跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1281 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公开发行的“16 珠投 01”、“16 珠投 03”、“16 珠投 04”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年三月二十二日

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

广东珠江投资股份有限公司
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 珠投 01	39 亿元	5 年（3+2）	AA+	AA+	2017 年 6 月 16 日
16 珠投 03	31 亿元	5 年（3+2）	AA+	AA+	2017 年 6 月 16 日
16 珠投 04	10 亿元	5 年（3+2）	AA+	AA+	2017 年 6 月 16 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	1,254.74	1,357.93
所有者权益（亿元）	281.24	311.26
长期债务（亿元）	605.55	636.38
全部债务（亿元）	637.81	698.62
营业收入（亿元）	92.58	96.49
净利润（亿元）	7.12	6.78
EBITDA（亿元）	23.78	25.40
经营性净现金流（亿元）	-66.01	-11.24
营业利润率（%）	30.36	21.55
净资产收益率（%）	2.56	2.29
资产负债率（%）	77.59	77.08
全部债务资本化比率（%）	69.40	69.18
流动比率（倍）	3.12	2.99
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	0.44	0.43
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.30	0.32

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；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；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2017年，广东珠江投资股份有限公司（以下简称“公司”或“珠江投资”）继续在业务规模、品牌知名度（“珠江”系列）、区域布局和开发经验等方面有较强的优势；公司土地储备主要位于一、二线城市，土地成本较低，质量较好且较为充足，在建面积保持在较大规模，自持物业位置较好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到一、二线城市房地产政策较严格、公司在建项目尚需投入较大资金、债务负担重、预收款项大幅下降、经营活动现金流持续净流出、其他应收款对资金形成占用、盈利水平较低等因素对其信用水平产生的不利影响。

未来，随着公司在建项目逐步达到可售状态以及城市更新项目逐步上市，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、二线城市，土地成本较低，储备质量较好且较为充足，可为公司未来业务收入持续增长提供有力支撑。

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．公司目前在建项目以及未来可售项目规模较大，为后续经营提供了良好支持。

关注

1．目前一、二线城市房地产调控政策较严格，公司项目集中在一、二线城市，受房地产政策影响较大；2017 年，公司预收款项大

幅下降。

2．公司在建房地产项目和城市更新项目规模较大，未来资金需求较大，加之经营活动现金流持续净流出，面临一定融资压力。

3．公司债务规模较大，债务负担重，且面临一定集中偿还压力。

4．公允价值变动收益对营业利润影响较大；公司盈利能力有所下滑，盈利水平较低。

5．公司其他应收款规模较大，对公司资金形成较大占用；公司投资性房地产公允价值存在波动风险；公司对外担保占净资产比重较高，存在一定或有负债风险。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@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

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：李[illegible]

联合信用评级有限公司

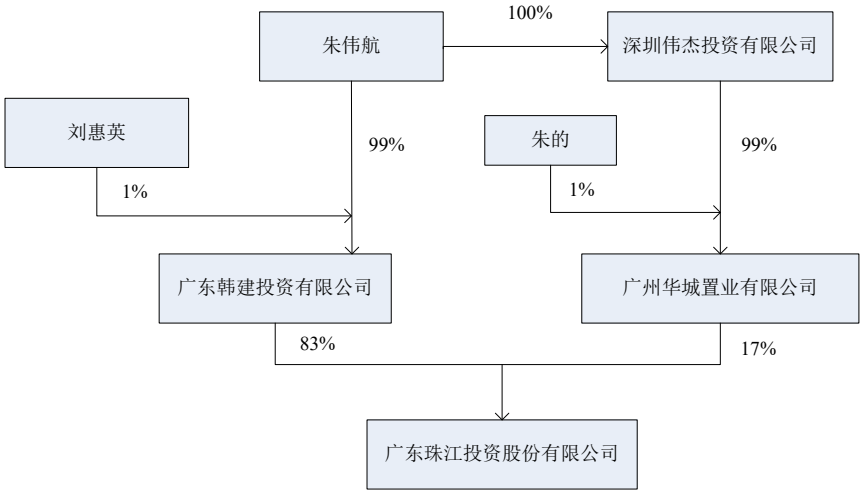
一、主体概况

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。

1999年1月，广东珠江投资公司正式更名为广东珠江投资有限公司，公司类型为有限责任公司，注册资本增至人民币5,000万元。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。

经数次增资以及2016年4月26日广东韩建投资有限公司收购广东新南方建设集团有限公司持有的3%股份，截至2017年底，公司注册资本为420,000万元，广东韩建投资有限公司持有公司83%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 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017年，公司经营范围和公司组织结构未发生变化。截至2017年底，公司纳入合并范围内子公司147家，公司员工总数为1,483人。

截至2017年底，公司合并资产总额1,357.93亿元，负债合计1,046.67亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计311.26亿元，其中归属于母公司所有者权益244.12亿元。2017年，公司实现合并营业收入96.49亿元，净利润（含少数股东损益）6.78亿元，其中归属于母公司所有者净利润为6.47亿元；经营活动产生的现金流量净额-11.24亿元，现金及现金等价物净增加额为-3.12亿元。

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：朱伟航。

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.SH）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.SH）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.SH）募集资金10亿元，债券利率4.8%。

截至2017年底，本次债券募集资金已按照募集说明书约定用于满足公司业务运营需要，调整债务结构和补充营运资金；募集资金已经使用完毕；公司分别于2018年1月16日、2月24日和3月16日支付第一期、第二期和第三期第二计息年度的利息。

三、行业分析

公司为房地产开发企业，其收入主要来源于房地产业务，属于房地产开发行业。

1．行业概况

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

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一、二、三线城市的土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

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

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

销售价格方面，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至

年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

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

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

2．行业政策

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

2017年10月18日，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。2017年12月18日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。2018年3月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。

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

3．行业关注

（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 年和 2016 年房地产企业发债规模的激增，考虑回售选择权的情况下，2018 和 2019 年迎来行业偿债高峰，需关注房企集中偿付压力。

