跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1679 号

奥园集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

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”

奥园集团有限公司公开发行的“18 奥园 04”“19 奥园 02”和“20 奥园 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十九日

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

奥园集团有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债券信用等级

债券简称	当前余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 奥园 04	15 亿元	3 年（2+1）	AAA	AAA	2019/5/24
19 奥园 02	15 亿元	4 年（2+2）	AAA	AAA	2019/8/6
20 奥园 01	25.4 亿元	5 年（3+2）	AAA	AAA	2020/2/17

跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日

主要财务数据：

项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,203.00	1,786.03	2,653.83
所有者权益（亿元）	378.28	412.60	430.89
长期债务（亿元）	129.70	194.05	309.80
全部债务（亿元）	282.59	377.88	625.74
营业收入（亿元）	196.20	307.50	486.75
净利润（亿元）	26.83	40.25	66.76
EBITDA（亿元）	38.22	60.55	103.82
经营性净现金流（亿元）	-75.83	132.11	47.10
营业利润率（%）	25.46	25.42	27.28
净资产收益率（%）	10.69	10.18	15.83
资产负债率（%）	68.56	76.90	83.76
全部债务资本化比率（%）	42.76	47.80	59.22
流动比率（倍）	1.64	1.41	1.28
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.16	0.17
EBITDA 利息倍数（倍）	2.86	2.29	1.98
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.69	1.09	1.87

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. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4. 长期应付款中应付融资租赁款已计入长期债务

评级观点

2019 年，奥园集团有限公司（以下简称“公司”或“奥园集团”）继续积极获取土地资源，保持较大规模的土地储备，为公司持续快速发展奠定基础；公司协议销售面积与金额保持较快增长，经营状况进一步向好；公司资产规模快速增长，经营活动现金流延续净流入。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产行业受政策调控影响较大，以收并购为主的拿地方式对公司风控能力提出较高要求，公司快速拓展业务导致资金支出压力较大，公司债务负担上升较快且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，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”，同时维持“18 奥园 04”“19 奥园 02”和“20 奥园 01”的债项信用等级为 AAA。

优势

1．**公司位于广东区域的土地储备占比较高，销售前景良好。**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，公司位于广东区域的土地储备占比较高，外部发展环境良好。

2．**公司项目储备较为充足，土地获取成本较低。**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．**公司整体规模快速提升。**2019 年，公司签约销售面积和金额保持较快增长，资产规模进一步扩大，整体经营状况向好。

关注

1．**房地产行业受政策影响较大。**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；公司部分项目位于三四线区域，区域市场需求情况及项目去化速度存在一定风险。

2．**公司以收并购为主的拿地方式对公司风控能力提出较高要求。**公司土地储备获取中并购项目规模较大，并购拿地方式存在一定不确定性，部分项目的开发进度会有一定影响。

3．**公司面临一定资金支出压力，且公司项目销售回款率有待提升。**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；公司销售回款率延续下降态势，销售回款率偏低。

4．**公司债务规模增长较快，债务期限结构有待改善，少数股东权益在所有者权益中占比较大。**2019 年，公司债务增长较快，债务负担加重，且短期债务占比偏高，债务结构有待改善；公司少数股东权益在所有者权益中占比较大，且少数股东权益中基金占比较高，结构有待改善。

