

信用等级公告

联合〔2019〕821号

奥园集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对奥园集团有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

奥园集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

奥园集团有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年八月六日

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>

奥园集团有限公司（面向合格投资者） 公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 15 亿元（含 15 亿元）

债券期限：本期债券分为两个品种，其中品种一为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，品种二为 4 年期，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息，到期还本

评级时间：2019 年 8 月 6 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	516.86	1,203.00	1,781.09	1,848.54
所有者权益（亿元）	123.75	378.28	415.31	416.80
长期债务（亿元）	68.23	129.70	193.05	217.28
全部债务（亿元）	101.37	282.59	372.57	413.27
营业收入（亿元）	98.59	196.20	307.66	35.55
净利润（亿元）	13.45	26.83	41.57	1.49
EBITDA（亿元）	22.14	38.22	62.14	--
经营性净现金流（亿元）	48.53	-75.83	135.52	-55.64
营业利润率（%）	27.68	25.46	25.80	25.13
净资产收益率（%）	11.97	10.69	10.48	--
资产负债率（%）	76.06	68.56	76.68	77.45
全部债务资本化比率（%）	45.03	42.76	47.29	49.79
流动比率（倍）	1.48	1.64	1.42	1.42
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.14	0.17	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.38	2.55	2.35	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.48	2.55	4.14	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、长期应付款中应付融资租赁款已计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对奥园集团有限公司（以下简称“公司”或“奥园集团”）的评级反映了公司作为布局全国的具备较强综合实力的房地产开发公司，在土地成本及开发规模、区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面具备较强优势；近三年，公司积极拓展业务并取得良好成效，协议销售面积与金额逐年快速增长，现金流状况大幅改善；公司股东增资大幅提高公司资本实力，公司总资产和所有者权益均大幅上升。同时，联合评级也关注到房地产行业受政策调控影响较大，公司项目资金支出压力较大，有一定集中偿付压力，权益结构稳定性较弱等因素对公司信用水平造成的不利影响。

公司土地储备和在建项目规模较大，未来随着项目的陆续销售，公司经营将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

优势

1. 粤港澳大湾区经济发展较快，区域房地产市场景气度较高，作为深耕湾区的房地产企业，公司面临良好的外部发展环境。

2. 公司通过收并购等形式择机获取土地，目前项目储备满足公司发展需求，土储区域聚焦的同时分布具有梯度，土地获取成本有优势。

3. 近年来公司整体开发和销售节奏较快、签约销售和结转收入增长强劲，整体规模快速提升。

4. 股东增资大幅提高公司的资本实力，近三年公司资产规模和利润规模大幅增长，资产质量较高，财务状况良好，公司账面资金较为充足。

关注

1. 房地产行业受政策影响较大,“房住不炒”的政策基调下区域政策、结构性调控可能会给公司经营业绩、财务状况和现金流量带来一定影响。

2. 近三年公司加大项目获取力度和开发建设规模,经营活动净现金流波动较大,投资活动现金流持续净流出;公司项目开发建设规模较大,开发资金需求较高,面临一定的资金支出压力。

3. 公司债务规模增长较快,短期债务占比偏高,债务结构有待改善;少数股东权益在所有者权益中占比较大,所有者权益稳定性较弱。

分析师

罗星驰

电话: 010-85172818

邮箱: luoxc@unitedratings.com.cn

卢 瑞

电话: 010-85172818

邮箱: lur@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：



联合信用评级有限公司

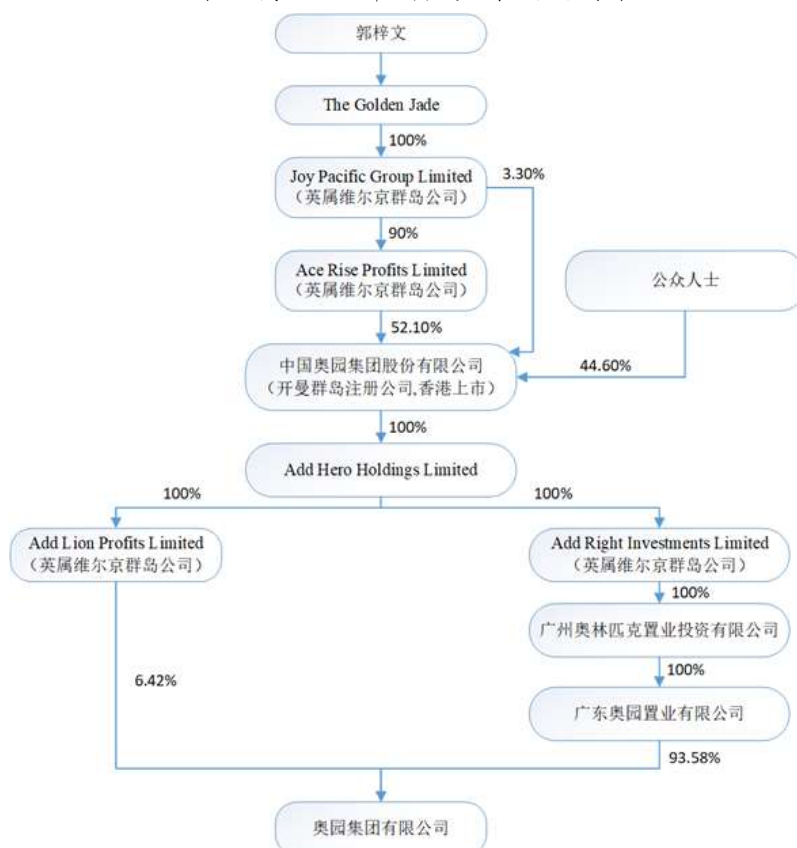
一、主体概况

奥园集团有限公司（以下简称“奥园集团”或“公司”）原名广东金业集团有限公司，于 1998 年 5 月，经广州市工商行政管理局批准成立，初始注册资本 2,038 万元；初始股东为：番禺市金业物业管理有限公司，出资 1,600 万元（货币）持股 78.51%；番禺市梓业建筑安装工程有限公司，出资 250 万元（货币）持股 12.27%；番禺市梓业装饰工程有限公司，出资 150 万元（货币）持股 7.36%；番禺市华宇建筑装饰工程有限公司，出资 38 万元（货币）持股 1.86%。

根据公司 2003 年 7 月股东会决议，公司名称变更为现名，公司注册资本变更为 30,000 万元。根据公司 2003 年 10 月股东会决议，股东变更为：广东奥园物业管理有限公司以现金出资 23,619 万元，持股 78.73%；广州市番禺梓业建筑安装工程有限公司以现金出资 6,381 万元，持股 21.27%。

经过历次转让变更以及增资后，截至 2015 年 12 月 28 日，公司注册资本为 111,000 万元，实收资本为 111,000 万元，公司控股股东变更为广东奥园置业有限公司，出资 71,800 万元，持股 64.68%，Add Lion Profits Limited 为公司第二大股东，出资 39,200 万元，持股 35.32%，二者合计持有公司 100% 股权。2017 年 11 月 30 日，根据公司董事会决议，公司股东广东奥园置业有限公司向公司增资 500,000 万元人民币，增资后公司注册资本变更为人民币 611,000 万元。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 611,000 万元，其中 ADD LION PROFITS LIMITED 持股 6.42%，广东奥园置业有限公司持股 93.58%，为公司控股股东。公司实际控制人为郭梓文先生。截至 2019 年 3 月底，公司股权结构如下图所示。

图 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司属房地产行业。主要经营活动为房地产开发经营、房地产中介服务、房地产咨询服务、物业管理等，包括住宅地产开发、商业地产开发及文化旅游地产开发，产品业态包括普通住宅、文化旅游地产、养老地产、商业办公楼、酒店等。

截至 2019 年 3 月底，公司设有董事局办公室、财务资金中心、内审中心、产品管理中心、客户研究中心、信息技术中心、行政人事中心、战略投资发展中心、成本中心、品牌中心、安全管理中心、党委办公室 12 个部门（见附件 1）。截至 2018 年底，公司员工总数 11,977 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,781.09 亿元，负债合计 1,365.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 415.31 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 219.71 亿元。2018 年，公司实现营业收入 307.66 亿元，净利润（含少数股东损益）41.57 亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计 34.69 亿元；经营活动产生的现金流量净额 135.52 亿元，现金及现金等价物净增加额 111.93 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 1,848.54 亿元，负债合计 1,431.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 416.80 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 220.97 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.55 亿元，净利润（含少数股东损益）1.49 亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计 1.26 亿元；经营活动产生的现金流量净额-55.64 亿元，现金及现金等价物净增加额-18.62 亿元。

公司注册地址：广州市番禺区桥南街市良路 9 号文化长廊 14 座首层自编 A 区；法定代表人：郭梓宁。

二、本次（期）债券及债券募集资金用途

1. 本次（期）债券概况

本期债券名称为“奥园集团有限公司（面向合格投资者）公开发行 2019 年公司债券（第一期）”。本期债券发行规模为不超过 15 亿元（含 15 亿元）。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行。本期债券分为两个品种，其中品种一为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，品种二为 4 年期，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券为固定利率债券，票面利率及其确定方式将由公司和主承销商根据市场询价情况和簿记建档结果确定，并将不超过国务院或其他有权机构限定的利率水平。

本期债券无担保。

2. 本次（期）债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后用于偿还公司到期或进入回售期的公司债券。

三、行业分析

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

1. 行业概况

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

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016年全国房地产开发投资102,581亿元，同比增长6.88%，增速较上年上升5.9个百分点；2017年，我国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增0.16个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018年，全国房地产开发投资120,263.51亿元，同比增长9.50%，增速较前11月回落0.2个百分点，但仍高于2017年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高速增长下继续维持在高位。

图2 2015~2018年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，2016年以来房地产投资增速有所回升，2018年虽保持较高增速，但下滑趋势显现。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

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

2016年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现1%和0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降16%外，二、三线城市土地出让金分别上升68%和9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升9%和18个百分点到9,965元/平方米和45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升74%和34个百分点到2,696元/平方米和51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分

别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线城市的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

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。

表 1 2015~2018 年全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
推出面积	113,235	103,212	111,907	128,440
同比	-18	-9	8	20
成交面积	85,671	85,885	95,036	105,492
同比	-21	-3	8	14
出让金	21,793	29,047	40,623	41,773
同比	-10	31	38	2
楼面均价	1,384	1,904	2,374	2,159
同比	14	40	26	-11
土地平均溢价率	16	43	29	13
同比	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

总体看，2016 年土地市场热度高涨，楼面均价及溢价率均大幅上涨，随着 2017 年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落，2018 年房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低。

（2）开发资金来源状况

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，

同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,694亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906亿元，同比下降2.00%。

