跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1630 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广东珠江投资股份有限公司主体长期信用状况和公开发行的公司债券“16 珠投 01”、“16 珠投 03”和“16 珠投 04”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公司债券“16 珠投 01”、“16 珠投 03”和“16 珠投 04”信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十一日

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
公开发行公司债券2019年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：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	债券余额	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	9.67亿元	5年（3+2）	AA+	AA+	2018年6月25日
16珠投03	31亿元	5年（3+2）	AA+	AA+	2018年6月25日
16珠投04	10亿元	5年（3+1+1）	AA+	AA+	2018年6月25日

跟踪评级时间：2019年6月21日

主要财务数据：

项目	2016年	2017年	2018年
资产总额（亿元）	1,254.74	1,357.93	1,612.01
所有者权益（亿元）	281.24	311.26	403.98
短期债务（亿元）	32.26	62.24	96.53
长期债务（亿元）	605.55	636.38	720.36
全部债务（亿元）	637.81	698.62	816.89
营业收入（亿元）	92.58	96.49	86.56
净利润（亿元）	7.12	6.78	8.93
EBITDA（亿元）	23.78	25.40	29.63
经营性净现金流（亿元）	-66.01	-11.24	5.84
营业利润率（%）	30.36	21.55	33.69
净资产收益率（%）	4.99	2.29	2.50
资产负债率（%）	77.59	77.08	74.94
全部债务资本化比率（%）	69.40	69.18	66.91
流动比率（倍）	3.12	2.99	2.85
EBITDA全部债务比（倍）	0.04	0.04	0.04
EBITDA利息倍数（倍）	0.44	0.43	0.52
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.47	0.50	0.58

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

2018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、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、债务负担较重、房地产业务结转收入下降、预付款项和其他应收款对资金形成占用、面临一定的债务集中偿付压力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+”，评级展望为“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．公司持有较大体量的城市更新项目，若能顺利开发，可为公司提供优质土地储备资源。

关注

1．公司项目集中在一、二线城市，房地产调控政策对项目的去化周期和利润率有

较大影响。

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，面临一定融资压力。

3．公司债务负担较重，且面临一定集中偿还压力；公司预付款项及其他应收款规模较大，对公司资金形成较大占用。

4．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

支亚梅
电话：010-85172818
邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn
王　彦
电话：010-85172818
邮箱：wangyan@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：

联合信用评级有限公司

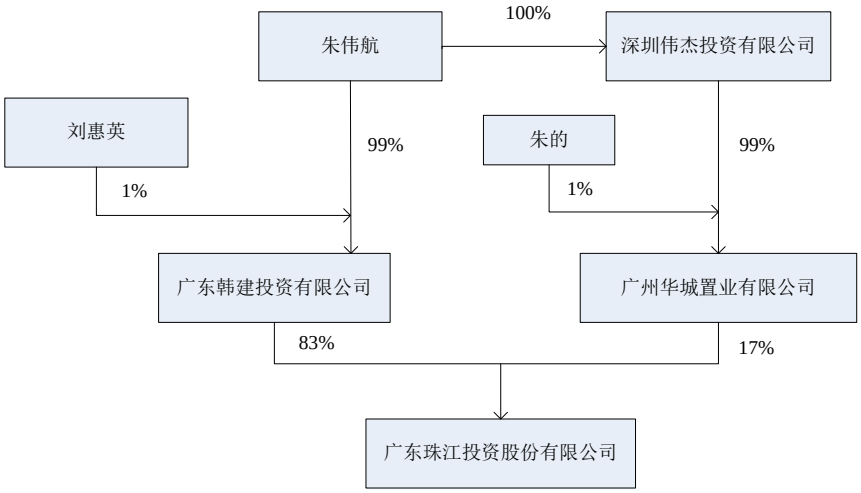
一、主体概况

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 2018 年底，公司注册资金为 42.00 亿元，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 2018 年底公司股权结构及实际控制人情况



资料来源：公司提供

2018年，公司经营范围和公司组织结构未发生变化。截至2018年底，公司纳入合并范围内子公司164家，公司员工总数为2,070人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,612.01 亿元，负债合计 1,208.03 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 403.98 亿元，其中归属于母公司所有者权益 275.07 亿元。2018 年，公司实现营业收入 86.56 亿元，净利润（含少数股东损益）8.93 亿元，其中归属于母公司所有者净利润为 8.75 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.84 亿元，现金及现金等价物净增加额为 37.76 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2018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2019年1月14日、2月25日和3月18日支付第一期、第二期和第三期上一计息年度的利息。

根据《广东珠江投资股份有限公司2016年公开发行公司债券（第一期）募集说明书》中设定的回售条款，债券持有人于回售登记期（2018年12月24日至2018年12月26日）内有权选择对其所持有的全部或部分“广东珠江投资股份有限公司2016年公开发行公司债券（第一期）”登记回售，回售价格为债券面值（100元/张）。根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对本期债券回售情况的统计，“16珠投01”回售有效期登记数量为2,932,683手，回售金额为29.33亿元。回售实施完毕后，“16珠投01”债券余额9.67亿元，票面利率7.50%。

根据《广东珠江投资股份有限公司2016年公开发行公司债券（第二期）募集说明书》中设定的回售条款，债券持有人于回售登记期（2019年1月28日至2019年1月30日）内有权选择对其所持有的全部或部分“广东珠江投资股份有限公司2016年公开发行公司债券（第二期）”登记回售，回售价格为债券面值（100元/张）。根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对本期债券回售情况的统计，“16珠投03”回售有效期登记数量为2,631,190手，回售金额为2,631,190,000元。公司将对本次回售部分债券在2019年2月26日至3月22日期间进行转售，转售交易通过非交易过户的方式，转售数量不超过2,631,190手。截至2019年2月24日，本次转售部分已完成全额非交易过户。转售实施完毕后，“16珠投03”票面利率为7.80%

根据《广东珠江投资股份有限公司2016年公开发行公司债券（第三期）募集说明书》中设定的回售条款，债券持有人于回售登记期（2019年2月27日至2019年3月1日）内有权选择对其所持有的全部或部分“广东珠江投资股份有限公司2016年公开发行公司债券（第三期）”登记回售，回售价格为债券面值（100元/张）。根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对本期债券回售情况的统计，“16珠投04”回售有效期登记数量为0手，回售金额为0元。回售实施完毕后，“16珠投04”票面利率为7.50%。

