信用等级公告

联合〔2019〕2291 号

联合资信评估有限公司通过对格力地产股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持格力地产股份有限公司主体长期信用等级为 AA，并维持“18 格力地产 MTN001”“18 格力地产 MTN002”和“18 格力地产 MTN003”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

格力地产股份有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债项信用

债券简称	余　额	到期日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 格力地产 MTN001	5.00 亿元	2021/4/4	AA	AA
18 格力地产 MTN002	5.00 亿元	2021/4/24	AA	AA
18 格力地产 MTN003	6.00 亿元	2021/6/27	AA	AA

评级展望

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 24 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	43.36	27.96	20.60	22.91
资产总额(亿元)	263.76	273.34	296.69	309.74
所有者权益(亿元)	73.58	78.29	82.05	79.80
短期债务(亿元)	57.28	48.25	32.86	26.14
长期债务(亿元)	80.10	113.12	152.46	168.47
全部债务(亿元)	137.38	161.37	185.32	194.62
营业收入(亿元)	31.22	31.30	30.78	17.24
利润总额(亿元)	7.99	8.27	6.76	3.09
EBITDA(亿元)	9.06	8.93	7.77	--
经营性净现金流(亿元)	-12.35	-21.02	-12.17	0.02
营业利润率(%)	32.13	34.13	29.40	21.78
净资产收益率(%)	8.14	7.96	6.24	--
资产负债率(%)	72.10	71.36	72.34	74.24
全部债务资本化比率(%)	65.12	67.33	69.31	70.92
流动比率(%)	224.81	304.85	410.48	427.29
经营现金流动负债比(%)	-11.31	-26.05	-20.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.17	18.07	23.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.10	1.01	0.72	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；短期债务包含其他应付款和一年内到期的非流动负债中有息部分；长期债务包含长期应付款及其他非流动负债中的有息部分

分析师：刘艳婷　蒋智超
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，格力地产股份有限公司（以下简称“公司”或“格力地产”）作为珠海市大型房地产开发上市企业，继续保持其在珠海区域较高的市场认可度，2018 年，公司销售面积及销售签约额均有所增长；公司土地储备质量较好，能够满足公司未来一定时期的项目开发需要。同时联合资信也关注到房地产行业受宏观政策调控影响大、公司项目区域集中度高、对外融资需求大、债务负担有所增长、面临很大的集中偿付压力等因素对其信用水平的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力强。

公司房地产业务布局由珠海市逐步向国内部分重点一二线城市扩张，未来随着各地项目的逐步开发，其他产业逐步实现收益，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，并维持“18 格力地产 MTN001”“18 格力地产 MTN002”和“18 格力地产 MTN003”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 作为珠海市国资委下属的房地产上市公司，公司深耕珠海市场，区域内市场认可度较高。
2. 2018 年，公司销售面积及销售签约额均有所增长。

关注

1. 房地产行业受宏观政策调控影响大，公司存货规模较大且项目分布较为集中，易受所在区域房地产市场政策及市场变化的影响，或存在一定的去化压力。

2. 跟踪期内，公司有息债务有所增长，公司有息债务负担重。
3. 公司在建和拟建项目较多，投资规模较大，面临较大的融资压力。
4. 若“18 格地 03”于 2021 年行权，公司将面临很大的集中支付压力。

声　明

本报告引用的资料主要由格力地产股份有限公司(以下简称“该公司”)提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

格力地产股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于格力地产的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

格力地产股份有限公司（以下简称“格力地产”或“公司”），原名为西安海星现代科技股份有限公司（以下简称“海星科技”），系经西安市人民政府市政函〔1998〕33 号文批准，由西安凯卓工贸有限责任公司变更为股份有限公司并更名而成立。

2008 年 9 月 18 日，经中国证券监督管理委员会核准，公司与珠海格力集团有限公司（原名为“珠海格力集团公司”，以下简称“格力集团”）通过资产置换和非公开发行的方式进行重大资产重组。格力集团以其持有的珠海格力房产有限公司和珠海格力置盛房产有限公司各 100%股权与公司除保留不动产和保留负债外的所有资产进行资产置换；资产置换的价格差额中的部分作为公司向格力集团非公开发行 24000 万股股票的对价。2009 年 9 月 1 日，公司向格力集团非公开发行 24000 万股股票，公司股本总额变更为 57759.44 万股。2009 年 11 月 25 日，公司在西安市工商行政管理局办理了工商变更登记。

2012 年 2 月，根据公司第一次临时股东大会决议，公司名称变更为“格力地产股份有限公司”，股票简称为“格力地产”，股票代码为“600185.SH”。2015 年 1 月，公司原控股股东格力集团与珠海投资控股有限公司（以下简称“海投公司”）签署《国有产权无偿划转协议书》，并经国务院国有资产监督管理委员会批准，格力集团将其持有的 30000 万股无限售流通 A 股无偿划转至海投公司，2015 年 5 月，国有股权无偿划转过户手续办理完毕，海投公司成为公司控股股东，实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”）。

2016 年 8 月，公司成功非公开发行股票，股本变更为 20.60 亿元，海投公司持股比例下降至 41.13%，仍然为公司的第一大股东。截至 2019 年 3 月底，公司总股本 20.60 亿元，海投公司持有公司股权合计 41.13%，为公司控股股东。实际控制人为珠海市国资委。

公司以房地产开发为主，目前本部内设行政部、人力资源部、财务部、审计部、信息技术部、法务部、企业管理部、总工室、品牌管理部等职能部门；截至 2019 年 3 月底，公司合并报表范围内子公司共 57 家。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 296.69 亿元，所有者权益 82.05 亿元（包含少数股东权益 0.09 亿元）；2018 年公司实现营业收入 30.78 亿元，利润总额 6.76 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 309.74 亿元，所有者权益 79.80 亿元（包含少数股东权益 0.10 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 17.24 亿元，利润总额 3.09 亿元。

公司注册地址：广东省珠海市横琴新区宝华路 6 号 105 室-23182（集中办公区）；法定代表人：鲁君四。

三、本期中期票据概况

公司已发行的经联合资信评定的存续期债券如表 1；跟踪期内，公司存续债券已使用完毕且正常付息。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	余额	到期日
18 格力地产 MTN001	5.00	2021/4/4
18 格力地产 MTN002	5.00	2021/4/24
18 格力地产 MTN003	6.00	2021/6/27

资料来源：Wind 资讯

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影

响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新

技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

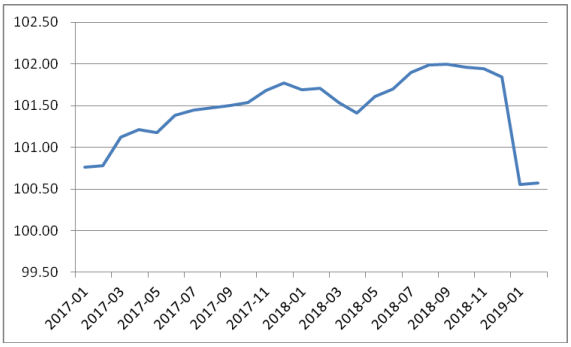
四、行业分析

房地产行业分析

1、房地产开发行业

延续2017年以来房地产市场的严控形势，2018年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图1　2017年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