（2）房地产调控政策不放松，但实行差异化调控

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

（3）中小房企面临被整合风险

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

4．行业发展

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

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

四、管理分析

跟踪期内，公司出于经营需要，对《公司章程》进行修改，将董事会成员由六名变更为五名，同时免去朱克林先生董事职务。

总体看，公司因发展需要，变更了董事人数，目前公司主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

公司逐步形成以房地产开发业务为核心，贯彻包括土地一级开发、规划设计、建筑施工、物业管理、商业运营等在内的“一体化”产业链的发展模式；目前营业收入主要来自房地产开发销售、建筑施工、租赁服务以及特许专柜销售佣金等板块。2017年，公司营业收入同比小幅增长4.22%至96.49亿元，主要来自房地产销售和建筑施工板块收入的上升；公司净利润6.78亿元，同比下降4.70%，主要系公司子公司营业外收入下降及对外捐赠等营业外支出增加所致。

表1　2016~2017年公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	73.51	79.40	33.19	77.35	80.17	25.32
建筑施工	23.54	25.42	22.54	31.46	32.61	19.45
租赁服务	3.41	3.68	100.00	4.05	4.20	100.00
特许专柜销售佣金	3.88	4.19	8.50	2.38	2.47	9.45
酒店服务	1.20	1.30	83.56	1.35	1.40	83.87
建筑设计	1.22	1.32	76.83	0.78	0.81	71.92

物业管理	0.55	0.59	25.61	0.55	0.57	12.27
其他	1.32	1.43	38.41	0.47	0.49	88.68
抵消	-16.05	-17.34	--	-21.92	-22.71	--
合计	**92.58**	**100.00**	**37.73**	**96.49**	**100.00**	**29.38**

资料来源：公司审计报告

从收入构成看，2017年，公司房地产销售收入仍为公司的核心收入来源（占80.17%），同比增长5.23%，主要系结转规模增加所致；建筑施工收入同比增长33.68%，主要系业务规模扩大所致，占营业收入比重上升至32.61%。由于公司的建筑施工、建筑设计等方面的收入亦包含公司内部间以市场公允价格计价所形成的收入，该部分收入在合并时予以抵消，因此2017年抵消金额也出现大幅增加。2017年，公司租赁服务收入同比增长18.79%，主要系随着公司商业项目逐渐成熟，实际租金和联营收入逐渐增加所致；特许专柜销售佣金实现收入同比下降38.55%，主要系米格天地项目处于商业升级改造所致。2017年，公司酒店服务、建筑设计、物业管理等业务板块规模较小，占营业收入比重不足2%。

从毛利率方面看，受产品性质差异和所在区域市场售价不同等影响，公司房地产销售毛利率由2016年的33.19%降至2017年的25.32%；建筑施工业务毛利率19.45%，较上年下降3.09个百分点，系业务正常波动；公司投资性房地产采用公允价值模式计量，不再对投资性房地产进行摊销计入成本，公司租赁服务毛利率2016年和2017年均为100%；特许专柜销售佣金业务毛利率较上年变化不大。受房地产销售和建筑施工毛利率下降影响，公司综合毛利率29.38%，较上年下降8.35个百分点。

总体看，2017年，受公司房地产销售和建筑施工板块业务收入增长影响，公司营业收入同比有所上升，但由于上述两项业务毛利率均下滑，公司综合毛利率水平有所下降。

2．房地产开发

（1）土地储备

公司 2017 年通过招拍挂和并购获取土地 3 块，通过租赁方式获取土地 1 块，合计建筑面积 323.85 万平方米。

表2　2017年公司获取土地明细（单位：万平方米）

项目名称	区域	取得方式	土地用途	储备土地面积	储备建筑面积
房山西潞北三村改造项目	北京	租赁	综合	96.60	220.00
复兴东路旧改项目	上海	并购	住宅	1.08	4.25
珠江智能科技产业园	广州	挂牌出让	工业	34.24	89.90
清远众康项目	清远	并购	住宅	1.38	9.70
合计	**--**	**--**	**--**	**133.30**	**323.85**

资料来源：公司提供

注：房山西潞北三村改造项目为集体土地改造项目，从拆迁平整到开发建设全程由公司主导，建成后物业除安置回迁外，公司自营 50 年。

截至2017年底，公司储备土地面积1,182.80万平方米，储备建筑面积2,368.40万平方米，公司土地储备规模较大。从土地用途来看，广州、上海和成都储备主要为住宅、商业性质用地，北京和天津除住宅和商业用地外还有部分工业、仓储用地。公司土地取得时间较早，由于规划变更及分期开发等原因，部分项目开发周期较长。从土地获取成本看，由于公司获取土地时间较早以及

部分土地为工业、仓储用地，公司土地储备楼面均价较低。

表 3　截至 2017 年底公司土地储备情况（单位：万平方米）

项目名称	取得时间	取得方式	土地用途	储备土地面积	储备建筑面积
国际城 1#西	2004	协议出让	住宅、商业	3.31	6.00
国际城 9#地	2010	招标出让	住宅混合公建用地	1.39	4.45
北京金路项目	2011	并购	仓储	9.81	14.53
北京上城项目	2004	并购	住宅配套	101.69	106.18
张家湾一期	2006	协议出让	工业综合	14.96	25.86
张家湾二期	2006	协议出让	工业	43.13	42.52
张家湾四期	2006	协议出让	工业	26.03	79.30
北京中关村项目	2005	挂牌	商业	25.00	40.01
北京分钟寺项目	2000	一级开发	综合	150.60	126.00
万福项目	1996、2001	协议出让	住宅、商业	22.70	183.70
御景湾项目	2000、2003	协议出让	住宅、商业	6.68	61.46
北京马驹桥科研 A 北 D 北	2006	协议出让	研发	13.40	16.82
北京马驹桥物流 B06/08 项目	2007	协议出让	仓储	21.64	28.74
永乐开发区 1#2#3# 地块	2007	协议出让	工业	25.84	31.00
房山西潞北三村改造项目	2017	租赁	综合	96.60	220.00
北京张家湾棚改项目	2005	棚改	综合	71.45	110.00
天津宝坻 210 居住项目	2008	协议出让	住宅	14.03	30.52
天津宝坻 551 项目	2006	协议出让	商务金融	36.75	73.50
天津宝坻建材城项目	2006	协议出让	工业、仓储	41.67	24.38
天津大港轻纺城项目	2012	转让	工业	13.33	15.91
上海吴淞路项目	2010	并购	住宅	2.48	7.52
上海安康苑项目	2010	并购	综合	11.82	102.41
上海复兴东路旧改项目	2017	并购	住宅	1.08	4.25
上海方家窑项目	2006	协议出让	商业金融办公	6.70	20.63
广州小东景项目	2004	并购	住宅	3.42	4.97
广州南沙项目	2000	协议出让	居住、商业、金融	45.94	104.54
天力项目	2002	协议出让	住宅	1.23	8.89
番禺珠江项目	1999	协议出让	住宅	33.12	81.52
广州信华 B1 项目	2006	协议出让	住宅	1.42	3.31
广州珠江国际城	2003、2004	协议出让	住宅	85.80	129.87
广州夏湾拿	2003、2004、2005	协议出让	住宅、商业	31.62	24.10
珠江智能科技产业园	2017	挂牌出让	工业	34.24	89.90
总部商务区	2009	协议出让	住宅、商业、金融	27.83	37.30