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

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速高于 2017 年水平；其中，住宅投资 85,192 亿元，增长 13.40%，比上年提高 4 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.80%；办公楼投资 5,996 亿元，同比下降 11.30%；商业营业用房投资 14,177 亿元，同比下降 9.40%。整体看，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长背景下，房地产开发投资增速继续维持在高位。

土地供应方面，2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下

降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

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

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

竞争格局方面，从市场集中度来看，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。从房企销售额来看，据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企世茂房地产、招商蛇口、华夏幸福、阳光城等销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2018 年，全国房地产开发投资保持较高增速；土地供应量继续上扬，成交楼面均价及溢价率继续走低；商品房销售增速在持续调控下继续回落；货币政策结构性宽松，房企融资环境有所改善；行业集中度进一步提升。

2．行业政策

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

2019年3月，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳

健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

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

3．行业关注

行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

进入2019年，从“政府工作报告”及住建部副部长倪虹近期在中国发展高层论坛上的发言来看，“房住不炒”的定位没变，房地产调控不会动摇，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。总体看，房地产调控政策短期内难以出现实质性放松。

中小房企面临被整合风险

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

4．行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，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。

四、管理分析

跟踪期内，公司核心管理团队无重大变更事项，公司相关管理架构、管理制度延续以往模式，公司管理运作正常。

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。2018年，公司营业收入同比减少10.29%至86.56亿元，主要系房地产销售板块收入的下降所致；公司净利润8.93亿元，同比增长31.71%，

主要系房地产收入毛利率增加带动公司整体毛利率大幅增长、税金及附加减少等综合因素所致。

表1　2016~2018年公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	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	47.64	55.04	35.82
建筑施工	23.54	25.42	22.54	31.46	32.61	19.45	47.82	55.24	21.73
房地产销售佣金	--	--	--	--	--	--	8.76	10.12	13.94
租赁服务	3.41	3.68	100.00	4.05	4.20	100.00	5.15	5.95	100.00
特许专柜销售佣金	3.88	4.19	8.50	2.38	2.47	9.45	0.86	0.99	10.41
酒店服务	1.20	1.30	83.56	1.35	1.40	83.87	1.62	1.87	86.43
建筑设计	1.22	1.32	76.83	0.78	0.81	71.92	1.75	2.02	90.40
物业管理	0.55	0.59	25.61	0.55	0.57	12.27	0.97	1.12	4.89
其他	1.32	1.43	38.41	0.47	0.49	88.68	0.55	0.63	85.82
抵消	-16.05	-17.34	--	-21.92	-22.71	--	-28.55	-32.98	--
合计	**92.58**	**100.00**	**37.73**	**96.49**	**100.00**	**29.38**	**86.56**	**100.00**	**38.78**

资料来源：公司审计报告

从收入构成看，2018年，公司房地产销售收入47.64亿元，同比减少38.41%，仍为公司的主要收入来源，但占比由上年的80.17%下降至55.04%；建筑施工收入47.82亿元，同比增长52.00%，主要系业务规模扩大所致，占营业收入比重由上年的32.61%上升至55.28%。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2018年抵消金额也出现大幅增加，抵消金额由上年的21.92亿元增长到28.55亿元。2018年，公司租赁服务收入由上年的4.05亿元增长到5.15亿元，同比增长27.16%，主要系随着公司商业项目逐渐成熟，租金逐渐增加所致；公司酒店服务、建筑设计、物业管理等业务板块规模较小。2018年，公司新增房地产销售佣金收入8.76亿元，占公司营业收入比重为10.12%。

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2017年的25.32%增加至2018年的35.82%；建筑施工业务毛利率21.73%，较上年增长2.28个百分点；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维持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增加影响，公司综合毛利率38.78%，较上年增长9.40个百分点。

总体看，2018年，受益于房地产销售及建筑施工业务毛利率上升的影响，公司综合毛利率同比大幅提高，但受房地产板块业务收入减少的影响，公司营业收入有所下降。

2．房地产开发

（1）土地储备

公司 2018 年通过招拍挂和并购获取土地 2 块，合计建筑面积 67.90 万平方米。

表2　2018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
开平项目	江门	并购	住宅、商业	4.91	37.51
奉化花园地块	奉化	挂牌出让	住宅	5.70	30.39
合计	--	--	--	**10.61**	**67.90**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司储备土地面积 1,113.90 万平方米，储备建筑面积 2,241.89 万平方米（含未开工面积和部分在建未完工面积），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，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，公司土地储备成本相对较低。

表 3　截至 2018 年底公司土地储备情况（单位：万平方米）

项目名称	所处城市	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#西地块	北京	2004	协议出让	住宅、商业	3.31	6.00
国际城 9#地地块	北京	2010	招标出让	住宅混合公建用地	1.39	4.45
北京金路项目	北京	2011	并购	仓储	9.81	14.53
北京上城项目	北京	2004	并购	住宅配套	101.69	106.18
张家湾一期	北京	2006	协议出让	工业综合	11.72	20.26
张家湾二期	北京	2006	协议出让	工业	39.55	42.52
张家湾四期	北京	2006	协议出让	工业	26.03	31.20
北京中关村项目	北京	2005	挂牌	商业	10.65	46.52
北京分钟寺项目	北京	2000	一级开发	综合	150.60	126.00
万福项目	北京	1996、2001	协议出让	住宅、商业	22.70	94.12
御景湾项目	北京	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	北京	2006	协议出让	研发	13.40	16.82
北京马驹桥物流 B06/08 项目	北京	2007	协议出让	仓储	21.64	28.74
永乐开发区 1#2#3# 地块	北京	2007	协议出让	工业	16.21	19.44
房山西潞北三村改造项目	北京	2017	租赁	综合	96.60	220.00
张家湾棚改项目	北京	2005	棚改	棚改	71.45	110.00
天津宝坻 210 居住项目	天津	2008	协议出让	住宅	9.99	21.73
天津宝坻 551 项目	天津	2006	协议出让	商务金融	36.75	90.20
天津宝坻建材城项目	天津	2006	协议出让	工业、仓储	41.67	24.38
天津大港轻纺城项目	天津	2012	转让	工业	5.93	7.08
上海吴淞路项目	上海	2010	并购	住宅	2.48	7.52
上海安康苑项目	上海	2010	并购	综合	11.82	102.41
复兴东路旧改项目	上海	2017	并购	住宅	1.08	4.25
广州南沙项目	广州	2000	协议出让	居住、商业、金融	37.06	104.50
天力项目	广州	2002	协议出让	住宅	1.23	8.89
番禺珠江项目	广州	1999	协议出让	住宅	33.12	84.75
珠江智能科技产业园	广州	2017	挂牌出让	工业	34.24	89.90
广州珠江国际城	广州	2003、2004	协议出让	住宅	74.72	112.08
广州夏湾拿	从化	2003、2004、2005	协议出让	住宅、商业	34.43	24.10
总部商务区	从化	2009	协议出让	住宅、商业、金融	27.83	37.30