房地产投资开发方面，2018年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资12.03万亿元，同比增长9.50%，增速较上年增加2.50个百分点；其中住宅投资8.52万亿元，同比增长13.40%，增速较上年增加4.00个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积20.93亿平方米，同比增长17.20%，其中住宅新开工面积15.34亿平方米，同比增长19.70%。全国房屋施工面积82.23亿平方米，同比增长5.20%；其中住宅施工面积为57.00亿平方米，同比增长6.30%。总体看，2018年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、

销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

2、土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋近，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成交量10.55亿平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。进入2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出让金总额为41773亿元，同比增长2%，较2017年增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018年1~9月，房地产开发企业开发资金12.19万亿元，同比增长7.8%，较2017年同期下降0.2个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的33.31%和33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长11.4和16.3个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的14.80%、0.04%和14.38%。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

3、政策环境

2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018 年 5 月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出 3~5 年内

热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应 50%以上。2018 年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于 85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为 40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名 5 市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为 1 年。

2018 年 6 月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018 年 7 月 31 日，中共中央政治局会议提出，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，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了 2018 年下半年稳中求进的总基调。但同样在 2018 年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7 月太原宣布取消二手房限售，12 月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在 2018 年 12 月 13 日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018 年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 3 月底，公司股本为人民币 20.60 亿元，珠海投资控股有限公司持有公司股份占公司总股本的 41.13%，为第一大股东。公司的实际控制人为珠海市国资委。

2. 企业规模

公司是一家以房地产开发为主营业务的上市公司，拥有房地产开发企业国家一级资质。截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 309.74 亿元，所有者权益 79.80 亿元。公司以房地产业为基础，向口岸经济产业、海洋经济产业以及现代服务业、现代金融业全面拓展，搭建“3+2”的产业格局，形成了产业集群发力、互为推进的良好局面。

房地产板块方面，公司 2012 年进军重庆，2014 年抢滩上海，逐步确定了拓围珠三角、长三角以及中西部等区域的重要支点。目前，格力地产旗下拥有格力广场、格力海岸、平沙九号、上海前滩项目、上海泗泾项目、重庆两江项目等楼盘项目。公司开发的格力广场等项目曾问鼎“詹天佑奖”“全国优秀示范小区”“全球人居环境生态社区”等大奖，在业内树立了精品工程的品牌形象。

口岸经济产业方面，公司先后承担了珠澳口岸人工岛及珠海公路口岸项目的建设工作；海洋经济产业方面，公司陆续完成或开展包括国家中心渔港、海岛开发、游艇及交通码头建设、沙滩修复、人工鱼礁示范区、国家级海洋牧场示范区、通关中心、高栏港陆岛联线等几十个项目的建设修复工作。公司现代服务业已涵盖精品酒店、休闲旅游、高端教育、商业运营、物业服务、物流交通等业务。现代金融业业务方面，公司提出“大金融”及“+互联网”战略，积极探索“实体产业+创新金融+互联网”的新型商业模式。现代金融业业务范围主要包括互联网金融、小贷、商业保理、融资租赁等金融产品和服务。

总体看，作为珠海市大型房地产上市企业，公司以良好的产品品质获得了较高的市场认可度，在植根于房产业务优势的基础上，逐步由传统的、单一的房地产企业向具有一定实力的城市综合运营商转型。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度及高级管理人员方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司以房地产的开发与销售为主业，自上市以来，在深耕房地产主业的同时，逐步搭建“房地产业、口岸经济产业、海洋经济产业以及现代服务业、现代金融业并行发展”的“3+2”产业格局。

2016—2018 年，公司其他产业尚处于投资起步阶段，对营业收入的贡献很小，公司主要收入来源于房地产业务。近三年，在房地产市场整体影响下，公司主营营业收入保持平稳，分别为31.09 亿元、31.12 亿元和 30.52 亿元，近三年其他业务收入主要为代建工程收入，代建工程收入系公司从事市政工程项目代建获取收入。2018 年，公司代建业务收入主要来自珠海洪湾渔港代建工程（周边设施）结算收入 5 亿元。

2016—2018 年，公司房地产业务收入分别为 30.19 亿元、29.69 亿元和 23.89 亿元，占主营业务收入比重均超过 75%。2019 年 1—3 月，公司房地产结转收入 3.80 元，为 2018 年全年的 15.91%。2019 年 1—3 月，公司实现其他业务收入 13.35 亿元，主要系珠海洪湾渔港核心工程结算确认收入所致。

从毛利率来看，2016—2018 年，公司主营业务综合毛利率分别为 36.98%、42.72%和 34.07%；公司综合毛利率波动主要系所结转的地产项目存在价格差异及代建工程业务毛利水平相对较低所致。公司房地产业务板块毛利率分别为 36.56%、42.41%和 40.34%。公司房地产业务定位于中高端产品，且位置较为优越，毛利率一直保持较高水平。2019 年 1—3 月，房地产业务毛利率较 2018 年略有提升，为 41.04%。公司主营业务综合毛利率 22.99%。

总体看，2018 年，公司营业收入较为平稳，受代建工程业务毛利率水平相对较低影响，当年公司综合毛利率有所下降。

表 2　2016—2019 年 3 月公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

业务分类	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产	30.19	97.12	36.56	29.69	95.41	42.41	23.89	78.28	40.34	3.80	22.15	41.04
其他业务	0.90	2.88	51.18	1.43	4.59	49.02	6.63	21.72	11.48	13.35	77.85	17.86
合计	**31.09**	**100.00**	**36.98**	**31.12**	**100.00**	**42.72**	**30.52**	**100.00**	**34.07**	**17.24**	**100.00**	**22.99**

资料来源：公司提供

2. 房地产开发

房地产开发业务是公司主要收入来源，2016—2018 年，公司房地产业务收入占公司主营业务收入的比重分别为 97.12%、95.41%和 78.28%。

表3 近三年及一期公司房地产经营情况
（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—3月
新开工面积	0.00	40.71	91.37	4.46
施工面积	50.72	81.06	112.13	116.59
竣工面积	5.29	10.40	60.44	0
协议销售面积	15.21	6.72	13.85	5.26
协议销售金额	32.36	19.62	27.58	10.24
结算面积	12.80	15.84	10.16	2.32
结算金额	30.19	29.69	23.89	3.80
结算均价	2.36	1.87	2.35	1.64

资料来源：公司提供

房地产开发方面，公司房地产业务以住宅产品为主，定位于中高端产品，主要采用独立开发的模式。从区域布局来看，公司深耕于珠海市，取得了较高的市场认可度，近三年，公司施工面积整体快速增长，分别为 50.72 万平方米、81.06 万平方米和 112.13 万平方米；近两年商品房新开工面积分别为 40.71 万平方米和 91.37 万平方米；竣工面积近三年分别为 5.29 万平方米、10.40 万平方米和 60.44 万平方米。2019 年 1—3 月，公司新开工面积为 4.46 万平方米，施工面积为 116.59 万平方米。

