

信用等级公告

联合〔2020〕2611号

广东珠江投资股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对广东珠江投资股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的2020年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟面向合格投资者公开发行的2020年公司债券（第一期）信用等级为AA+

特此公告

联合信用评级有限公司
评级总监：  

二〇二〇年八月十日

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

<http://www.unitedratings.com.cn>

广东珠江投资股份有限公司

2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+
公司主体信用等级：AA+
评级展望：稳定
本期债券发行规模：不超过 30.17 亿元（含）
本期债券期限：不超过 5 年（含）
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2020 年 8 月 10 日
主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,357.93	1,612.01	1,792.30	1,844.54
所有者权益（亿元）	311.26	403.98	426.82	427.51
长期债务（亿元）	636.38	720.36	701.03	674.66
全部债务（亿元）	698.62	816.83	836.99	866.39
营业收入（亿元）	96.49	86.56	123.30	13.82
净利润（亿元）	6.78	8.93	16.20	0.69
EBITDA（亿元）	25.40	29.63	40.81	--
经营性净现金流（亿元）	-11.24	5.84	125.95	4.26
营业利润率（%）	21.55	33.69	26.43	34.70
净资产收益率（%）	2.29	2.50	3.90	--
资产负债率（%）	77.08	74.94	76.19	76.82
全部债务资本化比率（%）	69.18	66.91	66.23	66.96
流动比率（倍）	2.99	2.85	2.31	2.11
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/本期发债额度（倍）	0.84	0.98	1.35	--

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. 公司 2020 年一季度数据未经审计

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广东珠江投资股份有限公司（以下简称“公司”或“珠江投资”）的评级反映了公司作为一家综合实力较强的房地产开发企业，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，签约销售额逐年增长，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例、公司在建项目尚需投入较大规模资金、债务负担较重、预付款项和其他应收款对资金形成占用以及对外担保规模较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

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。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水平以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司开发经验丰富，品牌知名度较高。公司拥有国家一级房地产开发资质，开发经验丰富，“珠江”系列品牌具有较高的知名度。

2. 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充足，可为公司未来业务发展提供良好支撑。

3. 公司销售情况良好，自持物业较为优质。公司签约销售额逐年增长，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。

4. 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，公司债务负担或将有所下降。

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，预付款项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，利息支出大幅增加。**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；公司基于一级开发土地决算要求，2019 年利息支出大幅增加。

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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效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

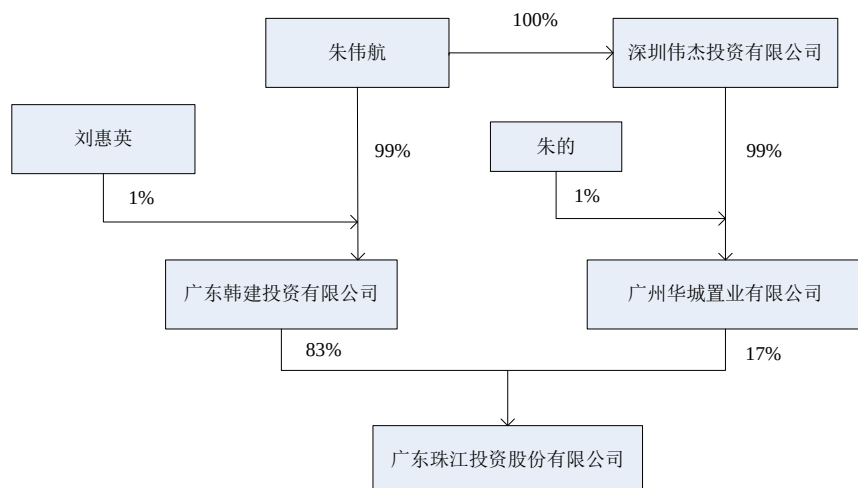
一、主体概况

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。

2007年12月，广东珠江投资有限公司改制为股份有限公司，公司名称变更为现名，注册资本变更为人民币320,000万元。

经数次增资及股权转让等，截至2020年3月底，公司注册资金和股本均为42.00亿元，广东韩建投资有限公司（以下简称“广东韩建”）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2020年3月末公司股权结构及实际控制人情况



资料来源：公司提供

公司及子公司主要从事房地产开发经营。公司的经营范围：房地产项目投资及其投资业务咨询、信息服务、投资项目策划及组织有关学术活动，销售，五金交电、建筑材料、百货、日用杂货，房地产开发。

截至2020年3月末，公司内设城市更新投资管理中心、投资与财务管理中心、住宅投资事业部、成本经营管理中心、商业/产业投资事业部、人力资源及行政管理中心等部门（详见附件1）；纳入合并范围子公司166家，公司员工总数为2,564人。

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。

截至2020年3月末，公司合并资产总额1,844.54亿元，负债合计1,417.03亿元，所有者权益427.51亿元，其中归属于母公司所有者权益291.86亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入13.82亿元，净利润0.69亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.77亿元；经营活动产生的现金流量净额4.26亿元，现金及现金等价物净增加额18.59亿元。

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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

2019年11月12日，经中国证监会证监许可〔2019〕2261号文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过100亿元（含）的公司债券。本期债券名称为“广东珠江投资股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”）。本次债券发行总规模不超过人民币100亿元（含），采取分期发行的方式；本期债券为本次债券下的第一期，发行总规模不超过人民币30.17亿元（含）；本期债券面值为100.00元，按面值平价发行。本期债券的期限不超过5年（含）。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债券。

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。

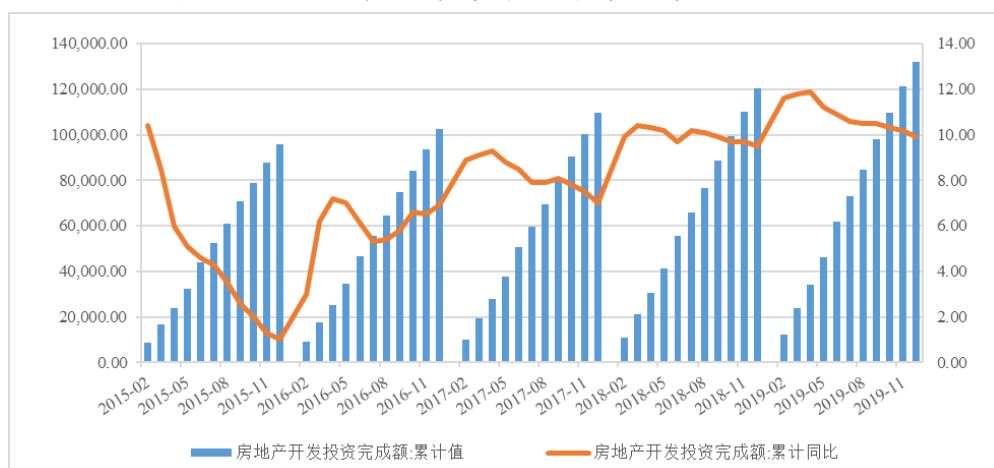
1. 行业概况

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，房地产投资增速在2017年后均保持高位，但2019年二季度后投资虽在高位但已呈现下降趋势。

