跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1454 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”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

评级总监：

二〇二〇年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www.unitedratings.com.cn

广东珠江投资股份有限公司
公司债券2020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+	2019年6月21日
16珠投03	31.00亿元	5年（3+2）	AA+	AA+	2019年6月21日
16珠投04	10.00亿元	5年（3+1+1）	AA+	AA+	2019年6月21日

跟踪评级时间：2020年6月20日

主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额（亿元）	1,357.93	1,612.01	1,792.30
所有者权益（亿元）	311.26	403.98	426.82
长期债务（亿元）	636.38	720.36	701.03
全部债务（亿元）	698.62	816.89	836.99
营业收入（亿元）	96.49	86.56	123.30
净利润（亿元）	6.78	8.93	16.20
EBITDA（亿元）	25.40	29.63	40.81
经营性净现金流（亿元）	-11.24	5.84	125.95
营业利润率（%）	21.55	33.69	26.43
净资产收益率（%）	2.29	2.50	3.90
资产负债率（%）	77.08	74.94	76.19
全部债务资本化比率（%）	69.18	66.91	66.23
流动比率（倍）	2.99	2.85	2.31
EBITDA全部债务比（倍）	0.04	0.04	0.05
EBITDA利息倍数（倍）	0.43	0.52	0.37
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.50	0.58	0.81

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

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；公司土地储备充足且区位优势显著，签约销售额大幅增长，销售回款率保持在较高水平，自持物业区位优势显著，城市更新项目规模较大且已有部分项目土地实现挂牌出让。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司土地储备中工业及仓储用地占有一定比率、公司在建项目尚需投入较大资金、债务负担仍属较重、预付款项和其他应收款对资金形成占用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. **公司土地储备充足且区位优势显著。**公司土地储备及项目集中在一二线城市，土地成本较低，整体储备质量较好且较为充足，可为公司未来业务发展提供良好支撑。

2. **公司销售情况良好，自持物业较为优质。**公司签约销售额大幅增长，回款率处于较高水平；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. **公司城市更新项目规模较大，已有部分项目土地实现挂牌上市。**公司持有较大体量的城市更新项目，北京分钟寺项目部分土地已经实现挂牌出让；后续随着出让土地开发建设补偿款陆续收回，公司债务负担或有所下降。

关注

1．**土地储备中部分非住宅及商业地块占比较大。**公司北京和天津的土地储备中工业、仓储用地规模较大，该性质的土地流动性和去化方式存在较大的不确定性。

2．**在建及城市更新项目尚需投资规模较大。**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．**公司债务负担仍较重，预付账款和其他应收款形成一定资金占用。**公司债务负担仍较重，债务规模较大；公司预付款项及其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。

4．**公司投资性房地产面临公允价值波动风险，对外担保规模较大。**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

闫　欣　登记编号（R0040219070001）
王　彦　登记编号（R0040219040002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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

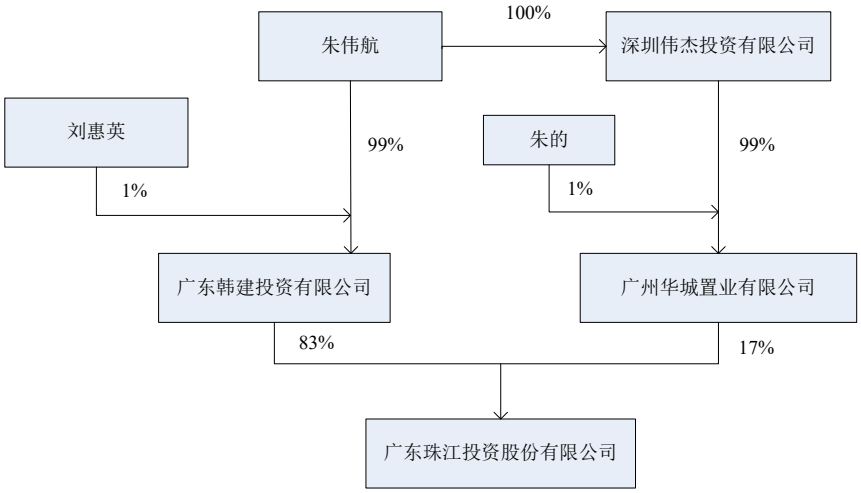
一、主体概况

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 2019 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 2019 年底公司股权结构及实际控制人情况



资料来源：公司提供

2019年，公司经营范围未发生变化。截至2019年底，公司纳入合并范围内子公司166家。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,792.30 亿元，负债合计 1,365.48 亿元，所有者权益 426.82 亿元，其中归属于母公司所有者权益 291.09 亿元。2019 年，公司实现营业收入 123.30 亿元，净利润 16.20 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 16.87 亿元；经营活动产生的现金流量净额 125.95 亿元，现金及现金等价物净增加额 89.92 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，“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，“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，2020年3月16日，“16珠投04”回售有效期登记数量为677,939手，回售金额为677,939,000元。回售实施完毕后，“16珠投04”票面利率为7.50%。2020年4月3日，公司发布公告，根据《回售实施办法的公告》，公司最终确认“16珠投04” 完成转售债券金额677,939,000元，注销未转售债券金额0元。

公司于2020年1月14日支付“16珠投01”2019年1月14日至2020年1月13日期间的利息；于2020年2月24日支付“16珠投03”2019年2月24日至2020年2月23日期间的利息；于2020年3月16日支付2019年3月16日至2020年3月15日期间的利息。

三、行业分析

目前公司主要收入来源于房地产开发与销售，属于房地产行业。

1. 行业概况

2019 年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020 年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下降明显。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点。2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，二三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020 年 1－3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房

地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额 20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。

2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

2. 行业关注

行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券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