房地产销售方面，公司采用以自有销售团队为主，其他销售模式为补充的销售模式。公司在珠海市场具备较高的市场认可度，近三年协议销售面积分别为 15.21 万平方米、6.72 万平方米和 13.85 万平方米。近三年协议销售金额分别为 32.36 亿元、19.62 亿元和 27.58 亿元。2018 年公司在珠海区域的销售额占总销售额的 88%左右。近三年结算均价分别为 2.36 万元/平方米、1.87 万元/平方米和 2.35 万元/平方米，均高于珠海市平均房价水平。2019 年 1—3 月，公司协议销售面积 5.26 万平方米，协议销售金额 10.24 亿元，结转面积 2.32 万平方米，实现结算均价 1.64 万元/平方米，结算均价较 2018 年有所下降。

截至 2019 年 3 月底，公司在售房地产项目主要包括格力海岸和平沙项目，总可售面积 103.62 万平方米，已售面积 72.66 万平方米，剩余可售面积 30.96 万平方米。公司部分项目去化率低系开盘时间较晚及项目部分拟自持所致。

表4 截至2019年3月底公司房地产项目销售情况（单位：万平方米）

序号	项目	总可售面积	待售面积	已售面积
1	格力广场三期	12.32	2.37	9.95
2	格力广场四期	4.50	0.75	3.75
3	格力海岸 S1	15.91	2.52	13.39
4	格力海岸 S2	22.74	5.82	16.92
5	格力海岸 S4	12.22	4.71	7.51
6	格力海岸 S3	6.49	6.49	0.00
7	平沙九号一期	8.58	1.00	7.58
8	平沙九号二期	13.98	5.49	8.49
9	平沙九号广场	1.73	1.27	0.46
10	格力两江商住（P25-1/01）	5.15	0.54	4.61
合计		**103.62**	**30.96**	**72.66**

注：项目可售面积较上期发生细微变化主要是增加车库及商铺销售面积所致
资料来源：公司提供

土地储备方面，公司在深耕珠海市场的基础上，审慎选择一二线城市布局，综合平衡土地成本和地理区位，截至 2019 年 3 月底，公司土地储备占地面积 65.30 万平方米，总规划建筑面积为 125.61 万平方米，其中珠海区域土地储备建筑面积 45.47 万平方米，重庆区域土地储备建筑面积 80.14 万平方米。

总体看，公司拥有的土地储备质量较好，但集中于珠海和重庆，根据公司项目开发进度推算，能够满足公司一定时期的发展需要。

表5　截至2019年3月底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米）

序号	项目	取得方式	土地类型	楼面均价	占地面积	规划建筑面积
1	珠国土储 2009-08 地块（格力海岸 S6）	公开竞买	住宅	7400	4.66	13.99
2	格力海岸 S7 地块	土地置换	住宅、商业	1952	5.25	13.12
3	LJXQ-3-48（两江新区鱼复片区组团 P 标准分区 P13-1/01、P17-1/01 宗地）	公开竞买	其他商服	600	5.57	13.06
4	LJXQ-3-65（两江新区鱼复片区组团 P 标准分区 P16-4/01、P24-1/01、P19-3/01 宗地）	公开竞买	住宅、商业	1224	11.34	21.12
5	LJXQ-3-14（两江新区鱼复片区组团 P 标准分区 P12-2/02、P16-3/01、P19-1/01、P21-1/03 宗地）	公开竞买	其他商服	600	9.64	16.42
6	LJXQ-3-71（两江新区鱼复片区组团 P 标准分区 P26-2/03 宗地）	公开竞买	商业	1100	2.31	6.55
7	JB-10-27（两江新区鱼复片区组团 P 标准分区 P15-1/01、P15-3/01、P18-1/01、P20-1/01 宗地）	公开竞买	其他商服	600	9.94	22.72
8	珠国土储 2017-32	公开竞买	商业	3920	4.33	6.49
9	珠国土储 2017-33	公开竞买	商业	3938	2.16	2.16
10	珠国土储 2017-34	公开竞买	加油加气站	10833	0.24	0.12
11	珠国土储 2017-35	公开竞买	商业及文化设施	2654	1.33	1.33
12	珠国土储 2017-36	公开竞买	商业	3641	8.53	8.53
合计					**65.30**	**125.61**

注：珠国土储2009-08地块由六个子地块组成，包括S1-S6，公司对S1-S6分别按照进度进行开发，自拍地以来公司已经对S1-S4进行分期开发，剩余S6地块已列入公司开发计划，但目前尚未进行开发。上述S1-S6地块为公司一次性取得，并持续进行开发，企业并不存在囤地行为，仅对上述地块按进度进行开发

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司在建房地产项目 12 个，总投资金额 171.88 亿元，已投资金额 119.68 亿元，项目开发资金来源主要为自有资金和对外筹资。截至 2019 年 3 月底，公司拟建项目 3 个，总投资金额 46.67 亿元，总规划建筑面积 41.77 万平方米。

总体看，公司房地产业务在建和拟建项目较多，投资规模较大，面临较大的融资压力。

表6　截至2019年3月底公司在建房地产项目情况（单位：亿元）

序号	项目	地区	业态	权益比例	总投资金额	已投资金额	已到位的自有资金	未来投资金额
1	平沙九号广场	珠海	住宅、商业	100%	13.44	5.60	5.33	7.84
2	平沙九号花园二期 0406 地块（37#楼）	珠海	商业	100%	2.40	1.07	1.07	1.33
3	珠国土储 2016-12 地块	珠海	住宅	100%	18.00	13.77	12.81	4.23
4	格力海岸 S5 地块	珠海	住宅	100%	33.00	22.49	16.89	10.51
5	珠海格力白焦广场	珠海	住宅	100%	6.80	3.74	3.74	3.06
6	前滩 38-01 地块	上海	住宅	100%	25.00	20.21	15.66	4.79

7	前滩 32-01 地块	上海	住宅	100%	30.00	22.04	16.86	7.96
8	松江泗泾 10-05 地块	上海	住宅	100%	28.00	23.69	20.19	4.31
9	格力龙盛总部经济区一期（P22-1/01 地块）	重庆	商务办公及相关配套	100%	1.42	0.47	0.47	0.95
10	格力龙盛总部经济区-商业一期（P22-2/02）	重庆	商业及商务	100%	3.39	1.72	1.72	1.67
11	格力两江商住（P25-1/01）	重庆	住宅、商业及配套	100%	6.97	3.44	3.44	3.53
12	格力两江商住（P26-1/01）	重庆	住宅、商业及配套	100%	3.46	1.44	1.44	2.02
合计		--	--	--	**171.88**	**119.68**	**99.62**	**52.20**

资料来源：公司提供

表7　截至2019年3月底公司拟建房地产项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	项目所在地	业态	预计起止日期	总投资	资金来源	投资进度			
							2019年3月底	2019年	2020年	2021年
1	格力海岸S6	珠海	住宅	2019-2022	21.36	自有	14.75	--	--	--
2	格力海岸S7	珠海	商住	2019-2022	15.61	自有	14.94	--	--	--
3	格力两江商住（P24-1/01）	重庆	住宅	2019-2022	9.70	自有	2.17	1.00	4.00	2.00
合计					**46.67**		**31.86**	1.00	4.00	2.00

资料来源：公司提供

3. 其他业务

近年来在发展房地产业的基础上，公司充分利用珠海独特的区位优势、海洋和生态资源优势，积极搭建房地产业、海洋经济产业、口岸经济产业、现代服务业、现代金融五大板块协同发展的产业格局。