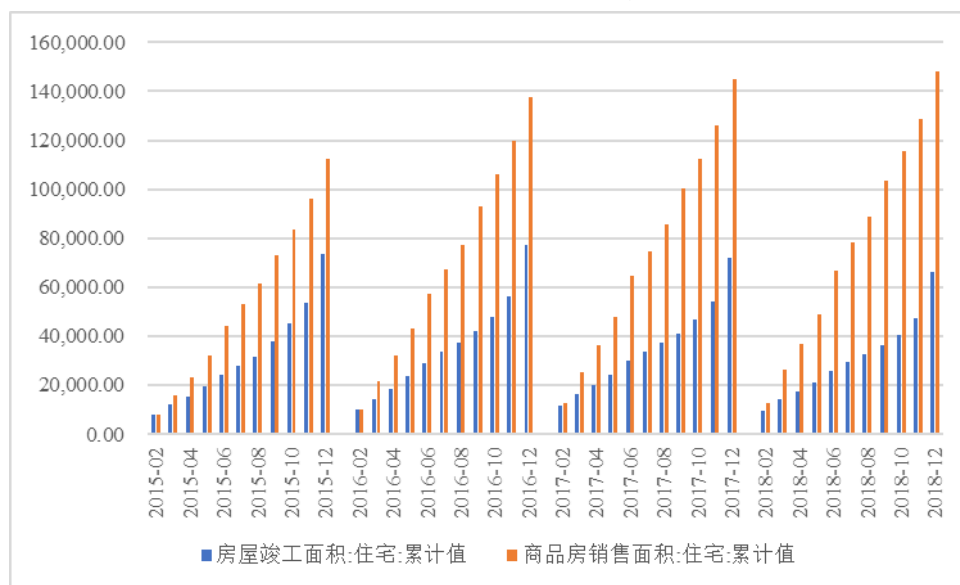
2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率2019年以来连续下降，2019年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

总体看，2016年10月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018年，货币政策结构性宽松，2019年房企融资环境有所改善。

（3）市场供需情况

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

图3 2015~2018年全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind

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%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长5.30%，办公楼销售面积增长24.30%，商业营业用房销售面积增长18.70%；住宅销售额增长11.30%，办公楼销售额增长17.50%，商业营业用房销售额增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，其中住宅待售面积同比减25.10%，办公楼待售面积同比增

加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind

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。

图 5 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



注：二线城市数据用 Wind 资讯 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一二线数据进行模拟代替。

资料来源：Wind，联合评级搜集整理

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。2016 年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。

（4）销售价格情况

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

2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

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%。

图 6 2015~2018 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

3. 行业竞争

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了十多年的黄金时期，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2016 年，房地产行业前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19%

和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。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。

表 2 2015~2018 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10	26.89
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50	38.32
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38	19.08
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03	25.74

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。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。

表 3 2018 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	绿地控股
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科企业	8	龙湖地产
4	保利地产	9	华夏幸福
5	融创中国	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

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

4. 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	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，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。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	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018 年 12 月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018 年 12 月	2018 年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019 年 1 月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019 年 3 月	2019 年 3 月《政府工作报告》提出“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”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”
2019 年 4 月	2019 年 4 月，中共中央政治局召开会议，再次提出“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，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，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要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，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。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”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地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。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进

供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

2019年3月5日，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。

2019年4月19日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署当前经济工作，会议再次提出，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”，为未来的房地产市场定下了基调。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。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。

5. 行业关注

（1）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。

（2）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2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”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。

（3）中小房企面临被整合风险

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

6. 未来发展

（1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

（2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

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

（3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

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

（4）转变盈利模式，提升经营收益

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

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

7. 广东省经济发展及房地产市场概况

公司业务主要位于珠三角地区，广东省经济发展及珠三角的主要城市房地产市场情况对公司业务发展具有重要影响。

（1）经济发展水平

2016~2018年，广东省全年地区生产总值（GDP）分别为79,512.05亿元、89,879.23亿元和97,277.77亿元，GDP总量蝉联全国第一名；同比增长率分别为7.5%、7.5%和6.8%，高于全国

GDP 增速。2018 年，广东省三次产业结构比重为 4.0: 41.8: 54.2，三大产业增加值分别同比增长 4.2%、5.9%和 7.8%，第三产业保持快速发展。

截至 2018 年底，广东省常住人口 11,346 万人，较上年末增加 177 万人，人口净增量规模居全国各省市领先地位，其中自然增长人口 92.76 万人，外来流入人口约 84.24 万人，人口净流入规模较大，主要向珠三角地区汇聚。

总体看，广东省经济发展水平较高，经济增速基本保持稳定，产业结构改善，人口净流入规模较大。

（2）房地产市场情况

近年来，广东省房地产市场整体发展情况良好，部分城市房地产市场景气度显著上升。2018 年，广东省商品房销售有所降温，但仍保持较高水平。2018 年，广东省全年房地产开发投资 14,412.19 亿元，同比增长 19.3%，其中，珠三角地区房地产开发投资 9,827.78 亿元，同比增长 14.3%；按用途分，商品住宅开发投资 9,757.86 亿元，同比增长 20.5%；办公楼和商业营业用房投资分别为 1,178.90 亿元和 1,416.68 亿元，分别同比增长 0.45%和同比下降 1.97%。销售方面，2018 年，广东省商品房销售面积 14,336.31 万平方米，同比下降 10.2%；商品房销售额 18,742.12 亿元，同比下降 0.3%，2018 年商品房销售面积同比下降，销售额同比基本持平，商品房销售市场总体处于低位盘整阶段。

广州市方面，2018 年，广州市房地产开发投资完成额 2,701.93 亿元，同比下降 0.04%，其中商品住宅开发投资额 1,733.75 亿元，同比下降 2%；商品房施工面积 10,999 万平方米，同比增长 3.2%；商品房新开工面积 1,775.44 万平方米，同比下降 4.2%，开发投资有所降温。从销售来看，2018 年广州市商品房销售面积 1,550.27 万平方米，同比下降 11.8%；商品房销售额 3,102.66 亿元，同比增长 0.1%。

政策方面，2018 年 2 月，广东省人民政府印发《广东省供给侧结构性改革总体方案（2017~2018 年）》，将全省城市分为四个类型，实行“一类一策”去库存政策；其中，一类城市为库存规模大、需求旺盛的城市，包括佛山、惠州、中山、清远等；二类城市为库存规模较大、需求较旺盛城市，包括江门、肇庆、东莞、韶关、汕头等；三类城市为库存规模小、需求平稳的城市，包括河源、梅州、阳江、云浮等；四类城市为住房限购的广州、深圳以及库存规模小、需求旺盛的珠海。2018 年 10 月，广州市优化限价调控方式，目的是解决双合同问题，降低首付门槛，加快网签速度；政策出台后，广州市商品房成交量有所提高。2018 年 11 月，广州市城市更新局发布《关于深入推进城市更新工作的实施细则（征求意见稿）》，其中提出了一系列推进旧村全面改造的政策，利好广州市城市更新项目的发展。2019 年 1 月，广州市对落户政策进行了一定调整，落户门槛有所放宽，有利于房地产市场的发展。2019 年 2 月，中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，对粤港澳大湾区的战略定位、发展目标、空间布局等方面进行了纲领性规划，并在环保、教育和人才、就业创业、健康和养老等方面提出了具体方向。

总体看，近年来广东省房地产市场整体发展情况良好，部分城市房地产市场景气度显著上升；随着粤港澳大湾区战略意义的明确、广州市城市更新工作的推进等，公司面临良好的外部发展环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为中国奥园集团股份有限公司（以下简称“中国奥园”，股票代码：3883.HK）最大

的子公司，负责中国奥园内地房地产项目的运营。奥园集团十多年来致力于房地产的开发及运营，从 1997 年成功开发广州金业别墅花园至今，历经多年的发展，相继在广州、深圳、重庆、成都、沈阳、南宁等全国大中城市开发了多个大型房地产项目，已经成为全国知名的房地产开发企业。2009 年，公司确立商住双线发展的战略，刚需住宅与商业项目并行发展，旗下项目布局于全国五大经济圈，形成区域聚焦。奥园精品住宅楼盘主要包括南沙奥园、中山奥园、清远奥园、佛冈奥园、沈阳奥园国际城、重庆奥园城市天地、株洲奥园神农养生城等，定位为中高端健康养生居庭。奥园商业系列包括奥园广场、奥园城市天地、奥园养生广场、奥园越时代、沈阳奥园会展广场、奥园国际中心、株洲奥园广场等，项目均拥有成熟的城市生活配套，产品以黄金旺铺、写字楼、精品住宅等为主。

公司具有房地产开发国家一级资质，开发水平持续保持业界领先，多个楼盘荣获各项殊荣，南国奥园屡次被住房和城乡建设部（原建设部）、中国 32 家主流媒体评为“中国名盘”称号；中山奥园获得由国家住宅与居住环境工程中心颁发的“健康住宅示范工程”称号，还囊括了联合国环境规划署（UNEP）颁发的“国际花园社区”大奖；沈阳奥园国际城被联合国人居署最佳范例专家委员会、联合国人居署最佳范例杂志、中国和谐发展论坛组委会联合授予“联合国人居署生态科技最佳范例奖”。

根据 2018 年 3 月 22 日，国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院三家单位联合颁布的“2018 中国房地产百强企业榜单”，公司排名第 27 位，排名较 2017 年再次提升。同时，公司荣获“2018 中国房地产百强企业—运营效率 TOP10”、“2017-2018 中国房地产年度扶贫标杆企业”。根据中国房地产业协会、上海易居房地产研究院、中国房地产测评中心主办的 2019 中国房地产 500 强测评成果，公司位列《2019 年中国房地产开发企业 500 强榜单》第 29 位。

总体看，公司作为全国知名的房地产开发企业，房地产开发经验丰富，开发实力较强，具有一定的行业竞争力，公司开发项目拥有较好的影响力和较高的品牌美誉度。

2. 人员素质

截至 2019 年 4 月 30 日，公司董事会成员 3 名；未设监事会，设监事 1 人；高级管理人员共 6 名。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

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

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

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

公司董事兼财务资金中心总监陈志斌先生，1981 年出生，中山大学岭南学院经济学学士，金融学专业，中国注册会计师。曾于德勤华永会计师事务所、广州中新知识城投资开发有限公司、

花样年集团分别任审计经理、财务投资经理及财务部总经理等职。于 2014 年 8 月加入公司，现主要负责公司财务资金管理及内部审计工作，任公司董事兼财务资金中心总监、中国奥园集团股份有限公司首席财务官。

截至2018年底，公司员工总数11,977人。按文化程度划分，高中及以下学历占比6%，大专学历占比55%，本科学历占比35%，研究生学历占比4%；从年龄划分，公司30岁以下的员工占比51%，30至50岁的员工占比46%，50岁以上的员工占比3%。

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

五、公司管理

1. 公司治理

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

截至 2018 年底，公司董事会由 3 名董事组成。董事会是公司的最高权力机构，保证公司的一切活动符合中国的法律、法规和有关规定，决定公司的一切重大事宜，董事会在确保公司一切活动合法和公司章程的基础上，负责制定合资企业的经营目标、发展规划及重大经营措施，审定和批准总经理提出的年度预算，年度经营计划和管理部门提出的工作报告，以及决定年度利润分配或亏损弥补的方案等关于企业发展的重大事项。