珠海金融中心项目	珠海	2014	挂牌出让	住宅、商业	2.64	27.80
南海珠江科技数码城项目	佛山	2006	拍卖	住宅、商业	4.89	16.56
江门珠江国际新城项目	江门	2007	挂牌出让	住宅、商业	5.85	17.46
开平项目	江门	2018	并购	住宅、商业	4.91	37.51
上海方家窑项目	上海	2006	协议出让	商业金融办公	6.79	27.35
昆山御景花园项目	昆山	2005	挂牌出让	住宅、商业	8.45	29.39
深圳华谊文化城	深圳	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	惠州	2006	挂牌出让	住宅、商业	42.35	85.00
成都花博会项目 A 地块	成都	2007	拍卖出让	商业	6.90	38.50
成都花博会项目 B 地块	成都	2007	拍卖出让	商住、办公	10.97	83.56
成都花博会项目 D 地块	成都	2007	拍卖出让	商业	3.11	27.86
成都花博会项目 E 地块	成都	2007	拍卖出让	住宅配套	6.75	42.57
清远众康项目	清远	2017	并购	住宅	1.38	9.70
西安珠江新城项目	西安	2005	划拨	住宅	4.11	9.93
西安帝景山庄	西安	2004	并购	住宅	25.00	25.00
奉化花园地块	奉化	2018	挂牌出让	住宅	5.70	30.39
合计	--	--	--	--	**1,113.90**	**2,241.89**

注：1、上述工业性质用地项目中，未做规划的按土地面积计算建筑面积。2、对于分期开发的地块，上表中土地储备面积暂按建筑面积比例分摊，对于功能属性不同的项目会存在一定误差。3、公司土地储备中包含未开工面积和在建未完工面积。4、公司分钟寺项目为一级开发项目，一二级联动存在一定的不确定性。
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、天津等城市，以北京为主（储备建筑面积占 42.30%）。公司土地储备建筑面积中一线城市（北京、上海、广州、深圳）占 72.14%，二线城市（成都、天津、西安、珠海、佛山）占 18.52%，以一线城市为主。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。同时，仓储、工业等用地占有一定比例，该性质土地流动性和去化方式都存在一定的不确定性。

表4　截至2018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	603.43	948.24
广州	242.63	461.52
上海	22.17	141.53
深圳	18.32	65.98
天津	94.34	143.39
成都	27.73	192.49
西安	29.11	34.93
珠海	2.64	27.80
佛山	4.89	16.56
昆山	8.45	29.39

江门	10.76	54.97
惠州	42.35	85.00
宁波	5.70	30.39
清远	1.38	9.70
合计	**1,113.90**	**2,241.89**

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。同时，仓储、工业等用地占有一定比例，该性质土地流动性和去化方式都存在较大的不确定性。

（2）项目开发情况

从项目开发数据看，2018 年公司放缓了开发节奏，新开工项目数和新开工面积均较上年大幅减少，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。2018 年，公司竣工面积 153.57 万平方米，较上年大幅增长 46.35%，主要系 2017 年公司加大新开工力度、项目按进度完成所致；截至 2018 年底，公司在建面积 584.82 万平方米。

表 5　2016~2018 年公司房地产开发数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工项目数（个）	2	7	3
新开工面积（万平方米）	29.36	170.82	72.99
竣工项目数（个）	10	10	12
竣工面积（万平方米）	54.45	104.93	153.57
在建面积（万平方米）	599.51	665.40	584.82

注：在建项目不包括城市更新项目，竣工面积含一级开发项目。
资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司在建项目总建筑面积 2,282.528 万平方米，公司在建项目主要位于北京、上海和粤港澳大湾区，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 2,241.92 亿元，已完成投资 1,127.58 亿元，尚需投资 1,114.34 亿元，尚需投资资金规模较大，公司面临较大的资本支出压力。

表 6　截至 2018 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	6.58	6.64	工程进度完成 50%
北京上城项目	北京	住宅配套	130.80	155.56	45.88	109.68	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	13.92	4.58	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	83.96	86.80	59.76	27.04	三期项目开工
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	31.20	17.40	3.12	14.28	整体进度完成15%
清远众康项目	清远	住宅	9.70	6.52	2.70	3.82	工程进度完成50%，一期预售
御景湾项目北区	北京	住宅、商业	13.18	26.00	3.15	22.85	已开工
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5%
北京马驹桥A北D北科研项目	北京	研发	16.82	16.98	1.74	15.24	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	1.34	5.06	一期竣工验收完成，二期待建
天津宝坻210居住项目	天津	住宅	30.52	19.39	4.52	14.87	一期竣备，二三期待建
天津宝坻551项目	天津	商业金融	73.50	45.00	4.12	40.88	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	2.55	7.25	整体进度完成25%
天津大港轻纺城项目	天津	工业	15.91	8.49	5.72	2.77	整体进度完成50%，部分竣备
上海方家窑项目	上海	商业金融	66.38	55.00	30.46	24.54	四期待开工
上海吴淞路项目	上海	住宅	7.52	48.20	20.65	27.55	工程封顶，第一期开始预售
昆山御景花园	昆山	住宅、商业	62.37	34.86	17.41	17.45	一二期已建，三期待建
广州珠江国际城	广州	住宅	194.96	203.58	46.33	157.25	整体进度完成45%
广州夏湾拿	广州	住宅、商业	92.15	81.15	34.45	46.70	整体进度完成50%
总部商务区	广州	商业金融、住宅用地	37.30	18.60	5.10	13.50	整体进度完成40%
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%
西安珠江时代广场	西安	商业金融	13.68	15.00	14.79	0.21	工程进度完成97%，正在办理验收
西安珠江新城项目	西安	住宅用地	68.54	25.00	18.88	6.12	七组团待建
广州小东景项目	广州	住宅	8.79	13.19	11.85	1.34	一期完工，二期在建
珠江智能科技产业园	广州	工业	89.90	55.00	12.64	42.36	一二期已开工
江门珠江帝景湾项目	江门	住宅	30.22	17.00	16.18	0.82	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	28.85	4.15	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	50.78	58.22	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	11.55	8.45	整体进度完成60%
珠海金融中心	珠海	住宅、商业	27.80	50.49	16.15	34.34	工程进度完成40%
惠州珠江东岸项目	惠州	商品住宅用地	120.53	59.06	22.74	36.32	整体进度完成50%，二期待开发
番禺珠江项目	广州	商品住宅	84.75	128.00	16.91	111.09	第一期已开工

