

跟踪评级公告

联合评字[2016]417号

广东珠江投资股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

广东珠江投资股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

广东珠江投资股份有限公司发行的“16 珠投 01”、“16 珠投 03”和“16 珠投 04”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月十七日

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)

广东珠江投资股份有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 珠投 01	39 亿元	AA+	AA+	2015/9/25
16 珠投 03	31 亿元	AA+	AA+	2016/2/3
16 珠投 04	10 亿元	AA+	AA+	2016/3/8

跟踪评级时间：2016 年 5 月 27 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	861.33	1,092.41
所有者权益（亿元）	244.49	274.12
长期债务（亿元）	235.32	424.95
全部债务（亿元）	346.55	537.11
营业收入（亿元）	93.86	97.01
净利润（亿元）	73.45	6.04
EBITDA（亿元）	103.30	16.17
经营性净现金流（亿元）	-112.98	-153.63
营业利润率（%）	26.24	29.65
净资产收益率（%）	35.36	2.33
资产负债率（%）	71.62	74.91
全部债务资本化比率（%）	58.63	66.21
流动比率（倍）	1.80	2.44
EBITDA 全部债务比（倍）	0.30	0.03
EBITDA 利息倍数（倍）	3.42	0.42

注：本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。

评级观点

广东珠江投资股份有限公司（以下简称“公司”或“珠江投资”）作为一家综合实力较强的房地产开发公司，在业务规模、品牌知名度、区域布局、开发经验和土地储备等方面有较强的优势。2015 年，随着房地产市场有所回暖，公司房地产销售规模有所增长，开发力度有所加大；建筑施工板块业务收入大幅增长。尽管受投资性房地产公允价值变动收益大幅下降影响，公司利润水平大幅下降，但公司经营性利润和营业利润率较为稳定。同时，公司也面临一定项目去化压力、在建项目资金需求增加、债务负担较重等不利因素。

2015 年，公司加大开工力度，在建规模有所上升，未来随着项目的陆续销售，公司有望保持良好的经营状况。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 珠投 01”、“16 珠投 03”和“16 珠投 04”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 公司土地储备及项目集中在一线城市以及发达的二线城市，区域优势明显。
2. 公司自持物业区域优势明显，出租情况良好，能够为公司带来稳定的现金流。
3. 2015 年，公司建筑施工业务收入大幅增长，成为公司营业收入的有效补充。
4. 2015 年，公司获得大额银团贷款，为后续经营奠定了良好基础，目前公司间接融资渠道畅通。

关注

1. 房地产行业高速发展时代已经过去，目前国内经济下行压力加大。房地产业务作为公司主营业务，其未来发展面临较大的政策

不确定性。

2. 为满足建设资金需求，公司 2015 年有息负债规模增长较快，未来面临一定的集中偿付压力；

3. 截至 2015 年底，公司在建项目规模较大，仍面临较大的资金需求。

4. 2015 年，公司分红规模达到 10 亿元，未来公司的分红政策需要关注。

5. 受前期投资性房地产计量方法变更的影响，2014 年公司公允价值变动收益规模较大导致利润水平较高，2015 年，上述影响降低，公司利润大幅回落至正常水平；公司其他应收款规模较大，对公司资金形成了较大占用，同时公司受限资产比例较大。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@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

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

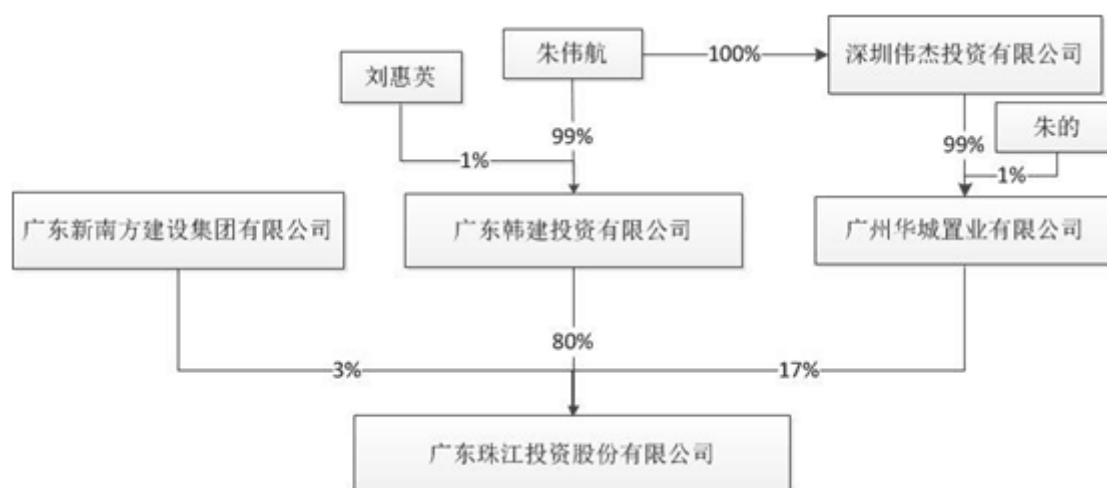
广东珠江投资股份有限公司（以下简称“公司”或“珠江投资”）前身为广东珠江投资公司，于1993年2月取得了广东省工商行政管理局核发的《企业法人营业执照》（注册号19035303-3）。1993年5月，广东省建设委员会出具了《关于同意广东珠江投资公司兼营房地产业务的批复》（粤建函【1993】202号），同意广东珠江投资公司兼营房地产业务。

为了明确股东权利关系，规范广东珠江投资公司工商注册信息，根据《中华人民共和国公司法》的规定，丰顺韩江建筑安装工程有限公司、广州华城置业有限公司、广东顺同实业有限公司、广东可曼德经济发展有限公司、广东新南方建筑工程有限公司于1998年12月签订了《出资协议书》，并于1999年1月重新进行了企业名称核准和工商登记；广东珠江投资公司正式更名为广东珠江投资股份有限公司，公司类型为有限责任公司，注册资本增至人民币5,000万元。2006年4月和12月，公司注册资本分别增至人民币75,000万元和人民币100,000万元；2007年9月广东顺同实业有限公司将其持有的广东珠江投资有限公司3%的股权转让给广州华城置业有限公司。

2007年11月，广东韩江建筑安装工程有限公司以存续分立的方式分立为广东韩江建筑安装工程有限公司和广东韩建投资有限公司，由广东韩建投资有限公司承接广东韩江建筑安装工程有限公司在广东珠江投资有限公司的全部股权。2007年12月，广东珠江投资有限公司改制为股份有限公司，公司名称变更为广东珠江投资股份有限公司，注册资本变更为人民币320,000万元。

经数次增资以及原股东广东新南方建筑工程有限公司于2015年4月名称变更为广东新南方建设集团有限公司后，截至2015年底，公司注册资本为42.00亿元，广东韩建投资有限公司持有公司80%股份，为公司的控股股东。朱伟航为公司实际控制人。

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司及子公司主要从事房地产开发经营。公司的经营范围为：房地产项目投资及其投资业务咨询，信息服务，投资项目策划及组织有关学术活动；销售：五金交电，建筑材料，百货，日用杂货；房地产开发。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2015年底，公司下设城市更新投资管理中心、投资与财务管理中心、住宅投资事业部、成本经营管理中心、商业/产业投资事业部以及人力资源及行政管理中心等10个部门（详见附件1）；拥有全资、控股子公司127家。截至2015年末，公司员工总数为3,699人。

截至2015年底，公司合并资产总额1,092.41亿元，负债合计818.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计274.12亿元，其中归属于母公司的所有者权益232.65亿元。2015年，公司实现合并营业收入97.01亿元，净利润（含少数股东损益）6.04亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为6.80亿元；经营活动产生的现金流量净额-153.63亿元，现金及现金等价物净增加额为17.04亿元。

公司注册地址：广东省广州市天河区珠江东路421号601房；法定代表人：朱克林。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可（2015）3052号文核准批复，公司获准分期公开发行总额度80亿元的公司债券，期限为5年，附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。2016年1月14日、2月24日和3月16日，公司分别发行第一期、第二期和第三期“广东珠江投资股份有限公司2016年公开发行公司债券”。其中第一期（债券简称：16珠投01，上市代码：136153）募集资金39亿元，债券利率5%；第二期（债券简称：16珠投03，上市代码：136229）募集资金31亿元，债券利率5.2%；第三期（债券简称：16珠投04，上市代码：136296）募集资金10亿元，债券利率4.8%。