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

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

总体看，公司治理结构简单，董事会、监事能够独立运作，整体治理运行情况良好。

2. 管理体制

截至 2019 年 3 月底，公司设有董事局办公室、财务资金中心、内审中心、产品管理中心、客户研究中心、信息技术中心、行政人事中心、战略投资发展中心、成本中心、品牌中心、安全管理中心、党委办公室 12 个部门；另外，公司在全国多个省市设有若干项目开发公司、酒店等，拥有二百余家全资或控股子公司。公司通过成立项目公司从事房地产项目开发，并在项目当地设立子公司。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。经过多年的发展，奥园集团结合自身工作制度、流程和企业文化，整合投资、融资、规划设计、营销、工程建设、成本控制、招商和资产经营等各环节工作衔接配合，持续开发并执行“奥园标准化项目开发模式”，从拿地、设计到建造、招商、销售、营运，再到开业，均在同一条线上统筹，从而实现了各个环节的无缝接入，同时，在决策和经营层面上一体化，使得项目决策和理念更有效地推进。

财务管理方面，公司实行高度集中、独立核算的会计管理体制，公司财务资金中心负责集团会计工作的组织和集团统一会计政策、制度的制定；公司及附属各公司按国家法律、法规开展各项会计工作。公司设置计财中心作为整个集团的财务管理机构。公司按照国家有关会计政策和法

规，制定有财务工作流程、资金管理、费用管理、资产管理、预算管理、税务管理等多方面的财务内部控制制度，从而保证了有关授权、签章等内部控制环节的有效执行，确保了会计核算的质量和会计职能作用的发挥。

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

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

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

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

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营住宅开发和销售，属于房地产开发企业。公司房地产销售状况良好，经营规模整体持续扩大，2016~2018 年，公司营业收入逐年增长，三年分别为 98.59 亿元、196.20 亿元和 307.66 亿元，年均复合增长 76.65%，主要系交付物业面积大幅增加所致；2016~2018 年，公司净利润逐

年增长，三年分别为 13.45 亿元、26.83 亿元和 41.57 亿元，年均复合增长 75.80%，其中归属于母公司所有者的净利润逐年增长，三年分别为 11.08 亿元、22.33 亿元和 34.69 亿元。

从收入构成来看，房地产销售一直是公司最核心的业务，近三年在营业收入中的占比分别为 94.80%、96.01%和 97.46%。2016~2018 年，公司房地产销售收入分别为 93.47 亿元、188.38 亿元和 299.84 亿元，呈不断增长态势，主要系公司结转项目不断增加所致。2016~2018 年，公司其他业务收入分别为 5.12 亿元、7.83 亿元和 7.82 亿元，波动增长，但占营业收入的比例不大。

毛利率方面，2016~2018 年，公司房地产销售业务毛利率分别为 37.80%、32.40%和 33.97%，受结转项目差异影响而波动下降，但仍处于较好水平。2016~2018 年，公司其他业务毛利率分别为 27.24%、34.35%和 52.05%，逐年提高，但其他业务对公司收入贡献不大，对盈利能力影响有限。受房地产销售业务毛利率波动影响，2016~2018 年，公司综合毛利率分别为 37.25%、32.48%和 34.43%。

表 5 2016~2018 年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

主营业务	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
房产销售收入	93.47	94.80	37.80	188.38	96.01	32.40	299.84	97.46	33.97
其他业务	5.12	5.20	27.24	7.83	3.99	34.35	7.82	2.54	52.05
合计	98.59	100.00	37.25	196.20	100.00	32.48	307.66	100.00	34.43

注：其他业务收入主要包括提供物业管理服务、租金收入和酒店住宿服务等。

资料来源：公司审计报告

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.55 亿元，同比增长 12.76%；实现净利润 1.49 亿元，受期间费用增长和结转项目毛利率下降影响同比减少 29.90%，其中归属于母公司所有者的净利润 1.26 亿元。

总体看，随着公司交付物业面积大幅增加，公司近几年营业收入与净利润增长较快，毛利率维持在相对较高水平。

2. 土地储备

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

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

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

从近年来公司项目获取情况看，2016~2018 年，公司新获取项目储备权益建筑面积分别为 273.48 万平方米、811.46 万平方米和 899.17 万平方米，近两年公司保持了较大的项目获取力度，积极把握市场投资机会并为未来销售进行项目储备。从土地储备成本来看，2016~2018 年，公司新获取土地楼面均价分别为 3,510.34 元/平方米、3,428.25 元/平方米和 3,049.94 元/平方米，逐年下降，其中 2017 年下降主要系收并购获取项目占比上升所致，2018 年进一步下降主要系主要拿地区域土地市场降温所致。2019 年 1~3 月，公司新获取项目数量 11 个，权益建筑面积 177.48 万平

方米，具体情况如下表所示。

表 6 公司取得土地情况（单位：个、万平方米、亿元、元/平方米）

土地获取时间	地区	获取项目数量	权益建筑面积	土地出让金总额	平均楼面价
2016 年	广东省	7	111.39	57.31	5,145.17
	广西省	4	89.33	11.12	1,244.78
	四川省	1	45.06	16.59	3,681.84
	浙江省	1	24.05	8.99	3,738.05
	江苏省	1	3.65	1.99	5,452.05
小计		14	273.48	96.00	3,510.34
2017 年	广东省	23	270.71	125.95	4,652.53
	广西省	4	89.50	13.88	1,550.59
	四川省	1	23.82	12.18	5,113.35
	浙江省	3	28.03	9.55	3,407.57
	江苏省	3	95.78	27.61	2,882.36
	湖南省	3	105.77	16.73	1,582.10
	湖北省	1	33.33	13.75	4,124.07
	山东省	3	43.48	13.41	3,085.55
	北京市	2	17.59	26.26	14,933.65
	贵州省	1	30.20	1.61	532.23
	福建省	2	39.53	9.18	2,321.79
	重庆市	2	33.73	8.08	2,395.70
小计		48	811.46	278.19	3,428.25
2018 年	广东省	16	208.92	87.80	4,202.49
	广西省	2	111.84	16.60	1,484.51
	四川省	5	77.21	17.16	2,223.01
	浙江省	2	43.56	12.45	2,858.94
	江苏省	2	41.51	7.17	1,727.55
	湖南省	6	77.70	24.69	3,177.74
	湖北省	2	18.15	15.75	8,676.37
	山东省	1	8.24	4.54	5,514.09
	陕西省	4	68.63	22.16	3,228.66
	安徽省	2	56.15	7.47	1,330.45
	福建省	3	29.92	9.42	3,149.40
	重庆市	4	46.24	10.59	2,290.44
	天津市	1	15.69	13.44	8,567.96
	河北省	3	17.91	7.67	4,284.75
	河南省	1	20.38	5.82	2,857.62
	海南省	1	16.26	5.40	3,321.93
	云南省	1	13.66	5.00	3,660.03
	江西省	1	27.20	1.09	398.88
小计		57	899.17	274.24	3,049.94
2019 年 1~3 月	广东省	2	58.24	17.16	2,946.65
	安徽省	1	2.51	1.44	5,728.64
	浙江省	3	9.07	7.91	8,718.31
	广西省	1	4.96	2.38	4,802.02

	江西省	1	61.00	5.16	845.68
	福建省	1	12.39	6.31	5,090.13
	陕西省	1	13.54	7.40	5,461.39
	河北省	1	15.76	9.39	5,958.12
小计		11	177.48	57.14	3,219.74
合计		130	2,161.59	705.57	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司土地储备按照收入结转时点进行统计，统计口径为尚未结转收入土地的建筑面积（包含待发展物业建筑面积、发展中物业建筑面积、完工未售建筑面积）。截至 2018 年底，公司拥有 173 个项目的土地储备，规划建筑面积 3,061.67 万平方米，权益规划建筑面积 2,454.02 万平方米，公司项目储备充足。从土地储备区域分布上来看，公司土地储备分布较广，以二三线城市为主，其中广东省各市区占比相对较高；从土地储备成本来看，除少量北京、深圳、珠海等地部分地块拿地价格相对较高外，其他地区的购地成本整体较低，公司的土地储备整体质量较好。截至 2018 年底公司土地储备情况见附件二。

总体看，公司通过收并购等多种形式择机获取土地，控制土地成本，目前土地储备规模较大，可以满足公司的开发节奏；公司土地储备区域分布较广，在聚焦粤港澳大湾区的同时在二三线区域有梯度的布局项目，整体土地储备的情况较好。

3. 项目开发情况

公司的房地产开发坚持“商住双线”发展战略，经过多年开发实践，概括出“两套标准，两个整合，一个平衡”的执行标准。“两套标准”之一是产品标准：奥园的商业分成三大系列，分别为奥园广场系列、城市天地系列以及住宅商业底商。奥园广场的系列定位为区域领先型的家庭购物中心加乐活街区；城市天地系列定位为体验式的主题商业街区加商业公寓、写字楼、酒店结合体；住宅底商主要是住宅小区的社区配套服务。第二套标准是管控标准：奥园从选址、定位、设计、建造、营销、招商到后期运营等一系列环节形成了系统的管理规范，整体协调，前后兼顾。“两个整合”首先是整合人的资源，形成开发、运营、招商等系列能力；第二是整合商家资源，成立了奥商会平台，吸引了近千商家加盟。“一个平衡”是指平衡好租售比现金流的问题。公司根据不同的产品系列实施差异化战略，由于前期定位明确且整体开发能力较强，公司项目的推进节奏较快，有效提升公司的存货周转能力，加快资金周转。同时，面对较短的项目开发周期，公司对行情的判断更加准确，可合理根据短期行情的判断来决定项目投资，减少公司经营风险。

公司开发的三大系列产品，从项目的产品类别来看，多以刚性需求为主的高去化率产品，包括首次置业和改善性置业住宅，重点开发中高档住宅项目和 LOFT 商业公寓，公司所开发项目区域分布较为广泛，广东省占比较高。

从项目开发节奏来看，2016~2018年，公司新开工面积分别为185.32万平方米、509.75万平方米和958.85万平方米，呈不断增长态势，主要系行业景气度较高，公司加大开工力度所致。2016~2018年，公司竣工面积分别为108.63万平方米、249.68万平方米和358.91万平方米，随着公司施工节奏加快而逐年增长。2016~2018年，公司期末在建面积分别为361.69万平方米、621.76万平方米和1,221.71万平方米。2019年1~3月，公司新开工面积311.70万平方米，竣工面积60.98万平方米，公司项目开发节奏保持较快水平；公司期末在建面积1,472.43万平方米。

表 7 公司房地产开发数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
新开工面积（万平方米）	185.32	509.75	958.85	311.70
竣工面积（万平方米）	108.63	249.68	358.91	60.98
在建面积（万平方米）	361.69	621.76	1,221.71	1,472.43