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。经过二十几年的发展，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102,580.61亿元，同比增长6.88%，增速较上年上升5.88个百分点；2017年，我国房地产开发投资109,798.53亿元，同比增长7.04%，受密集调控政策影响，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个月回落0.20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增长下继续维持在高位。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。

图 2 2015—2019 年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

2. 市场供需

（1）土地供应状况

2017 年，受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 年后，房地产开发企业拿地趋于理性，土地溢价率继续走低。

土地是房地产开发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、开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、融资审批等手段限制房地产开发企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房地产开发企业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。

根据中指数据统计的全国 300 城市土地市场数据，2017 年，全国 300 个城市土地成交面积 95,036 万平方米，同比增长 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增长 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增长 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，楼面均价及溢价率均有所下滑；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，房地产开发企业拿地趋于理性。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。

2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二线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。分城市来看，一线城市供求同比双涨，但楼面均价有所下滑，溢价率同比变化不大；二线城市供求小幅上涨，土地出让金总额和楼面均价分别同比增长 28%和 18%，溢价率较上年同期增加 1 个百分点；三四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑，土地出让金和楼面均价继续走高。

表 1 2017—2019 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	2017 年	2018 年	2019 年
推出面积	111,907	128,440	129,816
同比	8	20	1
成交面积	95,036	105,492	106,568
同比	8	14	-1
出让金	40,623	41,773	50,294
同比	38	2	19
楼面均价	2,374	2,159	2,507
同比	26	-11	17
土地平均溢价率	29	13	13
同比	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 0.02 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

（2）开发资金来源状况

2017 年房地产市场调控后融资环境再次趋紧，房地产开发企业资金压力较大；2018 年，货币政策结构性宽松，2019 年一季度房地产开发企业融资环境有所回暖，但二季度再遇收紧，房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向。

2016 年宽松信贷政策后，2017 年房地产开发企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,052.62 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 25,241.76 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 50,872.21 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770.46 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,693.57 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906.31 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%，主要系房地产开发企业发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房地产开发企业加快回款所致。随着政策对房地产开发企业融资的限制，房地产开发企业自身造血能力对房地产开发企业愈加重要；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。

2019 年一季度，受益于多项稳经济、宽信用政策发力，房地产行业融资环境有所改善。2019 年 4 月开始，随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出，以及土地市场上高溢价地块的多次出现，房地产开发企业的融资环境开始有所收紧；2019 年 5 月以来，监管层收紧房地产开发贷款、信托借款和海外美元债等房地产开发企业重要融资渠道，融资端政策超预期收紧。2019 年，房地产开发企业到位资金 178,608.59 亿元，同比增长 7.60%，增速较上年提高 1.20 个百分点。其中国内贷款资金同比增长 5.10%，自 2019 年 8 月以来继续回落，在融资监管趋严预期下增速有收窄迹象；自筹资金同比增长 4.20%，继续低位运行；定金及预收款和个人按揭贷款分别同比增长 10.70% 和 15.10%，增速较前 11 月有所回升。

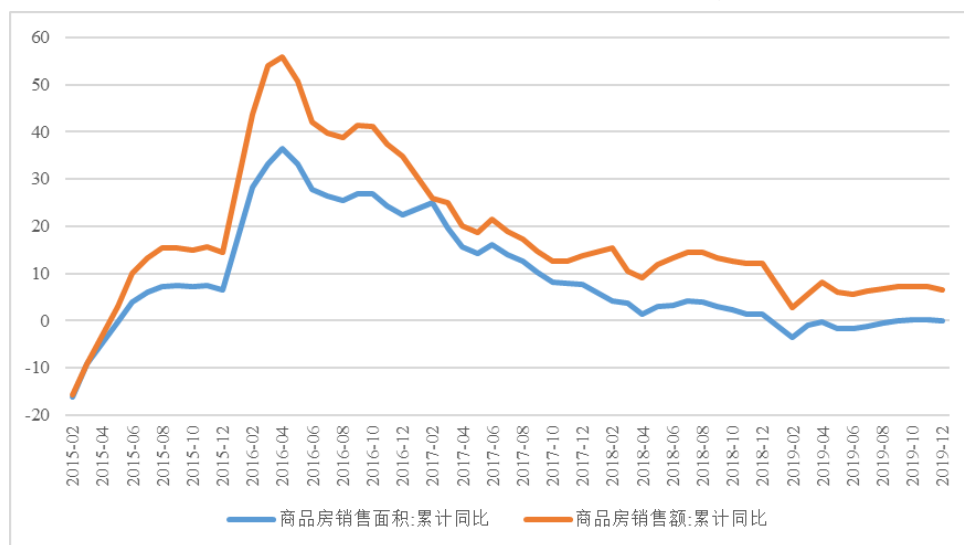
（3）市场供需情况

2017 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。2019 年，房地产销售面积虽负增长，但仍保持一定韧性，销售价格的稳定增长带动销售额继续创新高。

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,407.82 万平方米，同比增长 7.70%，增速较上年大幅下降。其中城市间分化显现，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场

转移，二线城市房地产销售市场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 781,483.73 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486.41 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923.00 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%。

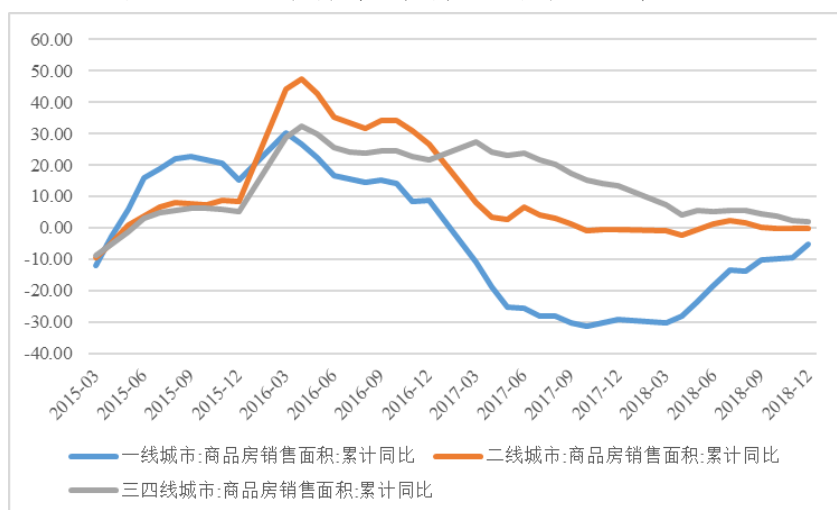
图 3 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理

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，房地产销售面积及销售金额同比增速处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下滑 6.40 个百分点；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下滑 1.50 个百分点。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 年末减少 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 年末增速为-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 4 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 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线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