本次公司债券募集资金已经使用完毕。目前尚未到达第一个付息日。

三、行业分析

1. 行业概况

2015年，我国房地产行业增速明显放缓。受经济持续下行影响，2015年全国房地产开发投资95,979亿元，比上年名义增长1.0%（扣除价格因素实际增长2.8%），比上年增速大幅下滑9.5个百分点。2015年全年房地产开发企业房屋施工面积735,693万平方米，比上年增长1.3%，增幅同比下降7.9个百分点；新开工面积154,454万平方米，比上年下降14.0%，继续维持下降趋势。

土地价格方面，2015年在去库存压力下，房企拿地速度明显放缓，土地供求量出现较大下滑；但另一方面，受“二孩政策”、“公积金异地贷款全面推行”等宏观政策利好影响，房企对于重点城市优质地块的争夺较为激烈，使得一、二线城市土地溢价率及楼面均价均有所上升。2015年，全国300个城市土地平均溢价率16%，较去年同期上升6个百分点；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）平均溢价率21%，较去年同期上升9个百分点。具体来看，一线城市呈现上升态势，比2014年同期上升2个百分点至27%；二线城市较去年同期上升10个百分点至17%；三四线城市较去年同期上升2个百分点至8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨19%至9,180元/平方米；二线城市同比上涨18%至1,565元/平方米；三四线城市同比上涨1%至751元/平方米。

开发资金来源方面，2015年，受益于政府需求端多手段“促需求”举措，房地产开发企业资金来源紧张局面得以缓解。根据国家统计局数据，2015年房地产开发企业到位资金125,203亿元，比上年增长2.6%，增速较上年上升2.7个百分点。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%，增速较上年降低12.8个百分点；利用外资297亿元，下降53.6%，增速较上年大幅下滑73.3个百分点；自筹资金49,038亿元，下降2.7%，增速较上年回落9.0个百分点；其他资金55,655亿元，增长12.0%，增速较上年大幅上涨20.8个百分点。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%。

总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年来受宏观政策和市场供需影响，土地价格有所波动，整体增速呈下降态势。2015年，在政策利好影响下，房企对于重点城市

优质地块的争夺较为激烈，使得一、二线城市土地溢价率及楼面均价均有所上升；2015年以来，受益于政府在需求端多手段“促需求”举措，房企通过“定金及预收款”和“个人按揭贷款”进行融资的规模有所上升。

2. 行业供需

土地供应方面，2015年，“去库存”是房地产政策主基调，中央及各级政府在供应端实施“有供有限”，2015年全年房地产开发企业的土地购置面积增速均处于负增长态势。根据国家统计局数据，2015年房地产开发企业土地购置面积22,811万平方米，比上年下降31.7%；土地成交价款7,622亿元，下降23.9%，降幅收窄2.1个百分点。

从商品房市场供求情况看，得益于中央多轮降准降息、降首付、减免税费等降低购房成本；地方政策灵活调整，采取税费减免、财政补贴、取消限购限外等多措施刺激消费，2015年商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄，好于去年同期表现。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%。商品房销售额87,281亿元，增长14.4%，增速回落1.2个百分点；其中，住宅销售额增长16.6%，办公楼销售额增长26.9%，商业营业用房销售额下降0.7%。从供给看，2015年土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房货币化安置，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%。

从销售价格看，2015年受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交价格小幅回升，市场呈现回暖迹象。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。

总体看，在宏观经济持续下行压力下，“去库存”成为2015年楼市的基调，随着需求端利好政策的逐步落地实施，房价走势有所回暖，但依然面临较大的库存压力。

3. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。2015年以来，与房地产行业相关的调控政策频出，对房地产市场的发展有较大的影响。2015年以来的房地产调控政策如下表所示。

表1 2015年以来房地产行业调控政策

年份	调控政策
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 ze 作工作的通知》，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

2015 年 10 月	全面二孩政策
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》

资料来源：联合评级收集整理

2015年上半年，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。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。

2015年8月，住建部、商务部、发改委、央行、工商总局和外汇局等六部门联合发布《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》，文件在一定程度上放宽了外资投资房地产和购房的限制。

2015年10月，住建部、财政部和央行联合发布《关于切实提高住房公积金使用效率的通知》，提出了全面推行异地贷款业务的要求，对于缴存职工在缴存地以外地区购房，可按购房地住房公积金个人住房贷款政策向购房地住房公积金管理中心申请个人贷款。

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，这是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

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。其中，首次购买普通住房的商业性贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点；对拥有1套住房且购房贷款未结清的，为改善居住条件再次贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于30%。

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》，（i）对个人购买家庭唯一住房，面积为90平方米以下的，减按1%的税率征收契税，面积为90平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税；（ii）对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为90平方米以下的，减按1%的税率征收契税，面积为90平方米以上的，减按2%的税率征收契税；（iii）个人将购买不足2年的住房对外销售的，全额征收营业税，个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征营业税。其中以上第二、三条政策不在北京、上海、广州和深圳实施。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2015年中央及地方相继出台多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

4. 行业关注

（1）商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。受近两年销售放缓影响，房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起始终保持负增长。

（2）发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

根据Wind资讯统计数据显示，截至2015年12月14日，上市房企总计发行公司债2,974.06亿元，与去年同期的153.97亿元相比，同比暴涨18倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

（3）房企利润率回归正常水平

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

（4）中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力。

5. 行业发展

（1）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，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，深度合作为房地产行业轻资产、多元化转型创造了条件。近年来，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，地产金融属性加速释放。

（2）转变盈利模式，挖掘全产业链服务价值

伴随中国房地产正从新房开发交易为主步向以存量房交易为主转变，行业增长也由外向增长逐渐演变为内生驱动。房企积极转型服务商，围绕现有客户资源，升级物业服务体系、拓展客户延伸服务，打造全产业链增值服务模式。

（3）兼并重组，房企高效盘活存量、优化资源配置，开启行业整合新时代

房企以互联网、资本为重要切入点，开启收、并购与整合之路进行资源整合，以较低成本盘活存量，为房企规模化扩张、进一步做大做强提供契机。一是推进内部重组，集中优势资源壮大核心业务。二是借道存量市场兼并收购以扩大业务版图。房企兼并完成后，对资源、财务和管理的高效整合也能够实现双方资源互补，最大化企业价值。

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，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势。

四、管理分析

跟踪期内，公司核心管理团队未发生变化，核心管理人员及核心技术人员稳定；为满足相关监管要求以及进一步完善公司治理结构，公司制订了《投资者关系管理办法》、《信息披露管理办法》、《关联交易管理办法》和《债券募集资金管理办法》，公司管理制度进一步完善。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务收入主要来自房地产开发销售、建筑施工、租赁以及特许专柜销售佣金等板块，其中房地产开发销售收入占比最大，是公司核心业务；建筑施工业务主要是承接的内外部总包工程、装修装饰等业务。公司其他业务包括酒店服务、建筑设计、物业管理和征地补偿等。2015年，公司主营业务收入同比小幅上升6.69%至91.16亿元，主要来自建筑施工板块收入的增长；公司净利润6.04亿元，同比大幅减少91.77%，主要系上年投资性房地产公允价值变动收益规模较大导致上年净利润基数较大所致。

表2 2014~2015年公司主营业务收入情况（单位：亿元，%）

项目	2014年			2015年			2015年收入同比增长
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
房地产销售	82.81	96.92	35.42	79.70	87.43	34.64	-3.76
建筑施工	12.16	14.23	22.42	27.85	30.55	25.35	129.11
租赁服务	2.17	2.55	100.00	2.67	2.93	100.00	22.71
特许专柜销售佣金	3.30	3.87	8.99	3.70	4.05	8.39	11.85
抵消	-15.01	-17.56	1.89	-22.75	-24.96	4.09	51.62
主营业务合计	85.44	100.00	40.08	91.16	100.00	40.27	6.69

资料来源：公司审计报告

从收入构成看，2015年，公司房地产销售业务收入79.70亿元，同比小幅下降3.76%；2015年，建筑施工业务实现收入27.85亿元，同比大幅上升1.29倍，主要系随着房地产市场的回暖，公司建筑施工项目增加所致。由于公司建筑施工业务收入亦包含公司内部涉及的建筑施工、装饰装修等业务收入，因此该部分收入在合并时予以抵消，因此2015年抵消金额也出现大幅增长。2015年，公司租赁收入和特许专柜销售佣金收入均同比有所增长，但整体规模较小，对主营业务收入影响较小。

从毛利率方面看，2015年公司主营业务整体毛利率水平以及各板块业务毛利率水平均变化不大，较为稳定。

总体看，跟踪期内，得益于公司建筑施工板块业务收入的大幅增长，公司主营业务收入同比有所增长，公司主营业务毛利率水平较为稳定。

2. 房地产业务

（1）土地储备

公司主要通过三种方式获取土地储备：（1）通过一级开发、前置用地审批、土地整理等一二级开发联动模式；（2）通过股权收购、旧改等方式，获取优质土地储备；（3）必要时参与土地“招拍挂”。