		用地					
深圳华谊项目	深圳	商业、新型产业、工业	65.98	73.03	28.77	44.26	整体进度完成55%，一期项目正在办理预售手续
北京分钟寺棚改	北京	综合	225.00	344.00	285.73	58.27	回迁楼正在建设中，第一期上市地块完成规划公示
上海安康苑旧改	上海	综合	102.41	306.00	223.92	82.08	23、24、25号地已交付，其余在拆迁收尾阶段
合计	--	--	**2,282.28**	**2,241.92**	**1,127.58**	**1,114.34**	--

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司根据项目进度对新开工力度进行调整，新开工面积大幅减少；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，2018年协议销售面积为50.96万平方米，较上年下降12.06%，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；2018年，公司房地产协议销售均价为14,582.76元/平方米，较上年大幅增长，主要系公司推出楼盘中位于一、二线城市的占比提升，拉高了整体销售均价所致。2018年，公司房地产协议销售金额为74.31亿元，较上年增长23.58%。2018年，公司销售回款率为97.23%，较上年增长12.59个百分点，主要系部分项目所在区域地理位置优越、去化情况较好所致。

2018年，公司结转面积52.14万平方米，较上年下降30.18%；公司结转收入为47.64亿元，较上年下降38.41%。

表7　2016~2018年公司房地产销售数据

项目	2016年	2017年	2018年
协议销售面积（万平方米）	68.90	57.95	50.96
协议销售金额（亿元）	93.95	60.13	74.31
协议销售均价（元/平方米）	13,635.70	10,376.19	14,582.76
回款率（%）	88.74	84.64	97.23
结转收入面积（万平方米）	59.61	74.68	52.14
结转收入（亿元）	69.48	77.35	47.64

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司在建项目中，已销售面积441.81万平方米，已达预售条件待售面积46.61万平方米，整体去化率较好；公司已达预售条件待售面积规模一般，与近两年平均年协议销售面积相近，随着工程进度的推进，公司可售面积将进一步扩大。但2017年以来一二线城市房地产相关政策有所收紧，需关注去化风险。

表8 截至2018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
北京金路项目	北京	仓储用地	22.03	7.50	--	--
北京上城项目	北京	住宅配套	130.80	18.02	23.52	0.89
国际城 9#地	北京	住宅混合公建用地	21.20	16.75	13.88	0.30
国际城 1#西	北京	住宅、商业	16.20	10.20	18.14	0.08
中关村项目	北京	商业	83.96	37.44	14.74	--
张家湾项目一期	北京	工业综合	46.96	26.70	--	--
张家湾项目二期	北京	工业	50.82	4.15	--	--
张家湾项目四期	北京	工业	31.20	--	--	--
清远众康项目	清远	住宅	9.70	--	3.14	3.27
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	--	--	--
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	11.56	--	--
天津宝坻 210 居住项目	天津	住宅	30.52	8.79	7.38	0.44
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	8.83	--	--
上海方家窑项目	上海	商业金融	66.38	39.03	11.63	0.58
上海吴淞路项目	上海	住宅	7.52	--	1.66	0.65
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	82.88	51.54	14.18
广州夏湾拿	广州	住宅、商业	92.15	68.05	47.51	7.86
总部商务区	广州	商业金融、住宅用地	37.30	--	--	--
成都花博会项目 A 地块	成都	商业用地	72.07	33.57	5.98	1.17
西安珠江时代广场	西安	商业金融	13.68	--	2.62	0.04
西安珠江新城项目	西安	住宅用地	68.54	58.61	50.86	0.04
广州小东景项目	广州	住宅	8.79	5.15	3.43	0.23
珠江智能科技产业园	广州	工业	89.90	--	--	--
江门珠江帝景湾项目	江门	住宅	30.22	26.12	27.88	1.25

江门珠江国际新城项目	江门	住宅、商业	51.90	34.44	42.38	4.84
广州南沙项目	广州	居住、商业、金融	181.78	77.28	47.61	9.23
南海珠江科技数码城项目	佛山	住宅、商业	31.33	14.77	8.63	1.24
珠海金融中心	珠海	住宅、商业	27.80	--	--	--
惠州珠江东岸项目	惠州	商品住宅用地	120.53	35.53	32.39	0.01
番禺珠江项目	广州	商品住宅用地	84.75	--	--	--
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	--	--	--
上海安康苑旧改	上海	综合	102.41	--	--	--
合计			**2,282.28**	**658.35**	**441.81**	**46.61**

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。
资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司协议销售面积有所下降，但得益于协议销售均价的提升，公司协议销售金额增长较快，公司房地产结转面积和结转收入均下降明显。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，公司未来可售面积尚可。但 2017 年以来一二线城市房地产相关政策有所收紧，可能影响项目去化和盈利空间，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，其中上海项目为为上海安康苑项目；北京项目为北京分钟寺项目、房山西潞北三村改造项目。