海洋经济方面，逐步开展海岛旅游、个性化医疗项目，构建香洲、唐家、海岛“游艇生活圈”，建设珠江口西岸现代化中心渔港。

口岸经济方面，主要为管理港珠澳大桥珠澳口岸人工岛建设工程，建设洪湾通关综合服务中心，打造外伶仃岛“离岛购物天堂”。

现代服务业方面，在公司开展海岛、渔港等业务的基础上，发展生态农业、海洋渔业，以及竹洲水乡水利风景区的综合开发和教育产业。

现代金融业方面，主要基于“海控金融”“海控易购 app”的互联网平台，与其他产业协同，择机拓展相关业务的 O2O 模式，打造电子商务平台。

目前，公司已承担多个海岛、渔港和景区项目的开发和整治工作，各项目均尚未进入正式运营期，目前收益实现规模较小，未来收益具有一定的不确定性。

香洲港区域综合综合整治工程（以下简称“香洲港区”）香洲渔港位于珠海市香洲区，野狸岛西北侧，是珠江口渔业与货物交易的主要集散地之一，近年来随着业务规模扩大，香洲渔港已无法满足现代化渔港的要求。公司承担的香洲港区综合整治工程陆域面积约 37 万平方米，包括项目范围内所有的建筑、码头等子项工程。总建筑面积为 29850 平方米，主要建筑物包括游艇俱乐部（约 700 个泊位）及配套、滨海渔村、公园配套商业及设施、地下停车场等。项目总投资 20 亿元，截至 2019 年 3 月底，已投资 5.89 亿元。

珠海洪湾中心渔港配套工程以渔港建设为核心，构建集渔船避风、后勤补给、船舶修造、国际化水产品交易、水产品精深加工、冷链储藏配送、物流运输、海洋渔业文化、

海洋科技研发、休闲旅游度假等多个产业结合于一体的现代化中心渔港经济区。项目总投资 25.85 亿元，截至 2019 年 3 月底，已投资 8.96 亿元。

珠海格力海岸游艇码头位于唐家湾新城东部海岸、情侣北路南段，拟建 200 多个游艇泊位、游艇栈桥、防波堤、提升机平台、活动引桥及相关配套设施，项目建成后，有助于满足区域经济快速增长带来的高消费群体游艇消费需求，是珠海游艇生活圈的重要组成部分。项目总投资为 4.38 亿元，截至 2019 年 3 月底，已投资 2.91 亿元。

淇澳红树林湿地公园一期项目项目规划面积为 456 公顷，主要包含园林绿化、亭台水榭、配套服务设施、科普植物馆等建设内容。

竹洲水乡位于珠海市斗门区，2014 年成功晋升为国家级水利风景区，公司将结合竹洲水乡水利风景区内的旅游资源条件、生态保护与发展目标，开发以水为主题的多层次多样化的旅游项目，建设集观光、体验、休闲、教育为一体的水利旅游风景区。目前已建成内容为荷院山居度假酒店和有机蔬菜生产大棚 5 万平方米等。

截至 2019 年 3 月底，公司其他业务重点在建项目 6 个，总投资金额 72.34 亿元，已投资金额 20.02 亿元，尚需投资金额 52.32 亿元，项目开发资金来源主要为自有资金和对外筹资。

公司其他业务拟建项目 4 个，计划总投资 158.00 亿元，目前均在开展前期工作。

总体看，公司其他业务在建项目及拟建项目未来投资规模较大，具有较大的对外融资需求。

表8 截至2019年3月底公司其他业务在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预算投资金额	已投资金额	工程进度	建设期间	未来投资计划		
					2019 年	2020 年	2021 年
香洲港区域综合整治工程	20.00	5.89	29.45%	2013-2020 年	1.25	1.30	0.69
珠海洪湾中心渔港配套工程	25.85	8.96	34.66%	2013-2021 年	2.00	8.50	6.39
淇澳红树林湿地公园一期	7.80	0.06	0.77%	2017-2019 年	2.10	2.10	0.00
竹洲水乡工程	12.19	0.73	5.99%	2015-2019 年	0.30	--	--
万山二期	2.12	1.47	69.34%	2014-2019 年	0.74	--	--
游艇码头	4.38	2.91	66.44%	2014-2019 年	0.39	--	--
合计	**72.34**	**20.02**			**6.78**	**11.90**	**7.08**

资料来源：公司提供

表9 截至2019年3月底公司其他业务拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目内容	计划总投资	项目进展
珠港澳物流合作园进出境货运车辆检查场（通关中心）	该项目位于广珠西线高速延长线以西、港珠澳大桥西延线以南区域，整合珠海市各一线口岸、二线通道的重点查验功能、海关报关报备功能、征税退税功能，以及国检部分业务功能等，并集聚商贸物流功能，无缝衔接港澳地区相关产业。	18.50	已开展前期工作
高栏港荷包作业区围海造地	由荷包岛、大杧岛、獭洲岛、连到堤围海造陆形成的“岛式”港区，规划为依托石化、修造船等装备制造业发展的工业港区。	80.00	已开展前期工作
高栏港海底隧道	该项目位于珠江入海口，连接大杧岛、三角山岛以及高栏港南水大道，全长约12.4km，分为越海段和接线段两部分。越海段全长约6.5km、双向四车道，初步意向方案采用盾构法实施。	55.00	已开展前期工作

外伶仃码头项目	该项目位于珠海市外伶仃岛石涌湾码头，该项目以现有码头为基础进行扩建，建成后将拥有2个客运泊位及2个货运泊位，以及一定数量游艇泊位。	4.50	已开展前期工作
合计		**158.00**	

资料来源：公司提供

4. 未来发展

公司坚持“立足珠海，区域布局”的企业战略，从“区域战略”、“产业战略”、“资本战略”、“‘+互联网’战略”、“人才战略”着手，全面构建产业融通、高效联动的新产业发展模式。

区域战略：公司依托良好的品牌影响力和产品美誉度，坚持“立足珠海、区域布局”的战略，紧抓“一带一路”、粤港澳大湾区、横琴自贸区等发展机遇，继续深化珠海市场，同时，加快推进上海、重庆项目建设，以珠海、上海、重庆为中心将业务辐射至珠三角，长三角和西南地区，并将根据公司和市场情况寻求其他区域的拓展。

产业战略：公司在稳步发展房地产业的同时，大力推进口岸经济产业、海洋经济产业，创新开展现代服务业、现代金融业，形成了“3+2”产业格局。并在市场的考验和监督下，不断优化治理结构，创新管理模式，巩固和推动产业发展。

资本战略：根据公司产业升级及战略转型的实际需求，公司紧抓资本市场机遇，通过证券及金融市场，实施资本扩张战略，增加资产规模，健全资本运营体系，融通资源合理配置。同时，公司加快产业资本化速度，形成母公司在主板市场发展，二、三级公司在新三板等发展的双向资本扩张模式。

“+互联网”战略：以实体产业为根基，通过互联网助推实现产业联动的战略发展方向。改革销售方式，利用互联网优势创造营销价值；创新服务平台，采用互联网方式提供优质的产品和服务；丰富传播渠道，借用网络媒体高效传播品牌。通过“+互联网”战略，公司最终达到市场拓展、盈收增加、提速增效、品牌提升的目的。