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或重点二线城市。目前公司的储备用地主要分布于北京、上海、广州和天津，以北京为主。

2015年，公司未购入土地。截至2015年底，公司储备土地面积1,056.08万平方米，储备建筑面积2,149.38万平方米。

表3 截至2015年底公司土地储备情况（单位：万平方米）

区域	项目名称	取得时间	土地用途	储备土地面积	储备建筑面积
广州	广州小东景项目	2004	住宅	6.43	6.12
广州	广州南沙项目	2000	居住、商业、金融	39.29	99.36
广州	天力项目	2002	商住	1.23	8.89
广州	番禺珠江	1999	住宅	33.12	81.52
珠海	珠海金融中心项目	2014	综合	2.64	27.43
佛山	南海珠江科技数码城项目	2006	商住	4.89	16.56
广州	广州珠江国际城	2003、2004	住宅	85.11	71.18
广州	广州夏湾拿	2003、2004、2005	商住	72.29	64.16
广州	珠江国际生命健康城 74 亩	2011	医卫慈善用地	4.98	9.95
广州	总部商务区	2009	金融、商住	27.83	37.30
北京	国际城 1#西	2004	商住	3.31	5.20
北京	国际城 9#地	2010	商住	1.39	4.30
北京	北京金路项目	2011	仓储	9.81	19.28
北京	北京上城项目	2004	商住	101.69	111.82
北京	张家湾一期	2006	工业、科研	14.96	25.90
北京	张家湾二期	2006	工业	43.13	50.82
北京	张家湾四期	2006	工业	26.04	44.64
北京	北京中关村项目	2005	商业	15.03	40.65
北京	分钟寺项目	2000	综合	150.50	225.00
北京	万福项目	1996、2001	商住	24.92	183.70
北京	御景湾项目	2000、2003	商住	6.68	61.32
北京	北京马驹桥科研 A 北 D 北	2006	研发	13.40	16.82
北京	北京马驹桥物流 B06/08 项目	2007	仓储	21.64	28.74
北京	永乐开发区 1#2#3#地块	2007	工业	26.20	31.00
上海	上海方家窑项目	2006	商业金融	11.47	35.95
上海	上海吴淞路项目	2010	住宅、商业	2.48	7.90
上海	上海安康苑项目	2010	商住	8.33	102.41
昆山	昆山御景花园项目	2005	商住	8.45	34.52
成都	成都花博会项目 A 地块	2007	商业	6.90	65.00
成都	成都花博会项目 F 地块	2007	住宅	2.42	17.19
成都	成都珠江逸景花园	2007	商住	9.45	6.84
成都	成都花博会项目 B 地块	2007	商住、办公	20.83	112.51
成都	成都花博会项目 D 地块	2007	商业	3.11	19.34
成都	成都花博会项目 E 地块	2007	商住	6.75	27.00
江门	江门珠江国际新城项目	2007	住宅	14.45	37.49
天津	天津宝坻 210 居住项目	2008	住宅	14.40	30.40
天津	天津宝坻 551 项目	2006	商业金融	36.75	90.20
天津	天津宝坻建材城项目	2006	工业、仓储	41.67	22.40
天津	天津大港轻纺城项目	2012	工业	13.33	15.90
惠州	惠州珠江东岸项目	2006	商住	49.23	97.31
东莞	深圳骏景西项目	2011	商住	1.92	21.56
深圳	华谊文化城	2014	商业、新型产业、工业	18.32	33.21
西安	西安珠江时代广场	2007	商业金融	1.69	16.93
西安	西安珠江新城项目	2005	住宅	22.62	58.66
西安	西安帝景山庄	2004	住宅	25.00	25.00
合计	--	--	--	1,056.08	2,149.38

资料来源：公司提供

注：上述项目中除华谊文化城项目外，本公司均具有100%权益；华谊文化城项目本公司持有70%份额，上表数据按该比例计算。

总体看，跟踪期内公司未购入土地，但公司前期土地储备较为充裕，可满足公司未来中长期开发需求；且公司储备土地主要位于一二线城市，具备较大的升值潜力。

（2）项目开发情况

从项目开发数据看，2015 年公司加大了开工力度，新开工项目数和新开工面积均较上年有所增长。2015 年公司新开工项目 11 个，较上年增加了 2 个；新开工面积 155.29 万平方米，较上年

增长 26.35%，主要系 2015 年新开工的北京张家湾项目面积较大所致。2015 年，公司竣工项目 13 个，竣工面积 121.89 万平方米，较上年有所减少。截至 2015 年底，公司在建面积 624.60 万平方米，较上年小幅增长 5.65%。

表 4 2014~2015 年公司房地产开发数据

项目	2014 年	2015 年
新开工项目数（个）	9	11
新开工面积（万平方米）	122.90	155.29
竣工项目数（个）	12	13
竣工面积（万平方米）	174.00	121.89
在建面积（万平方米）	591.20	624.60

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司在建工程规模较大，总建筑面积 1,912.97 万平方米，计划总投资 1,349.78 亿元，已完成投资 610.80 亿元，尚需投资 740.01 亿元。

表 5 截至 2015 年底公司在建项目情况（单位：万平方米，亿元，%）

项目名称	坐落城市	规划用途	总建筑面积	计划总投资额	已完成投资额	尚需投资额	工程进度
国际城 1#东	北京	居住	19.09	13.79	13.46	0.33	98%
国际城 9#地	北京	住宅混合公建用地	21.20	14.50	13.78	0.72	90%
北京金路项目	北京	仓储用地	22.03	13.22	3.80	9.42	47%
北京上城项目	北京	商住用地	129.32	155.56	42.38	113.18	一二期已完工，四期、五期在建
国际城 1#西	北京	住宅、商业	10.58	11.84	5.16	6.68	6 万平方米商业楼未建，其余建完。
马驹桥物流 E11	北京	办公、地下商业、地下仓储用地	38.00	35.00	34.16	0.84	95%
张家湾项目一期	北京	工业用地、综合（科研设计）	46.96	26.30	16.41	9.89	50%
张家湾项目二期	北京	工业	50.82	22.41	0.10	22.31	1%
张家湾项目四期	北京	商业	44.64	17.40	3.00	14.40	8%
中关村项目	北京	商业	78.15	56.80	56.39	0.41	95%
北京马驹桥物流 B06/08 项目	北京	仓储用地	28.74	20.15	1.49	18.66	5%
北京马驹桥 A 北 D 北科研项目	北京	研发	16.82	16.98	1.45	15.53	5%
永乐开发区 1#2#3#地块	北京	工业	31.00	6.40	1.21	5.19	18%
天津宝坻 210 居住项目	天津	住宅	30.40	19.39	2.23	17.16	30%
天津宝坻 551 项目	天津	商业金融	90.20	37.80	0.75	37.05	8%
天津宝坻建材城项目	天津	工业、仓储	22.40	5.80	1.60	4.20	18%
天津大港轻纺城项目	天津	工业	15.90	5.49	5.03	0.46	97%
上海方家窑项目	上海	商业金融	60.27	35.98	26.48	9.50	一、二期已完成，三期在建、四期未开工

昆山御景花园项目	昆山	商住用地	62.37	31.20	16.95	14.25	一期完成，二期在建，三期未建。
上海吴淞路项目	上海	商住用地	7.90	21.34	13.83	7.51	20%
广州珠江国际城	广州	商品住宅用地	108.70	134.75	23.85	110.90	33%
广州夏湾拿	广州	商品住宅用地	119.00	81.15	32.54	48.61	60%
总部商务区	广州	商业金融、住宅用地	37.30	18.60	2.15	16.45	5%
成都花博会项目 A 地块	成都	商业用地	71.26	86.00	23.35	62.65	一期 90%，二期 10%，三期 10%
成都花博会项目 C 地块	成都	住宅用地	50.80	32.00	27.90	4.10	一、二期已完成，三期在建。
成都花博会项目 F 地块	成都	住宅用地	17.19	9.80	1.52	8.28	35%
成都珠江逸景花园	成都	住宅用地	6.90	5.20	2.49	2.71	65%
西安珠江时代广场	西安	商业用地	16.93	14.60	14.57	0.03	97%
西安珠江新城项目	西安	住宅用地	76.61	28.80	17.30	11.50	70%
广州罗马家园项目	广州	住宅	77.48	47.00	46.96	0.04	98%
广州小东景项目	广州	住宅	6.12	9.18	2.10	7.08	60%
广州华景锦苑项目	广州	住宅	10.87	15.00	14.93	0.07	97%
广州信华 B1 项目	广州	商住用地	3.31	4.96	1.03	4.96	15%
江门珠江帝景湾项目	江门	住宅	29.79	15.00	14.77	0.23	95%
江门珠江国际新城项目	江门	住宅	51.72	25.00	19.94	5.06	75%
广州南沙项目	广州	商住用地	146.61	109.00	28.56	80.44	30%
佛山卓景项目	佛山	商住用地	20.65	9.29	9.00	0.29	99%
南海珠江科技数码城项目	佛山	住宅	31.53	10.00	8.25	1.75	60%
珠海金融中心	珠海	商住用地	27.43	41.32	11.02	30.30	5%
惠州珠江东岸项目	惠州	商品住宅用地	121.21	30.62	20.58	10.04	60%
深圳骏景西项目	东莞	商品住宅用地	21.56	10.74	7.37	3.37	30%
深圳华谊项目	深圳	商业、新型产业、工业	33.21	44.42	20.96	23.46	5%
合计	--	--	1,912.97	1,349.78	610.80	740.01	