表 9　截至 2018 年底公司城市更新项目情况（单位：万平方米、亿元）

资料来源：公司提供

项目名称	占地面积	建筑面积	总投资额	已投资额	待投资额
上海安康苑旧改项目	11.82	102.41	306.00	223.92	82.08
北京分钟寺项目	58.00	225.00	344.00	285.73	58.27
北京房山西潞北三村改造项目	96.60	--	210.00	20.85	189.15
合计	**166.42**	**327.41**	**860.00**	**530.50**	**329.50**

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2018年末，项目拆迁工作已近尾声，政府已完成三个地块的交付工作，整个项目已投入223.92亿元，后期包括开发建设还需投入82.08亿元（根据进度逐步投入）。目前，公司正在做项目整体规划方案设计和申报，预计第一期住宅项目将于2019年底2020年初实现销售，整个项目货值预计将超过1,000亿元。

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。项目总投资预计为344亿元（根据拆迁补偿动态调整），截至2018年底已投入285.73亿元，尚余58.27亿元待投入。目前项目主要地块拆迁工作基本完成，回迁楼项目正在建设中。根据政府安排，项目将采用“先供先摊”、分期上市进行操作。第一期上市四个地块，规划住宅用途，建筑面积约25.20万平米，目前已完成规划公示，是政府年内力推上市项目。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%~12%核定，具体结算收入计算依据参照《关于印发进一步规范企业投资土地一级开发项目利润管理的通知》（京国土储[2015]37号）。

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。项目计划总投210亿元，目前项目处于拆迁阶段，累计投入20.85亿元，总体规划正在设计和制定中。

总体看，公司城市更新项目位置优越、体量大，若能顺利进行，将对公司土地储备形成有力支撑；但公司城市更新项目投入周期长、不确定性较大，对资金占用明显，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2018年底，公司自持物业（不含自用面积）建筑面积173.60万平方米，持有物业账面净值76.88亿元，评估价值327.90亿元，公司自持物业增值较大；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76.65%，出租率一般，其中上海方家窑米格天地、张家湾创展家居项目和广州增城珠江创业中心正在升级改造中，出租率较低。

表 10　截至 2018 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	0.24	5.25
北京中关村项目	22.68	商业	100.00	13.54	78.47
张家湾创展家居项目	21.10	商业	-	4.66	14.64
轻纺城管委会大楼	16.50	商业	85.00	5.62	9.03
上海方家窑米格天地	13.44	商业	70.00	5.75	37.30
深圳珠江广场	8.94	商业、写字楼	80.00	3.72	17.65
成都国际花园	1.83	商业	98.00	0.67	6.40
成都珠江新城国际购物中心	16.21	商业	97.00	10.20	62.42
西安珠江时代广场	10.70	商业	100.00	8.43	31.57
金路伟业物流园	7.17	仓储	100.00	5.65	6.16

广州信华项目	1.06	商业	80.00	0.83	3.87
广州增城珠江创业中心	29.34	商业、写字楼	27.27	11.14	32.27
北京路丰通达物流园	0.33	仓储	100	0.13	0.16
北京永乐项目	11.81	仓储	--	2.53	3.60
从化商务区	10.61	商业	--	3.73	14.92
其他（广州地区）	0.84	商业、写字楼	100.00	0.04	4.19
合计	**173.60**	**--**	**76.65**	**76.88**	**327.90**

资料来源：公司提供

总体看，公司自持物业集中于一线城市和发达二线城市，物业地理位置较好，目前盈利稳定；但投资性房地产增值率较高，公允价值存在一定波动风险。

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部总包工程、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。

珠江工程成立于 1997 年 7 月，具有房屋建筑工程施工总承包壹级资质、公路路基工程专业承包贰级资质，下设北京、上海、广州、深圳、佛山等分公司。珠江工程前期曾对外承接项目，实行独立经营，随着公司业务的扩大，近年来其功能逐渐转变为在公司项目中主要承担着工程总包、质量监督和成本把控的角色，承担着项目管理的职责。2018 年，公司建筑施工业务收入为 47.82 亿元，同比增长 52.00%，2018 年，公司建筑施工业务内部抵消金额为 28.55 亿元。

总体看，公司建筑施工板块主体珠江工程施工总承包资质较高，随着公司发展，珠江工程功能转变为公司内部项目总包角色；公司建筑施工业务收入成为公司营业收入的补充。

6．经营关注

（1）在建项目规模较大，未来存在较大的资金压力

截至2018年底，公司在建项目尚需投资规模大；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和融资需求。

（2）一二线城市地产调控政策较严，可能影响公司项目周转、现金回笼

公司项目主要集中在一、二线城市，易受所在区域房地产市场政策波动影响。2018年公司协议销售面积减少，考虑到目前一、二线城市房地产调控政策仍较严，公司项目周转较慢，存在一定的去化压力，盈利空间可能受限。

（3）投资性房地产公允价值存在一定波动风险

公司投资性房地产评估增值率较高，但目前公司物业租金对公允价值支撑程度较弱，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。

7．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，为各阶层的目标客户提供高性价比的产品。地产业务方面：公司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：公司将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：公司将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。

总体看，公司战略清晰，未来发展区域定位于核心经济圈，有利于公司未来发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2018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，截至2018年底，公司纳入合并范围内主要子公司164家，较年初增加合并单位24家，减少合并单位7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 2018 年底，公司合并资产总额 1,612.01 亿元，负债合计 1,208.03 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 403.98 亿元，其中归属于母公司所有者权益 275.07 亿元。2018 年，公司实现营业收入 86.56 亿元，净利润（含少数股东损益）8.93 亿元，其中归属于母公司所有者净利润为 8.75 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.84 亿元，现金及现金等价物净增加额为 37.76 亿元。

2．资产质量

截至2018年底，公司资产总额1,612.01亿元，较年初增长18.71%，主要系流动资产和非流动资产共同增长所致；其中流动资产占比74.44%，非流动资产占比25.56%，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2018年底，公司流动资产1,199.93亿元，较年初增长12.70%，主要系货币资金和存货增长所致；从构成来看，以货币资金（占比5.79%）、预付账款（占比20.34%）、其他应收款（占比14.52%）和存货（占比58.19%）为主。

截至2018年底，公司货币资金69.50亿元，较年初增长118.93%，主要系公司发行债券使得融资活动现金大规模净流入所致。公司货币资金主要由银行存款68.59亿元（占比98.69%）构成；其中受限货币资金37.15亿元，占比为53.45%，受限比例较高。