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及近年来政治局会议上多次强调“房住不炒”看，房地产调控政策短时间不会退出，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。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

3. 未来发展

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。

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

公司管理层有一定变化，董事兼总经理张国强先生从业经验丰富。

公司董事兼总经理余耀胜，董事翟素文、杨三明、李永红不再担任集团内职务；聘任张国强为公司董事兼总经理，聘任张军洲、郑晨光、容向晖为公司董事。

张国强先生，于2019年加入公司，任公司总裁兼上海地区公司董事长等职务。此前，张国强先生曾任职于广东珠江投资控股集团、广州市海珠区法院、广州市政府法制办等机构。

五、经营分析

1．经营概况

受益于房地产销售、建筑施工业务和房地产销售佣金业务收入增长，公司营业收入同比增幅较大；受房地产销售业务和房地产销售佣金业务毛利率均有不同程度下降影响，公司综合毛利率有所下降。

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；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。公司建筑施工业务由子公司广东珠江工程总承包有限公司（以下简称“珠江工程”）运营，地产中介业务板块由子公司优选好生活科技（珠海）有限公司（以下简称“优好生活”）运营。

2019年，公司营业收入同比增加42.44%至123.30亿元，主要系房地产销售板块收入、建筑施工业务和房地产销售佣金业务大幅增长所致；公司净利润16.20亿元，同比增长81.29%，主要系上述收入以及投资收益大幅增长所致。

表1　2017－2019年公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019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	77.35	80.17	25.32	47.64	55.04	35.82	79.62	64.57	24.15
建筑施工	31.46	32.61	19.45	47.82	55.24	21.73	52.92	42.92	25.15
房地产销售佣金	--	--	--	8.76	10.12	13.94	14.09	11.43	5.61
租赁服务	4.05	4.20	100.00	5.15	5.95	100.00	6.01	4.87	100.00
特许专柜销售佣金	2.38	2.47	9.45	0.86	0.99	10.41	0.46	0.37	10.87
酒店服务	1.35	1.40	83.87	1.62	1.87	86.43	1.48	1.20	85.81
建筑设计	0.78	0.81	71.92	1.75	2.02	90.40	1.13	0.92	69.03
物业管理	0.55	0.57	12.27	0.97	1.12	4.89	1.07	0.87	9.35
其他	0.47	0.49	88.68	0.55	0.63	85.82	1.06	0.86	80.19
抵消	-21.92	-22.71	--	-28.55	-32.98	--	-34.54	-28.01	--
合计	**96.49**	**100.00**	**29.38**	**86.56**	**100.00**	**38.78**	**123.30**	**100.00**	**32.12**

资料来源：公司提供

从收入构成看，2019年，受益于结转项目收入增长，公司房地产销售收入大幅增长，收入占比有所提高；建筑施工收入持续增长，主要系子公司珠江工程业务量增加所致，但占营业收入比重小幅下降。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2019年抵消金额也有所增加。2019年，公司房地产销售佣金收入大幅提高，占公司营业收入比重为11.43%，主要系子公司优好生活业务发展所致。2019年，公司租赁服务收入有所提高，主要系随着公司商业项目逐渐成熟，租金逐渐增加所致；公司其他业务板块规模较小。

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，2019年，公司房地产销售毛利率有所下降；建筑施工业务毛利率有所增长；公司投资性房地产采用公允价值模式计量，不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%；房地产销售佣金毛利率降幅较大，主要系本年度核算时将内部交易直接做收入抵减处理所致。受房地产销售和房地产销售佣金毛利率下降影响，公司综合毛利率同比下降6.66个百分点。

2．房地产开发

（1）土地储备

公司土地储备较为充裕，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，整体土储质量较好；但土地储备中仓储、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。

公司 2019 年获取土地 2 块，合计建筑面积 62.97 万平方米，位于宁波和珠海。

表2　2019年公司获取土地明细（单位：万平方米）

序号	区域	项目名称	取得时间	土地用途	土地面积	建筑面积
1	宁波	奉化花园地块北项目	2019	住宅	3.21	13.47
2	珠海	南屏项目	2019	商务金融	15.28	49.50

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司储备土地面积 1,082.65 万平方米，储备建筑面积 2,129.91 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、商业和综合，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。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 2019 年底公司土地储备情况（单位：万平方米）

序号	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
1	北京	国际城 1#西地块	2004	住宅、商业	3.31	6.00
2	北京	国际城 9#地地块	2010	住宅混合公建用地	1.39	4.45
3	北京	北京金路项目	2011	仓储	9.81	14.53
4	北京	北京上城项目	2004	住宅配套	101.69	106.18
5	北京	张家湾一期	2006	工业综合	11.72	20.26
6	北京	张家湾二期	2006	工业	39.55	42.52
7	北京	张家湾四期	2006	工业	26.03	31.20
8	北京	北京中关村项目	2005	商业	21.51	52.19
9	北京	北京分钟寺项目	2000	棚改（一级土地开发）	150.60	126.00
10	北京	万福项目	1996、2001	住宅、商业	22.70	94.12
11	北京	御景湾项目	2000、2003	住宅、商业	6.68	61.46
12	北京	北京马驹桥科研A北D北	2006	研发	13.40	16.82
13	北京	北京马驹桥物流B06/08 项目	2007	仓储	21.64	28.74
14	北京	永乐开发区 1#2#3#地块	2007	工业	16.21	19.44
15	北京	房山西潞北三村改造项目	2017	综合	96.60	220.00
16	北京	张家湾棚改项目	2005	棚改（一级土地开发）	71.45	110.00