2019 年，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，2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈微幅负增长；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，销售额在售价逐渐走高的基础上，仍保持一定增长。2019 年，房地产开发企业房屋施工面积 893,820.89 万平方米，同比增长 8.70%，增速较上年增长 3.50 个百分点，主要系房企为加快资金回笼，加快施工速度所致；房屋竣工面积 95,941.53 万平方米，同比增长 2.60%。总体看，2019 年房地产市场销售下行压力中韧性前行。

（4）销售价格情况

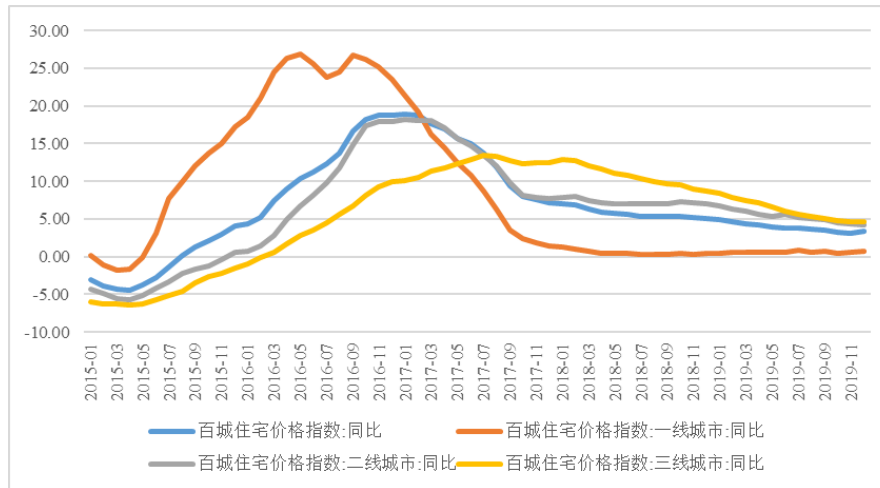
2017 年和 2018 年，一二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速降缓；2019 年，一线城市价格增速触底回升，二三线城市价格增速继续下探，总体百城价格指数 2019 年虽有上涨但增速逐步回落。

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 年末，百城住宅价格指数中一线城市同比增长 0.40%、二线城市同比增长 7.08%、三线城市同比增长 8.71%，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓。

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，百城住宅价格指数同比增速自 2017 年 3 月以来继续收窄。其中，一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，2019 年末价格上涨 0.71%，较上年同期扩大 0.31 个百分点；二、三线城市住宅价格指数增速继续下探，二线城市 2019 年末价格指数同比收窄 2.84 个百分点，三四线代表城市 2019 年末价格指数同比收窄 4.11 个百分点。

图 5 2015 - 2019 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, 联合评级整理

3. 行业竞争

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。

2017 年,房地产市场集中度继续提高,前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 24.16%和 32.46%,分别较上年提高 5.44 和 7.23 个百分点;前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%,分别较上年提高 2.84 和 3.82 个百分点,从侧面反映出优质城市资源不断向大型房地产开发企业倾斜的态势。2018 年,前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%;前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%,集中度继续提升。2019 年,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。

表 2 2017 - 2019 年前 10 名与前 20 名房地产开发企业销售额和销售面积占比情况 (单位: %)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
前 10 大企业销售额占比	24.16	26.89	26.28
前 20 大企业销售额占比	32.46	38.32	37.14
前 10 大企业销售面积占比	15.38	19.08	19.95
前 20 大企业销售面积占比	20.03	25.74	27.07

资料来源: Wind, 联合评级整理

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开发企业集中,龙头企业在竞争中占据明显优势。据 CRIC 统计的 2019 年房地产开发企业销售额情况,碧桂园、万科地产、中国恒大和融创中国全口径销售额均步入 5,000 亿元,其中碧桂园销售额超过 7,000 亿元;保利发展、绿地控股、中海地产迈入 3,000 亿元门槛;新城控股、世茂房地产、华润置地、龙湖集团、招商蛇口、阳光城、金地集团、旭辉集团进入 2,000 亿元阵营,另有 19 家房地产开发企业销售额过千亿,再次呈现强者恒强局面。

表 3 2020 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	保利发展

2	碧桂园	7	龙湖集团
3	万科企业	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	中海集团	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

4. 行业政策

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年中央多次会议继续坚持房住不炒、因城施策思路，继续推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展。2020年一季度，国家坚持“房住不炒”定位，地方因城施策较灵活。

2016年下半年，全国房地产市场继续升温，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。一方面，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
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	住房和城乡建设部联合签发《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	中央政治局会议重申“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”
2019 年 5 月	银保监会发布《“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23 号），严查房地产违规融资
2019 年 7 月	中央政治局会议提到“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”
2019 年 8 月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64 号，要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019 年 12 月	中央经济工作会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展”
2020 年 3 月	国务院发布了《关于授权和委托用地审批权的决定》，主要把两种审批权“下放”，一是将永久基本农田以外的农用地转为建设用地的审批权限“下放”到省、市、自治区；二是将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批权限“下放”到部分试点区域，首批试点省份为北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆，试点期限 1 年

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”。2017年12月，中央经济工作会议指出“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”。2017年，国家坚持“房住不炒”，并提出分类调控，因城因地施策。

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”。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”。临近2018年末，部分城市调控政策微调，但政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

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”。针对2019年一季度部分城市房地产市场出现过热苗头，中央政治局在4月和7月的政治局会议上重申“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。银保监会接连在2019年5月和8月下发相应文件，对房地产融资进行控制；2019年12月，中央经济工作会议重申“房住不炒”基调。房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

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16日，财政部部长在《积极的财政政策要大力提质增效》一文中称，坚持“房住不炒”

的定位，落实房地产长效管理机制，深入开展中央财政支持住房租赁市场发展试点、城镇老旧小区改造等工作，推动完善基本住房保障体系。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。同时，为了解决用地问题，国务院于2020年3月12日印发《关于授权和委托用地审批权的决定》，将土地审批权下放，赋予省级地方政府更多的自主权，使其能够因地制宜，自主调整土地利用空间布局。但国家并未对建设用地规模进行松绑，仍将从严从紧控制建设用地总规模。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。

5. 行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，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，房地产开发企业融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产开发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开发企业存续债务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

2019年两会及4月、7月的政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，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。

中小房地产开发企业面临被整合风险

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，面临被大型房地产开发企业收购整合风险。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，行业销售面临下滑压力

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，房地产行业销售和回款承压，行业业绩下行风险加大，行业的整体流动性风险在提高。

6. 未来发展

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。

房地产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。

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，房地产开发企业通过银行贷款、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，一方面为房地产开发企业主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房地产开发企业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。

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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司房地产开发经验丰富，开发实力较强，项目区位优势明显，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知名度。

公司是一家以房地产及相关业务为主业的企业集团，业务由广州拓展至全国，目前公司项目主要分布在京津地区、长三角地区和珠三角地区及成都、西安等地区，包括北京、上海、广州、深圳等一线城市及天津、成都、西安、佛山等二线城市，截至 2019 年底，公司累计销售面积近 1,200 万平方米，储备建筑面积 2,000 余万平方米。