截至2018年底，公司预付款项244.09亿元，较年初增长5.96%，主要系预付土地款和工程款增加所致；其中，账龄1年以内的占比13.01%，1~2年的占比11.17%，2~3年的占比17.22%，3年以上的占比58.60%。公司预付土地款主要为拆迁补偿费和土地补偿款，对公司资金形成较大占用。

公司其他应收款账面价值174.24亿元，较年初增长3.96%，主要系对关联企业的资金往来增加所致。其中已计提坏账准备0.91亿元，计提比例0.52%。从账龄看，1年以内其他应收款账面余额占比37.32%，未计提坏账准备；1~2年占比32.79%，未计提坏账准备；2~3年占比8.05%，未计提

坏账准备；3年以上占比21.83%，计提坏账准备0.91亿元。整体看，公司其他应收款规模较大，账龄较长，对公司资金形成一定的占用。

截至2018年底，公司存货账面价值698.23亿元，较年初增长11.56%，主要系公司在建开发产品增加所致。公司存货中在建开发产品占92.60%，已完工开发产品占6.95%；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2018年底，公司账面价值144.51亿元的存货用于抵押贷款，占存货账面价值的比重为20.70%，受限比例一般。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产总额412.08亿元，较年初增长40.54%，主要系可供出售金融资产和投资性房地产增长所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比8.90%）和投资性房地产（占比79.57%）构成。

截至2018年底，公司可供出售金融资产36.67亿元，较年初增长32.47倍，主要系新增深圳力汇丰盈一号创业投资合伙企业（有限合伙）募集专户15亿元和深圳市中科安盈股权投资合伙企业（有限合伙）20.43亿元的可供出售金融资产所致。

截至2018年底，公司投资性房地产327.90亿元，较年初增长29.31%，主要系公司自持物业增加所致。公司投资性房地产采取公允价值计量，增值率较高，可能存在公允价值波动风险。截至2018年底，公司用于抵押的投资性房地产账面价值合计150.11亿元，占45.78%，受限比例较高。

截至2018年底，公司受限资产401.03亿元，占总资产的比重为24.88%，受限资产占比一般。

表 11　截至 2018 年底公司资产受限情况（单位：亿元、%）

受限科目	账面价值	在总资产中的占比	受限情况说明
货币资金	37.15	2.31	21.01 亿用于子公司融资；预售房款、保证金等
固定资产	0.95	0.06	子公司项目融资
投资性房地产	150.11	9.31	子公司项目融资
存货	144.51	8.96	子公司项目融资
股权	68.31	4.24	子公司项目融资
合计	**401.03**	**24.88**	--

资料来源：公司审计报告

总体看，公司资产规模较大，构成以流动资产为主，资产受限比例一般；流动资产中存货占比较大；公司预付账款、其他应收款占比较高，对公司资金形成较大占用；非流动资产中公允价值计量的投资性房地产占比较大，可能存在公允价值波动风险；整体看，公司资产质量尚可。

3．负债和所有者权益

负债

截至2018年底，公司负债合计1,208.03亿元，较年初增长15.42%，主要系公司长期借款增加所致。负债结构方面，截至2018年底，公司流动负债占比34.81%，非流动负债占比65.19%，公司负债以非流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 420.53 亿元，较年初增长 18.29%，主要系其短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2018 年底，公司流动负债以短期借款（占 10.05%）、应付账款（占 36.85%）、预收款项（占 9.29%）、其他应付款（占 26.15%）和一年内到期的非流动负债（占 12.89%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款 42.25 亿元，较年初增长 128.89%，主要系信用借款增加所致。公司短期借款中，质押借款 4.39 亿元，占比 10.39%，抵押借款 3.76 亿元，占比 8.90%，信用借款 34.10 亿元，占比 80.71%，以信用借款为主。

截至2018年底，公司应付账款154.98亿元，较年初增长13.88%，主要系应付工程款增加所致。其中1年以内的占比59.94%，1~2年的占比9.04%，2~3年的占比2.32%，3年以上的占比28.70%，以1年以内为主。

截至2018年底，公司预收款项39.09亿元，较年初增长8.25%，主要系预收房款增加所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款 109.98 亿元，较年初增长 1.84%，主要系应付关联企业款项增加所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 54.22 亿元，较年初增长 23.84%，主要是长期借款即将到期转入所致。

截至2018年底，公司非流动负债787.49亿元，较年初增长13.94%，主要系长期借款增加所致。公司非流动资产主要由长期借款（占75.00%）、应付债券（占16.47%）和递延所得税负债（占8.52%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 590.66 亿元，较年初增长 13.08%，主要系公司为旧改项目和开发项目新增加借款所致，其中质押借款占比 59.71%。从长期借款分布期限看，公司长期借款 2020 年前到期占 25.11%，2021 年到期占 17.80%，2022 年及以后到期占 57.09%。

截至2018年底，公司应付债券较年初增长13.74%，主要系公司非公开发行了3年期的“18珠投01”15亿元和5年期的“18珠投02”15亿元公司债所致。公司发行的债券设置了回售选择权，假设投资者全部行使债券回售选择权，公司债券将于2019年到期或回售90.90亿元、2020年到期23.76亿元，2021年到期14.96亿元，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2018年底，公司递延所得税负债67.06亿元，较年初增长22.57%。

截至2018年底，公司全部债务合计816.89亿元，较年初增长16.93%；其中短期债务占11.82%，长期债务占88.18%，以长期债务为主。截至2018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74.94%、66.91%和64.07%，分别较年初下降2.14个百分点、2.27个百分点和3.08个百分点，债务负担仍属较重。

总体看，公司负债规模有所增长，债务负担较重；公司长期借款和应付债券规模较大，2019年公司面临较大的债务集中偿付压力。

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益合计403.98亿元，较年初增长29.79%；其中归属于母公司的所有者权益为275.07亿元（占比68.09%）。归属于母公司的所有者权益中，股本占15.27%，资本公积占2.49%，盈余公积占0.67%，其他综合收益占12.37%，未分配利润占68.70%。公司所有者权益中，未分配利润占比较大，权益稳定性偏弱。截至2018年底，公司少数股东权益128.74亿元，较年初增长91.99%，主要系个别项目通过增资引入外部股东所致。