17	天津	天津宝坻 551 项目	2006	商务金融	36.75	90.20
18	天津	天津宝坻建材城项目	2006	工业、仓储	41.67	24.38
19	上海	上海安康苑项目	2010	综合	11.82	102.41
20	上海	复兴东路旧改项目	2017	住宅	1.08	4.25
21	宁波	奉化花园地块北项目	2019	住宅	3.21	13.47
22	广州	广州南沙项目	2000	居住、商业、金融	37.06	104.50
23	广州	天力项目	2002	住宅	1.23	13.68
24	广州	番禺珠江项目	1999	住宅	33.12	84.75
25	广州	珠江智能科技产业园	2017	工业	34.24	89.90
26	广州	广州珠江国际城	2003、2004	住宅	68.75	103.65
27	广州	广州夏湾拿	2003、2004、2005	住宅、商业	34.43	24.10
28	广州	总部商务区	2009	住宅、商业、金融	19.32	25.89
29	珠海	珠海金融中心项目	2014	住宅、商业	2.64	27.80
30	珠海	南屏项目	2019	商务金融	15.28	49.50
31	江门	开平项目	2018	住宅、商业	4.91	37.51
32	昆山	昆山御景花园项目	2005	住宅、商业	8.45	29.39
33	深圳	华谊文化城	2014	商业、新型产业、工业	18.32	65.98
34	惠州	惠州珠江东岸项目	2006	住宅、商业	42.35	85.00
35	成都	成都花博会项目 A 地块	2007	商业	6.90	38.58
36	成都	成都花博会项目 B 地块	2007	商住、办公	10.97	83.56
37	成都	成都花博会项目 E 地块	2007	住宅配套	6.75	42.57
38	西安	西安珠江新城项目	2005	住宅	4.11	9.93
39	西安	西安帝景山庄	2004	住宅	25.00	25.00
合计				--	**1,082.65**	**2,129.91**

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、上海安康苑项目和复兴东路项目为旧改项目、房山西潞北三村改造项目为集体土地改造项目。
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。公司的储备用地主要分布于北京、广州、上海、深圳、成都和天津等城市，以北京为主（储备建筑面积占 44.79%）。公司土地储备建筑面积中一线城市（北京、上海、广州、深圳）占 73.85%，二线城市（成都、天津、西安、珠海、宁波）占 19.01%，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2019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	614.29	953.91
广州	228.15	446.47
上海	12.9	106.66
深圳	18.32	65.98
天津	78.42	114.58
成都	24.62	164.71

西安	29.11	34.93
珠海	17.92	77.3
惠州	42.35	85
江门	4.91	37.51
昆山	8.45	29.39
宁波	3.21	13.47
合计	**1,082.65**	**2,129.91**

资料来源：公司提供

（2）项目开发情况

受益于公司加快项目建设节奏，公司新开工面积大幅增加；公司目前在建项目规模较大，且地理位置优越；公司在建项目尚需投资规模大，未来资金需求大。

从项目开发数据看，2019 年公司加快了开发节奏，新开工项目数和新开工面积均较上年大幅增加，主要系公司根据年度预算和开发节点要求加快了项目建设所致。2019 年，公司竣工面积 86.57 万平方米，较上年下降 43.63%，主要系上年度住宅类项目建设规模不大所致；截至 2019 年底，公司在建面积 772.79 万平方米。

表 5　2017－2019 年公司房地产开发数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工项目数（个）	7	3	12
新开工面积（万平方米）	170.82	72.99	274.54
竣工项目数（个）	10	12	6
竣工面积（万平方米）	104.93	153.57	86.57
在建面积（万平方米）	665.40	584.82	772.79

注：在建项目包含城市更新项目，竣工面积不含一级开发项目
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在建项目总建筑面积 2,268.30 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 2,222.78 亿元，已完成投资 1,150.54 亿元，尚需投资 1,072.24 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 2019 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#西	北京	住宅、商业	19.20	12.84	5.62	7.22	剩余商业楼待建
国际城 9#地	北京	住宅混合公建用地	21.20	18.50	13.92	4.58	剩余商业楼待建
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%
御景湾项目	北京	住宅、商业	61.46	71.00	14.83	56.17	北区已取得预售，南区施工中
北京上城项目	北京	住宅配套	130.80	155.56	47.54	108.02	五期项目建设中
中关村项目	北京	商业	90.34	86.80	62.05	24.75	第三期项目已开工
张家湾项目一期	北京	工业综合	46.96	26.30	11.28	15.02	整体进度完成 50%
张家湾项目二期	北京	工业	53.12	22.41	4.97	17.44	整体进度完成 35%
张家湾项目四期	北京	工业	31.20	17.40	3.19	14.21	整体进度完成 15%
北京马驹桥物流 B06/08 项目	北京	仓储用地	28.74	20.15	1.82	18.33	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	1.92	15.06	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	1.38	5.02	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	31.85	19.39	8.46	10.93	二期建设中，已取得预售
天津宝坻 551 项目	天津	商业金融	90.20	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	3.95	5.85	整体进度完成 45%，部分封顶
上海方家窑项目	上海	商业金融	66.38	55.00	33.76	21.24	四期已开工
上海吴淞路项目	上海	住宅	7.52	48.20	25.48	22.72	工程封顶，三栋住宅竣备
昆山御景花园	昆山	住宅、商业	62.37	34.86	18.85	16.01	一二期已建，三期报建中
奉化花园地块南项目	宁波	商住	32.08	30.00	17.22	12.78	住宅部分已开预售
广州珠江国际城	广州	住宅	194.96	203.58	52.45	151.13	整体进度完成 45%
广州夏湾拿	广州	住宅、商业	92.15	81.15	36.46	44.69	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	6.38	12.22	整体进度完成 40%
清远众康项目	清远	住宅	9.70	6.52	3.92	2.60	工程封顶，仅剩少量尾货和车位待售
成都花博会项目 A 地块	成都	商业用地	72.15	41.00	30.00	11.00	整体进度完成 70%
成都花博会项目 D 地块	成都	商业用地	27.70	12.54	5.52	7.02	工程进度达正负零
西安珠江新城项目	西安	住宅用地	68.54	25.00	19.68	5.32	七组团待建
番禺珠江项目	广州	商品住宅用地	84.75	128.00	19.81	108.19	第一期基本售罄，剩余少量尾货
珠江智能科技产业园	广州	工业	89.90	55.00	12.87	42.13	一二期已开工，第一期商业已封顶
广州南沙项目	广州	居住、商业、金融	181.78	109.00	54.40	54.60	整体进度完成 50%
珠海金融中心	珠海	住宅、商业	27.80	50.49	21.42	29.07	工程达正负零，第一期已预售
惠州珠江东岸项目	惠州	商品住宅用地	120.53	59.06	24.44	34.62	项目已开工，第一期已开始预售
深圳华谊项目	深圳	商业、新型产业、工业	65.98	73.03	31.39	41.64	第一期项目已取得预售证，正在销售中
北京分钟寺棚改	北京	棚改综合	225.00	344.00	296.60	47.40	回迁楼正在建设中，第一期上市地块完成征收
上海安康苑旧改	上海	旧改综合	102.41	306.00	248.26	57.74	项目第一期已开工
合计	--	--	**2,268.30**	**2,222.78**	**1,150.54**	**1,072.24**	--