珠海金融中心项目	2014	挂牌出让	住宅、商业	2.64	27.43
南海珠江科技数码城项目	2006	拍卖	住宅、商业	4.89	16.56
江门珠江国际新城项目	2007	挂牌出让	住宅、商业	5.85	17.46
昆山御景花园项目	2005	挂牌出让	住宅、商业	8.45	29.39
深圳华谊文化城	2014	挂牌出让	商业、新型产业、工业	18.32	65.98
惠州珠江东岸项目	2006	挂牌出让	住宅、商业	42.35	85.09
成都花博会项目 A 地块	2007	拍卖出让	商业	6.90	38.50
成都珠江逸景花园	2007	拍卖出让	住宅、商业	7.43	5.57
成都花博会项目 B 地块	2007	拍卖出让	商住、办公	10.97	83.56
成都花博会项目 D 地块	2007	拍卖出让	商业	3.11	27.86
成都花博会项目 E 地块	2007	拍卖出让	住宅配套	6.75	42.57
清远	2017	并购	住宅	1.38	9.70
西安珠江新城项目	2005	划拨	住宅	12.05	33.64
西安帝景山庄	2004	并购	住宅	25.00	25.00
合计	**--**	**--**	**--**	**1,182.80**	**2,368.40**

资料来源：公司提供

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以一线城市为核心、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、广州、成都、天津和上海，以北京为主（占46.30%），储备建筑面积中一线城市占75.23%，二线城市（天津、成都、西安、苏州）占18.17%。但目前一线城市和热点二线城市均出台了较为严格的调控政策，公司土储主要集中在调控城市中，项目去化和现金流回笼可能受到较大影响。

表4　截至2017年底公司土地储备城市情况（单位：万平方米）

城市	土地储备面积	储备建筑面积
北京	634.23	1,096.57
广州	264.62	484.40
上海	22.08	134.81
深圳	18.32	65.98
天津	105.78	144.31
成都	35.16	198.06
西安	37.05	58.64
珠海	2.64	27.43
佛山	4.89	16.56
昆山	8.45	29.39
江门	5.85	17.46
惠州	42.35	85.09
清远	1.38	9.70
合计	**1,182.80**	**2,368.40**

资料来源：联合评级根据公司提供资料整理

总体看，公司目前土地储备较为充裕，可满足公司未来中长期开发需求；公司储备土地主要

位于一、二线城市，土地成本较低，土储质量较好，但一、二线城市调控政策较为严格，项目去化和现金流回笼可能受到较大影响。

（2）项目开发情况

从项目开发数据看，2017 年公司加大开发力度，新开工项目数和新开工面积均较上年大幅增长，主要系公司根据规划情况、项目进度和达开发要求的项目进行调整所致。2017 年，公司竣工面积 104.93 万平方米，较上年大幅增长 92.71%，主要系项目按进度完成所致；截至 2017 年底，公司在建面积 665.40 万平方米。

表 5　2016~2017 年公司房地产开发数据

项目	2016 年	2017 年
新开工项目数（个）	2	7
新开工面积（万平方米）	29.36	170.82
竣工项目数（个）	10	10
竣工面积（万平方米）	54.45	104.93
在建面积（万平方米）	599.51	665.40

资料来源：公司提供
注：在建项目包括城市更新项目

截至 2017 年底，公司在建项目总建筑面积 1,857.99 万平方米，公司在建项目主要位于北京、天津、广州等城市，以一、二线城市为主。从投资额上看，公司在建项目计划总投资 1,338.79 亿元，已完成投资 533.71 亿元，尚需投资 805.08 亿元，未来资金需求大。

表 6　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	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
北京金路项目	北京	仓储用地	22.03	13.22	5.12	8.10	工程进度完成 52%
北京上城项目	北京	住宅配套	130.80	155.56	43.54	112.02	四期工程完工，五期在建
国际城 9#地	北京	住宅混合公建用地	21.20	18.50	13.90	4.60	剩余商业楼未建
国际城 1#西	北京	住宅、商业	16.20	12.84	5.59	7.25	剩余商业楼未建
中关村项目	北京	商业	78.15	56.80	22.09	34.71	工程一二期完成，三四期待建
张家湾项目一期	北京	工业综合	46.96	26.30	16.91	9.39	整体进度完成 50%
张家湾项目二期	北京	工业	50.82	22.41	6.50	15.91	整体进度完成 35%
张家湾项目四期	北京	工业	79.30	17.40	3.12	14.28	整体进度完成 12%
清远众康项目	清远	住宅	9.70	6.52	1.46	5.06	全面开工
御景湾项目北区	北京	住宅、商业	13.18	47.00	0.85	46.15	具备开工条件
北京马驹桥物流 B06/08 项目	北京	仓储用地	28.74	20.15	1.69	18.46	整体进度完成 10%
北京马驹桥 A 北 D 北科研项目	北京	研发	16.82	16.98	1.72	15.26	整体进度完成 10%
永乐开发区 1#2#3#地块	北京	工业	31.00	6.40	1.27	5.13	整体进度完成 20%
天津宝坻 210 居住项目	天津	住宅	30.40	19.39	4.52	14.87	一期在售，二三期待建
天津宝坻 551 项目	天津	商业金融	73.50	45.00	0.90	44.10	整体进度完成 25%
天津宝坻建材城项目	天津	工业、仓储	24.38	9.80	2.50	7.30	整体进度完成 25%
天津大港轻纺城项目	天津	工业	15.91	8.49	5.60	2.89	整体进度完成 80%
上海方家窑项目	上海	商业金融	60.27	55.00	29.52	25.48	工程三期在建，四期未开工