公司以广州、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重心，经过多年发展，已经形成以房地产开发、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。公司目前拥有房地产开发一级资质，下属子公司拥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、建筑工程设计甲级资格等多项资质。经过 27 年的发展，公司累计完成开发建筑面积超过 1,200 万平方米，开发产品涵盖住宅、公寓式酒店、酒店式公寓、别墅、大型购物中心、会展中心、星级酒店、写字楼、商业街及工业厂房等多种类型，积累了丰富的房地产开发经验。近年来，公司积极拓展一级开发的空间，通过一二级联动，坚持优良的开发模式，多年的发展和品牌沉淀，使“珠江”系列品牌楼盘在区域内尤其在珠三角地区具有较高的知名度和品牌认可度。目前，公司正积极参与新型城镇化、特色小镇试点等项目建设，探讨城镇集体土地利用和租赁市场的创新项目，顺应国家政策导向，有助于企业发展。

2. 人员素质

公司核心管理人员多数具有较长时间的行业从业经历和较丰富的管理经验；员工以本科及以上学历人员为主，人员构成符合公司业务经营需求。

公司现有董事会成员 5 人，其中董事长 1 名，董事 4 人；监事会成员 3 人；高级管理人员 5 人。公司核心管理团队多数从事相关业务和管理工作多年，行业经验较丰富。

朱伟航先生，汉族，1986年生，中山大学金融学士学位，历任公司华北地区公司董事长、公司董事、公司常务副总裁，亦担任广东韩建、深圳伟杰投资有限公司等法定代表人兼总经理职务；自2017年5月起，任公司董事长（兼法定代表人）。

张国强，男，汉族，1962年生，硕士研究生学历，长江商学院EMBA，现任公司董事兼总经理（总裁），分管公司投资拓展、城市更新及前期项目开发管理等方面工作；2019年加入公司后，任公司副总裁兼上海地区公司董事长、广州地区公司董事长等职务；此前，曾任职于广东珠江投资控股集团有限公司、广州市海珠区法院、广州市政府法制办等机构；自2019年8月起，任公司董事兼总经理。

截至2020年3月末，公司员工总数2,564人。从岗位职责看，其中销售人员567人，占员工总数的22.11%；技术人员1,574人，占员工总数的61.39%；财务人员286人，占员工总数的11.15%；行政人员137人，占员工总数的5.34%。从员工学历看，大学本科及以上学历人员2,031人，占员工总数的79.21%；大学专科学历人员395人，占员工总数的15.41%；大专及以下学历人员138人，占员工总数的5.38%。

五、公司管理

1. 公司治理

公司法人治理结构完善，实际运行情况良好。

公司按照《公司法》等相关法律、法规的要求，建立健全了股东大会、董事会、监事会、经理层分权制衡的法人治理结构，形成了产权清晰、权责明确的现代企业制度。

公司设股东大会，股东大会是公司权力机构，主要职权包括决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，审议批准董事会的报告等。

公司设董事会，由 5 名董事组成，设董事长 1 人。董事由股东大会选举或更换，任期为 3 年，可连选连任。董事会行使执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的年度财务预算方案和决算方案等职权。

公司设监事会，由 3 名监事组成，其中监事会主席 1 名，职工代表监事 1 名。监事会主席由全体监事过半数选举产生，职工担任的监事由公司职工通过职工代表大会民主选举产生。监事每届任期 3 年，连选可以连任。监事会主要行使对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见、检查公司财务、对董事及高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。总经理每届任期 3 年，连聘可以连任。公司总经理主持公司生产经营工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告，根据公司章程及相关约定履行相关职责。

2. 管理体制

公司自主研创了“两书”“三控”的内部管理系统，将精细化管理的思维融入项目管理，明

确节点，提高管理效率。

公司内设城市更新投资管理中心、投资与财务管理中心、住宅投资事业部、成本经营管理中心、商业/产业投资事业部以及人力资源及行政管理中心等部门。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司 166 家。公司通过成立项目公司从事房地产项目开发，并在项目地设立子公司。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。作为集团公司，公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

公司经过长期的经营和管理经验的积累，自主研发了一套匹配自身发展模式的“两书”“三控”的管理体系。“两书”是指《项目经营计划责任书》和《项目运营实施责任书》，“三控”是指“价值控”“进度控”和“现金流控”。公司设立“两书”管理机制，统筹指导和把关公司各中心及各地区、项目公司“两书”计划的编制，对“两书”计划进行最终审核和综合平衡，全过程监督、检查、验收各项目“两书”执行情况。在项目进度节点控制执行过程中，各专业管线必须严格按照“两书”的节点要求，保障各项工作按期衔接进行，确保满足工作的前置条件，及时进行生产调度协调解决节点问题。公司自主搭建的“两书”“三控”体系，将高端制造业中精细化管理的思维嵌入项目管理的体系内，将项目的前后台功能整合到一起，通过节点控制提升能效。

成本控制和绩效考核方面，公司结合实际情况制定了相关全面预算制度。其中《全面预算编制办法》建立在战略性原则、标准性原则、责任主体原则、全面性原则、刚性原则及动态管控等六个基本原则，包含经营标准、经营指标预算、工作节点安排、资金计划、人力行政费用计划、职能计划、授权方案、组织隶属关系、绩效考核方案、奖励激励方案等编制内容；《全面预算运行管理办法》规定公司应将全面预算进行层级分解，明确各预算单位经营责任，形成全面预算责任体系，确保预算目标实现。在全面预算责任体系框架内，各层级之间签订责任合同，在此基础上，公司更进一步制定了绩效考核管理办法、授权管理办法和生产运营管理办法，实施激励与约束，进而保障生产运营体系有效运行，生产运营计划编制和执行有效落地。

财务管理方面，公司财务部对子公司财务管理制度的设计、拟定进行指导和监督；收集、汇总下属子公司财务预算资料，具体负责公司财务预算的编制，并对下属子公司财务预算的执行情况进行检查、分析；及时组织、编制公司定期财务报告；完成各项定期或不定期财务信息统计以及内部稽核工作。此外公司对流动资产管理、费用控制管理、营业收入、利润及利润分配管理、资产减值计提与财务核销、会计档案管理及工作移交等方面做出了具体制度安排。

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。

项目施工和质量管理方面，公司建筑工程总包方通过招投标确定，公司制定了标准化合同范本规范和工程类技术规程等公司标准，在公司内推行标准化管理。公司以“两书”“三控”为基础对各项目公司的合同履约、工程质量等情况进行定期检查。

融资管理方面，公司首先明确了融资业务管控总体要求和各业务板块具体要求，并规定融资管理实行公司统一领导、地区公司组织实施的两级管理体系；同时，公司对融资管理的决策审批、风险管理、监督及检查等做了详细规定。