人才战略：公司重视员工的培养和发展，提出“789”人才战略，搭建以“70”年代员工为核心力量、“80”年代员工为中坚力量、“90”年代员工为骨干力量的人才成长梯队。通过深挖人才，唯贤是用，为人才的健康成长开辟“绿色通道”，形成富有年轻、活力，充满激情、斗志的人才团队，发挥集群效应，提升公司人才素质，为公司跨越发展注入不竭动力。

总体看，公司未来发展战略明确。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016—2018 年财务报表，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司上述财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2019 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围看，截至 2018 年底，合并范围内子公司 56 家，较上年底净增加 6 家；截至 2019 年 3 月底，合并范围内子公司 57 家，较上年底净增加 1 家。以上合并范围的增加主要为公司业务扩张需要成立的项目公司，对财务数据可比性影响较小。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 296.69 亿元，所有者权益 82.05 亿元（包含少数股东权益 0.09 亿元）；2018 年公司实现营业收入 30.78 亿元，利润总额 6.76 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 309.74 亿元，所有者权益 79.80 亿元（包含少数股东权益 0.10 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 17.24 亿元，利润总额 3.09

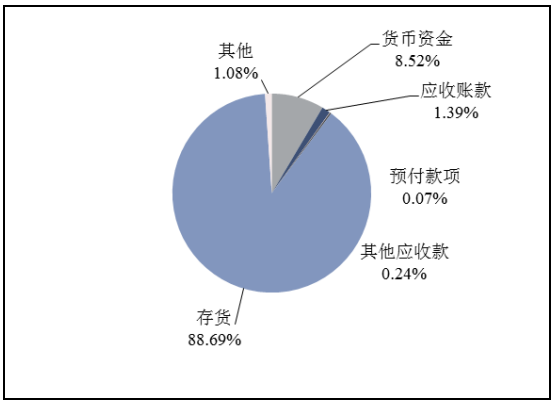
亿元。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产总额不断增长，年均复合增长 6.06%。截至 2018 年底，公司资产总计 296.69 亿元，同比增长 8.54%。从构成看，流动资产占 81.47%，公司资产以流动资产为主。

2016—2018 年，公司流动资产相对稳定，截至 2018 年底为 241.72 亿元，同比变动不大。从构成看，以货币资金（占 8.52%）和存货（占 88.69%）为主（详见图 2）。

图 2　截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司货币资金快速下降，年均复合下降 31.07%。截至 2018 年底，公司货币资金 20.60 亿元，主要由银行存款（19.02 亿元）和其他货币资金（1.58 亿元）以及少量现金构成；其中，使用权受限制的货币资金 0.03 亿元，占比较小。

2016—2018 年，公司应收账款快速增长，年均复合增幅 237.83%，截至 2018 年底，应收账款 3.36 亿元，同比大幅增长 333.29%，主要系应收代建工程款增加所致。从账龄看，以 1 年以内的为主，综合账龄较短；截至 2018 年底，共计提坏账准备 243.84 万元，考虑到公司应收账款账龄较短，坏账准备计提较为充分。

2016—2018 年，公司存货波动增长，年均复合增幅 3.41%。截至 2018 年底，公司存货 214.39 亿元，较上年变化不大，存货主要由房地产开发成本（162.59 亿元）和房地产开发产品（51.66 亿元）构成。公司存货未计提跌价准备。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 2.62 亿元，主要由待扣税和预缴各项税费构成。

2016—2018 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 72.70%。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 54.97 亿元，同比增长 101.57%，主要来自投资性房地产的增加。从构成来看，2018 年底非流动资产主要由可供出售金融资产（占 7.27%）、在建工程（占 34.19%）和投资性房地产（占 45.17%）等。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长 100.91%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 4.00 亿元，全部为按成本计量的可供出售权益工具，其中对上海康橙投资中心（有限合伙）投资 0.80 亿元，对广东华兴银行股份有限公司投资 3.20 亿元。

2016—2018 年，公司在建工程波动增长，年均复合增幅 33.98%，截至 2018 年底，公司在建工程 18.80 亿元，同比增长 24.86%，系渔港项目工程支出增加所致。

公司投资性房地产采用公允价值计量，截至 2018 年底，公司投资性房地产 24.83 亿元，较上年增长 24.63 亿元，系存货转为投资性房地产所致。截至 2018 年底，公司投资性房地产处于招商阶段，未获得收入。

截至 2018 年底，公司受限资产共计 103.98 亿元；主要为受限存货 97.70 亿元和受限在建工程 5.52 亿元。公司受限资产占总资产的比重为 35.05%，受限比例一般。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额合计 309.74 亿元，较 2018 年底增长 4.40%；从构成看，流动资产占 80.25%，仍然以流动资产为主，资产构成较 2018 年底变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司长期应收款 15.27 亿元，较上年底大幅增长系洪湾中心渔港（周主港

池）工程结算所致。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产构成以流动资产为主，存货规模大。公司整体资产质量尚可。

3.负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增幅 5.60%，主要来自股本、盈余公积和未分配利润的增长。截至 2018 年底，公司所有者权益为 82.05 亿元，同比增长 4.80%。归属于母公司的所有者权益主要包括股本（占 25.14%）、资本公积（占 13.40%）、盈余公积（占 4.05%）和未分配利润（占 50.34%）。截至 2018 年底，公司其他权益工具为 0.77 亿元，较上年底下降 1.01 亿元系可转换公司债券部分回购或转股所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 79.80 亿元，较 2018 年底下降 2.76%，权益结构较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益变化不大，未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

负债

2016—2018年，公司负债总额有所增长，年均复合增长6.23%。截至2018年底，公司负债总额为214.64亿元，同比增长10.05%。从构成看，非流动负债占72.56%，以非流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债快速下降，年均复合下降 26.54%。截至 2018 年底，公司流动负债为 58.89 亿元，同比下降 27.05%，主要来自一年内到期的非流动负债的下降。从构成看，主要由其他应付款（占 35.92%）、一年内到期的非流动负债（占 27.30%）、预收款项（占 7.60%）和应付账款（占 16.24%）等构成。

公司应付账款主要为应付工程款，受项目开发进度影响，2016—2018 年，公司应付账款波动下降，分别为 9.61 亿元、6.36 亿元和 9.56 亿元，年均复合降幅 0.25%，截至 2018 年底，公司应付账款 9.56 亿元，同比增长 50.41%，主要系应付工程款增长所致。

公司预收款项主要为预收购房款，2016—2018 年，公司预收款项分别为 20.42 亿元、4.51 亿元和 4.48 亿元，年均复合下降 53.18%。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 16.08 亿元，同比下降 55.89%，主要系一年内到期的长期借款减少所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款 21.15 亿元，同比下降 17.08%，主要包括拆借款 14.78 亿元和土地增值税准备金 5.60 亿元等构成。公司拆借款主要系和控股股东的拆借款。

2016—2018 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增幅 38.62%。截至 2018 年底，公司非流动负债为 155.75 亿元，同比增长 36.23%，主要来自长期借款和应付债券的增加。从构成看，主要由长期借款（占 48.93%）、和应付债券（占 43.49%）构成