资料来源：公司提供 注：上表数据中计划总投资额与已完成投资额和尚需投资额之和不等，主要系四舍五入所致

总体看，2015 年，公司加大了开工力度，新开工面积有所增长；公司目前在建工程规模较大，尚需投资额较高，资金压力大。

（3）房地产销售情况

从销售数据看，2015 年公司协议销售面积为 77.56 万平方米，较上年大幅增长 23.76%，主要系随着房地产市场回暖，公司销售增长所致；2015 年，公司房地产协议销售均价为 10,494 元/平方米，较上年有所下降，主要系 2015 年公司销售的物业主要是价格相对较低的郊区地产项目所致；2015 年，公司房地产协议销售金额为 81.39 亿元，较上年增长 8.07%。

表 6 2014~2015 年公司房地产销售数据

项目	2014 年	2015 年
协议销售面积（万平方米）	62.67	77.56
协议销售金额（亿元）	75.31	81.39
协议销售均价（元/平方米）	12,019.00	10,494.00
结转收入面积（万平方米）	56.17	86.60
结转收入（亿元）	82.81	79.70

资料来源：公司提供

从结转情况看，2015年，公司结转收入面积86.60万平方米，较上年大幅增长54.17%，主要系前期预售的项目达到收入结转标准所致；2015年，公司结转收入为79.70亿元，较上年小幅减少3.76%。

截至2015年底，公司在建项目中，竣工面积621.44万平方米，已销售面积484.59万平方米，待售面积81.03万平方米。按照公司最近两年的去化速度，公司待售面积可满足公司未来一年的销售。

表7 截至2015年底公司在建项目销售情况（单位：万平方米）

项目名称	坐落城市	规划用途	总建筑面积	工程进度	已竣工面积	已销售面积	已达预售条件待售面积
国际城 1#东	北京	居住	19.09	98%	12.64	7.29	0.21
国际城 9#地	北京	住宅混合公建用地	21.2	90%	16.70	10.03	0.25
北京金路项目	北京	仓储用地	22.03	47%	7.50		
北京上城项目	北京	商住用地	129.32		25.37	24.46	4.55
国际城 1#西	北京	住宅、商业	10.58		10.20	10.20	
马驹桥物流 E11	北京	办公、地下商业、地下仓储用地	38	95%	38.00	17.93	10.21
张家湾项目一期	北京	工业用地、综合（科研设计）	46.96	50%	21.06	--	--
张家湾项目二期	北京	工业	50.82	1%	--	--	--
张家湾项目四期	北京	商业	44.64	8%	--	--	--
中关村项目	北京	商业	78.15	95%	37.51	16.83	0.08
北京马驹桥物流 B06/08 项目	北京	仓储用地	28.74	5%	--	--	--
北京马驹桥 A 北 D 北科研项目	北京	研发	16.82	5%	--	--	--
永乐开发区 1#2#3#地块	北京	工业	31	18%	--	--	--
天津宝坻 210 居住项目	天津	住宅	30.4	30%	--	--	--
天津宝坻 551 项目	天津	商业金融	90.2	8%	--	--	--
天津宝坻建材城项目	天津	工业、仓储	22.4	18%	--	--	--
天津大港轻纺城项目	天津	工业	15.9	97%	--	--	--
上海方家窑项目	上海	商业金融	60.27	--	26.11	6.93	5.01
昆山御景花园项目	昆山	商住用地	62.37	--	32.98	29.03	1.09
上海吴淞路项目	上海	商住用地	7.9	20%	--	--	--
广州珠江国际城	广州从化	商品住宅用地	108.7	33%	37.52	33.56	6.50
广州夏湾拿	广州从化	商品住宅用地	119	60%	54.87	46.56	1.54
总部商务区	广州从化	商业金融、住宅用地	37.3	5%	--	--	--
成都花博会项目 A 地块	成都	商业用地	71.26	--	6.26	0.11	--
成都花博会项目 C 地块	成都	住宅用地	50.8	--	30.16	35.99	6.37
成都花博会项目 F 地块	成都	住宅用地	17.19	35%	--	3.43	3.88
成都珠江逸景花园	成都	住宅用地	6.9	65%	1.30	--	--
西安珠江时代广场	西安	商业用地	16.93	97%	3.24	2.60	0.13
西安珠江新城项目	西安	住宅用地	76.61	70%	27.39	51.08	5.28
广州罗马家园项目	广州	住宅	77.48	98%	75.30	55.71	2.08
广州小东景项目	广州	住宅	6.12	60%	--	1.24	1.14
广州华景锦苑项目	广州	住宅	10.87	97%	10.87	6.88	0.90
广州信华 B1 项目	广州	商住用地	3.31	15%	--	--	--
江门珠江帝景湾项目	江门	住宅	29.79	95%	25.06	26.31	3.69
江门珠江国际新城项目	江门	住宅	51.72	0.75	13.54	16.91	15.03

广州南沙项目	广州	商住用地	146.61	0.3	47.64	37.71	4.84
佛山卓景项目	佛山	商住用地	20.65	0.99	20.65	18.13	2.52
南海珠江科技数码城项目	佛山	住宅	31.53	0.6	14.77	5.50	3.90
珠海金融中心	珠海	商住用地	27.43	0.05	--	--	--
惠州珠江东岸项目	惠州	商品住宅用地	121.21	0.6	24.80	9.60	1.43
深圳骏景西项目	东莞	商品住宅用地	21.56	0.3	--	10.57	0.40
深圳华谊项目	深圳	商业、新型产业、工业	33.21	0.05	--	--	--
合计	--	--	1,912.97		621.44	484.59	81.03

资料来源：公司提供

注：北京上城项目一二三期已完成，四期和五期在建；国际城1#西项目6万平方米商业楼未建，其余已建完；上海方家窑项目一期和二期已完成，三期在建，四期未开工；昆山御景花园项目一期完工，二期在建，三期未建；成都花博会项目A地块，一期完工90%，二期完工10%，三期完工10%；程度花博会项目C地块，一二期已完工，三期在建

总体看，2015年，随着房地产市场的回暖，公司房地产销售面积和销售收入同比均有所增长；但从结转情况看，由于结转物业的价格较低，虽然结转面积大幅增长，但结转收入出现小幅下降。根据公司近两年的销售情况，公司目前待售面积可满足未来一年的销售需求。

3. 土地一级开发

公司分别在上海和北京参与了棚户区改造项目-安康苑项目和分钟寺项目。

上海安康苑旧改项目位于上海市中心城区核心地段，为闸北区“十二五”规划重点发展项目，项目总占地面积约为11.82万平方米，总建筑面积约102.41万平方米，其中地上建筑面积约59.64万平方米，地下建筑面积42.77万平方米，规划打造一个集高档居住、精品公寓、品质办公、休闲商业等于一体的品质区域。上海安康苑项目总投资306.00亿元，其中自筹资金60.30亿元，目前上海安康苑项目已获得227.00亿元的银团贷款批复金额，贷款会根据项目进度发放，剩余资金缺口主要依靠销售回款。截至2015年底，上海安康苑项目已投资126.30亿元，尚需投资179.70亿元，目前处于政府拆迁补偿阶段，尚未实现收入。

北京分钟寺项目位于京津塘高速公路与南三环路的交汇处，是丰台区政府重点项目之一。项目总占地面积151.00公顷，其中建设用地58.00公顷，绿化代征面积62.00公顷，道路代征面积30.00公顷，项目规划容积率3.87，总建筑面积225.00万平方米，规划打造成为北京CBD副中心区。分钟寺项目预计总投资221.00亿元，其中银行借款104.00亿元，剩余资金依靠自筹。截至2015年底，分钟寺项目已投资170.00亿元，尚需投资51.00亿元，目前项目处于拆迁阶段，后续开发投入待定。