注：统计口径含公司所有操盘子公司（含联营公司）

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2019 年 3 月底，公司在建、拟建项目数量合计 157 个，在建项目规划总建筑面积 4,544.46 万平方米，计划权益总投资约 2,357.31 亿元，已完成权益投资 1,415.05 亿元，尚需权益投资 942.26 亿元；公司在建、拟建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了一定的开发建设支出压力。

表 8 截至 2019 年 3 月底公司在建、拟建项目区域分布情况（单位：个、万平方米、亿元）

序号	区域	项目数量	总建筑面积	计划总投资	已完成投资	尚需投资
1	广东省	64	1,638.50	930.56	612.12	318.44
2	广西省	14	614.02	222.22	120.01	102.20
3	重庆市	11	328.56	162.43	126.96	35.47
4	湖南省	10	298.26	125.17	44.57	80.60
5	四川省	7	240.23	149.21	86.32	62.89
6	辽宁省	2	229.60	104.30	89.30	15.01
7	江苏省	7	216.46	128.30	76.03	52.27
8	浙江省	10	187.74	90.81	54.89	35.92
9	安徽省	5	168.56	62.67	43.91	18.76
10	陕西省	4	112.71	70.19	11.29	58.90
11	福建省	5	109.88	60.02	34.64	25.37
12	湖北省	3	87.68	53.06	22.43	30.63
13	山东省	4	61.85	44.65	21.78	22.87
14	江西省	2	47.45	18.33	7.31	11.02
15	贵州省	1	41.52	15.03	4.24	10.79
16	河北省	3	35.33	17.55	5.74	11.81
17	云南省	1	32.90	19.84	5.00	14.84
18	河南省	1	30.28	22.60	10.84	11.75
19	天津市	1	22.70	19.49	10.07	9.42
20	海南省	1	21.00	15.49	10.04	5.45
21	北京市	1	19.24	25.39	17.57	7.82
合计	--	157	4,544.46	2,357.31	1,415.05	942.26

注：表中建筑面积为在建项目规划总建筑面积

资料来源：公司提供，联合评级整理

从公司开发业务发展定位来看，公司项目开发规模较大，已经形成了自己独特的品牌特色。公司通过对潜在购买人群的深入分析，实现“精细化”发展模式，尽量实现“错位竞争”，在楼盘绿化、房屋内部配套、公共区域设置、物业服务等多方面实现差异化竞争的同时，公司在产品中嵌入互联网技术，开发“奥园 AO 智爱生活平台”，目前广州奥园城市天地、萝岗奥园广场、奥园越时代成为率先运营“奥园 AO 公寓”的三个标杆性项目，公司不断增加开发项目产品的附加值，提升品牌价值。

总体看，2016~2018 年，公司项目开发节奏逐年加快，新开工面积和竣工面积大幅增长；公司在建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。

4. 房产销售情况

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

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

从公司销售情况来看，受房地产景气度回升影响，2016~2018 年，公司签约销售面积不断增长，分别为 213.99 万平方米、386.89 万平方米和 814.93 万平方米。签约销售均价方面，2016~2018 年，公司销售均价不断提高，分别 0.89 万元/平方米、1.05 万元/平方米和 1.01 万元/平方米，波动增长，其中 2017 年增长较快主要系区域房地产价格提升所致。受销售面积增速较快影响，公司签约销售金额不断增长，近三年分别为 191.39 亿元、404.62 亿元和 814.93 亿元。销售回款方面，2016~2018 年，公司销售回款率分别为 90%、80%和 78%，逐年下降主要系银行对房地产的信贷收缩政策影响按揭回款额度减慢所致。2019 年 1~3 月，公司实现协议销售面积 164.68 万平方米，协议销售均价 0.98 万元/平方米，协议销售金额 160.90 亿元。

表 9 公司房地产销售数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
达预售项目（个）	40	69	136	149
协议销售面积（万平方米）	213.99	386.89	814.93	164.68
协议销售金额（亿元）	191.39	404.62	824.12	160.90
协议销售均价（万元/平方米）	0.89	1.05	1.01	0.98
销售回款率（%）	90	80	78	75

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至2019年3月底，公司在售/可售项目剩余可售面积1,618.22万平方米，能满足公司未来1~2年的销售需求，可售面积较为充足；从公司项目去化情况看，已取得预售证面积整体去化率为88.94%，去化水平良好。

总体看，近三年公司签约销售面积和金额增长较快，受银行对房地产的信贷收缩政策影响按揭回款额度减慢影响销售回款率有所回落；公司在售/可售面积较为充足，为公司实现销售目标提供了基础保证。

5. 自持物业

目前，公司自持物业规模并不大，且大部分处于未完工或招商中状态。从物业类型看，公司自持物业主要是商业大厦及店铺。自持物业中，广州南国奥园、南沙国奥、广奥、养生广场、沈阳奥园国际城、广州奥园城市天地等项目较为成熟，已经全部对外出租。其他自持物业仍处于正在进行招商或尚未完工状态。截至 2018 年底，公司主要持有物业情况如下表所示。

表 10 截至 2018 年底公司主要持有物业情况（单位：万平方米、%、亿元）

序号	项目名称	建筑面积	物业概况	出租率	投资成本	账面金额
1	广州南国奥园	5.83	高尔夫球场、小学、幼儿园	100	1.04	1.06
2	广州国奥投资发展中心	0.24	写字楼	100	0.10	0.23
3	广州奥园	0.86	商业	100	0.40	0.87
4	广州奥园养生广场	0.61	商业	100	0.65	1.02
5	沈阳奥园国际城	0.15	酒店	100	0.07	0.07
6	沈阳奥园会展广场	12.48	商用、零售商店	未完工，招商中	0.72	1.35
7	广州奥园城市天地	1.38	商用、会所	100	1.12	2.20
8	广州奥园康威广场	6.00	商用、零售商店	未完工，招商中	0.37	0.52
9	阳江奥园公园一号	1.00	商用	未完工，招商中	0.02	0.02
10	广州萝岗奥园广场	3.44	商用	已完工，招商中	3.70	5.23
11	重庆奥园城市天地	5.26	商用	80	3.92	5.94
12	梅州蕉岭奥园广场	1.91	商用、零售商店	85	1.12	1.93
13	梅州五华奥园广场	2.72	商用、零售商店	98	1.43	2.68
14	珠海奥园广场	6.36	商用、零售商店	85	7.27	11.22
15	浏阳奥园广场	2.76	商用、零售商店	未完工，招商中	1.30	2.02
16	翰林银座广场	3.55	商用、零售商店	未完工，招商中	0.98	0.98
17	成都成华奥园广场	6.50	商用、零售商店	未完工，尚未开始招商	1.86	1.75
18	宁都奥园广场	2.62	商用、零售商店	未完工，招商中	1.22	1.59
19	玉林奥园广场	5.26	商用、零售商店	未完工，招商中	2.14	3.20
20	浦北奥园广场（4 地块）	2.60	商业购物中心	未完工，尚未开始招商	0.33	0.34
21	慈溪奥园观山海酒店	1.80	酒店	未完工，尚未开始招商	1.19	1.25
22	大埔奥园广场	2.50	商业购物中心	未完工，尚未开始招商	0.13	0.13
23	海景城	0.77	购物广场	100	0.32	0.33
24	北京南二环商贸大厦	1.60	商贸大厦，含写字楼，酒店和购物广场	100	4.89	9.53
25	江门购物广场	6.55	商业购物中心	已完工，招商中	7.04	7.06
26	祁东奥园广场	2.80	商业购物中心	未完工，尚未开始招商	0.24	0.25
27	江西大余项目	1.20	商业购物中心	未完工，尚未开始招商	0.05	0.05
28	威宁奥园广场	2.80	商业购物中心	未完工，尚未开始招商	0.19	0.19
29	重庆盘龙 1 号-B6# 集中商业	5.19	商业购物中心	100	4.81	4.93
30	重庆国际城 B4 栋 商业	1.93	商业购物中心	100	1.25	2.33
31	其他	0.78	幼儿园、写字楼等	100	0.39	0.49
合计		99.45	--	--	50.26	70.76

资料来源：公司提供，联合评级整理

2016~2018 年，公司租金收入分别为 7,106.31 万元、5,814.62 万元和 8,627.58 万元，其中 2017 年有所下降主要系部分租金收入在 2017 年调整到奥园集团同一控制非合并范围的公司中收取所致，2018 年大幅增长一方面由于原有出租物业的租金根据合同条款递增使得租金收入增加，另一

方面由于重庆奥园城市天地、珠海奥园广场等自持物业于 2018 年完工并且开始出租，使得租金收入增加。

总体看，公司自持物业规模一般，且大部分处于未完工或招商中状态，随着公司自持物业逐渐完工并投入运营，自持物业租金收入有望为公司提供一定的现金流补充。

6. 经营效率

2016~2018 年，公司存货周转率分别为 0.22 次、0.26 次和 0.23 次，波动上升；公司流动资产周转率分别为 0.25 次、0.24 次和 0.22 次，逐年下降；公司总资产周转率分别为 0.23 次、0.23 次和 0.21 次，呈下滑态势。从同行业上市公司比较情况看，公司存货周转率、总资产周转率以及流动资产周转率均处于行业中较为一般。

表11 2018年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
阳光城	0.31	0.26	0.24
华发股份	0.15	0.16	0.15
金科股份	0.22	0.23	0.21
蓝光发展	0.29	0.28	0.25
奥园集团	0.23	0.22	0.21

注：上市公司数据引自 Wind 资讯，公司数据由联合评级根据公司审计报告计算。

资料来源：Wind 资讯

总体看，公司经营效率较为一般。

7. 经营关注

（1）公司业务布局分布中广东省各市区占比较高，广东省经济发展及房地产市场情况对公司业务发展具有重要影响。

（2）公司在建项目较多，规模较大，资金压力较大，带来了一定的开发建设支出压力。

（3）近三年随着公司在建项目的增多、区域布局的拓展，项目管理、资金管理难度相应加大，对公司项目运营管理能力提出更高的要求。

8. 未来发展

公司将以珠三角、长三角、环渤海、中西部核心区及北部湾五大经济圈为核心，实施区域聚焦的战略布局，秉持“构筑健康生活”的品牌理念，致力于为客户提供一流的产品和创造健康的生活方式。为全面拓展企业开发规模，公司的战略布局继续扩张，除继续大力发展一线城市地产业务外，公司结合自身业务转型的需要，向重点的二、三线城市辐射，比如浙江杭州、广东珠海等城市。

在产业链方面，未来公司将形成开发、施工、运营、物管系统产业链。这可以为公司房地产项目建筑施工、装饰装修等提供稳定的支持，减少对外部施工单位的依赖，同时有利于公司资源整合，发挥产业的协同效应，降低工程建设成本，强化工程质量，提高产品质量。产业链的形成也为公司增加新的利润增长点，增强公司盈利能力和抗风险能力，有助于提高公司市场竞争力。

在商品房开发方面，公司继续坚持商住双线发展战略，一方面注重住宅市场的刚性需求，积极开发高性价比的精品及舒适型住宅产品，另一方面加大商业地产的开发力度，坚持“销售为主，自持为辅”，商住并重，共同增长，保持商业项目与住宅项目合理比例。商住比例变化短期内会