整体看，公司所有者权益规模稳定增长，但未分配利润和少数股东权益占比较大，所有者权益结构稳定性较弱。

4．盈利能力

2018年，公司营业收入86.56亿元，同比减少10.29%，主要系房地产销售收入减少所致；公司

营业成本52.99亿元，同比减少22.23%。2018年，公司实现净利润8.93亿元，同比增长31.71%，主要系房地产收入毛利率增加带动公司整体毛利率大幅增长、税金及附加减少等综合因素所致，其中归属于母公司所有者的净利润为8.75亿元，同比增长35.11%。

期间费用方面，2018年，公司费用总额16.96亿元，同比增长26.64%，主要系销售费用和管理费用增长所致；其中，销售费用占18.82%；管理费用占52.91%；财务费用占28.27%。2018年，公司费用中销售费用3.19亿元，同比增长43.23%，主要系公司签约销售规模增长导致同期销售费用增加所致；管理费用8.97亿元，同比增长41.86%，主要系新纳入子公司优选好生活科技相关公司管理费用增加以及集团本部职工薪酬增加所致；财务费用4.79亿元，同比减少0.90%，变化不大。

2018年，公司公允价值变动收益为0.94亿元，同比减少77.35%，占当期营业利润的6.97%。营业外支出1.66亿元，同比增长14.58%，主要系对外捐赠增加所致；公司营业外收支净额为-1.54亿元，对利润总额产生一定影响。

从盈利指标看，2018 年公司营业利润率为 33.69%，同比增长 12.14 个百分点，主要系房地产销售毛利率增长所致；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.31%、1.94%和 2.50%，同比分别增长 0.14 个百分点、0.04 个百分点和 0.21 个百分点；公司盈利能力有所增强，但仍属较低水平。

总体看，2018年，受房地产结转收入规模减少的影响，公司营业收入有所减少，但利润规模增长。公司在建项目规模较大，未来随着项目的逐步销售结转，公司盈利水平有望提升。

5．现金流

从经营活动看，2018年，公司经营活动现金流入99.88亿元，同比下降11.90%，主要系收到其他与经营活动有关的现金减少所致，其中销售商品、提供劳务收到的现金85.81亿元，同比增长36.19%；经营活动现金流出94.04亿元，同比下降24.53%，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已过，投资逐渐回落所致。综上，公司经营活动现金流量净额由上年的-11.24亿元转为5.84亿元，由负转正。

从投资活动看，2018年，公司投资活动现金流入量规模较小，为1.02亿元；投资活动现金流出78.30亿元，较年初大幅增长2.13倍，主要是报告期内公司持有了深圳力汇丰盈一号创业投资合伙企业和深圳市中科安盈股权投资合伙企业的份额所致，合计约35.40亿元。综上，公司投资活动产生的现金净流出77.28亿元，净流出规模同比增长209.70%，持续净流出。

从筹资活动看，2018年，公司筹资活动现金流入270.54亿元，同比下降5.59%，主要系借款下降所致；公司筹资活动现金流入主要为取得借款所收到的现金；公司筹资活动现金流出161.34亿元，同比下降36.35%，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109.19亿元，同比增长230.21%。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流由净流出转为净流入状态，投资活动现金净流出规模持续扩大，公司需要持续的筹资活动满足经营和投资需要，随着公司在建项目的持续投入，公司仍存在较强的外部融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，公司流动比率由2.99倍下降至2.85倍，主要系一年内到期非流动负债增加所致；速动比率由1.23倍下降至1.19倍；公司流动资产、速动资产对流动负债的覆盖能力较好。公司现金短期债务比由年初的0.51倍增长为0.73倍，公司现金对短期债务覆盖程度一般。整体来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司 EBITDA 合计29.63亿元，同比增长16.64%，主要系利润总额和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56.87%）和利润总额（占40.50%）构成。2018年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的0.43倍增加到0.52倍，EBITDA 全部债务比为0.04倍，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 2018 年底，公司共获得各家银行授信额度为 716.16 亿元，已使用额度 499.10 亿元，尚未使用额度 217.06 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2019年3月底，公司对外担保余额138.65亿元，占净资产的比重为34.32%。公司对外担保主要是对关联方提供的担保，公司对外担保规模较大，若被担保方经营不善，公司存在一定的或有负债风险。

表 12　截至 2019 年 3 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保公司	合同金额	担保余额	开始日期	截止日期
广东珠江教育投资有限公司	58,000	58,000	2014/11/26	2019/11/25
	110,000	40,100	2014/12/15	2019/11/25
广东合生泰景房地产有限公司	176,000	133,902	2015/01/31	2023/12/18
广东珠江纺织博览中心有限公司	120,000	113,738	2016/03/30	2026/03/30
	100,000	81,500	2016/10/13	2021/10/12
	37,142	37,142	2018/07/23	2019/07/23
广东珠江商贸物流投资有限公司	100,000	58,000	2014/12/05	2024/12/04
上海合金材料总厂有限公司	70,000	68,500	2017/11/24	2032/11/19
上海宏兴房地产发展有限公司	280,000	279,770	2017/08/24	2022/08/10
林芝珠江投资有限公司	25,000	18,750	2017/08/11	2022/08/10
中山大学南方学院	11,625	4,585	2015/12/29	2020/12/28
	5,000	4,800	2018/03/07	2020/03/07
天津财经大学珠江学院	10,000	2,825	2017/07/03	2020/07/02
广东航粤实业有限公司	100,000	94,763	2017/05/27	2027/05/26
恒赢投资有限公司	181,200	22,496	2018/12/24	2023/12/23
北京合美国际教育咨询有限公司	2,500	2,500	2018/05/31	2021/05/31
合计	**1,386,467**	**1,021,371**	--	--