2016—2018 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 53.67%，截至 2018 年底，公司长期借款 76.21 亿元，同比增长 29.93%。从构成看，由保证借款 44.66 亿元和抵押借款 31.55 亿元等构成。

截至 2018 年底，公司应付债券 67.74 亿元，同比增长 47.37%，系发行中期票据和公司债所致。若“18 格地 03”于 2021 年行权，公司 2021 年需偿还的债券总额为 52 亿元，公司将面临很大的集中支付压力。

表 10 公司应付债券明细（单位：万元）

项目	2018 年底余额
15 格力房产（122474）	1986.70
16 格地 01（135577）	298726.42
18 格地 01（150385）	101414.26
18 格地 02(143195)	57900.24
18 格地 03(143226)	57899.55
18 格力地产 MTN001	49850.16
18 格力地产 MTN002	49846.90
18 格力地产 MTN003	59803.25

项目	2018 年底余额
19 格地 01（151272）	-
合计	677427.48

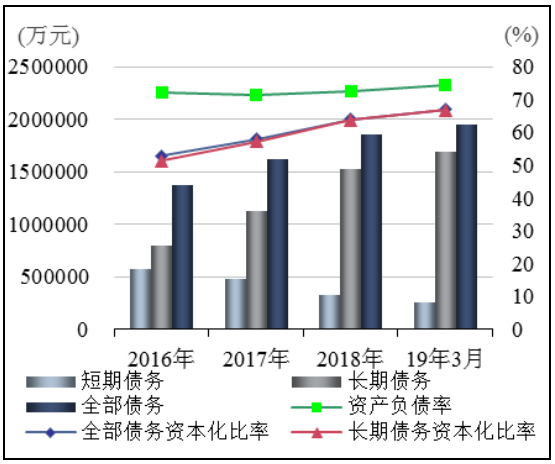
资料来源：公司财务报告

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 229.94 亿元，较 2018 年底增长 7.13%，主要系长期借款的增长。从结构看，非流动负债占 74.70%，非流动负债占比进一步提升。

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长率为 16.14%。截至 2018 年底，公司全部债务为 185.32 亿元，同比增长 14.84%。其中长期债务 152.46 亿元（占 82.27%）。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 194.62 亿元，较 2018 年底增长 5.02%；其中长期债务 168.47 亿元（占 86.57%），长期债务占比较 2018 年底进一步提升。总体看，近年来公司有息债务规模不断增长，以长期债务为主，债务结构较合理。

债务指标方面，2016—2018 年，公司资产负债率波动上升，分别为 72.10%、71.36%和 72.34%。长期债务资本化比率持续上升，三年分别为 52.12%、59.10%和 65.01%。全部债务资本化比率持续上升，三年分别为 65.12%、67.33%和 69.31%。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 74.24%、67.86%和 70.92%。

图 3　近年来公司债务指标



资料来源：公司财务报告

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所增长，有息债务负担重。有息债务以长期债务为主，债务结构合理。

4. 盈利能力

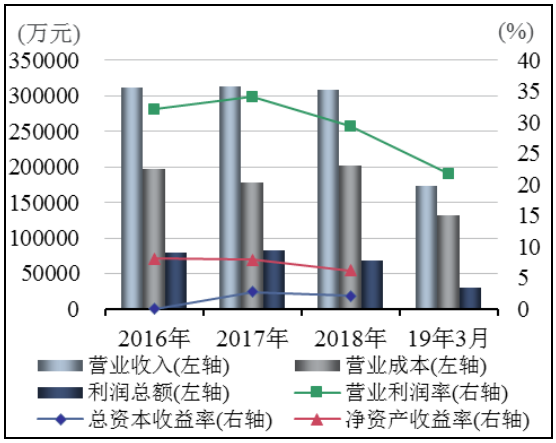
2016—2018 年，公司营业收入保持相对稳定分别为 31.22 亿元、31.30 亿元和 30.78 亿元。同期，公司营业成本分别为 19.64 亿元、17.87 亿元和 20.23 亿元，年均复合增幅 1.49%。公司营业利润率波动下降，三年分别为 32.13%、34.13%和 29.40%。

从期间费用看，2016—2018 年，公司期间费用分别为 2.55 亿元、2.30 亿元和 2.49 亿元，占营业收入比重波动下降，三年分别为 8.16%、7.36%和 8.08%。2018 年公司财务费用同比增长 54.55%至 0.46 亿元，主要系利息费用增长所致。

2016—2018 年，公司利润总额分别为 7.99 亿元、8.27 亿元和 6.76 亿元。

盈利指标方面，2016—2018 年，公司总资本收益率持续下降，三年加权平均值为 2.56%；公司净资产收益率持续下降，三年加权平均值为 7.14%，2018 年两项指标分别为 2.13%和 6.24%。

图 4　近年来公司盈利指标



资料来源：公司财务报告

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 17.24 亿元，为 2018 年的 56.00%，主要代建项目结转收入所致。同期公司实现利润总额 3.09 亿

元。2019 年 1—3 月，公司营业利润率为 21.78%，较 2018 年下降 7.62 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司营业收入保持平稳，公司盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动来看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量呈波动下降趋势，三年分别为 42.03 亿元、17.10 亿元和 30.21 亿元。同期，销售商品、提供劳务收到的现金波动下降，分别为 40.92 亿元、16.22 亿元和 29.51 亿元。收到其他与经营活动有关的现金分别为 1.09 亿元、0.82 亿元和 0.69 亿元。2016—2018 年，公司经营活动现金流出呈波动下降趋势，分别为 54.38 亿元、38.13 亿元和 42.38 亿元。其中，购买商品、接受劳务支付的现金快速下降，分别为 39.02 亿元、30.06 亿元和 22.04 亿元。支付其他与经营活动有关的现金主要为代收代垫款和广告费支出，分别为 4.10 亿元、2.66 亿元和 12.38 亿元。2016—2018 年，经营活动现金净流量分别为-12.35 亿元、-21.02 亿元和-12.17 亿元。从收入实现质量来看，2016—2018 年，公司现金收入比波动下降，三年分别为 131.10%、51.82%和 95.84%，2018 年收入实现质量有明显提升。

从投资活动来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入波动下降，三年分别为 0.74 亿元、1.06 亿元和 0.36 亿元，其中收回投资收到的现金分别为 0.70 亿元、1.05 亿元和 0.21 亿元。同期，投资活动现金流出波动下降，分别为 8.59 亿元、10.65 亿元和 3.80 亿元，主要用于购建固定资产、无形资产及对外投资等。投资活动产生的现金流量净额分别为-7.85 亿元、-9.59 亿元和-3.45 亿元。

筹资活动前公司现金流量净额分别为-20.20 亿元、-30.61 亿元和-15.61 亿元。

从筹资活动来看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入量波动中有所下降，分别为 97.65 亿元、63.65 亿元和 73.35 亿元，主要来自银行借款和发行债券。其中取得借款收到的现金分别为 38.49 亿元、63.65 亿元和 35.22 亿元；发行债券收到的现金分别为 29.73 亿元、0 亿元和 38.04 亿元。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出量波动增长，分别为 64.34 亿元、48.26 亿元和 65.16 亿元，主要用于偿还债务本息。同期，筹资活动现金流量净额波动下降，分别为 33.31 亿元、15.39 亿元和 8.19 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流入量 7.86 亿元；同期，经营活动现金净流量、投资活动现金净流量和筹资活动现金净流量分别为 0.02 亿元、-1.05 亿元和 2.90 亿元。