资料来源：公司提供

（3）房地产销售情况

公司销售情况良好，签约销售金额及销售均价均大幅增长，回款率处于较高水平；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。但一二线城市房地产相关政策仍较严格，可能影响项目去化和盈利空间，由此带来的风险仍需关注。

从销售数据看，2019 年公司协议销售面积为 62.11 万平方米，较上年增长了 11.15%，主要系公司先后在上海、广州、北京、宁波等推出了多个优质项目，且销售情况较好所致；2019 年，公

司房地产协议销售均价为 22,616.37 元/平方米，较上年大幅增长，主要系公司在一线城市中心城区推出高品质住宅所致；综合以上，2019 年，公司房地产协议销售金额为 140.47 亿元，较上年增长 89.03%。2019 年，公司销售回款率为 97.89%，较上年变化不大，属很高水平。

2019 年，公司结转面积 32.03 万平方米，较上年有所下降；公司结转收入为 79.62 亿元，较上年大幅提高，主要系上海吴淞路项目销售收入结转所致。

表 7　2017－2019 年公司房地产销售数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
协议销售面积（万平方米）	57.95	50.96	62.11
协议销售金额（亿元）	60.13	74.31	140.47
协议销售均价（元/平方米）	10,376.19	14,582.76	22,616.37
回款率（%）	84.64	97.23	97.89
结转收入面积（万平方米）	74.68	52.14	32.03
结转收入（亿元）	77.35	47.64	79.62

注：2019年结转收入中含马二西土地一级整理收入，由于规模相对较小计入房地产结转收入；结转收入面积不含土地一级开发的结转面积
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在建项目中，已销售面积 412.44 万平方米，已达预售条件待售面积 46.12 万平方米，整体去化率较好。

表8　截至2019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
国际城 1#西	北京	住宅、商业	19.20	10.20	18.10	0.12	--
国际城 9#地	北京	住宅混合公建用地	21.20	16.75	14.12	0.07	--
北京金路项目	北京	仓储用地	22.03	7.50	--	--	出租经营
御景湾项目	北京	住宅、商业	61.46	--	2.71	3.79	--
北京上城项目	北京	住宅配套	130.80	24.62	24.12	0.15	--
中关村项目	北京	商业	90.34	38.15	14.74		--
张家湾项目一期	北京	工业综合	46.96	26.70	--	--	出租经营
张家湾项目二期	北京	工业	53.12	10.60	--	--	出租经营
张家湾项目四期	北京	工业	31.20	--	--	--	--
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	--	--	出租经营
天津宝坻 210 居住项目	天津	住宅	31.85	9.30	7.85	1.62	--
天津宝坻 551 项目	天津	商业金融	90.20	--	--	--	--
天津宝坻建材城项目	天津	工业、仓储	24.38	--	--	--	--
上海方家窑项目	上海	商业金融	66.38	39.03	11.63	1.24	--
上海吴淞路项目	上海	住宅	7.52	5.32	3.43		--
昆山御景花园	昆山	住宅、商业	62.37	32.98	26.89	0.31	--
奉化花园地块	宁波	商住	32.08		11.87		--

广州珠江国际城	广州	住宅	194.96	91.31	60.10	13.37	--
广州夏湾拿	广州	住宅、商业	92.15	68.05	48.57	6.85	--
总部商务区	广州	商业金融、住宅用地	37.30	11.41	--	--	--
清远众康项目	清远	住宅	9.70	--	6.23	0.21	--
成都花博会项目A地块	成都	商业用地	72.15	33.57	8.99	4.89	--
成都花博会项目D地块	成都	商业用地	27.70	--	--	--	--
西安珠江新城项目	西安	住宅用地	68.54	58.61	51.75	0.51	--
番禺珠江项目	广州	商品住宅用地	84.75	--	7.58	0.34	--
珠江智能科技产业园	广州	工业	89.90	--	--	--	--
广州南沙项目	广州	居住、商业、金融	181.78	77.28	54.72	8.28	--
珠海金融中心	珠海	住宅、商业	27.80		1.72	2.17	--
惠州珠江东岸项目	惠州	商品住宅用地	120.53	35.53	37.19	0.53	--
深圳华谊项目	深圳	商业、新型产业、工业	65.98	--	0.13	1.67	--
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	**--**	**--**	**2,268.30**	**608.47**	**412.44**	**46.12**	**--**