上海吴淞路项目	上海	住宅	7.52	25.34	19.58	5.76	工程封顶，达到预售状态
昆山御景花园	昆山	住宅、商业	62.37	31.20	17.41	13.79	一二期已建，三期待建
广州珠江国际城	广州	住宅	194.96	203.58	45.15	158.43	整体进度完成 40%
广州夏湾拿	广州	住宅、商业	92.15	81.15	36.53	44.62	整体进度完成 70%
总部商务区	广州	商业金融、住宅用地	37.30	18.60	3.52	15.08	整体进度完成 30%
成都花博会项目 A 地块	成都	商业用地	72.07	41.00	27.65	13.35	整体进度完成 60%
成都珠江逸景花园	成都	住宅、商业	6.87	3.50	2.70	0.80	二期在建，三期未建
西安珠江时代广场	西安	商业金融	13.68	6.60	5.58	1.02	工程进度完成 97%
西安珠江新城项目	西安	住宅用地	76.61	35.80	18.20	17.60	工程进度完成 70%，七组团待建
广州小东景项目	广州	住宅	8.79	13.19	8.96	4.23	一期完工，二期在建
广州信华 B1 项目	广州	住宅	3.31	4.96	3.17	1.79	工程进度完成 60%
江门珠江帝景湾项目	江门	住宅	30.22	17.00	15.88	1.12	整体进度完成 95%
江门珠江国际新城项目	江门	住宅、商业	51.90	33.00	25.95	7.05	整体进度完成 85%
广州南沙项目	广州	居住、商业、金融	181.78	109.00	44.97	64.03	整体进度完成 50%
南海珠江科技数码城项目	佛山	住宅、商业	31.33	20.00	10.65	9.35	整体进度完成 60%
珠海金融中心	珠海	住宅、商业	27.43	41.32	14.85	26.47	工程进度完成 42%
惠州珠江东岸项目	惠州	商品住宅用地	121.21	30.62	22.23	8.39	整体进度完成 50%，二期待开发
深圳骏景西项目	东莞	商品住宅用地	23.15	18.00	17.12	0.88	整体进度完成 90%，竣工验收阶段
深圳华谊项目	深圳	商业、新型产业、工业	65.98	47.17	26.81	20.36	整体进度完成 55%，一期项目正在办理预售手续
合计			**1,857.99**	**1,338.79**	**533.71**	**805.08**	--

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司根据项目进度对新开工力度进行调整，新开工面积大幅增长；公司目前在建项目规模较大，且地理位置优越。同时，公司在建项目尚需投资规模大，未来资金需求大。

（3）房地产销售情况

从销售数据看，2017 年公司协议销售面积为 57.95 万平方米，较上年下降 15.89%，主要系受房地产调控影响，公司出于审慎性原则，对具有实质销售但未进行网签的部分认购销售未纳入协议销售范围所致；2017 年，公司房地产协议销售均价为 10,376.19 元/平方米，较上年有所下降，主要系销售区域分布和销售产品中车位、商业占比较大所致。2017 年，公司房地产协议销售金额为 60.13 亿元，较上年下降 36.00%。2017 年，公司销售回款率为 84.64%，较上年有所下降，主要系受房地产调控政策影响，银行按揭、签约受限所致。

从结转情况看，2017年，公司结转收入面积74.68万平方米，较上年大幅增长25.28%；公司结转收入为77.35亿元，较上年增长29.76%。

表 7　2016~2017 年公司房地产销售数据

项目	2016 年	2017 年
协议销售面积（万平方米）	68.90	57.95
协议销售金额（亿元）	93.95	60.13
协议销售均价（元/平方米）	13,635.70	10,376.19

回款率（%）	88.74	84.64
结转收入面积（万平方米）	59.61	74.68
结转收入（亿元）	69.48	77.35

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司在建项目中，竣工面积586.48万平方米，已销售面积440.81万平方米，已达预售条件待售面积67.03万平方米，规模一般，随着工程进度的推进，公司待售面积将进一步扩大。

表8　截至2017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	已竣工面积	已销售面积	已达预售条件待售面积	备注
北京金路项目	北京	仓储用地	22.03	7.50	--	--	出租经营
北京上城项目	北京	住宅配套	130.80	18.02	23.33	0.06	--
国际城 9#地	北京	住宅混合公建用地	21.20	16.75	13.52	0.79	--
国际城 1#西	北京	住宅、商业	16.20	10.20	23.65	1.48	--
中关村项目	北京	商业	78.15	38.14	15.90	0.90	--
张家湾项目一期	北京	工业综合	46.96	21.10	--	--	出租经营
张家湾项目二期	北京	工业	50.82	8.30	--	--	出租经营
张家湾项目四期	北京	工业	79.30	--	--	--	--
清远众康项目	清远	住宅	9.70	--	--	--	--
御景湾项目北区	北京	住宅、商业	13.18	--	--	--	--
北京马驹桥物流 B06/08 项目	北京	仓储用地	28.74	--	--	--	出租经营
北京马驹桥 A 北 D 北科研项目	北京	研发	16.82	--	--	--	--
永乐开发区 1#2#3#地块	北京	工业	31.00	--	--	--	--
天津宝坻 210 居住项目	天津	住宅	30.40	--	7.30	0.27	--
天津宝坻 551 项目	天津	商业金融	73.50	--	--	--	--
天津宝坻建材城项目	天津	工业、仓储	24.38	--	--	--	--
天津大港轻纺城项目	天津	工业	15.91	--	--	--	--
上海方家窑项目	上海	商业金融	60.27	39.21	19.75	0.88	--
上海吴淞路项目	上海	住宅	7.52	--	--	--	--
昆山御景花园	昆山	住宅、商业	62.37	32.98	26.89	0.31	--
广州珠江国际城	广州	住宅	194.96	65.09	45.94	18.99	--
广州夏湾拿	广州	住宅、商业	92.15	68.05	46.63	8.49	--
总部商务区	广州	商业金融、住宅用地	37.30	--	--	--	--
成都花博会项	成都	商业用地	72.07	33.57	2.82	3.93	--