六、经营分析

1. 经营概况

近三年，公司营业收入有所波动，房地产和建筑施工是公司的主要收入来源；受房地产竣工节奏变化影响，房地产销售收入有所波动；建筑施工收入规模持续增长，2018年公司新增房地产渠道销售代理业务；受结转项目品质及区域差异影响，房地产毛利率有所波动，建筑施工毛利率持续提高，租赁服务业务毛利率高，公司综合毛利有所波动。

公司逐步形成以房地产开发业务为核心，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。其中土地储备主要通过旧改等方式获取，且时间较早，成本优势明显。在开发产品上，公司以改善型高端住宅为主，项目周转较慢。公司房地产项目以独立开发为主，合作项目较少。公司营业收入主要来自房地产开发销售、建筑施工，房地产销售佣金以及租赁服务等板块为辅。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。2017—2019年，公司实现营业收入96.49亿元、86.56亿元和123.30亿元，波动增长；实现净利润6.78亿元、8.93亿元和16.20亿元，逐年增长，变动与收入变动不一致，主要系2018年公司实现较大规模的公允价值变动收益所致。

从收入构成来看，房地产销售收入为公司最主要收入来源，受项目竣工节奏安排变化影响，房地产销售收入波动增长，2018年房地产销售收入大幅下降，近三年收入占比亦波动下降。建筑施工收入持续增长，主要系珠江工程承接项目量增加所致，收入占比波动增长；由于公司建筑施工业务收入亦包含公司内部涉及的建筑施工、装饰装修等业务收入，该部分收入在合并时予以抵消。租赁服务收入逐年增长，主要系随着公司商业项目逐渐成熟，实际租金收入逐渐增加所致。近三年，公司特许专柜销售佣金收入逐年下降，占主营业务比重不断减少，主要系公司上海米格天地项目正升级改造中所致。公司其他业务（酒店服务、建筑设计、物业管理、其他和土地一级开发）收入规模较小，对营业收入的影响较小。2018年，公司新增房地产渠道代理业务，随着业务规模扩大，该项业务收入近两年增长较快。

从毛利率情况来看，近三年，公司房地产销售毛利率有所波动，主要系结转项目产品性质差异和结转项目所在区域市场售价不同等影响。近三年，公司建筑施工毛利率有所提高，系正常波动所致；公司建筑施工业务采取总承包项目管理经营模式，主要进行项目承揽然后分包建造，因此毛利率水平较高。由于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近三年均为100%。2019年，房地产销售佣金毛利率降幅较大，主要系2019年度毛利率计算时扣除了内部抵消部分所致。综合以上，公司综合毛利率有所波动。

表5 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

2. 房地产开发

(1) 土地储备

公司土地储备充裕，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。

公司主要通过三种方式获取土地储备：①通过一级开发、前置用地审批、土地整理等一二级开发联动模式；②通过股权收购、旧改等方式，获取优质土地储备；③必要时参与土地“招拍挂”。

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于一线城市、辅以经济较为发达的省会城市或重点二线城市。目前公司的储备用地主要分布于北京、上海、广州和天津等一二线城市，以北京为主。

公司多数土地储备获取时间在 2010 年之前，获取时间较早，主要通过协议出让形式取得，成本较低。由于土地储备充足，公司近年来获取土地较为谨慎，2017 年通过招拍挂和并购获取土地 3 块，通过租赁方式获取土地 1 块；2018 年下半年通过并购和招拍挂获取土地 2 块；2019 年公司在宁波和珠海获取两块土地。

表 6 公司获取土地明细（单位：万平方米）

项目名称	取得时间	取得方式	土地用途	储备土地面积	储备建筑面积
房山西潞北三村改造项目	2017 年	租赁	综合	96.60	220.00
复兴东路旧改项目	2017 年	并购	住宅	1.08	4.25
珠江智能科技产业园	2017 年	挂牌出让	工业	34.24	89.90
清远众康项目	2017 年	并购	住宅	1.38	9.70
开平项目	2018 年	并购	住宅、商业	4.91	37.51
奉化花园地块	2018 年	挂牌出让	住宅	5.70	30.39
奉化花园地块北项目	2019 年	挂牌出让	住宅	3.21	13.47
南屏项目	2019 年	并购	商务金融	15.28	49.50
合计	--	--	--	162.40	454.72

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，除北京、天津、广州和深圳储备中有部分工业和仓储用地外，其中北京和天津工业和仓储用地占比较高，其余各城市储备主要为住宅、商业和综合用地。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 7 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 年	住宅、商业	3.31	6.00
2	北京	国际城 9#地地块	2010 年	住宅混合公建用地	1.39	4.45

3	北京	北京金路项目	2011 年	仓储	9.81	14.53
4	北京	北京上城项目	2004 年	住宅配套	101.69	106.18
5	北京	张家湾一期	2006 年	工业综合	11.72	20.26
6	北京	张家湾二期	2006 年	工业	39.55	42.52
7	北京	张家湾四期	2006 年	工业	26.03	31.20
8	北京	北京中关村项目	2005 年	商业	21.51	52.19
9	北京	北京分钟寺项目	2000 年	棚改(一级土地开发)	150.60	126.00
10	北京	万福项目	1996、2001 年	住宅、商业	22.70	94.12
11	北京	御景湾项目	2000、2003 年	住宅、商业	6.68	61.46
12	北京	北京马驹桥科研 A 北 D 北	2006 年	研发	13.40	16.82
13	北京	北京马驹桥物流 B06/08 项目	2007 年	仓储	21.64	28.74
14	北京	永乐开发区 1#2#3#地块	2007 年	工业	16.21	19.44
15	北京	房山西路北三村改造项目	2017 年	综合	96.60	220.00
16	北京	张家湾棚改项目	2005 年	棚改(一级土地开发)	71.45	110.00
17	天津	天津宝坻 551 项目	2006 年	商务金融	36.75	90.20
18	天津	天津宝坻建材城项目	2006 年	工业、仓储	41.67	24.38
19	上海	上海安康苑项目	2010 年	综合	11.82	102.41
20	上海	复兴东路旧改项目	2017 年	住宅	1.08	4.25
21	宁波	奉化花园地块北项目	2019 年	住宅	3.21	13.47
22	广州	广州南沙项目	2000 年	居住、商业、金融	37.06	104.50
23	广州	天力项目	2002 年	住宅	1.23	13.68
24	广州	番禺珠江项目	1999 年	住宅	33.12	84.75
25	广州	珠江智能科技产业园	2017 年	工业	34.24	89.90
26	广州	广州珠江国际城	2003、2004 年	住宅	68.75	103.65
27	广州	广州夏湾拿	2003、2004、2005 年	住宅、商业	34.43	24.10
28	广州	总部商务区	2009 年	住宅、商业、金融	19.32	25.89
29	珠海	珠海金融中心项目	2014 年	住宅、商业	2.64	27.80
30	珠海	南屏项目	2019 年	商务金融	15.28	49.50
31	江门	开平项目	2018 年	住宅、商业	4.91	37.51
32	昆山	昆山御景花园项目	2005 年	住宅、商业	8.45	29.39
33	深圳	华谊文化城	2014 年	商业、新型产业、工业	18.32	65.98
34	惠州	惠州珠江东岸项目	2006 年	住宅、商业	42.35	85.00
35	成都	成都花博会项目 A 地块	2007 年	商业	6.90	38.58
36	成都	成都花博会项目 B 地块	2007 年	商住、办公	10.97	83.56
37	成都	成都花博会项目 E 地块	2007 年	住宅配套	6.75	42.57
38	西安	西安珠江新城项目	2005 年	住宅	4.11	9.93
39	西安	西安帝景山庄	2004 年	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部分在建未完工面积；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、房山西路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 73.86%，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政策调控城市中，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8 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	占比	储备建筑面积	占比
北京	614.29	56.74	953.91	44.79
广州	228.15	21.07	446.47	20.96
上海	12.9	1.19	106.66	5.01
深圳	18.32	1.69	65.98	3.10
天津	78.42	7.24	114.58	5.38
成都	24.62	2.27	164.71	7.73
西安	29.11	2.69	34.93	1.64
珠海	17.92	1.66	77.3	3.63
惠州	42.35	3.91	85	3.99
江门	4.91	0.45	37.51	1.76
昆山	8.45	0.78	29.39	1.38
宁波	3.21	0.30	13.47	0.63
合计	1,082.65	100.00	2,129.91	100.00