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

3．城市更新改造

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，对公司收入与利润形成重要贡献；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。公司分钟寺棚改项目部分土地已达到挂牌出让条件，L-24、L-26、L-39 和 L-41 地块已经出让；预计公司可回收土地整理返还款 112.98 亿元。

公司分别在上海和北京参与了城市更新改造项目，其中上海项目为上海安康苑和复兴东路项目；北京项目为北京分钟寺项目、房山西潞北三村改造和张家湾棚改项目。

表 9　截至 2019 年底公司城市更新项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	占地面积	建筑面积	总投资额	已投资额	待投资额
北京分钟寺项目	150.60	126.00	344.00	296.6	47.40
北京张家湾棚改项目	71.45	110.00	146.22	29.80	116.42
房山西潞项目	96.60	220.00	210.00	42.14	167.86
上海安康苑项目	11.82	102.41	306.00	248.26	57.74
上海复兴东路项目	1.08	4.25	30.00	1.00	29.00
合计	**331.55**	**562.66**	**1,036.22**	**617.80**	**418.42**

资料来源：公司提供

上海安康苑旧改项目为苏河湾经济带重点建设项目，是原闸北区“十二五”规划重点发展项目。项目位于上海市中心城区核心地段，东与虹口、南与黄浦相邻，东至河南北路，西至浙江北路，北至天目东路，南至海宁路。项目总占地面积为11.82万平方米，拟建建筑面积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。本项目属于一二级联动的改造项目，计划总投资306.00亿元，于2015年启动拆迁改造，截至2019年末，项目累计投入约248.26亿元，后续预计还需投入57.74亿元（根据进度逐步投入）。本项目已获得227.00亿元的银团贷款用于拆迁和项目建设，剩余资金缺口主要依靠销售回款。本项目拆迁工作现已基本完成，政府已完成三个地块的交付工作，项目一期已四证齐全，进入二级开发建设阶段，预计2021年可实现预售，一期预计货值超200亿元，其他地块正在规划中，整个安康苑项目货值预计将超过1,000亿元。

北京张家湾棚改项目位于北京通州工业开发区南扩区，经北京市通州区人民政府授权，通州区园区管委会、北京通州工业开发区总公司于2005年与公司设立项目公司对张家湾南扩区进行土地一级开发整理工作。南扩区建设用地面积146公顷，共分为六个地块实施，其中三个地块已实现上市，剩余三个地块尚处于改造阶段。根据有关政策要求，对于尚未改造完成的三个地块，公司于2016年取得了项目棚改授权。张家湾棚改项目占地面积约71万方，计划总投入146.22亿元，目前公司正在对项目开发方案进行规划。

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 2019 年底已投入约 296.6 亿元，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。分钟寺项目属于一级土地开发项目，一级开发可实现收入由政府按“成本+利润”进行返还，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）。公司分钟寺棚户区改造项目，L-24 和 L-26 地块已于 2020 年 5 月 9 日成功挂牌出让。公司预计可收回土地开发建设补偿总额为人民币约 48.35 亿元；L-39 地块已于 2020 年 5 月 19 日成功挂牌出让，成交价为 42.00 亿元，预计可收回土地开发建设补偿总额为人民币约 24.81 亿元；L-41 地块已于 5 月 19 日成功挂牌出让，成交价为 65.40 亿元，预计可收回土地开发建设补偿总额为人民币约 39.82 亿元。截至 2020 年 5 月 28 日，公司分钟寺项目共上市三宗土地（四个地块），预计可收回一级土地整理返还款共计约 112.98 亿元，公司会与政府保持积极沟通，加快收回土地整理款。

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 42.14 亿元，总体规划正在设计和制定中。

上海复兴东路旧改项目是公司通过股权收购方式取得的项目，位于上海市中心城区黄浦区，南至复兴东路，西至光启路，东至四牌楼路，北至学院路。项目由 234A-01 地块及 234A-02 地块组成，总占地面积 1.08 万平方米，土地性质为商住。项目属于一二级联动的改造项目，预计总征收面积约 13,907 平方米（最终以四清摸底为准），计划总投资 30.00 亿元，已投入 1.00 亿元。该项目处于改造前期。

4．自持物业

公司自持物业集中于一二线城市，物业地理位置较好，出租率情况良好；但投资性房地产增值率较高，公允价值存在一定波动风险。

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2019年底，公司自持物业（不含自用面积）建筑面积172.26万平方米，持有物业账面净值75.23亿元，评估价值330.64亿元，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81.10%，出租率良好，其中上海方家窑米格天地、张家湾创展家居项目正在升级改造中，北京永乐项目正在招租。2019年，公司自持物业实现租金收入6.01亿元。

表 10　截至 2019 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	1.41	商业、写字楼	100.00	0.36	7.10
北京中关村商业项目	22.68	商业	100.00	13.05	78.57
张家湾创展家居项目	21.1	商业	--	4.34	14.77
天津轻纺城项目	16.52	商业	85.00	5.62	9.09
上海方家窑项目	13.44	商业	70.00	5.36	37.37
深圳珠江广场	9.29	商业、写字楼	90.00	3.79	17.22
成都国际花园商业项目	1.99	商业	98.00	0.64	8.96
成都珠江广场	16.82	商业	97.00	9.92	62.45
西安珠江时代广场	10.70	商业	100.00	8.12	31.59
马驹桥物流基地	4.32	仓储	100.00	2.72	3.33
广州信华商业项目	1.06	商业	80.00	0.83	3.88
广州增城珠江创业中心	29.34	商业、写字楼	45.00	14.05	32.9
北京路丰通达物流园	0.33	仓储	100.00	0.12	0.25
北京永乐一期	11.81	仓储	--	2.55	3.6
从化商务区奥特莱斯	10.61	商业	--	3.73	15.36
广州其他物业	0.84	商业、写字楼	100.00	0.03	4.21
合计	**172.26**	**--**	**81.10**	**75.23**	**330.65**