目 A 地块							
成都珠江逸景花园	成都	住宅、商业	6.87	1.30	2.24	1.81	--
西安珠江时代广场	西安	商业金融	13.68	--	2.61	0.05	--
西安珠江新城项目	西安	住宅用地	76.61	42.97	49.63	0.91	--
广州小东景项目	广州	住宅	8.79	3.82	5.42	1.00	--
广州信华 B1 项目	广州	住宅	3.31	--	--	--	--
江门珠江帝景湾项目	江门	住宅	30.22	26.12	27.23	1.75	--
江门珠江国际新城项目	江门	住宅、商业	51.90	34.44	27.60	7.33	--
广州南沙项目	广州	居住、商业、金融	181.78	47.91	42.43	13.67	--
南海珠江科技数码城项目	佛山	住宅、商业	31.33	14.77	8.44	1.46	--
珠海金融中心	珠海	住宅、商业	27.43	--	--	--	--
惠州珠江东岸项目	惠州	商品住宅用地	121.21	36.12	32.35	0.19	--
深圳骏景西项目	东莞	商品住宅用地	23.15	20.12	17.13	2.76	--
深圳华谊项目	深圳	商业、新型产业、工业	65.98	--	--	--	--
北京分钟寺棚改	北京	综合	225.00	--	--	--	一级开发
上海安康苑旧改	上海	综合	102.41	--	--	--	旧城改造
合计	--	--	**2,185.40**	**586.48**	**440.81**	**67.03**	--

资料来源：公司提供
注：北京金路项目、张家湾项目一期、二期项目属于出租经营项目

总体看，2017 年，公司协议销售面积和销售均价有所下降，公司房地产结转面积和结转收入均出现较大增长。公司达预售状态的待售面积规模一般，考虑到公司在建面积及土地储备规模大，公司未来可售面积大。但考虑到目前一、二线城市房地产政策较严格，由此带来的风险仍需关注。

3．城市更新改造

公司分别在上海和北京参与了城市更新改造项目：安康苑旧改项目、分钟寺一级开发项目和北京房山西潞北三村改造项目。

上海安康苑旧改项目于2015年启动拆迁改造，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，项目总占地面积为11.82万平方米，总建筑面积102.41万平方米，其中地上建筑面积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；安康苑项目系公司一二级联动项目。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2017年底，上海安康苑项目已投资约208亿元，尚需投资98亿元，目前24号地块土地已交付，其他地块处于拆迁补偿收尾阶段，预计2018年底前可完成，该项目尚未实现收入。

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，是北京市棚户区改造项目，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，共由五个地块组成，规划打造成为北京CBD副中心区。按照最新测算，分钟寺项目总投资为296亿元（根据拆迁补偿动态调整），已完成投入195亿元，项目自2014年启动拆迁腾退工作以来，截至目前大部分地块拆迁工作基本完成，整体拆迁率已达90%以上，回迁楼项目正在建设中。项目将根据政府安排采用分期上市进行资金回收，初步预计2018年底可实现第一期地块上市。公司一级开发可实现政府返还“成本+利润”的收入，其中成本由政府相关部门进行核定，利润根据成本的8%~10%核定。

北京房山西潞北三村改造项目是公司参与新型城镇化及特色小镇试点建设，探讨城镇集体土地利用和租赁市场的创新项目。项目地处京石高速与西南六环所形成的“夹角”上端，东邻良乡机场，区域内有良陀路、大件路、京周路等交通干线，项目范围涉及固村、安庄和詹庄，占地面积96.60万平方米，预拟建成集文化创意、文化旅游、科技创新和金融服务等于一体的产业集群，并能够承接主城区优化外溢的文化养老等服务产业，成为国家级文旅科创特色小镇。目前项目处于拆迁阶段，总体规划正在设计和制定中。

总体看，公司城市更新项目形成收入周期较长，对资金占用金额大，未来仍需较大的投资规模，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、成都和深圳，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2017年底，公司自持物业（不含自用面积）建筑面积113.43万平方米，较上年无变化；公司自持物业评估价值合计253.57亿元，累计增值率385.02%，增值率较高，主要系公司投资性房地产取得成本较低所致；未来若房地产市场波动，公司投资性房地产公允价值将存在一定波动风险。公司自持物业整体出租率为70%，出租率一般，其中上海方家窑米格天地和张家湾创展家居项目正在升级改造中，出租率较低。2017年，公司平均租金水平较上年变化不大，为1.24元/平方米/天。

表 9　截至 2017 年底公司持有物业情况（单位：万平方米，%，亿元）

项目名称	建筑面积	物业概况	出租率	账面净值	评估价值
广州珠投大厦	1.04	商业、写字楼	100.00	0.35	5.16
北京中关村永旺商城	15.66	商业	100.00	6.22	59.83
张家湾创展家居项目	21.10	商业	0.00	5.29	14.56
轻纺城管委会大楼	16.50	商业	85.00	4.95	8.92
上海方家窑米格天地	13.44	商业	55.00	6.76	37.09
深圳珠江广场	8.94	商业、写字楼	80.00	3.89	17.60
成都国际花园	1.83	商业	90.00	0.72	6.31
成都珠江新城国际购物中心（花博会项目）	16.21	商业	85.00	10.91	62.40
西安珠江时代广场	10.70	商业	100.00	7.32	31.55
金路伟业物流园	7.17	仓储	100.00	5.80	6.02
其他（广州地区）	0.84	商业、写字楼	100.00	0.07	4.13
合计	**113.43**	**--**	**70.00**	**52.28**	**253.57**