总体看，公司目前的上海安康苑项目和北京分钟寺项目尚需投资规模较大，公司未来面临较大的资金需求。

4. 自持物业

公司自持型物业主要为商业地产，主要分布在北京、上海、广州和深圳，区域优势明显。目前公司自持物业以高端商城、写字楼以及综合体为主。

截至2015年底，公司自持物业（不含自用面积）建筑面积105.35万平方米，投资成本49.56亿元，出租率为81%。

表 8 截至 2015 年末公司持有物业情况

序号	项目名称	建筑面积 (万平方米)	物业概况 (商业、写字楼、娱乐)	出租率 (%)	投资成本 (亿元)	账面价值 (亿元)
1	上海米格天地	14.95	商业	78%	8.30	7.32
2	成都花博会项目	15.37	商业	81%	6.30	5.72
3	深圳珠江广场	10.29	商业	74%	3.04	2.72
4	西安时代广场	10.77	商业	100%	8.73	7.90
5	北京中关村永旺	15.66	商业	100%	10.16	7.67
6	广州珠投大厦	1.04	商业	100%	0.45	0.41
7	轻纺城管委会大楼	14.50	商业	49%	5.62	5.15
8	北京创展家居	21.10	商业	85%	6.53	5.76
9	成都国际花园	0.83	商业	90%	0.31	0.76
10	其他	0.84	商业	--	0.12	0.07
	合计	105.35	--	81%	49.56	43.48

资料来源：公司提供

注：上表中未包含自用面积；账面金额为账面价值，即原值扣除折旧或减值准备后的价值。

2015年，公司平均租金水平较上年变化不大，为1.89元/平/天。2015年，公司租赁收入为2.67亿元，较上年小幅增长，主要系前期为招揽客户推出的免租期相继结束所致。

总体看，公司自持物业地理位置较好，2015年自持物业租金收入小幅增长。

5. 建筑施工板块

公司建筑施工业务收入主要是下属子公司广东珠江工程总承包有限公司（以下简称“珠江工程”）的收入，来源主要是承接的内外总包工程、装饰装修工程等业务收入。来自于公司内部总包工程、装饰装修工程的业务收入也以市场公允价格计价，在公司合并报表时，该部分收入被抵消。

2015年，公司建筑施工业务收入27.85亿元，较上年大幅增长129.11%，主要系承接的项目增加所致。2015年，公司建筑施工业务内部抵消金额为11.81亿元，来自于外部的建筑施工业务收入为16.04亿元。

总体看，2015年，随着房地产市场的回暖，公司建筑施工业务承接项目增加，建筑施工业务收入大幅增长。

6. 经营效率

2015年，受存货大幅增加影响，公司存货周转次数由上年的0.18次下降至0.13次；公司总资产周转次数由上年的0.13次下降至0.10次，主要系资产总额大幅增长所致；公司流动资产周转次数由上年的0.19次下降至0.14次。

总体看，2015年，由于公司存货、流动资产以及资产总额大幅增长，公司存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率均较上年有所下降，公司经营效率有所下降，经营效率一般。

7. 经营关注

（1）2015年，公司加大了开工力度，目前在建项目规模较大，公司面临较大资金需求。

（2）2015年，公司经营效率有所下降。

（3）公司主要项目分布主要集中在一线城市，区位优势明显，但易受所在区域房地产市场政策（如限购等政策）波动影响，盈利规模可能出现波动。

8. 未来发展

未来，公司将继续以广州、北京、深圳、上海等一线大城市以及成都、西安、天津等二线中心城市为发展的战略中心，并积极拓展其他具有发展潜力的区域性经济中心城市，优化和完善公司全国战略布局。

公司将坚持以房地产开发业务为核心，贯彻包括旧城改造、土地一级开发、规划设计、建筑施工、物业管理在内的“一体化”产业链优势，在不断夯实和扩大在广州、北京、深圳、上海、珠三角等核心城市和发展地区的发展规模、市场份额、品牌影响力和号召力的前提下，积极响应国家“西部大开发战略”和“中部崛起战略”，拓展和布局成都、西安、天津等二线城市房地产业务；同时凭借公司丰富的房地产开发、运营经验，完善公司全国战略布局，扩大区域市场份额，形成多区域利润点。

公司目前在建规模和可售规模较大，在建项目进展良好。产品及模式上，公司将以住宅项目为主，商业项目为辅；以产品销售为主，出租经营为辅，合理布局和发展住宅地产和商业地产；同时，积极拓展成片土地的“城市综合体”开发项目，做城市规划的先行者和推动者，充分发挥本公司 22 年来在房地产开发方面积累的专业优势，为各阶层的目标客户提供高性价比的产品。

总体看，公司战略清晰，未来发展区域定位于核心经济圈，并依托自身优势完善战略布局、积极拓展区域份额，在巩固住宅和商业项目的优势基础上，积极拓展“城市综合体”开发项目和旧城改造，未来发展可期。

六、财务分析

公司2015年财务报表已经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2015年公司合并范围内新增子公司8家，减少子公司3家。公司合并范围内新增和减少的子公司资产和权益规模较小，公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至2015年底，公司合并资产总额1,092.41亿元，负债合计818.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计274.12亿元，其中归属于母公司的所有者权益232.65亿元。2015年，公司实现合并营业收入97.01亿元，净利润（含少数股东损益）6.04亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为6.80亿元；经营活动产生的现金流量净额-153.63亿元，现金及现金等价物净增加额为17.04亿元。

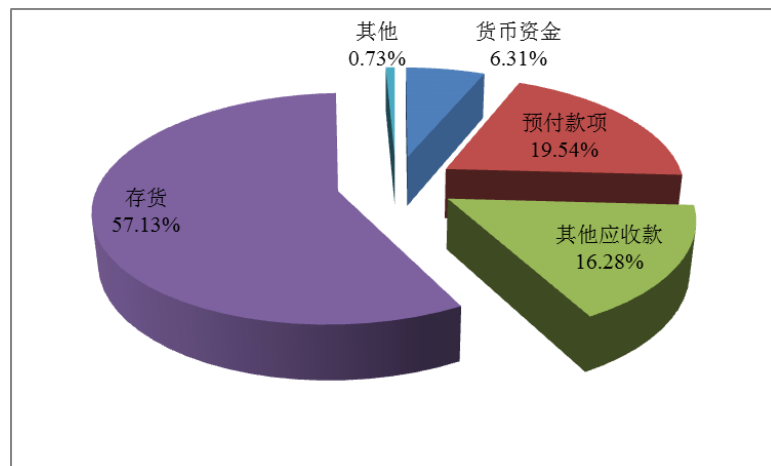
1. 资产及负债结构

资产

截至2015年底，公司资产总额1,092.41亿元，较年初大幅增长26.83%，主要系流动资产大幅增长所致。截至2015年底，公司资产构成中，流动资产占比76.09%，非流动资产占比23.91%，公司资产构成以流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产831.24亿元，较年初大幅增长39.58%，主要系货币资金、预付款项和存货的大幅增长所致。截至2015年底，公司流动资产主要由货币资金（占比6.31%）、预付款项（占比19.54%）、其他应收款（占比16.28%）和存货（占比57.13%）构成。

图2 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司货币资金52.47亿元，较年初大幅增长48.09%，主要系借款增加所致。截至2015年底，公司货币资金中，库存现金0.12亿元（占比0.22%），银行存款49.59亿元（占比94.51%），其他货币资金2.77亿元（5.27%）；公司货币资金中，受限货币资金13.20亿元（占比25.15%），主要是受限制的银行存款和用于担保的定期存单等，公司受限货币资金占比一般。

截至2015年底，公司预付款项162.46亿元，较年初大幅增长3.39倍，主要系上海安康苑旧改项目土地补偿款投入增加所致。公司预付款项主要是预付土地款和工程款。

截至2015年底，公司应收账款账面余额5.79亿元，计提坏账准备0.02亿元，应收账款账面价值5.77亿元，较年初小幅下降6.84%。从账龄看，1年以内应收账款账面余额占比26.66%，计提比例1.28%；1~2年占比12.37%；2~3年占比31.45%；3年以上占比29.52%。公司账龄在1年以上的应收账款均未计提坏账准备，主要系公司认为不存在坏账或减值的迹象。从集中度看，应收账款前五大单位合计欠款3.17亿元，占比54.75%，集中度较高。整体看，公司应收账款计提坏账准备不充分，可能存在坏账风险。

