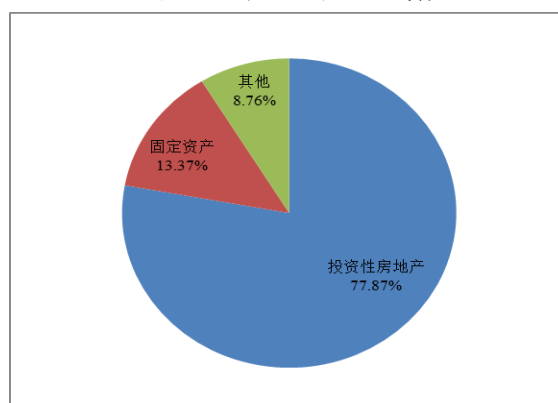
2015~2017 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 66.30%。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 635.34 亿元，较年初增长 86.97%，主要系获取土地增加以及在在建项目不断投入所致，其中开发成本和开发产品分别占比 87.23%和 12.53%；由于期末未发现存货有减值迹象，公司未对存货计提存货跌价准备。

公司其他应收款主要为保证金、合作意向款、往来款等。2015~2017 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 169.30%。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

2015~2017 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 25.88%，主要系投资性房地产增长所致。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%。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%。

图7 截至2017年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司投资性房地产采用公允价值进行计量。2015~2017 年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长 32.26%，主要系外购投资性房地产项目以及公允价值上升所致。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%；截至 2017 年底，公司投资性房地产公允价值变动合计 3.02 亿元，考虑公司自持物业所处区域，公司投资性房地产增值幅度合理。

2015~2017 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 3.54%。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。

总体看，公司资产规模较大，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，整体资产质量尚可。

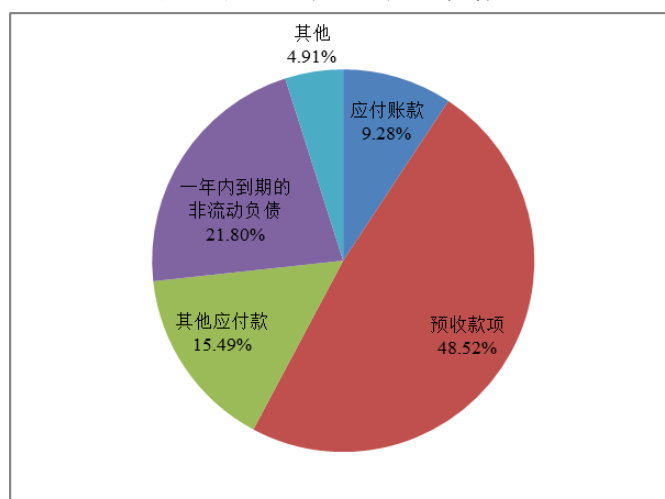
### 3. 负债及所有者权益

2015~2017 年，公司负债逐年增长，年均复合增长 78.80%。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

2015~2017 年，公司流动负债不断增长，年均复合增长 93.07%，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。截至 2017 年底，公司流动负债合计 674.23 亿元，较年初增长 108.82%，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。

图8 截至2017年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 54.33%，主要系工程款增加所致。截至 2017 年底，公司应付账款 62.54 亿元，较年初增长 78.59%。

公司的预收款项主要为各房地产项目的预售款。2015~2017 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 95.59%。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。2015~2017 年，公司其他应付款不断增长，年均复合增长 60.96%。截至 2016 年底，公司其他应付款账面价值 64.54 亿元，较年初增长 60.12%，主要系公司与其他公司往来款增加以及预售项目增多，购房诚意金或押金保证金增加所致。截至 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。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 221.10%，主要系公司长期债务不断转入所致。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

2015~2017 年，公司非流动负债规模不断上升，年均复合增长 33.58%，主要系 2016 年发行债券以及 2017 年长期借款规模大幅增加所致。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%；公司非流动负债主要以长期借款（占比 96.74%）为主。

2015~2017 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 107.81%。截至 2016 年底，公司长期借款账面价值 23.48 亿元，较年初下降 13.56%，主要系长期借款转入一年内到期的非流动负债所致；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。