资料来源：公司提供

总体看，公司自持物业地理位置较好，能为公司带来一定现金流，由于部分物业升级改造，出租率有所下降；公司自持物业增值率较高，未来若房地产市场波动，公司投资性房地产公允价值将存在一定波动风险。

5．经营关注

（1）公司目前在建项目计划总投资1,338.79亿元，尚需投资805.08亿元，存在较大融资需求和压力；同时，公司承建的城市更新项目周期长，且尚未实现收入，资金占用量大，公司未来存在较大的资金压力。

（2）公司项目主要集中在一、二线城市，区位优势明显，但易受所在区域房地产市场政策波动影响，目前一、二线城市房地产调控政策较严格，公司2017年签约销售已受到调控政策影响，公司销售回款率可能有所下降，影响现金流状况。

（3）截至2017年底，公司在建面积665.40万平方米，近两年年均销售65万平方米左右，且目前一、二线城市处于房地产调控政策下，公司存在一定的去化压力。

（4）公司投资性房地产评估增值率较高，主要系取得成本较低所致；但若未来房地产市场发生波动，投资性房地产公允价值将存在一定波动风险。

6．未来发展

公司将继续坚持以房地产开发业务为核心，贯彻包括土地一级开发、规划设计、建筑施工、物业管理在内的“一体化”产业链优势，在不断夯实和扩大以北京、上海、广州、深圳等核心城市为中心的区域发展规模、市场份额、品牌影响力和号召力的前提下，积极参与新型城镇化建设，探讨城镇集体土地利用和住房租赁市场创新，为各阶层的目标客户提供高性价比的产品。

地产业务方面：将继续推进现有项目建设，把控建筑质量，提升管理水平；按照国家政策和经营要求，推进各项目的开发建设进度，做好前期规划、设计、物业、招商等各项工作；根据市场需求合理促进房产的销售，加快项目预售，实现资金早日回笼。

建筑施工业务：严格把控工程成本和建筑质量，安全施工，做好施工管理。

商业运营：继续做好商业物业的招商、管理工作，加快租售进度，在保障出租率的基础上，逐步提升租金收益。

其他：根据管理层要求，做好物业管理、设计研发等方面业务，积极探索租赁业务、集体土地利用等新的业务模式和利润增长点。

总体看，公司战略清晰可行，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，提升产品价值和服务价值。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2017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。公司按照财政部颁布的最新企业会计准则编制财务报表。从合并范围上看，2017年公司合并范围内新增子公司15家，考虑到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，且公司主营业务未发生变化，财务数据可比性仍较强。

截至2017年底，公司合并资产总额1,357.93亿元，负债合计1,046.67亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计311.26亿元，其中归属于母公司所有者权益244.12亿元。2017年，公司实现合并

营业收入96.49亿元，净利润（含少数股东损益）6.78亿元，其中归属于母公司所有者净利润为6.47亿元；经营活动产生的现金流量净额-11.24亿元，现金及现金等价物净增加额为-3.12亿元。

2．资产质量

截至2017年底，公司资产总额1,357.93亿元，较年初增长8.22%，主要系流动资产增长所致。截至2017年底，公司资产构成中，流动资产占78.41%，非流动资产占21.59%，较年初变化不大；公司资产构成仍以流动资产为主。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产1,064.72亿元，较年初增长8.58%，主要系预付款项和存货增加所致；公司流动资产主要由预付款项（占21.63%）、其他应收款（占15.74%）和存货（占58.79%）构成。

截至2017年底，公司货币资金31.75亿元，较年初下降8.96%，主要系对外投资现金流出所致。公司货币资金主要由银行存款（占96.54%）构成，其中受限货币资金9.20亿元，占比为28.97%，受限比例一般。

截至2017年底，公司预付款项230.35亿元，较年初增长16.16%，主要系预付的上海安康苑旧改项目未实施销售土地补偿款未收回，2017年新增预付土地款和工程款所致。

截至2017年底，公司其他应收款账面价值167.60亿元，较年初小幅增长1.62%，主要系经营往来和关联企业垫付款。截至2017年底，公司其他应收款计提坏账准备0.91亿元，计提比例0.54%；从账龄看，1年以内占55.75%，1~2年占13.89%，2~3年占9.87%，3年以上占20.50%，账龄较长；公司其他应收款前五大单位合计欠款64.09亿元，占比38.03%，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。

截至2017年底，公司存货账面价值625.90亿元，较年初增长8.93%，主要系公司新拿地及新开工项目所致。公司存货中在建开发产品占78.72%，已完工开发产品占20.76%；公司存货主要位于一、二线城市，但目前一、二线城市房地产调控政策较为严格，公司存货去化周期将受到一定影响。公司存货区域分布较好，未计提跌价准备。截至2017年底，公司账面价值131.68亿元的存货用于抵押，占存货账面价值的比重为21.04%，受限比例尚可。

非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产总额293.22亿元，较年初小幅增长6.94%，主要来自长期股权投资的增加。公司非流动资产主要为长期股权投资（占4.89%）和投资性房地产（占86.48%）。

截至2017年底，公司长期股权投资14.33亿元，较年初增长7.31倍，主要系公司新增对嘉兴璟鑫投资合伙企业（有限合伙）的投资所致。公司长期股权投资按权益法计量，2017年确认投资收益69.36万元。

截至2017年底，公司投资性房地产253.57亿元，较年初小幅增长1.65%。截至2017年底，公司投资性房地产成本合计58.96亿元，公允价值变动合计194.61亿元，增值率为330.07%，增值率较高；公司投资性房地产主要位于北京、广州、上海、成都等一、二线城市，对调控政策较为敏感，投资性房地产存在一定公允价值波动风险。截至2017年底，公司用于抵押的投资性房地产账面价值合计133.72亿元，占52.73%，受限比例较高。

截至2017年底，公司受限资产275.37亿元，占总资产的比重为20.28%，受限资产占比一般。

总体看，公司资产规模有所增长，构成仍以流动资产为主，资产受限比例一般。流动资产中存货占比较大，但一、二线调控政策对公司存货去化周期有一定影响；公司其他应收款和预付款