总体来看，2018 年公司经营活动现金流入量有所好转，随着未来项目的逐步开发，公司对外融资需求将逐步增加。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率快速增长，分别为 224.81%、304.85%和 410.48%。公司速动比率三年波动上升，分别为 41.11%、37.37%和 46.41%。截至 2019 年 3 月底，上述指标均分别为 427.29%和 48.64%。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比分别为-11.31%、-26.05%和-20.66%。公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 9.06 亿元、8.93 亿元和 7.77 亿元。公司 EBITDA 利息倍数不断下降，三年分别为 1.10 倍、1.01 倍和 0.72 倍。全部债务/EBITDA 不断增长，三年分别为 15.17 倍、18.07 倍和 23.85 倍。公司整体偿债能力较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司获得银行综合授信额度共计 130.99 亿元，其中尚未使用银行授信额度 36.95 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。同时，公司为 A 股上市公司，具备

直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》（机构信用代码：G10440402008490303），截至 2019 年 5 月 7 日，公司产生次级、关注类贷款 32 笔，均由公司前身海星科技产生；自 2009 年公司资产重组以来，无未结清和已结清不良信贷记录。总体看，公司过往债务履约情况良好。

8. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 151.36 亿元，同比增长 6.47%。母公司资产主要由流动资产 125.18 亿元构成。母公司流动资产主要由其他应收款 108.54 亿元构成。母公司非流动资产主要由长期股权投资 26.07 亿元构成。

截至 2018 年底，母公司负债总额 80.30 亿元，同比增长 24.46%。母公司负债主要由非流动负债 70.28 亿元构成。母公司非流动负债主要包括应付债券 67.54 亿元。

截至 2018 年底，母公司所有者权益 71.05 亿元，同比下降 8.50%。母公司所有者权益主要包括实收资本 20.60 亿元、资本公积 36.39 亿元和未分配利润 11.24 亿元构成。

2018 年，母公司实现营业收入 0.26 亿元，实现利润总额 0.12 亿元。

2018 年，母公司经营活动净现金流为-18.50 亿元，筹资活动净现金流为 20.46 亿元，主要系发行债券所致。

总体看，母公司资产构成符合母公司投资控股的特点。由于发行债券融资，母公司筹资活动呈现净现金流入状态。

9. 存续期内债券偿还能力

公司已发行的经联合资信评定的存续期债券“18 格力地产 MTN001”“18 格力地产 MTN002”和“18 格力地产 MTN003”余额共计 16.00 亿元（以下简称“存续债券余额”）。2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 42.03 亿元、17.10 亿元和 30.21 亿元。公司经营活动现金流入量分别为存续债券余额的 2.63 倍、1.07 倍和 1.89 倍。2016—2018 年，经营活动现金净流量分别为-12.35 亿元、-21.02 亿元和-12.17 亿元。公司经营活动现金净流量分别为存续债券余额的-0.77 倍、-1.31 倍和-0.76 倍。2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 9.06 亿元、8.93 亿元和 7.77 亿元。公司 EBITDA 分别为存续债券余额的 0.57 倍、0.56 倍和 0.49 倍。公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力强。

若“18 格地 03”于 2021 年行权，公司 2021 年需偿还的债券总额为 50.10 亿元，且达到单年需偿还债券的峰值。2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 42.03 亿元、17.10 亿元和 30.21 亿元，公司经营活动现金流入量分别为峰值偿还额度的 0.84 倍、0.34 倍和 0.60 倍。同期，公司 EBITDA 分别为 9.06 亿元、8.93 亿元和 7.77 亿元，公司 EBITDA 分别为峰值偿还额度的 0.18 倍、0.18 倍和 0.16 倍。公司将面临很大的集中支付压力。

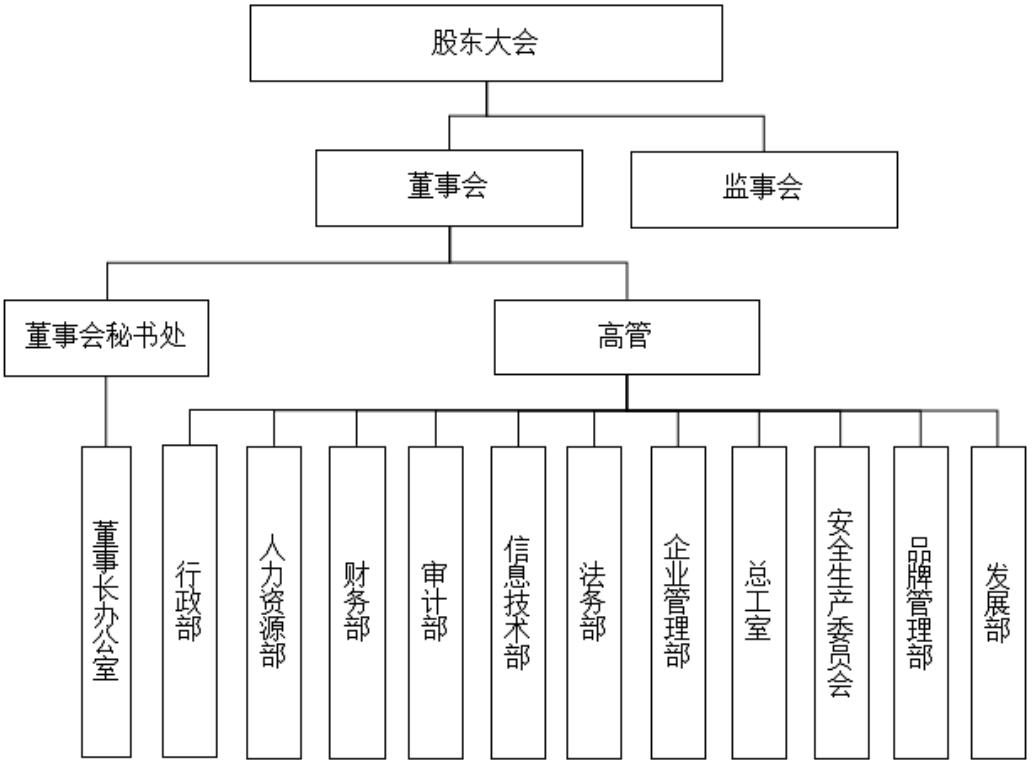
九、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，并维持“18 格力地产 MTN001”“18 格力地产 MTN002”和“18 格力地产 MTN003”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司前十大股东持股情况