注：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；北京永乐项目、从化商务区现正在招租中；自持物业综合出租率不包含张家湾创展家居项目、北京永乐项目、从化商务区项目
资料来源：公司提供

5．建筑施工板块

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。

公司建筑施工业务收入主要是下属子公司珠江工程的收入，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。2019 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 32.87 亿元。

6．房地产代理销售板块

近年来，公司进入房地产销售代理业务，相关业务发展迅速。

2018 年以来，公司进入房地产销售代理业务，由子公司优好生活进行运营。优好生活为房地产开发企业提供全方位的代理业务（含代理、分销和电商等），主要代理公司的地产项目，富力贵阳项目、广州广盛项目和当代东戴河项目等。优好生活与房多多、世联行、我爱我家和安居客等大中型经纪公司以及媒体服务平台达成了战略合作意向。2019 年，优好生活房地产代理销售业务收入为 14.09 亿元，同比增长 60.84%。

7．经营关注

公司土地储备中存在一定比率的非住宅及商业地块。

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；该性质土地流动性和去化方式都存在较大的不确定性。

在建项目规模较大，未来存在较大的资金压力。

截至2019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。

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。

8．未来发展

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。

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，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：公司将继续推进现有项目建设和土地上市工作，把控建筑质量，丰富产品内容和设计，打造绿色人居生态，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；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。

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：公司将继续挖掘和提升持有型物业商业价值，优化和提升招商与运营水平，在保障出租率的基础上，逐步提升租金收益。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2019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2019年底，公司纳入合并范围内主要子公司166家，较年初增加合并单位13家，减少合并单位11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2019年末，公司合并资产总额1,792.30亿元，负债合计1,365.48亿元，所有者权益426.82亿元，其中归属于母公司所有者权益291.09亿元。2019年，公司实现营业收入123.30亿元，净利润16.20亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润16.87亿元；经营活动产生的现金流量净额125.95亿元，现金及现金等价物净增加额89.92亿元。

2．资产质量

公司资产规模较大，构成以流动资产为主；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；公司受限资产占比较高；整体看，公司资产质量尚可。

截至2019年末，公司合并资产总额1,792.30亿元，较年初增长11.18%，系流动资产增长所致。其中，流动资产占76.73%，非流动资产占23.27%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

截至2019年末，公司流动资产1,375.27亿元，较年初增长14.61%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长较快所致。公司流动资产主要由货币资金（占11.59%）、预付款项（占13.10%）、其他应收款（占16.82%）和存货（占55.93%）构成。

截至2019年末，公司货币资金159.42亿元，较年初增长129.38%，主要系当年销售回款增加所致。货币资金中有64.13亿元受限资金，受限比例为40.23%，主要为用于担保的存单保证金和银行贷款保证金。

截至2019年末，公司其他应收款231.34亿元，较年初增长32.77%，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270万元。从账龄看，1年以内其他应收款账面余额占比52.56%，未计提坏账准备；1－2年占比16.71%，未计提坏账准备；2－3年占比9.95%，未计提坏账准备；3年以上占比20.78%，计提坏账准备270万元。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2019年末，公司存货769.13亿元，较年初增长10.15%，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96.89%，已完工开发产品占2.71%；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，部分项目以旧改为主，同时部分项目为工业、物流用地，公司存货去化周期将受到一定影响，流动性存在较差的情况。公司存货区域分布较好，未计提跌价准备。截至2019年底，公司账面价值261.49亿元的存货用于抵押贷款，占存货账面价值的比重为34.00%，受限比例一般。

（2）非流动资产

截至2019年末，公司非流动资产417.03亿元，较年初增长1.20%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占12.10%）和投资性房地产（占79.95%）构成。

截至2019年末，公司可供出售金融资产50.46亿元，较年初增长37.58%，主要系新增嘉兴璟鑫投资合伙企业（有限合伙）和深圳市汇信众益七号投资管理合伙企业（有限合伙）投资以及增加北京维太格科技有限公司投资所致。

截至2019年末，公司投资性房地产333.42亿元，较年初增长1.68%，较年初变化不大。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2019年底，公司用于抵押的投资性房地产账面价值合计162.60亿元，占48.77%，受限比例较高。

截至2019年底，公司受限资产600.02亿元，占总资产的比重为33.51%，受限资产占比较高。

表 11　截至 2019 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

受限科目	受限账面价值	受限情况说明
货币资金	64.13	36.23 亿元用于子公司融资；预售房款、保证金等。
固定资产	9.92	子公司项目融资
投资性房地产	162.60	子公司项目融资
存货	261.49	子公司项目融资
公司股权	102.48	子公司项目融资
合计	**600.62**	--

资料来源：公司债券年报

3．负债和所有者权益

（1）负债

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；公司有息债务期限分布较为均匀。

截至2019年末，公司负债总额1,365.48亿元，较年初增长13.03%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占43.62%，非流动负债占56.38%。公司负债结构相对均衡，流动负债占比上升较快。

截至2019年末，公司流动负债595.63亿元，较年初增长41.64%，主要系短期借款、预收账款和其他应付款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占13.98%）、应付票据及应付账款（占27.28%）、其他应付款（占32.21%）、预收款项（占16.40%）和一年内到期的非流动负债（占8.85%）构成。