资料来源：公司提供

（2）项目开发情况

受前期开工面积、规划情况和项目进度等因素影响，公司新开工面积波动较大，2019 年新开工面积大幅增长；公司在建项目规模较大，且地理位置优越；公司在建项目尚需投资规模大，未来资金需求较大。

公司采用公司本部、区域公司和项目公司的三层管理架构，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由项目公司完成；开发模式上，公司主要开发项目均由公司控股，通过在项目所在地建立子公司开展业务。

公司房地产产品形式有住宅、LOFT、公寓、别墅、写字楼和大型综合体等，注重标准化体系建设。以住宅板块为例，公司在四种产品形式的基础上，根据市场定位及客户分析，又结合刚需、首改、再改以及高端四个档次，制定了完整的产品序列体系，再配合信息化平台，以“低成本、差异化”为产品核心特点，形成了较为完善的标准化体系。

从项目开发数据看，公司新开工面积波动较大，主要系公司根据前期开工面积、规划情况、项目进度和达开发要求的项目进行调整所致；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。公司竣工项目亦有所波动，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。公司在建面积波动增长，截至 2019 年底，公司在建面积 772.79 万平方米。

表 9 公司房地产开发数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积（万平方米）	170.82	72.99	274.54
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 10 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。

公司定位为一个全系地产品牌，项目现在分布在全国的十余个城市和地区，产品线包含了房地产的大部分产品形态，并致力于围绕“好生活在珠江”的核心口号打造品牌。目前的品牌管理是由公司统一各地区及项目的品牌推广方向、制订统一的 VI 体系管理标准，同时由各地区及项目根据公司制订的统一主题，再结合地区及项目的实际情况配合广告、活动等进行推广，在宣传项目的同时进行品牌的推广。

定价方面，由于公司的项目分布地区较广，会针对不同项目和产品类型并结合公司经营需求，进行客户定位和销售及价格策略的制订。对于普通住宅、公寓、LOFT 等销售周期较短的产品，会采用贴近市场随行就市的销售及价格策略，以快速消化回笼资金；而对于高档住宅及低密度产品，则通过在配套及服务等各方面提高项目的附加值等来提高产品的价值，以期实现利润最大化。

从销售数据看，2018 年，公司协议销售面积为 50.96 万平方米，较上年下降 12.06%，主要系受房地产调控影响；2019 年公司协议销售面积为 62.11 万平方米，较上年增长了 21.88%，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。2018 年，公司房地产协议销售均价为 14,582.76 元/平方米，较上年大幅增长，主要系公司推出楼盘中位于一二线城市的占比提升，拉高了整体销售均价所致；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。近三年，公司协议销售金额分别为 60.13 亿元、74.31 亿元和 140.47 亿元。近三年，公司销售回款率呈持续增长态势，2019 年，公司销售回款率为 97.89%，较上年变化不大，属很高水平。

表 11 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12 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 13 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 ¹	344.00	296.60	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。该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）。该项目已获得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。该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

¹ 不含回迁房的建筑面积

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71万平方米，计划总投入146.22亿元，目前公司正在对该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。项目计划总投资 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330.65亿元，增值率为4.39倍；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，北京永乐项目和从化商务区正在招租。

表 14 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

公司租金水平较为稳定，2019年小幅下降；受益于公司自持物业可租面积持续增长，公司自持物业租金总收入呈稳定增长态势，2019年，公司自持物业实现租金收入6.01亿元。

表 15 公司自持物业租金情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
平均租金水平（元/平方米·天）	1.24	1.24	1.21
租赁收入（亿元）	4.05	5.15	6.01

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，珠江工程功能向公司内部及关联方项目总包角色转变；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。2017—2019年，公司分别实现建筑施工业务收入31.46亿元、47.82亿元和52.92亿元，呈持续增长态势。2017—2019年，公司建筑施工业务内部抵消金额为21.92亿元、28.55亿元和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，以及富力贵阳项目、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。2018—2019年，优好生活实现房地产代理销售业务收入分别为8.76亿元和14.09亿元。

7. 经营效率

公司经营效率一般。

2017—2019年，公司存货周转次数分别为0.11次、0.08次和0.11次，流动资产周转次数分别为0.09次、0.08次和0.10，总资产周转次数分别为0.07次、0.06次和0.07次，有所波动。从同行业上市公司比较情况看，公司相关指标偏低，主要系近年公司地产项目以及土地一级开发项目投资较大，但尚未形成收入所致。

表 16 2019 年房地产上市公司运营指标情况（单位：次）

项目	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
万科 A	0.28	0.27	0.23
金地集团	0.30	0.25	0.21
阳光城	0.28	0.24	0.24
金科股份	0.22	0.23	0.21
新潮中宝	0.14	0.16	0.13
珠江投资	0.08	0.08	0.06

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

8. 经营关注

公司土地储备中存在一定比例的非住宅及商业地块。

北京、天津、广州和深圳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。

9. 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。

建筑施工业务方面，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。

商业运营方面，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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2017—2019年财务报表已经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司按照财政部颁布的最新企业会计准则编制财务报表。从合并范围上看，截至2018年底，公司纳入合并范围内主要子公司164家，较年初增加合并单位24家，减少合并单位7家；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。

截至2020年3月末，公司合并资产总额1,844.54亿元，负债合计1,417.03亿元，所有者权益427.51亿元，其中归属于母公司所有者权益291.86亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入13.82亿元，净利润0.69亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.77亿元；经营活动产生的现金流量净额4.26亿元，现金及现金等价物净增加额18.59亿元。

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；公司预付款项、其他应收款占比较高，对公司资金形成较大占用；非流动资产中以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。

2017—2019年，公司合并资产总额持续增长，年均复合增长14.89%。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