2015~2017 年，公司全部债务总额逐年增长，年均复合增长 81.50%，主要系公司业务规模扩大，资金需求增加所致。截至 2017 年底，公司全部债务 265.80 亿元，较年初增长 61.65%，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，长期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。

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

2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 66.86%。截至 2016 年底，公司所有者权益 123.75 亿元，较年初增长 22.52%，主要系未分配利润和少数股东权益大幅增加所致。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，2015~2017 年，公司少数股东权益逐年增长，年均复合增长 76.50%，主要系公司并购项目不断增加所致。

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，权益结构稳定性较弱。

#### 4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入逐年增长，三年分别为 82.66 亿元、98.59 亿元和 157.35 亿元，年均复合增长 37.97%，主要系交付物业面积大幅增加所致；2015~2017 年，公司净利润逐年增长，三年分别为 13.24 亿元、13.45 亿元和 19.82 亿元，年均复合增长 22.35%，其中归属于母公司所有者的净利润逐年增长，三年分别为 11.04 亿元、11.08 亿元和 17.12 亿元。

从期间费用来看，2015~2017 年，公司的费用总额逐年增长，年均复合增长 45.05%。2017 年，公司期间费用总额为 15.19 亿元，较上年增长 31.88%，主要系销售费用和管理费用增加所致；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%。2015~2017 年，公司销售费用不断增长，年均复合增长 52.61%，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；2015~2017 年，公司管理费用不断增长，年均复合增长 43.57%，主要系员工薪资费用增加所致；2015~2017 年，公司财务费用波动增长，三年分别为 0.89 亿元、2.52 亿元和 1.15 亿元，2016 年增长主要系公司债务规模增加，导致利息支出增加所致，2017 年有所下降主要系资本化利息增加所致。

2015~2017 年，公司公允价值变动收益波动增长，三年分别为 2.85 亿元、2.61 亿元和 3.02 亿元，保持一定的规模，主要系近几年公司商住双线发展，自持出租的投资性物业价值不断增加所致。近三年，公允价值变动收益占公司营业利润比例分别为 15.90%、14.27%和 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，由于公司经营良好，2015~2017 年，公司营业利润率分别为 26.37%、27.68%和 24.86%，较为稳定。受所有者权益以及债务规模大幅增加共同影响，公司总资本收益率、总资产报酬和净资产收益率不断下降，2017 年分别为 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11 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        |
| <b>奥园集团</b> | <b>32.81</b> | <b>9.79</b> | <b>3.54</b> |

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。

总体看，近年来，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逐年增长，盈利能力尚可。

## 5. 现金流

从经营活动情况来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入分别为 100.09 亿元、216.85 亿元和 289.00 亿元，呈不断增长态势，主要系预收售房款大幅增加所致；同期，公司经营活动现金流出分别为 103.26 亿元、168.31 亿元和 367.24 亿元，呈不断增长态势，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，2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-3.16 亿元、48.53 亿元和-78.23 亿元。

从投资活动情况来看，2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流入分别为 2.54 亿元、6.12 亿元和 2.34 亿元，其中 2016 年公司投资活动现金流入较上年大幅增长，主要系公司收回委托借款增加所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流出分别为 16.21 亿元、45.21 亿元和 60.28 亿元，逐年增加，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，2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-13.67 亿元、-39.10 亿元和-57.94 亿元。

从筹资活动情况来看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 85.30 亿元、50.13 亿元和 328.58 亿元，其中 2016 年有所下降，主要系公司销售状况良好，对外融资需求有所下降所致；2017 年大幅增长，主要系公司为储备土地进行了较多的项目并购融资所致。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出分别为 45.32 亿元、36.28 亿元和 50.26 亿元，呈波动增长态势，随着公司到期债务规模的波动而有所变动。综上，2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 39.98 亿元、13.85 亿元和 278.32 亿元。