截至2019年末，公司短期借款83.25亿元，较年初增长97.03%，主要系公司补充流动资金所致。

截至2019年末，公司应付账款160.76亿元，较年初增长3.73%，主要系主要系随着项目建设规模扩大所致。

截至2019年末，公司预收款项97.71亿元，较年初增长149.98%，主要系本年度房地产销售规模扩大所致。

截至2019年末，公司其他应付款191.87亿元，较年初增长74.46%，主要系应付关联方往来款所致。

截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债52.71亿元，较年初下降2.78%，较年初变化不大。

截至2019年末，公司非流动负债769.85亿元，较年初下降2.24%，较年初变化不大。公司非流动负债主要由长期借款（占78.80%）、应付债券（占12.26%）和递延所得税负债（占8.93%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 606.62 亿元，较年初增长 2.70%，较年初变化不大；长期借款主要由质押借款和抵押借款构成。

截至 2019 年末，公司应付债券 94.41 亿元，较年初下降 27.21%，主要系偿还债务所致。

截至 2019 年末，公司递延所得税负债 68.75 亿元，较年初增长 2.51%，较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司全部债务 837.00 亿元，较年初增长 2.47%，较年初变化不大。其中，短期债务占 16.24%，长期债务占 83.76%。短期债务 136.00 亿元，较年初增长 40.93%，主要系短期借款增长所致。长期债务 701.03 亿元，较年初下降 2.68%，较年初变化不大。截至 2019 年末，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 76.19%、66.23%和 62.16%，较年初分别提高 1.25 个百分点、下降 0.68 个百分点和下降 1.91 个百分点。从公司有息债务到期分布情况看，公司有息债务到期分布较为均衡。

表 12　截至 2019 年底公司有息债务期限分布（单位：亿元）

项目	1 年以内	1—2 年	2—3 年	3 年以上	小计
短期借款	83.25	--	--	--	83.25
一年内到期的非流动负债	52.71	--	--	--	52.71
长期借款	--	138.23	126.13	342.26	606.62
应付债券	8.80	65.61	5.00	15.00	94.41
合计	144.76	188.84	146.13	357.26	836.99

注：1 年内应付债券考虑到债券回售的因素，与审计报告 1 年内到期的有息债务数据有一定差异
资料来源：公司提供

（2）所有者权益

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。

截至2019年末，公司所有者权益为426.82亿元，较年初增长5.65%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为68.20%，少数股东权益占比为31.80%。归属于母公司所有者权益291.09亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占14.43%、1.07%、13.12%和70.62%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

4．盈利能力

受益于房地产销售板块收入、建筑施工业务和房地产销售佣金业务大幅增长，公司营业收入和利润规模大幅增长；公司本年度营业利润对投资收益有一定依赖。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。

2019年，公司实现营业收入123.30亿元，较上年增长42.45%，主要系房地产销售板块收入、建筑施工业务和房地产销售佣金业务大幅增长所致。营业成本为83.69亿元，较上年增长57.93%，增速高于营业收入主要系毛利率下降所致。实现营业利润21.06亿元，较上年增长55.57%，主要系上述收入与投资收益大幅增长所致。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为18.61亿元，较上年增长9.72%，主要系销售费用和研发费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为23.40%、42.18%、8.90%和25.52%。其中，销售费用为4.35亿元，较上年增长36.39%，主要系当年签约销售额大幅增长所致；管理费用为7.85亿元，较上年下降12.11%，主要系公司加强成本管控所致；研发费用为1.66亿元，较上年增长3,756.88%，主要系珠江工程研发专利技术活动增加所致；财务费用为4.75亿元，较上年下降0.96%，较上年变化不大。

2019 年，公司实现投资收益 6.08 亿元，较上年增长 8,506.95%，主要系转让子公司广东佛山珠江科技数码城建设有限公司的股权导致投资收益大幅增加所致；投资收益占营业利润比重为 28.88%，对营业利润影响较大。2019 年，公司实现其他收益 0.47 亿元，较上年增长 46.24%，主要系政府补助大幅增长所致；其他收益占营业利润比重为 2.22%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现营业外收入 0.30 亿元，较上年增长 147.38%，主要系收取违约金大幅增长所致。2019 年，公司实现利润总额 20.12 亿元，较上年增长 67.65%。营业外收入占利润总额比重为 1.51%，对利润影响不大。2019 年，公司实现净利润 16.20 亿元。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 26.43%，较上年下降 7.26 个百分点，主要系毛利率下降所致；2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 10.06%、7.58%和 3.90%，较上年分别提高 7.75 个百分点、提高 5.63 个百分点和提高 1.40 个百分点。

5．现金流

公司经营活动现金流呈大规模净流入态势，投资活动现金净流出规模大幅收窄，公司筹资活动净流出。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入270.02亿元，较上年增长170.34%，主要系房屋签约销售额、建筑业务和房地销售佣金业务大幅增长所致；经营活动现金流出144.07亿元，较上年增长53.20%。2019年，公司经营活动现金净流入125.95亿元，较上年增长2,056.75%。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入5.37亿元，较上年增长425.20%，主要系收到其他与投资活动有关的现金大幅增长所致；投资活动现金流出6.13亿元，较上年下降92.17%，主要系投资支付的现金和取得子公司及其他营业单位支付的现金净额减少所致。2019年，公司投资活动现金净流出0.76亿元，净流出幅度较上年下降99.02%。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入255.68亿元，较上年下降5.49%；筹资活动现金流出290.95亿元，较上年增长80.33%。2019年，公司筹资活动现金净流出35.27亿元，较上年净流入转为净流出。