股东名称（全称）	期末持股数量	比例(%)
珠海投资控股有限公司	847339780	41.13
格力地产股份有限公司回购专用证券账户	109331401	5.31
广州市玄元投资管理有限公司－玄元投资元宝 1 号私募投资基金	102654867	4.98
泰达宏利基金－工商银行－中航信托－天顺（2016）70 号泰达宏利基金投资单一资金信托	102654867	4.98
建信基金－工商银行－华润深国投信托－华润信托·增利 10 号集合资金信托计划	102654867	4.98
铜陵发展投资集团有限公司	51622418	2.51
广州金融控股集团有限公司	51622418	2.51
杭州滨创股权投资有限公司	31268439	1.52
中国证券金融股份有限公司	30465519	1.48
西安飞机工业(集团)有限责任公司	26287500	1.28

附件 1-2　公司组织结构图



附件 1-3　截至 2018 年底公司子公司构成

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
				直接	间接	
珠海格力房产有限公司	珠海	珠海	房地产开发	100		非同一控制下企业合并
珠海保联国际物流合作园投资有限公司	珠海	珠海	物流园建设与经营	100		设立
珠海海控金融服务有限公司	珠海	珠海	非银行金融信息服务	100		设立
格力地产（香港）有限公司	香港	香港	咨询及推广	100		设立
珠海海控远洋渔业投资有限公司	珠海	珠海	渔业投资	100		设立
珠海保联资产管理有限公司	珠海	珠海	资产管理、投资管理	100		设立
珠海海控小额贷款有限公司	珠海	珠海	小额贷款	40	60	设立
珠海高栏陆海联线发展有限公司	珠海	珠海	填海工程、项目投资	100		设立
珠海万联海洋发展有限公司	珠海	珠海	海洋工程项目投资	100		设立
上海海控商业保理有限公司	上海	上海	保理	100		设立
上海海控合联置业有限公司	上海	上海	房地产开发	40	60	设立
上海海控保联置业有限公司	上海	上海	房地产开发	40	60	设立
重庆两江新区格力地产有限公司	重庆	重庆	房地产开发		100	设立
珠海格力置盛实业有限公司	珠海	珠海	房地产开发		100	同一控制下企业合并
珠海格力房地产营销策划有限公司	珠海	珠海	营销策划	30	70	设立
珠海格力建材有限公司	珠海	珠海	商业批发、零售		100	同一控制下企业合并
珠海格力地产物业服务股份有限公司	珠海	珠海	物业管理		100	设立
珠海格力港珠澳大桥人工岛发展有限公司	珠海	珠海	工程管理		100	设立
珠海格力健身餐饮有限公司	珠海	珠海	餐饮经营		100	设立
珠海格力地产物业代理有限公司	珠海	珠海	物业代理		100	设立
珠海格力船务有限公司	珠海	珠海	船舶服务		100	设立

珠海洪湾中心渔港发展有限公司	珠海	珠海	港口建设		100	设立
珠海香湾码头发展有限公司	珠海	珠海	港口建设		100	设立
珠海万联海岛开发有限公司	珠海	珠海	海岛开发、房地产开发		100	设立
珠海高格企业管理有限公司	珠海	珠海	工程装饰	100		设立
珠海万海运输有限公司	珠海	珠海	交通运输		100	设立
珠海万山静云酒店管理有限公司	珠海	珠海	酒店经营		100	设立
珠海市香洲区茵卓小学	珠海	珠海	教育培训		100	设立
珠海鼎元生态农业有限公司	珠海	珠海	种植、养殖		60	设立
珠海万海旅游有限公司	珠海	珠海	旅游		100	设立
格力地产（美国）有限公司	美国	美国	房地产开发	100		设立
格力地产（英国）有限公司	英国	英国	房地产开发	100		设立
上海沪和企业管理有限公司	上海	上海	企业管理		100	设立
珠海海岸影院管理有限公司	珠海	珠海	电影播放		100	设立
珠海海控淇澳旅游有限公司	珠海	珠海	旅游		100	设立
珠海海控竹洲水乡发展有限公司	珠海	珠海	旅游地产		100	设立
珠海保联房产有限公司	珠海	珠海	房地产开发		100	设立
珠海海控玖零玖投资股份有限公司	珠海	珠海	投资	40	60	设立
珠海保联白藤湖整治投资发展有限公司	珠海	珠海	旅游地产		100	设立
珠海接霞庄投资发展有限公司	珠海	珠海	旅游地产		100	设立
珠海保联现代农业股份有限公司	珠海	珠海	农业		60	设立
珠海海控融资租赁有限公司	珠海	珠海	融资租赁	75	25	设立
珠海保联竹洲水乡生态投资股份有限公司	珠海	珠海	项目投资		90	设立
上海海控太联置业有限公司	上海	上海	房地产开发		100	设立
珠海海控商业管理股份有限公司	珠海	珠海	商业管理		100	设立
珠海海岸无界文化管理有限公司	珠海	珠海	商业管理		100	设立
珠海海控金融科技服务有限公司	珠海	珠海	技术开发、信息服务		100	设立

珠海万海游艇会有限公司	珠海	珠海	旅游		100	设立
珠海合联房产有限公司	珠海	珠海	房地产开发		100	设立
珠海粤和企业管理有限公司	珠海	珠海	企业管理		100	设立
上海格力地产发展有限公司	上海	上海	房地产开发	78		设立
中冶格力（安徽）建设发展有限公司	安徽	安徽	房地产开发	70		设立
中冶格力（马鞍山）健康小镇建设发展有限公司	安徽	安徽	房地产开发		70	设立
珠海粤雅传媒有限公司	珠海	珠海	广告		60	设立
重庆静云酒店管理有限公司	重庆	重庆	酒店经营		100	设立
上海弘翌投资合伙企业（有限合伙）	上海	上海	投资管理		100	收购

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	43.36	27.96	20.60	22.91
资产总额(亿元)	263.76	273.34	296.69	309.74
所有者权益(亿元)	73.58	78.29	82.05	79.80
短期债务(亿元)	57.28	48.25	32.86	26.14
长期债务(亿元)	80.10	113.12	152.46	168.47
全部债务(亿元)	137.38	161.37	185.32	194.62
营业收入(亿元)	31.22	31.30	30.78	17.24
利润总额(亿元)	7.99	8.27	6.76	3.09
EBITDA(亿元)	9.06	8.93	7.77	--
经营性净现金流(亿元)	-12.35	-21.02	-12.17	0.02
财务指标				
销售债权周转次数(次)	106.16	40.41	9.17	--
存货周转次数(次)	0.11	0.09	0.09	--
总资产周转次数(次)	0.13	0.12	0.11	--
现金收入比(%)	131.10	51.82	95.84	44.62
营业利润率(%)	32.13	34.13	29.40	21.78
总资本收益率(%)	3.25	2.80	2.13	--
净资产收益率(%)	8.14	7.96	6.24	--
长期债务资本化比率(%)	52.12	59.10	65.01	67.86
全部债务资本化比率(%)	65.12	67.33	69.31	70.92
资产负债率(%)	72.10	71.36	72.34	74.24
流动比率(%)	224.81	304.85	410.48	427.29
速动比率(%)	41.11	37.37	46.41	48.64
经营现金流动负债比(%)	-11.31	-26.05	-20.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.10	1.01	0.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.17	18.07	23.85	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；短期债务包含其他应付款和一年内到期的非流动负债中有息部分；长期债务包含长期应付款及其他非流动负债中的有息部分

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（应收账款净额+应收票据）
存货周转次数	营业成本/存货净额
总资产周转次数	营业收入/资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变