2017—2019年，公司流动资产持续增长，年均复合增长13.65%。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。

2017—2019年，公司货币资金连续增长，年均复合增长124.09%。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、银行贷款保证金和房款监控户。

2017—2019年，公司其他应收款连续增长，年均复合增长17.49%。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。

2017—2019年，公司存货连续增长，年均复合增长10.85%。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

2017—2019年，公司非流动资产连续增长，年均复合增长19.26%。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。

2017—2019年，公司可供出售金融资产连续增长，年均复合增长578.60%。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。

2017—2019年，公司投资性房地产连续增长，年均复合增长14.67%。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600.62亿元，占总资产的比重为33.51%，受限资产占比较高。

表 17 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

截至2020年3月末，公司合并资产总额1,844.54亿元，较年初增长2.91%。其中，流动资产占77.09%，非流动资产占22.91%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

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；公司全部债务以长期债务为主，有息债务期限分布较为均匀。

2017—2019年，公司负债总额连续增长，年均复合增长14.22%。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。

2017—2019年，公司流动负债连续增长，年均复合增长29.44%。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、预收款项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%）、应付账款（占26.99%）、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。

2017—2019年，公司短期借款连续增长，年均复合增长112.36%。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。

2017—2019年，公司应付账款连续增长，年均复合增长8.69%。截至2019年末，公司应付账款160.76亿元，较年初增长3.73%，主要系随着项目建设规模扩大应付工程款增加所致。

2017—2019年，公司预收款项连续增长，年均复合增长64.50%。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金额增加致使销售回款增长所致。

2017—2019年，公司其他应付款连续增长，年均复合增长33.29%。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增加所致。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长9.72%。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。

2017—2019年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长5.54%。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。

2017—2019年，公司长期借款连续增长，年均复合增长7.77%。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。

2017—2019年，公司应付债券波动下降，年均复合下降9.01%。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。

2017—2019年，公司递延所得税负债连续增长，年均复合增长12.09%，主要系投资性房地产公允价值增加所致。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。

2017—2019年，公司全部债务连续增长，年均复合增长9.46%。截至2019年末，公司全部债务836.99亿元，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135.96亿元，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。2017—2019年，公司资产负债率分别为77.08%、74.94%和76.19%，波动下降；全部债务资本化比率分别为69.18%、66.91%和66.23%，长期债务资本化比率分别为67.15%、64.07%和62.16%，均连续下降，但债务负担仍属较重水平。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 866.39 亿元，较年初增长 3.51%，较年初变化不大。其中，短期债务 191.73 亿元（占 22.13%），较年初增长 41.02%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增长所致。长期债务 674.66 亿元（占 77.87%），较年初下降 3.76%。截至 2020 年 3 月末，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 76.82%、66.96%和 61.21%，较年初分别提高 0.64 个百分点、提高 0.73 个百分点和下降 0.94 个百分点。从公司有息债务期限分布看，公司有息债务分布较为均衡。

表 18 截至 2020 年 3 月末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	88.91	--	--	--	88.91
应付票据	1.70	--	--	--	1.70
一年内到期的非流动负债	100.79	--	--	--	100.79
长期借款	--	119.26	125.07	344.44	588.76
应付债券	50.89	15.00	5.00	15.00	85.89
合计	242.29	134.26	130.07	359.44	866.06

注：一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。

2017—2019 年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 17.10%。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。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 427.51 亿元，较年初增长 0.16%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 68.27%，少数股东权益占比为 31.73%。归属于母公司所有者权益 291.86 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 14.39%、1.06%、13.08%和 70.69%。

4. 盈利能力

公司营业收入波动增长，净利润规模大幅增长；公司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。

2017—2019 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 13.05%。2017—2019 年，公司营业成本波动增长，年均复合增长 10.83%。2017—2019 年，公司营业利润波动增长，年均复合增长 10.73%。2017—2019 年，公司净利润连续增长，年均复合增长 54.55%。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。

2017—2019 年，公司费用总额连续增长，年均复合增长 17.88%。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 13.88%、19.59%和 15.09%，公司费用控制能力一般。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1.61亿元，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。

2017—2019年，公司投资收益分别为877.38万元、706.49万元和6.08亿元；2019年，公司投资收益大幅提高，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。2017—2019年，公司公允价值变动收益分别为4.17亿元、0.94亿元和0.55亿元，呈逐年下降态势，主要系公司自持物业公允价值增值放缓所致。2017—2019年，公司实现净利润分别为6.78亿元、8.93亿元和16.20亿元。

从盈利指标看，2017—2019年，公司营业利润率分别为21.55%、33.69%和26.43%，波动增长，公司总资产收益率分别为2.17%、2.31%和2.83%，总资产报酬率分别为1.90%、1.94%和2.30%，净资产收益率分别为2.29%、2.50%和3.90%，均连续增长。从行业可比数据看，2019年，公司毛利率指标处于较高水平，净资产收益率和总资产报酬率处于较低水平。

表 19 2019 年公司盈利能力同行业对比情况（单位：%）

项目	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
万科 A	36.25	22.61	5.05
金地集团	40.50	20.04	6.38
阳光城	26.58	16.17	2.58
金科股份	28.84	22.46	3.22
新湖中宝	35.49	6.33	3.73
珠江投资	38.78	3.37	1.09

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

5. 现金流

2018 年以来公司经营活动现金流呈净流入态势，2019 年净流入规模大幅提高；投资活动现金净流出规模波动减少；筹资活动现金流净额波动较大，2019 年公司筹资活动呈净流出态势。

从经营活动来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入分别为113.37亿元、99.88亿元和270.02亿元，波动增长，年均复合增长54.33%。2017—2019年，公司经营活动现金流出分别为124.61亿元、94.04亿元和144.07亿元，波动增长，年均复合增长7.53%。2017—2019年，公司经营活动现金净额分别为-11.24亿元、5.84亿元和125.95亿元。

从投资活动来看，2017—2019年，公司投资活动现金流入分别为0.04亿元、1.02亿元和5.37亿元，连续增长，年均复合增长1,119.90%。2017—2019年，公司投资活动现金流出分别为24.99亿元、78.30亿元和6.13亿元，波动下降，年均复合下降50.47%。2017—2019年，公司投资活动现金净额分别为-24.95亿元、-77.28亿元和-0.76亿元。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入分别为286.56亿元、270.54亿元和255.68亿元，连续下降，年均复合下降5.54%。2017—2019年，公司筹资活动现金流出分别为253.49亿元、161.34亿元和290.95亿元，波动增长，年均复合增长7.14%。2017—2019年，公司筹资活动现金净额分别为33.07亿元、109.19亿元和-35.27亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较好，长期偿债能力一般。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，2017—2019年，公司流动比率分别为2.99倍、2.85倍和2.31倍，连续下降。2017—2019年，公司现金短期债务比分别为0.51倍、0.73倍和1.18倍，连续增长，现金类资产对短期债务的保障程度有所提高。截至2020年3月末，公司流动比率为2.11倍，较年初的2.85倍有所下降，保障程度较好；现金短期债务比为0.93倍，较年初的1.18倍有所下降。整体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司 EBITDA 分别为25.40亿元、29.63亿元和40.81亿元，连续增长；从构成看，2019年，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占46.45%）和利润总额（占49.30%）构成。2017—2019年，公司 EBITDA 利息倍数分别为0.43倍、0.52倍和0.37倍，波动下降，EBITDA 对利息的覆盖程度一般。2017—2019年，公司 EBITDA 全部债务比分别为0.04倍、0.04倍和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一般。