受阶段性的主推产品业态影响，长期来看，公司的商业比例控制在 30%左右。

在信息化建设方面，奥园 AO 系列产品通过整合政府教育、医疗、交通等公共资源，社区周边中介、家政、装修等社会资源，以及奥园自身的商城、商街、文化旅游、养生保健等资源，构筑一个多方共赢的 O2O 智慧联通渠道。2015 年 1 月，公司对外发布互联网战略，将互联网思维与复合地产开发相结合，打造 O2O 商业平台、全网营销平台和客户服务系统，目前正在开发和应用的有：AO 智慧公寓、AO 智慧商城、AO 智慧商街、AO 智慧社区。AO 公寓 V1.0 版本已经正式发布，目前 V2.0 版本也在加快研发推进。

总体看，公司战略清晰，未来发展区域定位于核心经济圈，不断打造产业链，保持商业项目与住宅项目合理比例，通过信息化和互联网建设提升自身产品价值。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2016 年度合并财务报表经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2017~2018 年度合并财务报表经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具标准无保留审计意见。公司财务报表依据最新的《企业会计准则》和其他各项会计准则及其他相关规定进行编制。

从合并范围变动情况来看，2017 年，公司非同一控制下合并 39 家企业，新设子公司 74 家，不再纳入合并范围的子公司 7 家。2018 年，为了适应房地产行业的变化，中国奥园作出战略调整，进行同业合并，将广州奥园海景城房地产开发有限公司等 12 家子公司以委托经营的方式整合在奥园集团及其子公司名下进行统一管理，公司对期初数据进行了追溯调整；此外，公司非同一控制下合并 44 家企业，新设子公司 133 家，转让或注销子公司 5 家。公司合并范围有所变动，但由于所涉及子公司大部分资产规模一般，且公司主业未发生变化，财务数据可比性仍属较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,781.09 亿元，负债合计 1,365.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 415.31 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 219.71 亿元。2018 年，公司实现营业收入 307.66 亿元，净利润（含少数股东损益）41.57 亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计 34.69 亿元；经营活动产生的现金流量净额 135.52 亿元，现金及现金等价物净增加额 111.93 亿元。

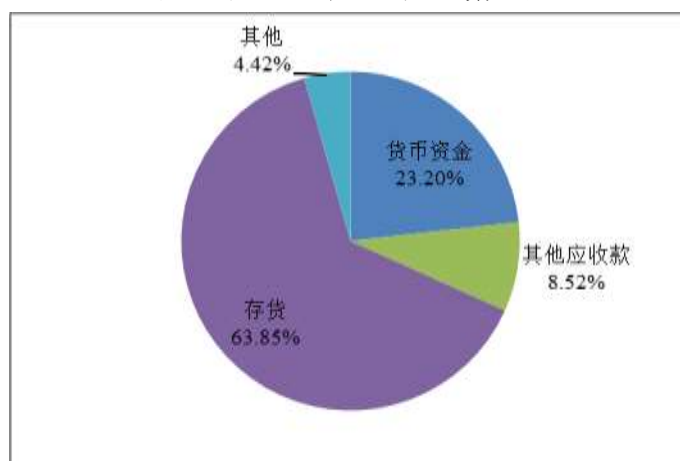
截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 1,848.54 亿元，负债合计 1,431.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 416.80 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 220.97 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.55 亿元，净利润（含少数股东损益）1.49 亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计 1.26 亿元；经营活动产生的现金流量净额-55.64 亿元，现金及现金等价物净增加额-18.62 亿元。

2. 资产质量

2016~2018 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 85.63%，主要系流动资产增加所致。截至 2018 年底，公司资产规模 1,781.09 亿元，较年初增长 48.05%；其中流动资产占比 92.38%，非流动资产占比 7.62%。

2016~2018 年，公司流动资产规模逐年增长，年均复合增长 85.56%，主要系公司存货和货币资金增加所致。截至 2018 年底，公司流动资产 1,645.33 亿元，较年初增长 45.20%。公司流动资产以货币资金（占 23.20%）、存货（占 63.85%）和其他应收款（占 8.52%）为主。

图 7 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

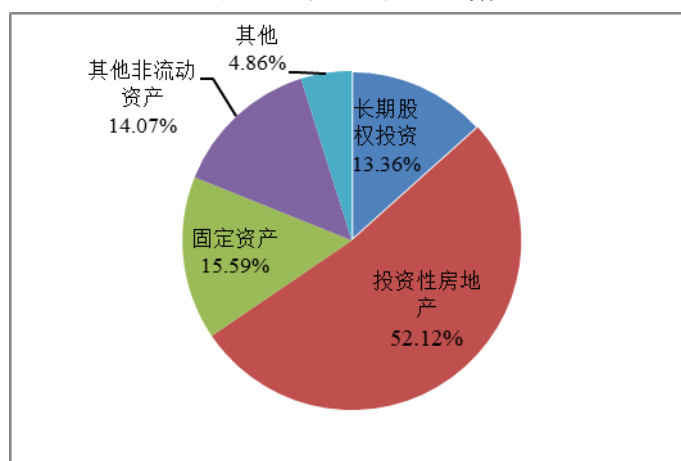
公司货币资金的主要来源是房地产项目的预售回款和向金融机构取得的借款。2016~2018 年，公司货币资金不断增长，年均复合增长 106.69%。截至 2018 年底，公司货币资金 381.77 亿元，较年初增长 48.42%，主要系销售回款增加所致；公司货币资金主要为银行存款，占比 92.27%；公司货币资金中受限金额为 29.40 亿元，占比 7.70%，主要为各类保证金。

2016~2018 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 75.83%。截至 2018 年底，公司存货账面价值 1,050.60 亿元，较年初增长 54.13%，主要系获取土地增加以及在建项目不断投入所致，其中开发成本和开发产品分别占比 87.71%和 12.29%；由于期末未发现存货有减值迹象，公司未对存货计提存货跌价准备。

公司其他应收款主要为合作方往来款、应收同一控制非合并单位往来款、土地及其他保证金等。2016~2018 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 91.47%。截至 2017 年底，公司其他应收款 159.08 亿元，较年初增长 315.94%，主要系公司经营规模扩大，合作诚意金和少数股东往来款增加所致。截至 2018 年底，公司其他应收款 140.22 亿元，较年初减少 11.86%，主要系应收同一控制非合并单位往来款减少所致；按欠款方归集的余额前五名的金额 16.97 亿元，占其他应收款期末余额的比例为 12.11%；公司未对其他应收款计提坏账准备，考虑欠款性质，公司其他应收款回款风险较低，但对公司资金形成一定的占用。

2016~2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 86.50%。截至 2018 年底，公司非流动资产 135.76 亿元，较年初增长 94.34%，主要系长期股权投资、投资性房地产和固定资产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占比 13.36%）、投资性房地产（占比 52.12%）、固定资产（占比 15.59%）和其他非流动资产（占比 14.07%）构成。

图8 截至2018年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司长期股权投资分别为 1.47 亿元、0.79 亿元和 18.14 亿元，波动增长，年均复合增长 251.14%；其中 2018 年增长 2,208.85%主要系新增对广东金奥商业保理有限公司、福建世纪坤源投资有限公司等合营/联营公司的投资所致。

公司投资性房地产采用公允价值进行计量。2016~2018 年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长 52.86%。截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值 70.76 亿元，较年初增长 53.56%，主要系存货转入、企业合并增加和公允价值变动所致；投资性房地产入账成本 50.26 亿元，累计增值率 40.79%，增值率尚可；投资性房地产公允价值变动受国家宏观经济形势、房地产政策等影响较大，存在一定的估值波动风险。

2016~2018 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 84.40%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 21.17 亿元，较年初增长 216.49%，主要系存货转入和融资租入运输设备所致；固定资产主要由房屋、建筑物（占比 72.51%）和运输设备（占比 23.98%）构成，累计折旧 3.34 亿元，成新率 83.36%，成新率较高。

截至 2016 年底，公司无其他非流动资产。截至 2018 年底，公司其他非流动资产 19.10 亿元，较年初增长 33.13%，主要系预付股权收购款增多所致；其他非流动资产主要为收并购项目公司的预付股权收购款（占比 99.26%）。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产 272.16 亿元，其中货币资金 29.40 亿元，存货 219.91 亿元，固定资产 7.87 亿元，投资性房地产 14.98 亿元；受限资产占总资产的 15.28%，公司资产受限程度一般。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1,848.54 亿元，较年初增长 3.79%，主要系存货和其他应收款增加所致；其中，流动资产占比 92.66%，非流动资产占比 7.34%，资产结构较年初变动不大。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主。流动资产中货币资金充裕，存货占比较高，符合房地产开发企业资产结构特征，其他应收款对公司资金形成一定占用；非流动资产中投资性房地产占比较大；公司受限资产规模一般，整体资产质量良好。

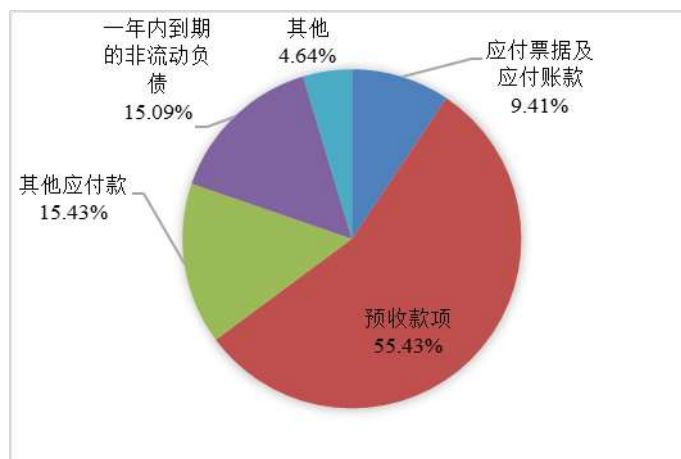
3. 负债及所有者权益

2016~2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 86.39%，主要系流动负债增长所致。截至 2018 年底，公司负债合计 1,365.78 亿元，较年初增长 65.60%；其中，流动负债占比 85.07%，非流动负债占比 14.93%，负债结构以流动负债为主。

负债

2016~2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 89.69%，主要系应付账款、预收款项、一年内到期的非流动负债与其他应付款增加所致。截至 2018 年底，公司流动负债 1,161.81 亿元，较年初增长 68.53%；流动负债以应付票据及应付账款（占比 9.41%）、预收款项（占比 55.43%）、其他应付款（占比 15.43%）和一年内到期的非流动负债（占比 15.09%）为主。

图9 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 109.38 亿元，较年初增长 54.35%，主要系公司加快开工力度使得应付工程款增长所致；其中，应付票据占比 3.88%，应付账款-工程款占比 95.90%。

公司的预收款项主要为各房地产项目的预售款。2016~2018 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 91.98%。截至 2018 年底，公司预收款项 643.97 亿元，较年初增长 85.23%，主要系达预售条件项目增加，预收房款增加所致。