6．偿债能力

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。

从短期偿债能力指标看，截至2019年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的2.85倍和1.19倍分别下降至2.31倍和1.02倍，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至2019年末，公司现金短期债务比由年初的0.73倍提高至1.17倍，现金类资产对短期债务的保障程度有所提高。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司 EBITDA 为40.81亿元，较上年增长37.73%。从构成看，公司 EBITDA 由计入财务费用的利息支出（占83.28%）和利润总额（占15.39%）构成。2019年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的0.52倍下降至0.37倍，EBITDA 对利息的覆盖程度偏弱；公司 EBITDA 全部债务比由上年的0.04倍提高至0.05倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力有待进一步提高。

截至2019年底，公司共获得各家银行授信额度为821.02亿元，已使用额度543.90亿元，尚未使用额度277.12亿元。

截至2019年底，公司对外担保余额112.04亿元，占净资产的比重为26.25%。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但所担保借款大都有抵押资产，若被担保方经

营不善，公司存在一定的或有负债风险。

表 13　截至 2019 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

接受担保公司名称	期末余额	担保性质
上海宏兴房地产发展有限公司	27.98	向关联方担保
广东珠江纺织博览中心有限公司	24.04	向关联方担保
恒赢投资有限公司	12.18	向关联方担保
广东合生泰景房地产有限公司	11.44	向关联方担保
广东珠江教育投资有限公司	9.81	向关联方担保
广东航粤实业有限公司	9.33	向关联方担保
上海合金材料总厂有限公司	6.70	向关联方担保
广东珠江商贸物流投资有限公司	5.80	向关联方担保
林芝珠江投资有限公司	1.50	向关联方担保
中山大学南方学院	1.45	向关联方担保
广东省田园实业发展有限公司	1.32	向关联方担保
天津财经大学珠江学院	0.24	向关联方担保
第三方	0.25	非关联方担保
合计	**112.04**	**--**

资料来源：公司提供

截至2019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 2020 年 4 月 23 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。

7．母公司财务分析

母公司资产构成主要为子公司往来款以及持有的子公司股权，母公司债务负担较重，母公司营业收入和净利润规模较小。

截至2019年末，母公司资产总额979.97亿元，较年初增长12.02%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产743.30亿元(占比75.85%），非流动资产236.67亿元(占比24.15%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占93.63%）构成，非流动资产主要由可供出售金融资产（占15.41%）和长期股权投资（占78.30%）构成。截至2019年末，母公司货币资金为35.61亿元。

截至2019年末，母公司负债总额922.21亿元，较年初增长12.67%。其中，流动负债802.78亿元（占比87.05%），非流动负债119.43亿元（占比12.95%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占97.85%）构成，非流动负债主要由长期借款（占18.64%）和应付债券（占79.05%）构成。母公司2019年资产负债率为94.11%，较2018年提高0.54个百分点。

截至2019年末，母公司所有者权益为57.76亿元，较年初增长2.58%，较上年变化不大；其中，实收资本为42.00亿元（占72.71%）、资本公积合计0.16亿元（占0.27%）、未分配利润合计12.47亿元（占21.60%）以及盈余公积合计1.87亿元（占3.24%）。

2019年，母公司实现营业收入1.03亿元，同比下降25.11%；实现净利润0.20亿元，同比下降90.21%。

2019年，母公司经营活动产生的现金流量净额33.53亿元，投资活动产生的现金流量净额21.99亿元，筹资活动产生的现金流量净额-59.72亿元。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019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160.76亿元，约为“16珠投01”、“16珠投03”和“16珠投04”债券待偿本金合计（50.67亿元）的3.17倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较好；净资产达426.82亿元，约为债券待偿本金合计（50.67亿元）的8.42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，2019年，公司 EBITDA 为40.81亿元，约为债券待偿本金合计（50.67亿元）的0.81倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2019年经营活动产生的现金流入270.02亿元，约为债券待偿本金合计（50.67亿元）的5.33倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较高。

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

公司在业务规模、品牌知名度、区域布局和开发经验等方面有较强的优势；公司土地储备充足且区位优势显著，签约销售额大幅增长，销售回款率保持在较高水平，自持物业区位优势显著，城市更新项目规模较大且已有部分项目土地实现挂牌出让。同时，联合评级也关注到公司土地储备中工业及仓储用地占有一定比率、公司在建项目尚需投入较大资金、债务负担仍属较重、预付款项和其他应收款对资金形成占用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
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,357.93	1,612.01	1,792.30
所有者权益（亿元）	311.26	403.98	426.82
短期债务（亿元）	62.24	96.53	135.96
长期债务（亿元）	636.38	720.36	701.03
全部债务（亿元）	698.62	816.89	836.99
营业收入（亿元）	96.49	86.56	123.30
净利润（亿元）	6.78	8.93	16.20
EBITDA（亿元）	25.40	29.63	40.81
经营性净现金流（亿元）	-11.24	5.84	125.95
流动资产周转率（次）	0.09	0.08	0.18
存货周转次率（次）	0.11	0.08	0.11
总资产周转率（次）	0.07	0.06	0.07
现金收入比率（%）	65.30	99.14	146.59
总资本收益率（%）	2.17	2.31	2.83
总资产报酬率（%）	1.90	1.94	2.30
净资产收益率（%）	2.29	2.50	3.90
营业利润率（%）	21.55	33.69	26.43
费用收入比（%）	13.88	19.59	15.09
资产负债率（%）	77.08	74.94	76.19
全部债务资本化比率（%）	69.18	66.91	66.23
长期债务资本化比率（%）	67.15	64.07	62.16
EBITDA 利息倍数（倍）	0.43	0.52	0.37
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.04	0.05
流动比率（倍）	2.99	2.85	2.31
速动比率（倍）	1.23	1.19	1.02
现金短期债务比（倍）	0.51	0.73	1.18
经营现金流动负债比率（%）	-3.16	1.39	21.14
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.50	0.58	0.81

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

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+销售费用+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。