截至2019年末，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2020年3月末，公司对外担保余额115.79亿元，占净资产的比重为27.09%。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 20 截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

接受担保公司名称	2020 年 3 月末余额	担保性质
上海宏兴房地产发展有限公司	279,750	向关联方担保
广东珠江纺织博览中心有限公司	266,092	向关联方担保
恒赢投资有限公司	121,814	向关联方担保
广东合生泰景房地产有限公司	105,652	向关联方担保
广东珠江教育投资有限公司	98,100	向关联方担保
广东航粤实业有限公司	92,799	向关联方担保
上海合金材料总厂有限公司	66,250	向关联方担保
广东珠江商贸物流投资有限公司	58,000	向关联方担保
林芝珠江投资有限公司	14,950	向关联方担保
中山大学南方学院	13,800	向关联方担保
广东省田园实业发展有限公司	36,739	向关联方担保
天津财经大学珠江学院	1,475	向关联方担保
第三方	2,500	非关联方担保
合计	1,157,921	--

资料来源：公司提供

截至2020年3月末，公司无未决重大诉讼。

根据公司提供的人民银行征信报告（统一社会信用代码：91440000190353033D），截至2020年7月8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年末提高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。

截至2020年3月末，母公司资产总额987.95亿元，所有者权益为57.06亿元。2020年1—3月，母公司营业收入0.11亿元，净利润-0.70亿元。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至2020年3月底，公司全部债务为866.39亿元，本期拟发行债券规模不超过30.17亿元（含），相对于公司目前的债务规模，本期债券对公司债务水平有一定影响。

以2020年3月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由76.82%、66.96%和61.21%上升至77.20%、67.71%和62.25%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到募集资金用途为偿还公司债，实际债务指标将低于上述预测值。

2. 本期债券偿债能力分析

以2019年的相关财务数据为基础，公司2019年EBITDA为40.81亿元，为本期债券发行额度（30.17亿元）的1.35倍，EBITDA对本次债券的覆盖程度较好；2019年公司经营活动产生的现金流入270.02亿元，为本次债券发行额度（30.17亿元）的8.95倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度较高。

总体看，公司经营活动现金流入量及EBITDA对本次债券保障程度较强，考虑到公司在综合

实力、业务规模、品牌知名度、土地储备等方面具有一定的竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

公司作为一家综合实力较强的房地产开发企业，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，签约销售额连年增长，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例、公司在建项目尚需投入较大规模资金、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以及对外担保规模较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

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。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水平以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。


```

graph TD
    A[股东大会] --> B[董事会]
    A --> C[监事会]
    B --> D[集团经营班子]
    D --> E[城市更新投资管理中心]
    D --> F[住宅投资事业部]
    D --> G[成本经营管理中心]
    D --> H[设计研究院]
    D --> I[商业/产业投资事业部]
    D --> J[人力资源及行政管理中心]
    D --> K[珠江资本]
    D --> L[投资与财务管理中心]
    D --> M[总裁办公室]
    D --> N[工程管理中心]
    D --> O[教育医疗投资事业部]
    E --> E1[城市更新投资管理中心]
    E --> E2[城市更新投资管理中心]
    E --> E3[城市更新投资管理中心]
    F --> F1[住宅投资事业部]
    F --> F2[住宅投资事业部]
    F --> F3[住宅投资事业部]
    F --> F4[住宅投资事业部]
    F --> F5[住宅投资事业部]
    F --> F6[住宅投资事业部]
    G --> G1[成本经营管理中心]
    G --> G2[成本经营管理中心]
    G --> G3[成本经营管理中心]
    H --> H1[设计研究院]
    H --> H2[设计研究院]
    H --> H3[设计研究院]
    H --> H4[设计研究院]
    H --> H5[设计研究院]
    I --> I1[商业/产业投资事业部]
    I --> I2[商业/产业投资事业部]
    I --> I3[商业/产业投资事业部]
    I --> I4[商业/产业投资事业部]
    I --> I5[商业/产业投资事业部]
    I --> I6[商业/产业投资事业部]
    I --> I7[商业/产业投资事业部]
    I --> I8[商业/产业投资事业部]
    J --> J1[人力资源及行政管理中心]
    J --> J2[人力资源及行政管理中心]
    K --> K1[珠江资本]
    K --> K2[珠江资本]
    L --> L1[投资与财务管理中心]
    L --> L2[投资与财务管理中心]
    L --> L3[投资与财务管理中心]
    M --> M1[总裁办公室]
    N --> N1[工程管理中心]
    O --> O1[教育医疗投资事业部]
  
```

附件2 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	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,357.93	1,612.01	1,792.30	1,844.54
所有者权益 (亿元)	311.26	403.98	426.82	427.51
短期债务 (亿元)	62.24	96.47	135.96	191.73
长期债务 (亿元)	636.38	720.36	701.03	674.66
全部债务 (亿元)	698.62	816.83	836.99	866.39
营业收入 (亿元)	96.49	86.56	123.30	13.82
净利润 (亿元)	6.78	8.93	16.20	0.69
EBITDA (亿元)	25.40	29.63	40.81	--
经营性净现金流 (亿元)	-11.24	5.84	125.95	4.26
流动资产周转率 (次)	0.09	0.08	0.10	--
存货周转率 (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	215.37
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	34.70
费用收入比 (%)	13.88	19.59	15.09	32.17
资产负债率 (%)	77.08	74.94	76.19	76.82
全部债务资本化比率 (%)	69.18	66.91	66.23	66.96
长期债务资本化比率 (%)	67.15	64.07	62.16	61.21
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	2.11
速动比率 (倍)	1.23	1.19	1.02	0.92
现金短期债务比 (倍)	0.51	0.73	1.18	0.93
经营现金流负债比率 (%)	-3.16	1.39	21.14	0.63
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.84	0.98	1.35	--

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. 公司 2020 年一季度数据未经审计

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 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)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
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 / 本期债券到期偿还额

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

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

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 广东珠江投资股份有限公司 2020 年面向合格投资者 公开发行公司债券（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，在每年广东珠江投资股份有限公司年度报告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，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，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广东珠江投资股份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。广东珠江投资股份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广东珠江投资股份有限公司的相关状况，如发现广东珠江投资股份有限公司或本次（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。

如广东珠江投资股份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，直至广东珠江投资股份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广东珠江投资股份有限公司、监管部门等。


联合信用评级有限公司
二〇二〇年八月十日