总体看，由于公司房地产项目销售情况较好，公司经营活动回笼现金的能力较强，经营活动现金流入不断增长，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。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.48 倍和 0.43 倍，较年初均有所下降，主要系公司预售状况良好，预收账款增加所致。截至 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。2015~2017 年，公司现金短期债务比分别为 4.63 倍、2.70 倍和 1.69 倍，呈不断下降趋势，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，2015~2017 年，公司 EBITDA 规模分别为 19.74 亿元、22.14 亿元和 28.64 亿元，呈不断增长态势，主要系利润总额不断增长所致；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。2015~2017 年，公司

EBITDA 利息保障倍数分别为 3.19 倍、2.38 倍和 2.08 倍, EBITDA 对利息覆盖程度较好; 2015~2017 年, 公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.24 倍、0.22 倍和 0.11 倍, 对全部债务的覆盖程度一般。整体看, 公司长期偿债能力较强。

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, 公司短期和长期偿债能力较强, 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。

## 八、本次公司债券偿债能力分析

### 1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2017 年底, 公司全部债务为 265.80 亿元, 本次拟发行公司债额度为 15.00 亿元, 相对于公司全部债务规模而言, 发债规模一般。

以 2017 年底财务数据为基础, 本次债券发行后, 在其他因素不变的情况下, 公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 32.24%、49.96%和 74.24%, 分别较未发行情况下提高了 2.54、1.37 和 0.36 个百分点, 公司的负债水平有所上升, 债务负担上升, 但仍处于较低水平。考虑到募集资金到位后拟用于偿还公司债券, 公司实际债务负担将轻于上述预测值。

### 2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2017 年相关财务数据为基础, 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为本次公司债券发行额度(15.00 亿元)的 1.91 倍和 19.27 倍。总体看, EBITDA 和经营现金流入量对本次债券的覆盖程度较好。

综合以上分析, 并考虑到公司作为业内从事房地产开发的知名企业, 在行业经验、市场品牌等方面具有一定的区域竞争优势, 能够通过持续经营达到较高的盈利水平, 联合评级认为, 公司对本次债券的偿还能力很强。

## 九、综合评价

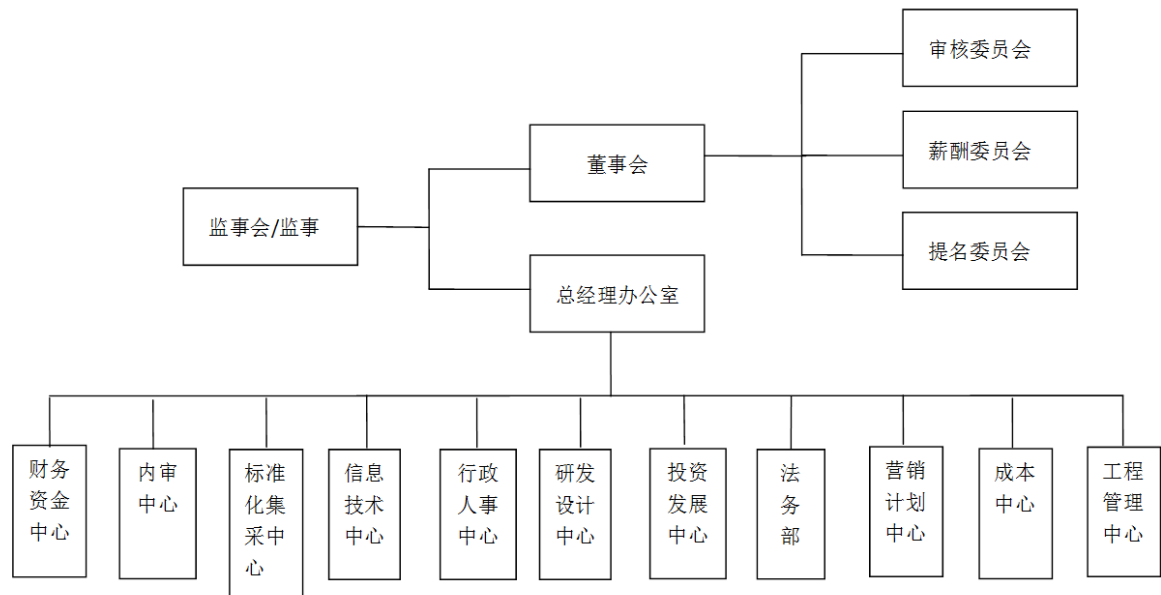
公司作为具备较强综合实力的房地产开发公司, 在土地成本及开发规模、区域布局、开发经验、品牌美誉度、行业竞争力等方面具备的优势; 受房地产市场景气度较高影响, 公司协议销售面积与金额逐年增长, 经营状况良好; 同时在售项目规模较大, 对公司未来盈利形成支撑。同时, 联合评级也关注到公司所在房地产行业受房地产调控政策影响较大, 资金支出压力较大, 有一定集中偿付压力, 权益结构稳定性较弱等因素对公司信用水平造成的不利影响。