2016~2018 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 66.66%。截至 2018 年底，公司其他应付款 179.29 亿元，较年初增长 92.37%，主要系应付股权款与合作公司往来及应付联营/合营企业款增多所致；其他应付款主要由应付股利（占比 12.72%）、应付股权款与合作公司往来（占比 62.04%）和应付联营/合营企业款（占比 13.50%）构成。

2016~2018 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 129.98%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 175.27 亿元，较年初增长 17.95%，主要系一年内到期债务转入所致。

2016~2018 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 70.41%。截至 2018 年底，公司非流动负债 203.97 亿元，较年初增长 50.69%，主要系长期借款和应付债券增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占比 79.26%）和应付债券（占比 14.11%）构成。

2016~2018 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 162.40%，主要系开发规模扩大融资需求增加所致。截至 2018 年底，公司长期借款 161.67 亿元，较年初增长 26.10%；其中，抵押借款占比 1.57%，保证借款占比 11.38%，信用借款占比 8.16%，质押、保证借款占比 24.16%，抵押、保证借款占比 22.03%，抵押、保证、质押借款占比 32.70%；从长期借款剩余期限结构来看，剩余期限在 1~2 年的长期借款 126.30 亿元，剩余期限在 2~5 年的长期借款 35.37 亿元，公司长期借款还款期限较为集中。

2016~2018 年，公司应付债券波动减少，年均复合减少 19.82%。截至 2018 年底，公司应付

债券 28.77 亿元，较年初增长 1,826.65%，主要系发行 3 期公司债券所致；公司应付债券明细如下表所示。

表12 截至2018年底公司应付债券情况（单位：亿元、%）

债券名称	发行金额	发行日期	债券期限	年末余额	其中：一年内到期的应付债券
16 奥园 01	5.00	2016/2/4	2+2 年	1.47	0.00
16 奥园 02	15.00	2016/10/14	2+1 年	15.07	15.07
18 奥园 01	12.00	2018/7/24	2+1 年	12.31	0.00
18 奥园 02	12.00	2018/7/24	1+1+1 年	12.29	12.29
18 奥园 04	15.00	2018/10/15	2+1 年	14.99	0.00
合计	59.00	--	--	56.13	27.36

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2016~2018 年，公司全部债务总额逐年增长，年均复合增长 91.71%，主要系公司业务规模扩大，资金需求增加所致。截至 2018 年底，公司全部债务 372.57 亿元，较年初增长 31.84%，其中短期债务 179.52 亿元（占比 48.18%），长期债务 193.05 亿元（占比 51.82%），公司短期债务规模较大，债务结构有待改善。2016~2018 年，公司资产负债率分别为 76.06%、68.56%和 76.68%，波动上升；全部债务资本化比率分别为 45.03%、42.76%和 47.29%，波动上升；长期债务资本化比率分别为 35.54%、25.53%和 31.73%，波动下降。整体看，公司债务结构有待改善，债务负担有所加重，但仍处于适中水平。

从中国奥园层面债务负担来看，截至 2018 年底，中国奥园全部债务（包含来自附属公司非控股股东的贷款、银行及其他借款、融资租赁承担、优先票据及债券）约 597.18 亿元，全部债务资本化比率约 66.02%；中国奥园债务负担较重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 1,431.74 亿元，较年初增长 4.83%，主要系预收款项和长期借款增多所致；其中，流动负债占比 84.13%，非流动负债占比 15.87%，负债结构较年初变动不大。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 413.27 亿元，较年初增长 10.92%，短期债务和长期债务均有所增长；其中短期债务 195.99 亿元（占比 47.42%），长期债务 217.28 亿元（占比 52.58%）。截至 2019 年 3 月底，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 77.45%、49.79%和 34.27%，较年初分别提高 0.77 个百分点、2.50 个百分点和 2.53 个百分点，公司债务负担有所加重，但仍处于适中水平。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，债务负担处于可控水平；但公司短期债务和长期借款中剩余期限在 1~2 年部分规模较大，公司债务结构有待改善。

所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 83.19%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 378.28 亿元，较年初增长 205.68%，主要系控股股东增资和少数股东权益增加所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 415.31 亿元，较年初增长 9.79%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益 219.71 亿元，少数股东权益 195.59 亿元，少数股东权益占比较大。归属于母公司所有者权益中，股本占比 27.81%，资本公积占比 29.00%，盈余公积占比 2.01%，未分配利润占比 41.19%。公司所有者权益中，少数股东权益和未分配利润占比较大，权益稳定性较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 416.80 亿元，较年初增长 0.36%；所有者权益规模

和结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益增长较快，但少数股东权益和未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

4. 盈利能力

2016~2018 年，公司营业收入逐年增长，三年分别为 98.59 亿元、196.20 亿元和 307.66 亿元，年均复合增长 76.65%，主要系交付物业面积大幅增加所致；2016~2018 年，公司净利润逐年增长，三年分别为 13.45 亿元、26.83 亿元和 41.57 亿元，年均复合增长 75.80%，其中归属于母公司所有者的净利润逐年增长，三年分别为 11.08 亿元、22.33 亿元和 34.69 亿元。

从期间费用来看，2016~2018 年，公司的费用总额逐年增长，年均复合增长 65.46%。2018 年，公司期间费用总额 31.54 亿元，同比增长 89.32%，主要系销售费用和管理费用增加所致；从费用构成看，销售费用占比 62.69%，管理费用占比 33.57%，财务费用占比 3.74%。2016~2018 年，公司销售费用和管理费用逐年增长，分别年均复合增长 89.88%和 73.42%，主要系随公司经营规模扩大，市场推广费、员工费用、专业顾问费用等相关投入增加所致；公司财务费用分别为 2.52 亿元、1.45 亿元和 1.18 亿元，逐年减少主要系利息资本化所致。

从利润构成看，2016~2018 年，公司公允价值变动收益逐年增长，三年分别为 2.61 亿元、3.15 亿元和 8.69 亿元，主要系投资性房地产公允价值增加所致；公允价值变动收益占公司营业利润比例分别为 14.27%、8.69%和 14.66%，公允价值变动收益对公司盈利有一定影响。

从各项盈利指标来看，2016~2018 年，公司营业利润率分别为 27.68%、25.46%和 25.80%，随结转项目毛利率波动下降。2016~2018 年，公司总资产收益率分别为 8.23%、6.43%和 6.09%，总资产报酬率分别为 5.03%、4.38%和 4.10%，净资产收益率分别为 11.97%、10.69%和 10.48%，均呈逐年下降态势。与同行业其他主要上市公司比较，公司销售毛利率和总资产报酬率处于较高水平，净资产收益率处于较低水平。

表 13 房地产开发类上市公司 2018 年盈利指标（单位：%）

股票简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
阳光城	26.06	14.33	2.83
华发股份	27.28	17.08	2.06
金科股份	28.57	18.10	2.69
蓝光发展	27.75	14.68	3.13
奥园集团	34.43	10.48	4.10

注：上市公司数据引自 Wind 资讯，公司数据由联合评级根据公司审计报告计算。

资料来源：Wind 资讯

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.55 亿元，同比增长 12.76%；实现净利润 1.49 亿元，受期间费用增长和结转项目毛利率下降影响同比减少 29.90%，其中归属于母公司所有者的净利润 1.26 亿元。

总体看，近年来，受交付物业面积大幅增加影响，公司营业收入和净利润规模逐年增长，盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动来看，2016~2018 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 80.29%，主要系销售回款增长所致；2018 年，公司经营活动现金流入 704.87 亿元，同比增长 121.22%。

2016~2018 年，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 83.92%，主要系房地产开发建设投入增多所致；2018 年，公司经营活动现金流出 569.35 亿元，同比增长 44.34%。2016~2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 48.53 亿元、-75.83 亿元和 135.52 亿元，净流入规模波动增长。

从投资活动来看，2016~2018 年，公司投资活动现金流入规模不大，分别为 6.12 亿元、2.34 亿元和 3.41 亿元。2016~2018 年，公司投资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 33.99%；2017 年，公司投资活动现金流出 60.29 亿元，同比增长 33.33%，主要系加大了项目收并购力度所致；2018 年，公司投资活动现金流出 81.18 亿元，同比增长 34.66%，主要系收购项目和对外投资增多所致。2016~2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-39.10 亿元、-57.95 亿元和-77.77 亿元，因并购项目较多而持续净流出。

从筹资活动来看，2016~2018 年，为满足项目开发资金需求，公司加大了筹资力度，筹资活动现金流入分别为 50.13 亿元、326.40 亿元和 267.05 亿元，年均复合增长 130.80%。2016~2018 年，公司筹资活动现金流出分别为 36.28 亿元、53.42 亿元和 212.91 亿元，年均复合增长 142.25%，主要系偿还债务支付的现金增多所致。2016~2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 13.85 亿元、272.98 亿元和 54.14 亿元，持续净流入。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-55.64 亿元，投资活动产生的现金流量净额 0.19 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 36.83 亿元。

总体看，2016~2018 年，公司经营活动现金流入增长较快，但受到房地产开发建设投入增多影响经营活动净现金流有所波动，2018 年净流入规模较大；因并购项目较多，投资活动现金流持续净流出，与公司拿地模式相符；公司项目开发建设规模较大，开发资金需求较高，筹资活动现金流持续净流入。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司流动比率分别为 1.48 倍、1.64 倍和 1.42 倍，波动下降，其中 2017 年增长主要系公司加大筹资力度货币资金大幅增加所致，2018 年有所回落主要系预收款项增长较快所致；速动比率分别为 0.43 倍、0.65 倍和 0.51 倍，波动增长；现金短期债务比分别为 2.70 倍、1.70 倍和 2.16 倍，波动下降。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2016~2018 年，公司 EBITDA 逐年增长，年均复合增长 67.55%，主要系利润总额增长所致。2018 年，公司 EBITDA 为 62.14 亿元，同比增长 62.61%；其中，折旧和摊销占比 1.68%，计入财务费用的利息支出占比 4.14%，利润总额占比 94.18%。2016~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.38 倍、2.55 倍和 2.35 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.22 倍、0.14 倍和 0.17 倍，均波动下降，但 EBITDA 对利息和全部债务的保障程度仍属尚可水平。整体看，公司长期偿债能力尚可。

公司本部及下属地产子公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保，截至 2019 年 3 月底累计担保余额为人民币 512.08 亿元，全部为阶段性担保。截至 2019 年 3 月底，公司对关联方提供担保余额 26.82 亿元，占净资产的 6.44%，公司存在一定的或有负债风险。

截至 2019 年 3 月底，公司及合并范围内子公司尚未了结的标的额达到 1,000 万元以上的大额诉讼、仲裁案件 3 起，其中公司或公司子公司作为被告/被申请人的案件 1 起，为借款合同纠纷，所涉及借款合同系公司子公司重庆市碧津房地产开发有限公司在被并购及纳入公司合并范围以前签订，根据公司并购该公司时与原股东的有关约定，案件将由原股东负责协调处理。