项占比较高，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。

3．负债和所有者权益

负债

截至2017年底，公司负债合计1,046.67亿元，较年初增长7.52%，主要系流动负债和非流动负债综合增长所致；其中流动负债占33.96%，非流动负债占66.04%，公司负债以非流动负债为主。

截至2017年底，公司流动负债355.50亿元，较年初增长12.96%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要以短期借款（占5.19%）、应付账款（占38.28%）、预收款项（占10.16%）、其他应付款（占30.38%）和一年内到期的非流动负债（占12.31%）为主。

截至2017年底，公司短期借款18.46亿元，较年初增长44.11%，主要系关联企业借款增加所致。公司短期借款主要为信用借款（占92.09%）。

截至2017年底，公司应付账款136.08亿元，较年初微增1.72%。公司应付账款主要为应付工程款。

截至2017年底，公司预收款项36.11亿元，较年初下降47.11%，主要系受房地产调控影响，公司部分房地产销售的认购协议无法进行网上签约，导致按揭无法实现所致。

截至2017年底，公司其他应付款107.99亿元，较年初增长47.23%，主要系应付关联企业款项增加所致。

截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债43.78亿元，较年初大幅增长125.11%，主要系长期借款于一年内到期转入所致。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2017年底，公司非流动负债合计691.17亿元，较年初增长4.92%，主要系长期借款增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占75.57%）、应付债券（占16.50%）和递延所得税负债（占7.92%）构成。

截至2017年底，公司长期借款522.35亿元，较年初增长7.27%，公司长期借款主要为城市更新项目和开发项目借款。从长期借款分布期限看，其中公司长期借款2019年和2020年到期规模在80~90亿元，2021年和2022年到期规模在50~60亿元，2023年到期130亿元左右；公司面临较大的偿付压力。

截至2017年底，公司应付债券114.03亿元，较年初下降3.86%，主要系“15珠投01”债券回售了4.90亿元所致。公司发行的债券设置了回售选择权，假设投资者行使债券回售选择权，公司债券将于2018年回售20.00亿元、2019年到期或回售91.10亿元、2020年到期3.3亿元，结合公司长期借款还款期限，公司面临较大的集中偿付压力。

公司递延所得税负债主要由投资性房地产公允价值变动产生的差异所致。截至2016年底，公司递延所得税负债54.72亿元，较年初小幅增长2.96%。

截至2017年底，公司全部债务合计698.62亿元，较年初增长9.53%；其中短期债务占8.91%，长期债务占91.09%，以长期债务为主。截至2017年底，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77.08%、69.18%和67.15%，分别较上年下降0.51个百分点、0.22个百分点和1.14个百分点，债务负担仍属重。

总体看，公司负债规模有所增长，债务负担重；公司长期借款和应付债券规模较大，且存在较大的集中偿付压力。

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计311.26亿元，较年初增长10.67%，主要系少数股东权益增长所致；其中归属于母公司的所有者权益为244.12亿元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占17.20%，资本公积占1.27%，盈余公积占0.68%，未分配利润占80.69%。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2017年底，公司少数股东权益67.14亿元，较年初增长54.01%，主要系个别项目通过增资引入外部股东所致。

总体看，2017年，公司所有者权益有所增长，但未分配利润占比较高，权益结构稳定性偏弱。

4．盈利能力

2017年，公司营业收入96.49亿元，较上年增长4.22%，主要系房地产销售和建筑施工板块收入上升所致；公司营业成本68.14亿元，较上年增长18.18%，主要系结转产品中商业类和车位占比较上年有所增加所致。2017年，公司实现净利润6.78亿元，较上年下降4.70%，主要系房地产收入毛利率下降、子公司营业外收入下降及对外捐赠等营业外支出增加综合所致；其中归属于母公司所有者的净利润为6.47亿元，较年初增长29.61%。

期间费用方面，2017年，公司费用总额13.39亿元，较上年下降29.89%，主要系三项费用均有所下降所致；其中，销售费用占16.64%；管理费用占47.23%；财务费用占36.12%。2017年，公司销售费用2.23亿元，较上年下降46.59%，主要系年度内受调控政策影响，签约进度较慢，导致按节点支付销售费用和佣金支付延后所致；管理费用6.33亿元，较上年下降18.19%，主要系2017年公司对部分账务进行清理，将早期未资本化的费用按照相关准则要求进行资本化调整所致；财务费用4.84亿元，较上年下降32.77%，主要系利息收入及资本化金额增加所致。

2017年，公司公允价值变动收益为4.17亿元，较上年增长132.83%，主要系计入投资性房地产评估增值所致，公允价值变动收益占营业利润比重为35.63%，对营业利润影响较大。2017年，公司其他收益0.07亿元，主要为政府补助；营业外收入0.42亿元，较上年大幅下降71.26%%，主要系公司子公司以前年度收益在2016年确认使当年营业外收入规模较大所致；营业外支出1.45亿元，较上年增长36.36%，主要系对外捐赠增加所致；公司营业外收支为-1.03亿元，对利润总额产生一定影响。

从盈利指标看，2017 年公司营业利润率为 21.55%，较上年下降 8.81 个百分点，主要系房地产销售毛利率下降所致；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.17%、1.90%和 2.29%，分别较上年下降 0.03 个百分点、0.07 个百分点和 0.27 个百分点；公司盈利能力有所下滑。

总体看，2017年，受房地产结转收入增加，公司营业收入有所提升，但受营业外收支净额下降影响，公司净利润有所下滑；公允价值变动收益对营业利润影响较大。整体看，公司盈利能力有所下滑，盈利水平较低。

5．现金流

从经营活动看，2017年，公司经营活动现金流入113.37亿元，较上年下降12.19%，主要系房产销售现金流入减少所致，其中收到其他与经营活动有关的现金49.85亿元，较上年增长151.06%，主要系因业务经营和项目建设需要，关联方资金流入增加所致；经营活动现金流出124.61亿元，较上年下降36.14%，主要系公司对旧改项目和一级开发项目的资金投入高峰期逐渐回落所致。综上，公司经营活动现金流量净额-11.24亿元，净流出规模较上年有所收窄；公司经营活动现金仍表现为净流出，但随着旧改项目资金投入回落，净流出规模大幅下降。