表9 截至2015年底公司应收账款前五大单位情况（单位：万元）

单位名称	金额	账龄	款项性质
永旺商业有限公司	14,505.52	2~3 年	租金及提点
广东珠江纺织博览中心有限公司	5,200.00	1 年内	工程款
广州市珠江湾房地产有限公司	4,294.07	3 年以上	工程款
西安世纪金花珠江时代广场购物有限公司	4,244.00	1~2 年	租金及提点
北京合生北方房地产开发有限公司	3,450.75	1 年内	工程款
合计	31,694.33	--	--

资料来源：公司提供

截至2015年底，公司其他应收款账面余额136.26亿元，计提坏账准备0.91亿元，计提比例0.67%，其他应收款账面价值135.35亿元，较年初小幅增长2.69%。公司其他应收款全部为往来款，其中经营性往来款余额95.40亿元（占比70.01%），经营性往来款主要是应收存出的各类保证金（如工程建设类保证、投标保证、履约保证等），应收与股东、合（联）营单位等因经营项目需要而产生的往来、垫付类经营款项以及其他应收备用金、税费等；非经营性往来款余额40.86亿元（占比29.99%），主要是在实际经营中公司与实际控制人有关联的其他公司在资金周转、代收代付等方

面产生的短期拆借资金，公司对该类款项的发生设有严格的管控机制，对款项的收回均有时间计划和防范措施及持续的跟进机制。从账龄看，1年以内其他应收款账面余额占比53.86%，计提坏账准备13.35万元；1~2年占比24.71%，未计提坏账准备；2~3年占比5.36%，未计提坏账准备；3年以上占比16.07%，计提坏账准备0.91亿元，计提比例4.14%。公司其他应收款前五大单位合计欠款48.04亿元，占比35.26%，集中度一般。整体看，公司其他应收款规模较大，账龄较长，对公司资金形成较大的占用。

表 10 截至 2015 年底公司其他应收款前五大单位情况（单位：万元）

单位名称	金额	款项性质
广东合生泰景房地产有限公司	123,227.59	往来
广东韩建控股有限公司	100,081.29	往来
远富投资有限公司	93,573.66	往来
广东韩建投资有限公司	87,179.03	往来
北京京通投资有限公司	76,299.72	往来
合计	480,361.29	--

资料来源：公司提供

截至2015年底，公司存货账面余额474.91亿元，计提跌价准备125.13万元，账面价值474.90亿元，较年初大幅增长23.76%，主要系北京分钟寺旧改项目和上海安康苑旧改项目前期拆迁投入规模较大导致开发产品大幅增长所致。公司存货主要系在建开发产品。截至2015年底，公司存货中用于抵押的部分金额为106.77亿元，占存货账面价值的比重为22.48%。

截至2015年底，公司非流动资产总额261.17亿元，较年初微幅下降1.75%。公司非流动资产主要系投资性房地产（占比90.13%）。

公司投资性房地产主要为以商业和写字楼为主的自持物业，截至2014年底，公司投资性房地产234.30亿元，较上年末大幅增长60.49%，主要系当年新转入的投资性房地产公允价值变动较大所致；截至2015年底，公司投资性房地产235.40亿元，较年初微幅增长0.47%。公司投资性房地产成本合计46.74亿元，公允价值变动合计188.65亿元，增值率403.62%。截至2015年底，公司用于抵押的投资性房地产合计209.29亿元，占比88.91%，占比较高。

截至2015年底，公司所有权或使用权受限资产情况如下表所示。

表 11 截至2015年底公司受限资产明细情况（单位：万元，%）

项 目	金额	占资产总额比重
用于担保的定期存单	17,000.00	0.16
按揭保证金	4,523.63	0.04
银行贷款保证金	8,306.39	0.08
受限制的银行存款	101,175.96	0.93
其他货币资金	947.44	0.01
存货	1,067,668.20	9.77
投资性房地产	2,092,928.60	19.16
固定资产	64,790.30	0.59
合计	3,357,340.52	30.73

资料来源：公司提供

总体看，公司资产规模较大，构成以流动资产为主，资产受限比例较大；流动资产中存货占比较大，符合房地产开发企业资产结构特征；公司其他应收款占比较高，对公司资金形成较大占

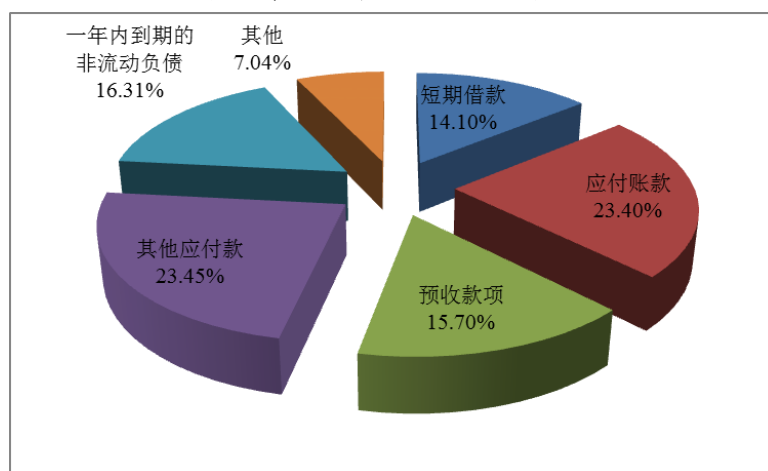
用；非流动资产中投资性房地产占比较大，易受投资性房地产公允价值变动影响；整体看，公司资产质量一般。

负债及所有者权益

截至2015年底，公司负债合计818.29亿元，较年初大幅增长32.66%，主要系非流动负债大幅增长所致。截至2015年底，公司负债构成中，流动负债占比41.65%，非流动负债占比58.35%，公司负债以非流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债340.78亿元，较年初小幅增长3.16%。公司流动负债主要以短期借款（占比14.10%）、应付账款（占比23.40%）、预收款项（占比15.70%）、其他应付款（占比23.45%）和一年内到期的非流动负债（占比16.31%）为主。

图3 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司短期借款48.07亿元，较年初大幅减少27.22%。公司短期借款中，质押借款占比35.80%、抵押借款占比20.10%、信用借款占比44.11%。

截至2015年底，公司应付账款79.75亿元，较年初大幅增长17.27%，主要系随着安康苑项目的启动公司计提的应付工程款增加所致。从账龄看，1年以内18.04亿元，占比22.63%；1~2年38.29亿元，占比48.02%；2~3年11.88亿元，占比14.89%；3年以上11.53亿元，占比14.46%。公司应付账款主要是应付工程款。

截至2015年底，公司预收款项53.50亿元，较年初大幅下降16.14%，主要系前期预售的部分房地产项目达到收入确认条件结转收入所致。从账龄看，1年以内36.31亿元，占比67.88%；1~2年8.50亿元，占比15.90%；2~3年7.57亿元，占比14.16%；3年以上1.11亿元，占比2.07%。公司预收款项主要是预售房款。

2015年，出于经营需要，公司股东广东韩建投资有限公司拟回购广东新南方建设集团有限公司持有的本公司3%的股份¹，经各股东同意，公司于2015年度进行了分配利润计提，合计10.00亿元，并将广东新南方建设集团有限公司所应得股利总计3000.00万元支付完毕，剩余未支付的9.70亿元计入应付股利科目。截至2015年底，公司应付股利9.70亿元，主要是应付股东广东韩建投资有限公司和广州华城置业有限公司股利。

截至2015年底，公司其他应付款79.90亿元，较年初微幅增长1.41%。公司其他应付款主要是

¹ 相应的股权转让工商变更于2015年底尚未完成

与关联方之间的往来款、代收款项及按清算口径计提的土地增值税。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债55.60亿元，较年初大幅增长53.99%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债全部系一年内到期的长期借款。

截至2015年底，公司非流动负债合计477.51亿元，较年初大幅增长66.66%，主要系长期借款和应付债券的增长所致。截至2015年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比85.67%）和递延所得税负债（占比10.99%）构成。

截至2015年底，公司长期借款409.07亿元，较年初大幅增长73.83%，主要系公司获得针对上海安康苑旧改项目的银团贷款所致。公司长期借款中，质押借款188.81亿元，占比46.16%；抵押借款177.69亿元，占比43.44%；保证借款24.93亿元，占比6.09%；信用借款17.64亿元，占比4.31%。