截至 2019 年 3 月底，公司获得的银行授信总额为 438.12 亿元，其中尚未使用授信余额 278.36

亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1044011300199760X），截至 2019 年 7 月 12 日，公司无未结清不良信贷信息；已结清信贷信息中存在 3 笔不良/违约类贷款，均已于 2002 年结清。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可，间接融资渠道较为畅通，但存在一定的或有负债风险；随着公司在售项目达到结转条件，公司收入与利润将有一定的提升，进而提高公司的偿债能力。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 413.27 亿元，本期拟发行公司债额度为 15.00 亿元，占全部债务的 3.63%，对公司债务负担有一定影响。

以 2019 年 3 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 35.79%、50.68%和 77.63%，分别较未发行情况下提高了 1.52 个百分点、0.89 个百分点和 0.18 个百分点，公司的债务负担有所上升。考虑到本期债券募集资金扣除发行费用后用于偿还公司到期或进入回售期的债券、项目借款或其他金融机构借款，公司实际债务负担将轻于上述预测值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2018 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为本期公司债券发行额度（15.00 亿元）的 4.14 倍和 46.99 倍。总体看，EBITDA 和经营现金流入量对本期债券的覆盖程度良好。

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

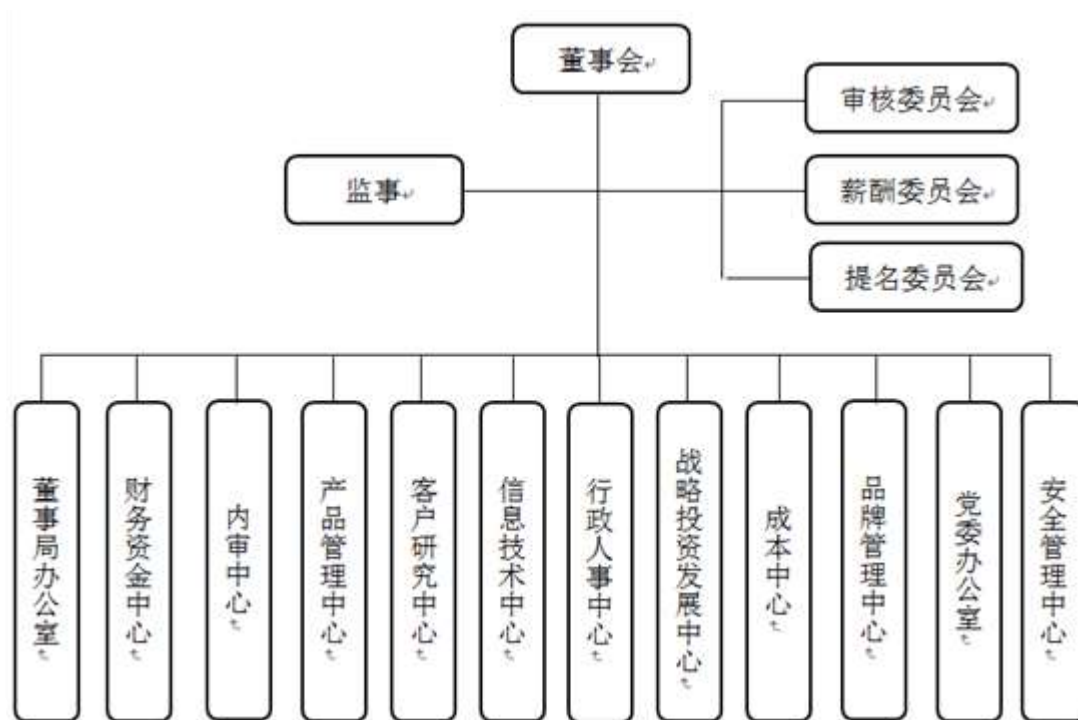
九、综合评价

公司作为布局全国的具备较强综合实力的房地产开发公司，在土地成本及开发规模、区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面具备较强优势；近三年，公司积极拓展业务并取得良好成效，协议销售面积与金额逐年快速增长，现金流状况大幅改善；公司股东增资大幅提高公司资本实力，公司总资产和所有者权益均大幅上升。同时，联合评级也关注到房地产行业受政策调控影响较大，公司项目资金支出压力较大，有一定集中偿付压力，权益结构稳定性较弱等因素对公司信用水平造成的不利影响。

公司土地储备和在建项目规模较大，未来随着项目的陆续销售，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

附件 1 奥园集团有限公司组织结构图



附件 2 截至 2018 年底奥园集团土地储备情况

(单位: 万平方米、元/平方米、%)

序号	项目名称	项目所在地	建筑面积	享有权益	权益建筑面积	楼面均价
1	广州南国奥园	广州市番禺区	14.82	100	14.82	312.32
2	广州奥园	广州市番禺区	2.22	100	2.22	544.02
3	广州南沙奥园	广州市南沙区	4.00	100	4.00	131.99
4	广州国奥投资发展中心	广州市南沙区	1.99	100	1.99	261.15
5	广州奥园海景城	广州市南沙区	7.08	100	7.08	1,167.93
6	广州奥园养生广场	广州市番禺区	0.99	100	0.99	4,173.48
7	广州奥园越时代	广州市番禺区	0.29	100	0.29	5,000.04
8	广州奥园国际中心	广州市番禺区	11.58	65	7.53	6,697.70
9	广州奥园春晓	广州市黄埔区	0.17	100	0.17	1,102.43
10	广州奥园城市天地	广州市番禺区	3.91	100	3.91	6,780.79
11	广州奥园康威广场	广东省增城市	21.64	51	11.04	1,582.80
12	广州萝岗奥园广场	广州市黄埔区	5.79	60	3.47	4,352.32
13	广州奥园香雪华府	广州市黄埔区	3.36	50	1.68	9,364.27
14	广州奥园誉峰	广东省增城市	13.83	100	13.83	4,701.20
15	广州奥园莲峰圣境	广州市番禺区	28.08	100	28.08	2,136.39
16	深圳奥园翡翠东湾	广东省深圳市	21.78	70	15.25	15,000.00
17	深圳奥园峰荟	广东省深圳市	2.75	100	2.75	8,274.24
18	中山奥园	广东省中山市	4.10	100	4.10	909.89
19	中山奥园金城	广东省中山市	3.42	100	3.42	688.14
20	佛冈奥园	广东省清远市	1.39	100	1.39	67.06
21	清远奥园	广东省清远市	6.32	80	5.05	210.00
22	南海奥园	广东省佛山市	0.19	55	0.11	468.99
23	佛山奥园公园一号	广东省佛山市	0.96	100	0.96	3,715.85
24	阳江奥园公园一号	广东省阳江市	27.05	85	22.99	734.70
25	梅州奥园半岛一号	广东省梅州市	16.64	100	16.64	791.70
26	奥园(英德)心花小镇	广东省清远市	89.00	51	45.39	288.63
27	云浮奥园城市天地	广东省云浮市	20.58	100	20.58	109.36
28	奥园文化旅游城韶关印象岭南	广东省韶关市	44.30	100	44.30	1,407.96
29	蕉岭奥园广场	广东省梅州市	3.08	100	3.08	2,204.55
30	五华奥园广场	广东省梅州市	2.53	100	2.53	1,251.38
31	珠海奥园广场	广东省珠海市	6.21	93	5.77	2,732.41
32	佛山奥园一号	广东省佛山市	0.18	100	0.18	9,357.67
33	五华奥园公园里	广东省梅州市	2.52	100	2.52	1,149.07
34	梅州奥园梅江天韵	广东省梅州市	25.60	100	25.60	1,300.35
35	中山奥园香槟花园	广东省中山市	4.48	100	4.48	3,800.00
36	佛山奥园观湖尚居	广东省佛山市	10.50	100	10.50	2,912.49
37	惠州奥园领寓一期	广东省惠州市	9.58	100	9.58	1,556.07
38	惠州奥园誉山湖	广东省惠州市	15.16	100	15.16	3,252.94
39	惠州奥园领寓二期	广东省惠州市	9.20	100	9.20	1,956.76
40	珠海奥园观山海	广东省珠海市	20.55	70	14.39	2,189.57
41	惠州奥园华府	广东省惠州市	9.00	70	6.30	4,088.89
42	中山奥园领秀	广东省中山市	5.74	77	4.42	3,898.08
43	中山奥园香山美景	广东省中山市	3.79	100	3.79	3,165.14
44	佛山三水冠军城	广东省佛山市	62.10	10	6.21	4,866.20
45	惠州淡水项目	广东省惠州市	0.54	51	0.28	4,184.41

46	惠州岗宏项目	广东省惠州市	6.51	51	3.32	654.04
47	奥园隆基绿洲花园	广东省惠州市	6.45	70	4.52	7,127.01
48	珠海奥园香海美景	广东省珠海市	4.82	80	3.85	9,082.84
49	中山奥园领尚明珠苑	广东省中山市	4.18	95	3.97	5,107.36
50	大埔奥园广场	广东省梅州市	46.58	100	46.58	530.61
51	梅州皇家名典	广东省梅州市	2.67	51	1.36	763.22
52	珠海奥园平沙冠军城	广东省珠海市	6.05	90	5.44	4,812.38
53	惠州奥园德明华庭	广东省惠州市	5.93	70	4.15	4,159.49
54	惠州德丰项目	广东省惠州市	1.06	100	1.06	1,058.20
55	惠州奥园冠军城	广东省惠州市	38.94	100	38.94	2,570.66
56	惠州奥园开城首府	广东省惠州市	5.62	80	4.49	3,528.38
57	惠州奥园天翔誉峯	广东省惠州市	13.73	70	9.61	7,246.08
58	东莞奥园城市天地	广东省东莞市	4.87	65	3.16	1,631.31
59	东莞奥园观澜誉峰	广东省东莞市	15.59	95	14.81	9,754.63
60	奥园·禧悦臺	广东省江门市	14.50	100	14.50	1,653.53
61	清远奥园合创新城	广东省清远市	13.76	90	12.38	5,342.55
62	江门奥园泉林黄金小镇	广东省江门市	141.94	28	39.74	352.27
63	珠海奥园天悦湾花园	广东省珠海市	13.46	70	9.42	10,379.65
64	珠海奥园天悦广场	广东省珠海市	3.48	60	2.09	11,490.95
65	珠海横琴湾区1号	广东省珠海市	7.49	60	4.50	4,955.60
66	奥园汇源新都	广东省江门市	18.24	100	18.24	822.20
67	湛江奥园滨海尚居	广东省湛江市	10.57	60	6.34	1,848.21
68	茂名浩基华府	广东省茂名市	2.71	51	1.38	3,685.01
69	三水奥园尚居	广东省佛山市	11.76	51	6.00	1,020.13
70	茂名奥园金源海湾城	广东省茂名市	59.13	51	30.16	338.23
71	梅州奥园铂誉府	广东省梅州市	16.47	100	16.47	3,042.10
72	江门奥园广场	广东省江门市	12.64	51	6.45	1,760.87
73	佛山上林一品	广东省佛山市	32.41	100	32.41	1,748.11
74	佛山奥园誉峯	广东省佛山市	10.22	100	10.22	6,847.10
75	茂名东汇城	广东省茂名市	34.47	100	34.47	2,493.18
76	惠州奥园北环新苑	广东省惠州市	7.54	60	4.52	2,299.16
77	英德江南天邸	广东省英德市	13.72	51	6.99	2,859.23
78	江西奥园	江西省赣州市	8.49	100	8.49	195.34
79	宁都奥园广场	江西省宁都市	6.14	100	6.14	500.40
80	大余奥园广场	江西省赣州市	27.20	100	27.20	398.88
81	玉林奥园	广西省玉林市	31.64	100	31.64	75.43
82	玉林奥园康城	广西省玉林市	58.08	100	58.08	82.57
83	玉林奥园广场	广西省玉林市	31.23	100	31.23	869.63
84	南宁奥园上筑	广西省南宁市	0.12	100	0.12	3,033.33
85	南宁奥园名门	广西省南宁市	8.18	100	8.18	2,775.00
86	南宁奥园朗庭	广西省南宁市	0.26	100	0.26	1,992.00
87	南宁奥园学府	广西省南宁市	3.40	100	3.40	2,266.59
88	南宁奥园学府	广西省南宁市	20.82	100	20.82	4,243.32
89	南宁奥园永和府	广西省南宁市	12.76	100	12.76	940.22
90	南宁奥园圆著	广西省南宁市	15.39	100	15.39	1,104.42
91	浦北奥园广场	广西省浦北县	47.90	100	47.90	512.71
92	梧州奥园名湖城	广西省梧州市	11.03	51	5.62	1,422.31
93	梧州奥园桂宏达公馆	广西省梧州市	36.68	51	18.71	278.17
94	桂平奥园广场	广西省桂平市	128.24	60	76.94	665.96
95	柳州诺丁山项目	广西省柳州市	21.58	100	21.58	2,310.32
96	重庆奥园金域	重庆市	0.03	100	0.03	2,400.08