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司无未决重大诉讼。

根据公司提供的人民银行征信报告（机构信用代码：G10440116007058807），截至 2019 年 5 月 29 日，公司未结清信贷业务无不良和关注类记录；已结清信贷业务中有 16 笔关注类记录，主要有两种情况：（1）银行贷款还旧借新按照其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，长期偿债能力有待提高。但考虑到公司在综合实力、品牌知名度以及土地储备等方面具有的竞争优势，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2018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70.52亿元，约为“16珠投01”、“16珠投03”和“16珠投04”债券代偿本金合计（50.67亿元）的1.39倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；净资产达403.98亿元，约为债券代偿本金合计（50.67亿元）的7.97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，2018年，公司 EBITDA 为29.63亿元，约为债券代偿本金合计（50.67亿元）的0.58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2018年经营活动产生的现金流入99.88亿元，约为债券代偿本金合计（50.67亿元）的1.97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，并考虑到公司在综合实力、品牌知名度以及土地储备等方面具有优势，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。

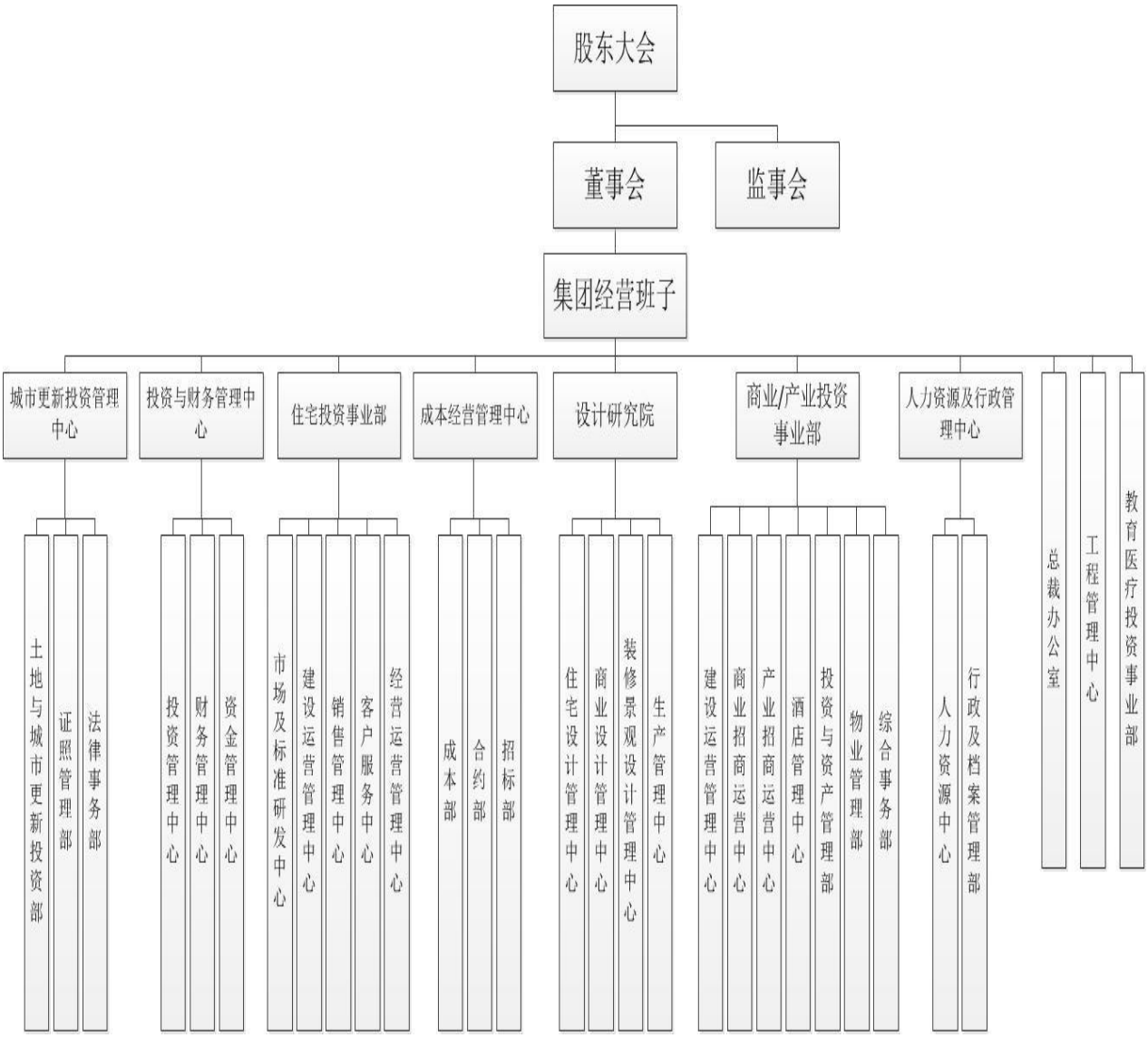
八、综合评价

2018年，公司继续在业务规模、品牌知名度、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、债务负担较重、房地产业务结转收入下降、预付款项和其他应收款对资金形成占用、面临一定的债务集中偿付压力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+”，评级展望为“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
组织架构图



附件2 广东珠江投资股份有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,254.74	1,357.93	1,612.01
所有者权益（亿元）	281.24	311.26	403.98
短期债务（亿元）	32.26	62.24	96.53
长期债务（亿元）	605.55	636.38	720.36
全部债务（亿元）	637.81	698.62	816.89
营业收入（亿元）	92.58	96.49	86.56
净利润（亿元）	7.12	6.78	8.93
EBITDA（亿元）	23.78	25.40	29.63
经营性净现金流（亿元）	-66.01	-11.24	5.84
流动资产周转率（次）	0.10	0.09	0.08
存货周转次率（次）	0.11	0.11	0.08
总资产周转率（次）	0.08	0.07	0.06
现金收入比率（%）	117.96	65.30	99.14
总资本收益率（%）	2.61	2.17	2.31
总资产报酬率（%）	1.97	1.90	1.94
净资产收益率（%）	4.99	2.29	2.50
营业利润率（%）	30.36	21.55	33.69
费用收入比（%）	20.63	13.88	19.59
资产负债率（%）	77.59	77.08	74.94
全部债务资本化比率（%）	69.40	69.18	66.91
长期债务资本化比率（%）	68.29	67.15	64.07
EBITDA 利息倍数（倍）	0.44	0.43	0.52
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.04	0.04
流动比率（倍）	3.12	2.99	2.85
速动比率（倍）	1.29	1.23	1.19
现金短期债务比（倍）	1.08	0.51	0.73
经营现金流动负债比率（%）	-20.97	-3.16	1.39
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.47	0.50	0.58

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 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 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。