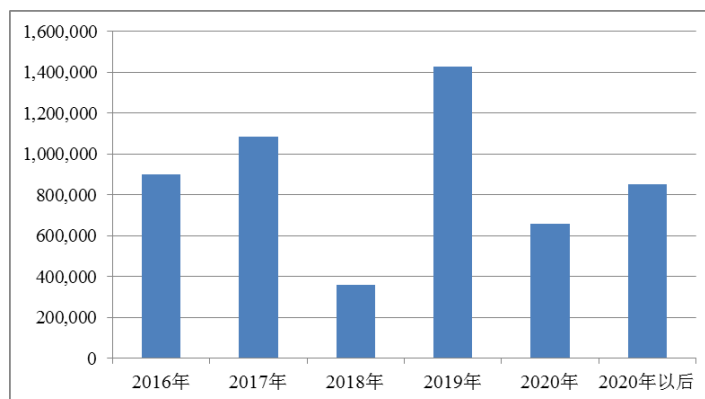
2015年，公司新增应付债券15.88亿元，主要系公司2015年12月发行了“广东珠江投资股份有限公司2015年非公开发行公司债券（第一期）”所致²，该期债券发行金额16.00亿元，折价摊销0.12亿元；截至2015年底，公司应付债券余额为15.88亿元。

截至2015年底，公司递延所得税负债52.47亿元，较年初小幅增长2.70%。

截至2015年底，公司全部债务合计537.11亿元，较年初大幅增长54.99%，主要系长期借款增加以及发行了第一期私募债券所致。其中短期债务为112.16亿元（占比20.88%），长期债务为424.95亿元（占比79.12%）；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为74.91%、66.21%和60.79%，分别较上年上升3.29、7.57和11.74个百分点，债务水平有所上升。

下图为公司截至2015年底有息债务的期限结构情况，可以看出公司面临一定债务集中偿付压力。

图4 截至2015年底公司有息债务的期限结构（单位：万元）



资料来源：联合评级根据公司提供资料整理。

截至2015年底，公司所有者权益合计274.12亿元，较年初增长12.12%，主要系少数股东权益大幅增长所致。其中归属于母公司的所有者权益为232.65亿元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本42.00亿元，占比18.05%；资本公积3.11亿元，占比1.33%；专项储备0.38亿元，占比0.16%；盈余公积1.56亿元，占比0.67%；未分配利润185.61亿元，占比79.78%。公司所有者权益中，未分配利润占比较大，权益的结构稳定性偏弱。

截至2015年底，公司未分配利润为185.61亿元，较年初小幅减少1.69%，主要系2015年计提了9.70亿元股东分红所致。

² 公司于2016年1月14日、1月29日、2月24日和3月16日分别发行了规模39亿元的“16珠投01”、3.3亿元的“16珠投02”、31亿元的“16珠投03”和10亿元的“16珠投04”

截至2015年底，公司少数股东权益41.47亿元，较年初大幅增长32.84亿元，主要系北京分钟寺项目、上海安康苑项目和上海香樟南园项目前期阶段引入第三方股权投资基金所致，项目结束后即退出。

总体看，跟踪期内，由于公司分钟寺项目和安康苑项目所需投资较大，公司获得了银团贷款，负债规模大幅增长，公司债务负担处于较高水平，且面临一定集中偿付压力；公司所有者权益构成中，未分配利润占比较高，权益结构稳定性偏弱。

2. 盈利能力

2015年，公司营业收入97.01亿元，较上年小幅增长3.35%，主要系建筑施工业务收入大幅增长所致；公司营业成本56.44亿元，较上年小幅下降2.02%。收入的上升和成本的下降导致公司营业利润率较上年上升3.42个百分点至29.65%。

2015年，公司费用总额18.65亿元，较上年大幅增长45.17%，主要系债务规模的上升带动财务费用增长所致。公司费用构成中，销售费用占比19.04%；管理费用占比46.79%；财务费用占比34.17%。2015年，公司销售费用由上年的3.68亿元小幅下降3.49%至3.55亿元；管理费用上升8.71%至8.72亿元，主要系2015年公司新开工面积增加带来管理成本上升所致；由于债务规模攀升以及利息收入减少，公司财务费用大幅增长4.59倍至6.37亿元。2015年，公司费用收入比由上年的13.68%上升至19.22%，公司费用控制能力有所减弱。

由于2013年起公司投资性房地产计量由成本法模式变更为公允价值模式，2014年公司公允价值变动收益为87.46亿元，基数较大；2015年公司公允价值变动收益（占营业利润比重为0.06%）为71.89万元。2015年，公司投资收益（占营业利润比重为11.82%）1.36亿元，较上年增长1.38亿元，公司投资收益主要系处置长期股权投资所获收益。

由于2014年公允价值变动收益基数太大，公司2015年营业利润由上年的99.22亿元大幅下降88.43%至11.48亿元。

2015年，公司营业外收入为0.12亿元，较上年减少5.31%，主要构成为政府补助（占比9.23%）和违约金（占比69.59%）；公司营业外支出2.27亿元，较上年大幅增长95.51%，主要系税收滞纳金大幅增长所致，公司营业外支出主要由税收滞纳金（占比67.13%）和违约金（占比24.25%）构成，2015年公司税收滞纳金1.52亿元，较上年大幅增长1.02亿元，公司2015年的税收滞纳金主要是由于政府征收公司子公司的土地开发项目应支付的土地征收款因地方财政、市场因素等而拖延并且未全额付清，导致公司未能全额、及时申报所得收入而产生，截至2015年底，公司税收滞纳金已全部支付完毕。公司营业外支出占利润总额的比重为24.34%，对利润总额影响较大。公司营业外收入中政府补助金额较小，对利润总额影响很小；营业外收入中的违约金和营业外支出中的税收滞纳金和违约金具有偶然性，对公司利润的影响不具有可持续性。

2015年，公司利润总额为9.32亿元，较上年大幅下降90.50%，主要系上年投资性房地产公允价值变动收益基数太大所致。2015年，公司净利润6.04亿元，较上年大幅下降91.77%。

为更客观分析公司实际经营活动产生的营业利润和利润总额，刨除公允价值变动收益以后，2014~2015年公司“营业利润”分别为11.75亿元和11.47亿元；“利润总额”分别为10.72亿元和9.32亿元。2015年，公司“营业利润”有所下降，主要系费用的上升所致；公司“利润总额”下降，主要系税收滞纳金增加带动营业外支出上升所致。公司实际经营活动产生的“营业利润”和“利润总额”整体较为稳定。

总体看，跟踪期内，由于建筑施工业务收入大幅增长，公司营业收入有所上升，营业利润率

小幅上升；由于2014年公允价值变动收益基数太大，跟踪期内，公司营业利润和利润总额大幅减少，但若剔除公允价值变动收益影响因素，公司经营性营业利润和利润总额相对较为稳定。

3. 现金流

从经营活动看，2015年，公司经营活动产生的现金流量净额仍然持续净流出状态，为153.63亿元，较上年增长35.97%，主要系公司北京分钟寺旧改项目持续投入以及上海安康苑旧改项目启动带动较大的前期投入所致。经营活动现金流入方面，公司经营活动流入现金105.16亿元，较上年微幅增长0.35%；经营活动现金流出方面，公司经营活动流出现金258.78亿元，较上年大幅增长18.83%，主要系北京分钟寺项目和上海安康苑项目投入资金增加所致。公司2015年现金收入比为89.93%，较上年74.84%有所上升，但收入实现质量仍有待提升。

从投资活动看，2015年，公司投资活动产生的现金流量净额仍然保持净流出状态，为5.03亿元，较上年大幅减少72.83%，主要系收回部分前期对外投出资金所致；公司投资活动现金流入规模较小，主要系处置林芝珠江投资有限公司和天津帝景温泉开发有限公司所流入的现金；公司投资活动流出现金主要是取得佛山市卓越房地产开发有限公司和深圳华谊兄弟文化创意产业有限公司支付的现金和对外有息借款。

从筹资活动看，2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额为175.69亿元，较上年大幅增长46.21%，主要系公司2015年北京分钟寺旧改项目和上海安康苑旧改项目所需投资规模较大，公司获得227亿元的银团融资的部分放款以及非公开发行公司债16亿元所致；公司筹资活动流入现金为388.94亿元，较上年大幅增长58.37%，其中取得借款收到现金340.24亿元，吸收投资收到的现金32.70亿元，主要是北京分钟寺项目、上海香樟南园项目和上海安康苑项目等吸收的第三方股权基金，发行债券收到现金16.00亿元；公司筹资活动流出现金213.25亿元，较上年大幅增长70.02%，主要系偿还债务以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金增加所致。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流量规模增大，收入实现质量有待提升；经营活动和投资活动现金流量呈净流出状态；公司筹资活动产生的现金呈净流入状态，且大幅增长，公司债务负担加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，伴随公司流动资产规模的迅速上升，2015年底公司流动比率由上年的1.80倍增长至2.44倍；公司存货规模较大，剔除存货后，速动比率由上年的0.64倍上升至1.05倍。受益于2015年筹资活动流入现金大幅增长，公司现金类资产大幅增长，公司现金短期债务比由上年的0.32倍上升为0.47倍。整体来看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015年，公司EBITDA合计16.17亿元，主要由计入财务费用的利息支出（占比37.64%）和利润总额（占比57.66%）构成；2015年，公司EBITDA较上年下降幅度较大，主要系上年公允价值变动收益较大导致利润总额较大所致。2015年，公司EBITDA利息倍数为0.42倍，EBITDA全部债务比为0.03倍。公司EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度较低。整体看，公司长期偿债能力有待提升。