97	重庆奥园国际城	重庆市	1.13	100	1.13	1,840.99
98	重庆奥园水云间	重庆市	3.14	100	3.14	3,474.83
99	重庆奥园城市天地	重庆市	5.18	51	2.64	3,093.85
100	重庆奥园越时代	重庆市	16.64	88	14.64	3,656.35
101	重庆奥园盘龙一号	重庆市	6.06	60	3.63	3,273.20
102	重庆奥园鉴云山	重庆市	9.56	80	7.65	4,080.51
103	奥园新红阳公园一号	重庆市	40.12	85	34.11	677.14
104	重庆奥园天悦湾	重庆市	8.80	100	8.80	3,249.14
105	重庆奥园誉峯	重庆市	15.84	100	15.84	2,209.60
106	重庆奥园金澜湾	重庆市	15.11	100	15.11	1,204.70
107	重庆奥园誉府	重庆市	6.49	100	6.49	3,269.62
108	沈阳奥园国际城	辽宁省沈阳市	92.07	100	92.07	338.00
109	沈阳奥园会展广场	辽宁省沈阳市	42.45	100	42.45	338.00
110	昆山奥园	江苏省苏州市	6.77	100	6.77	1,598.24
111	扬州奥园观庭	江苏省扬州市	1.01	100	1.01	5,452.75
112	扬州奥园观湖尚居	江苏省扬州市	30.07	51	15.34	4,433.97
113	泰兴新能源新世界广场	江苏省泰兴市	49.38	100	49.38	911.85
114	泰兴水岸康城	江苏省泰兴市	28.72	51	14.65	2,881.10
115	泰兴盛世兴隆项目	江苏省泰兴市	23.50	100	23.50	723.49
116	南京常发广场	江苏省南京市	18.01	100	18.01	3,037.54
117	嘉兴奥园黄金海岸	浙江省嘉兴市	0.91	100	0.91	1,092.57
118	嘉兴奥园天悦湾	浙江省嘉兴市	7.10	100	7.10	6,211.27
119	宁波奥园誉景湾	浙江省宁波市	11.95	100	11.95	3,124.43
120	宁波奥园誉湖湾	浙江省宁波市	7.20	100	7.20	3,124.43
121	宁波奥园奥创中心	浙江省宁波市	4.90	100	4.90	3,124.43
122	宁波奥园誉城湾	浙江省宁波市	3.91	100	3.91	4,192.07
123	慈溪奥园誉山湖	浙江省宁波市	17.02	100	17.02	1,967.79
124	杭州奥园天誉长兴	浙江省湖州市	9.24	100	9.24	5,567.70
125	安吉奥园悦见山	浙江省湖州市	14.60	100	14.60	2,129.41
126	安吉奥园朗境一号	浙江省湖州市	19.72	100	19.72	
127	株洲奥园爱丁堡	湖南省株洲市	0.95	70	0.67	388.91
128	浏阳奥园广场	湖南省浏阳市	6.58	100	6.58	827.65
129	湘潭奥园冠军城	湖南省湘潭市	55.78	100	55.78	748.91
130	郴州奥园中源国际城	湖南省郴州市	51.94	70	36.36	615.23
131	岳阳奥园誉湖湾	湖南省岳阳市	29.39	40	11.76	3,129.82
132	宁乡奥园世家	湖南省长沙市	10.96	100	10.96	1,695.22
133	长沙奥园誉景华府	湖南省长沙市	8.23	90	7.41	3,081.37
134	祁东奥园广场	湖南省衡阳市	33.42	100	33.42	2,393.52
135	常德奥园誉景湾	湖南省常德市	21.58	35	7.55	926.78
136	醴陵奥园冠军城	湖南省株洲市	12.36	51	6.30	1,537.49
137	衡阳奥园铂誉府	湖南省衡阳市	13.06	100	13.06	2,045.84
138	蚌埠奥园华府	安徽省蚌埠市	8.33	100	8.33	1,286.71
139	蚌埠奥园银座	安徽省蚌埠市	41.45	100	41.45	1,344.97
140	砀山奥园广场	安徽省宿州市	42.21	100	42.21	1,064.06
141	合肥奥园誉峯	安徽省合肥市	11.51	100	11.51	2,364.00
142	成都成华奥园广场	四川省成都市	38.77	70	27.14	2,577.00
143	成都奥园公园府邸	四川省成都市	23.82	100	23.82	5,113.35
144	广汉奥园玫瑰湾	四川省广汉市	39.99	100	39.99	1,442.58
145	成都景茂誉府	四川省成都市	15.77	50	7.89	1,775.09
146	成都奥园蔚蓝卡地亚	四川省成都市	17.17	100	17.17	3,399.00
147	成都奥园玖玺湾	四川省成都市	10.05	100	10.05	2,944.50

148	成都奥园天骄	四川省成都市	2.11	100	2.11	8,052.96
149	荆州奥园学府里	湖北省荆州市	33.33	100	33.33	4,124.07
150	武汉奥园滨江国际	湖北省武汉市	12.02	70	8.41	6,887.63
151	武汉奥园龙庭华府	湖北省襄阳市	19.09	51	9.74	1,047.67
152	北京奥园二环广场	北京市	1.60	100	1.60	41,138.16
153	北京奥园源墅	北京市	15.99	100	15.99	12,384.53
154	泉州奥园西溪半岛	福建省泉州市	42.71	55	23.49	1,055.25
155	石狮奥园上林苑	福建省泉州市	15.21	80	12.17	2,582.60
156	福鼎奥园天悦湾	福建省福鼎市	16.07	100	16.07	1,469.75
157	福州长乐甲第项目	福建省福州市	13.46	51	6.87	4,456.77
158	漳浦奥园誉峯	福建省漳州市	6.49	100	6.49	1,524.00
159	青岛奥园海泊澜湾	山东省青岛市	3.56	80	2.85	3,802.74
160	青岛奥园首府壹号	山东省青岛市	29.31	80	23.45	3,363.90
161	青岛奥园翰林名苑	山东省青岛市	10.30	80	8.24	4,411.27
162	奥园水榭春天	山东省潍坊市	17.18	100	17.18	1,280.78
163	威宁奥园广场	贵州省威宁县	30.20	100	30.20	532.23
164	西安奥园枫丹名郡	陕西省西安市	9.73	51	4.96	604.43
165	西安奥园誉峯	陕西省西安市	20.54	80	16.43	1,903.58
166	西安奥园誉景湾	陕西省西安市	34.17	100	34.17	1,320.56
167	郑州奥园誉湖湾	河南省郑州市	23.98	85	20.38	2,428.97
168	昆明项目	云南省昆明市	26.79	51	13.66	1,866.62
169	天津奥园誉雍府	天津市	15.69	100	15.69	8,567.96
170	海口项目	海南省海口市	16.26	100	16.26	3,321.93
171	奥园京誉府	张家口市	5.34	80	4.27	1,975.53
172	邢台上东御府	邢台市	10.22	60	6.13	4,892.37
173	献县天同锐恒广场	沧州市	14.72	51	7.51	920.97
合计		--	3,061.67	--	2,454.02	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

附件 3 奥园集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
资产总额（亿元）	516.86	1,203.00	1,781.09	1,848.54
所有者权益（亿元）	123.75	378.28	415.31	416.80
短期债务（亿元）	33.14	152.89	179.52	195.99
长期债务（亿元）	68.23	129.70	193.05	217.28
全部债务（亿元）	101.37	282.59	372.57	413.27
营业收入（亿元）	98.59	196.20	307.66	35.55
净利润（亿元）	13.45	26.83	41.57	1.49
EBITDA（亿元）	22.14	38.22	62.14	--
经营性净现金流（亿元）	48.53	-75.83	135.52	-55.64
流动资产周转次数（次）	0.25	0.24	0.22	--
存货周转次数（次）	0.22	0.26	0.23	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.23	0.21	--
现金收入比率（%）	196.26	146.50	210.33	389.99
总资本收益率（%）	8.23	6.43	6.09	--
总资产报酬率（%）	5.03	4.38	4.10	--
净资产收益率（%）	11.97	10.69	10.48	--
营业利润率（%）	27.68	25.46	25.80	25.13
费用收入比（%）	11.68	8.49	10.25	19.83
资产负债率（%）	76.06	68.56	76.68	77.45
全部债务资本化比率（%）	45.03	42.76	47.29	49.79
长期债务资本化比率（%）	35.54	25.53	31.73	34.27
EBITDA 利息倍数（倍）	2.38	2.55	2.35	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.14	0.17	--
流动比率（倍）	1.48	1.64	1.42	1.42
速动比率（倍）	0.43	0.65	0.51	0.50
现金短期债务比（倍）	2.70	1.70	2.16	1.88
经营现金流动负债比率（%）	15.03	-11.00	11.66	-4.62
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.48	2.55	4.14	--

1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、长期应付款中应付融资租赁款已计入长期债务。

附件 4 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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 奥园集团有限公司（面向合格投资者）公开发行 2019 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年奥园集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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

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

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

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