公司在建项目规模较大, 随着项目的陆续销售, 公司的盈利规模有望进一步提升, 公司整体

信用状况良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

## 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 | 中山奥园金城     | 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               | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年   |
|------------------|--------|--------|----------|
| 资产总额（亿元）         | 349.84 | 516.86 | 1,076.73 |
| 所有者权益（亿元）        | 101.01 | 123.75 | 281.24   |
| 短期债务（亿元）         | 14.26  | 33.14  | 147.00   |
| 长期债务（亿元）         | 66.43  | 68.23  | 118.80   |
| 全部债务（亿元）         | 80.69  | 101.37 | 265.80   |
| 营业收入（亿元）         | 82.66  | 98.59  | 157.35   |
| 净利润（亿元）          | 13.24  | 13.45  | 19.82    |
| EBITDA（亿元）       | 19.74  | 22.14  | 28.64    |
| 经营性净现金流（亿元）      | -3.16  | 48.53  | -78.23   |
| 流动资产周转次数（次）      | 0.29   | 0.25   | 0.21     |
| 存货周转次数（次）        | 0.24   | 0.22   | 0.22     |
| 总资产周转次数（次）       | 0.27   | 0.23   | 0.20     |
| 现金收入比率（%）        | 103.75 | 196.26 | 165.25   |
| 总资本收益率（%）        | 9.74   | 8.23   | 5.55     |
| 总资产报酬率（%）        | 6.34   | 5.03   | 3.54     |
| 净资产收益率（%）        | 16.42  | 11.97  | 9.79     |
| 营业利润率（%）         | 26.37  | 27.68  | 24.86    |
| 费用收入比（%）         | 8.74   | 11.68  | 9.66     |
| 资产负债率（%）         | 71.13  | 76.06  | 73.88    |
| 全部债务资本化比率（%）     | 44.41  | 45.03  | 48.59    |
| 长期债务资本化比率（%）     | 39.67  | 35.54  | 29.70    |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 3.19   | 2.38   | 2.08     |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.24   | 0.22   | 0.11     |
| 流动比率（倍）          | 1.76   | 1.48   | 1.52     |
| 速动比率（倍）          | 0.49   | 0.43   | 0.58     |
| 现金短期债务比（倍）       | 4.63   | 2.70   | 1.69     |
| 经营现金流流动负债比率（%）   | -1.75  | 15.03  | -11.60   |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 1.32   | 1.48   | 1.91     |

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。

## 附件 4 有关计算指标的计算公式

| 指 标 名 称           | 计 算 公 式                                                                                     |
|-------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                             |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                             |
| 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%                                                                  |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                             |
| 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%                                                                |
| <b>财务构成指标</b>     |                                                                                             |
| 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%                                                                         |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                             |
| 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                                                                          |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                             |
| 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)                                                           |
| <b>本次公司债券偿债能力</b> |                                                                                             |
| EBITDA 偿债倍数       | EBITDA / 本次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 / 本次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 / 本次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。

## 联合信用评级有限公司关于 奥园集团有限公司 2018 年公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年奥园集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

奥园集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。奥园集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注奥园集团有限公司的相关状况，如发现奥园集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如奥园集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至奥园集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送奥园集团有限公司、监管部门等。