从投资活动看，2017年，公司投资活动现金流入量规模较小，为361.18万元；投资活动现金

流出24.99亿元，较上年大幅增长5.48倍，主要系公司新增对上海贤立置业有限公司、西安元立实业有限公司及嘉兴璟鑫投资合伙企业（有限合伙）股权投资合计13.42亿元，新增对深圳并购项目投资9.06亿元所致。综上，公司投资活动产生的现金净流出24.95亿元，较上年增长549.06%。

从筹资活动看，2017年，公司筹资活动现金流入286.56亿元，较上年下降23.62%，主要系上年发行债券规模较大所致；公司筹资活动现金流入主要为借款取得的现金；公司筹资活动现金流出253.49亿元，较上年下降21.50%，主要系偿还债务支付现金减少所致。综上，公司筹资活动现金流量净额33.07亿元，较上年下降36.72%。

总体看，2017年，公司经营活动呈净流出状态但规模有所减小；由于新增对外股权投资，投资活动现金净流出规模有所扩大，公司在建项目规模较大且存在较大体量的城市更新项目，融资需求较大。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017年底公司流动比率由2016年底的3.12倍下降至2.99倍，主要系一年内到期非流动负债增加所致；速动比率由1.29倍下降至1.23倍；公司流动资产、速动资产对流动负债的覆盖能力较好。受长期借款于一年内到期影响，公司现金短期债务比由上年底的1.08倍下降为0.51倍，公司现金对短期债务覆盖程度较弱。整体来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司 EBITDA 合计25.40亿元，较上年增长6.82%，主要系计入财务费用的利息支出增加所致；公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占55.74%）和利润总额（占41.98%）构成。2017年，公司 EBITDA 利息倍数为0.43倍，EBITDA 全部债务比为0.04倍，均较上年变化不大，公司 EBITDA 对利息和全部债务基本无法覆盖。整体看，公司长期偿债能力较弱，有待提升。

截至2017年底，公司获得各银行授信合计598.28亿元，尚未使用额度266.62亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2017年底，公司对外担保余额97.47亿元，占净资产的比重为31.31%。公司对外担保主要为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，但若被担保方经营不善，公司存在一定的或有负债风险。公司对外担保情况如下表所示。

表10　截至2017年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保企业	与公司关系	担保余额
上海宏兴房地产发展有限公司	关联方	25.33
广东珠江纺织博览中心有限公司	关联方	18.82
广东合生泰景房地产有限公司	关联方	15.75
广东珠江教育投资有限公司	关联方	9.81
广东航粤实业有限公司	关联方	9.67
上海合金材料总厂有限公司	关联方	7.00
广东珠江商贸物流投资有限公司	关联方	5.80
林芝珠江投资有限公司	关联方	2.25
中山大学南方学院	关联方	2.03
天津财经大学珠江学院	关联方	1.00
合计	**--**	**97.47**

资料来源：公司提供

截至2017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2018年4月12日，公司未结清信贷业务中，无不良/违约类和关注类记录；已结清信贷业务中有16笔关注类记录，均为2013年及之前发生，主要有两种情况：（1）银行贷款还旧借新的按照银行贷款要求需要调整为关注类别；（2）公司早年在中国农业银行申报的珠投大厦经营性物业贷款因租赁方大多数为公司关联企业，租金低于周边市场平均水平，中国农业银行据此将此笔贷款调整为关注类别。按照中国农业银行贷款规定，同一客户名下贷款需保持同一贷款级别，故当时同时存在的其他贷款亦调整为相应级别。上述贷款存续期间公司均按时还本付息，无不良行为。公司过往实际履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较弱，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，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017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31.75亿元，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0.40倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；净资产达311.26亿元，约为债券本金合计（80亿元）的3.89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，2017年，公司 EBITDA 为25.40亿元，约为债券本金合计（80亿元）的0.32倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入113.37亿元，约为债券本金合计（80亿元）的1.42倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度尚可。

综合以上分析，并考虑到公司在品牌、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

2017年，公司继续在业务规模、品牌知名度（“珠江”系列）、区域布局和开发经验等方面有较强的优势；公司土地储备主要位于一、二线城市，土地成本较低，质量较好且较为充足，在建面积保持在较大规模，自持物业位置较好。同时，联合评级也关注到一、二线城市房地产政策较严格、公司在建项目尚需投入较大资金、债务负担重、预收款项大幅下降、经营活动现金流持续净流出、其他应收款对资金形成占用、盈利水平较低等因素对其信用水平产生的不利影响。

未来，随着公司在建项目逐步达到可售状态以及城市更新项目逐步上市，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
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	1,254.74	1,357.93
所有者权益（亿元）	281.24	311.26
短期债务（亿元）	32.26	62.24
长期债务（亿元）	605.55	636.38
全部债务（亿元）	637.81	698.62
营业收入（亿元）	92.58	96.49
净利润（亿元）	7.12	6.78
EBITDA（亿元）	23.78	25.40
经营性净现金流（亿元）	-66.01	-11.24
流动资产周转率(次)	0.10	0.09
存货周转次率（次）	0.11	0.11
总资产周转率（次）	0.08	0.07
现金收入比率（%）	117.96	65.30
总资本收益率（%）	2.20	2.17
总资产报酬率（%）	1.97	1.90
净资产收益率（%）	2.56	2.29
营业利润率（%）	30.36	21.55
费用收入比（%）	20.63	13.88
资产负债率（%）	77.59	77.08
全部债务资本化比率（%）	69.40	69.18
长期债务资本化比率（%）	68.29	67.15
EBITDA 利息倍数（倍）	0.44	0.43
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.04
流动比率（倍）	3.12	2.99
速动比率（倍）	1.29	1.23
现金短期债务比（倍）	1.08	0.51
经营现金流动负债比率（%）	-20.97	-3.16
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.30	0.32

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2　有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+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 3　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。