截至2015年底，公司获得各银行授信合计659.76亿元，尚未使用额度328.12亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2015年底，公司对外担保余额38.42亿元，占净资产的比重为14.02%。公司对外担保主要是关联公司向银行借款的保证担保，且是在银行设定一定抵质押率之抵质押物基础上追加的附加担保，代偿风险较低。目前公司对外担保情况如下表所示。

表12 截至2015年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	担保余额	担保类型
广东合生泰景房地产有限公司	175,500.00	保证
广东珠江纺织博览中心有限公司	40,000.00	保证
广东珠江商贸物流投资有限公司	58,000.00	保证
广东珠江教育投资有限公司	98,100.00	保证
上海珠江合惠投资有限公司	12,600.00	保证
合计	384,200.00	--

资料来源：公司提供

截至2015年底，公司无未决重大诉讼。

根据公司提供的人民银行企业信用报告，截至2016年2月18日，公司未结清信贷业务中，无不良/违约类和关注类记录；已结清信贷业务中，无不良/违约类记录，有16笔关注类记录。公司过往履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力有待提升；但考虑到公司在综合实力、品牌知名度、经营模式以及土地储备等方面具有一定的竞争优势，公司整体偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达52.47亿元，约为“16珠投01”、“16珠投03”和“16珠投04”债券本金合计（80亿元）的0.66倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；净资产达274.12亿元，约为债券本金合计（80亿元）的3.43倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16珠投01”、“16珠投03”和“16珠投04”债券的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为16.17亿元，约为债券本金合计（80亿元）的0.20倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入105.16亿元，约为债券本金合计（80亿元）的1.31倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度很好。

综合以上分析，并考虑到公司作为区域房地产开发企业，在品牌、开发能力、资产和权益规模等方面具有优势，公司对“16珠投01”、“16珠投03”和“16珠投04”债券的偿还能力很强。

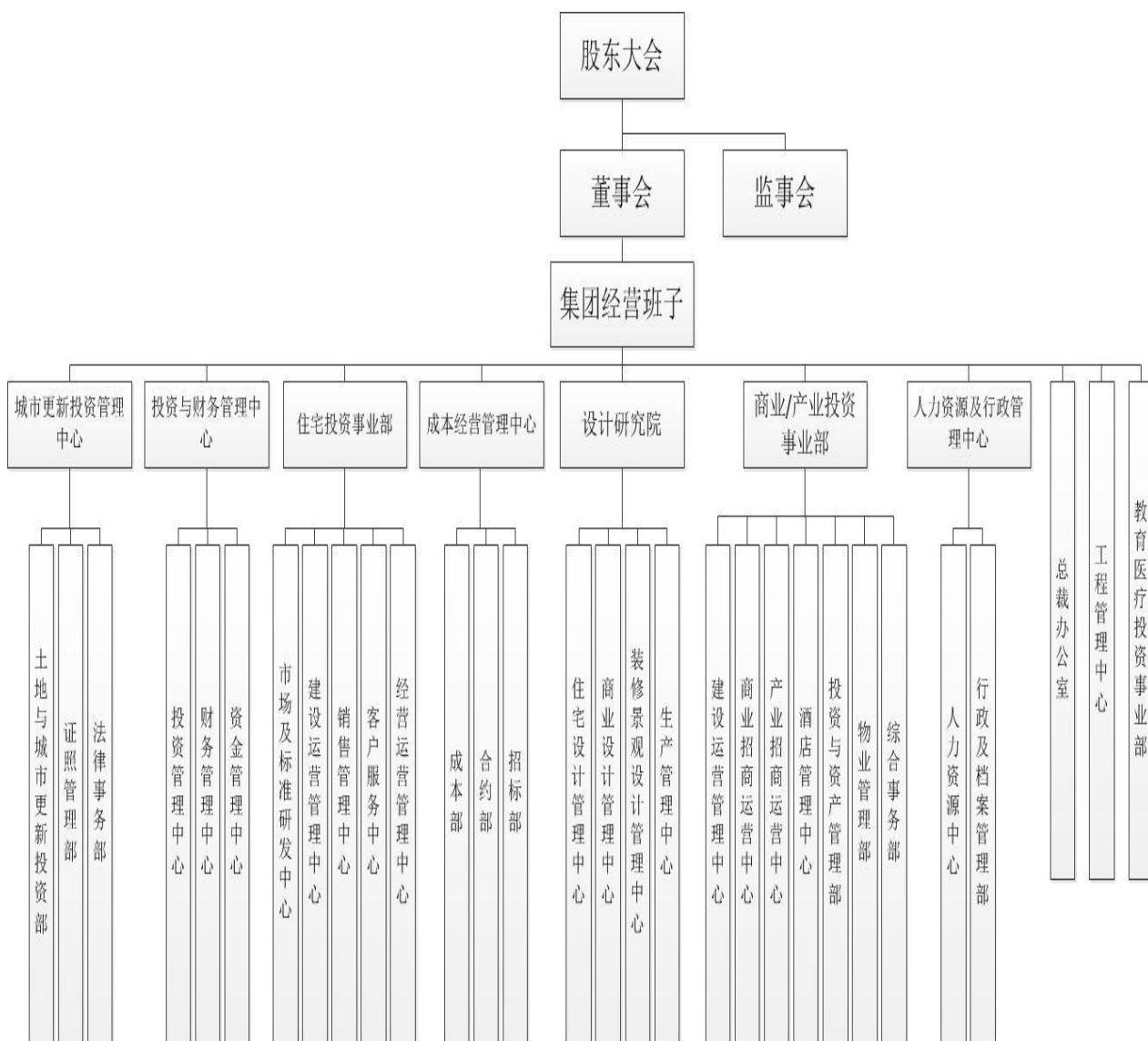
八、综合评价

公司作为一家综合实力较强的房地产开发公司，在业务规模、品牌、区域布局、开发经验和土地储备具有较强的优势。2015年，随着房地产市场有所回暖，公司房地产销售有所增长，开发力度有所加大；建筑施工板块业务收入大幅增长。尽管受投资性房地产公允价值变动收益大幅下降影响，公司利润水平大幅下降，但公司经营性利润和营业利润率较为稳定。同时，公司也面临着项目去化压力较大，在建项目资金需求较大，债务负担较重等不利因素。

2015年，公司加大开工力度，在建规模有所上升，未来随着在建项目的陆续销售，公司有望保持良好的经营状况。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16珠投01”、“16珠投03”和“16珠投04”的债项信用等级为“AA+”。

附件1 广东珠江投资股份有限公司组织结构图



附件2 广东珠江投资股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	861.33	1,092.41
所有者权益（亿元）	244.49	274.12
短期债务（亿元）	111.23	112.16
长期债务（亿元）	235.32	424.95
全部债务（亿元）	346.55	537.11
营业收入（亿元）	93.86	97.01
净利润（亿元）	73.45	6.04
EBITDA（亿元）	103.30	16.17
经营性净现金流（亿元）	-112.98	-153.63
应收账款周转次数(次)	16.15	16.18
存货周转次数（次）	0.18	0.13
总资产周转次数（次）	0.13	0.10
现金收入比率（%）	74.84	89.83
总资本收益率（%）	16.25	1.73
总资产报酬率（%）	14.09	1.58
净资产收益率（%）	35.36	2.33
营业利润率（%）	26.24	29.65
费用收入比（%）	13.68	19.22
资产负债率（%）	71.62	74.91
全部债务资本化比率（%）	58.63	66.21
长期债务资本化比率（%）	49.04	60.79
EBITDA 利息倍数（倍）	3.42	0.42
EBITDA 全部债务比（倍）	0.30	0.03
流动比率（倍）	1.80	2.44
速动比率（倍）	0.64	1.05
现金短期债务比（倍）	0.32	0.47
经营现金流流动负债比率（%）	-34.20	-45.08

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。