分析师

罗星驰　登记编号（R0040218050005）
赵　兮　登记编号（R0040220040005）

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

联合信用评级有限公司

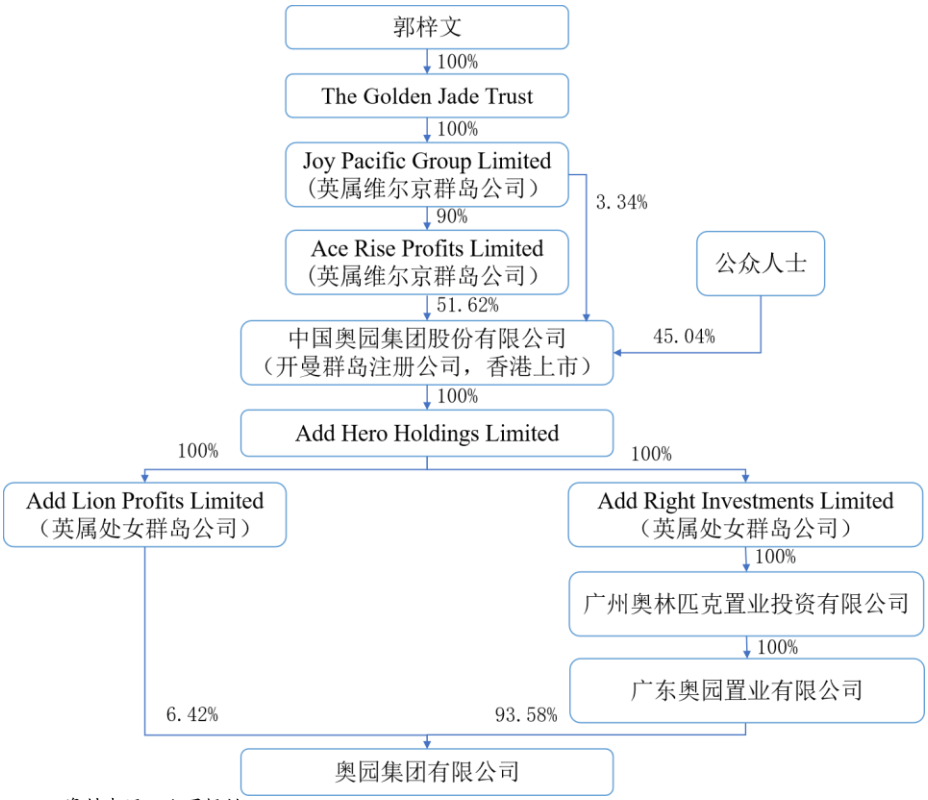
一、主体概况

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 2020 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。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：房地产开发经营（主题公园，别墅除外）；商品批发贸易（涉及外资准入特别管理规定和许可审批的商品除外）；商品零售贸易（涉及外资准入特别管理规定和许可审批的

商品除外）；互联网商品销售（许可审批类商品除外）；酒店管理；餐饮管理；向游客提供旅游、交通、住宿、餐饮等代理服务（不涉及旅行社业务）；大型活动组织策划服务（大型活动指晚会、运动会、庆典、艺术和模特大赛、艺术节、电影节及公益演出、展览等，需专项审批的活动应在取得审批后方可经营，演出经纪机构除外）；投资咨询服务；商品信息咨询服务；企业形象策划服务；体育运动咨询服务；体育、休闲娱乐工程设计服务；体育组织；室外体育设施工程施工；室内体育场、娱乐设施工程服务；竞技体育科技服务；体育工程科技服务；体育器材装备安装服务；体育用品及器材批发；体育用品及器材零售；营养健康咨询服务；养老产业投资、开发；健康科学项目研究、开发；健康科学项目研究成果技术推广；科技信息咨询服务；科技项目代理服务；企业管理咨询服务；贸易咨询服务；网络技术的研究、开发；计算机技术开发、技术服务；教育咨询服务；物业管理；房地产中介服务；房地产咨询服务。

截至 2019 年末，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、品牌管理中心、安全管理中心、党委办公室 12 个部门（见附件 1）。截至 2019 年末，公司纳入合并范围的控股子公司 629 家。截至 2019 年末，公司员工总数 16,723 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 2,653.83 亿元，负债合计 2,222.95 亿元，所有者权益 430.89 亿元，其中归属于母公司所有者权益 204.96 亿元。2019 年，公司实现营业收入 486.75 亿元，净利润 66.76 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 51.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额 47.10 亿元，现金及现金等价物净增加额 130.36 亿元。

公司注册地址：广州市番禺区南村镇万惠一路 48 号 2302；法定代表人：郭梓宁。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于 2018 年 10 月 12 日发行“18 奥园 04”（证券代码：143835.SH），发行总额为人民币 15.00 亿元，债券期限为 3 年（2+1），发行票面利率为 8.50%，债券于 2018 年 10 月 23 日上市。“18 奥园 04”募集资金用途为偿还公司债券，“18 奥园 04”募集资金已用于偿还 2018 年 10 月 21 日到期的“15 奥园 01”，募集资金已全部使用完毕。“18 奥园 04”于本期债券于 2019 年 10 月 14 日完成 2018 年 10 月 12 日至 2019 年 10 月 11 日期间利息支付。

公司于 2019 年 9 月 3 日发行“19 奥园 02”（证券代码：155688.SH），发行总额为人民币 15.00 亿元，债券期限为 4 年（2+2），发行票面利率为 6.80%，债券于 2019 年 9 月 12 日上市。“19 奥园 02”募集资金用途为偿还公司债券，“19 奥园 02”募集资金已用于偿还 2019 年 10 月 14 日到期的“16 奥园 02”，募集资金已全部使用完毕。截至本报告出具日，“19 奥园 02”尚未到达第一个付息日。

公司于 2020 年 3 月 3 日发行“20 奥园 01”（证券代码：163188.SH），发行总额为人民币 25.40 亿元，债券期限为 5 年（3+2），发行票面利率为 5.50%，债券于 2020 年 3 月 12 日上市。“20 奥园 01”募集资金用途为偿还到期或进入回售期的公司债券，“20 奥园 01”募集资金 1.4 亿元用于置换此前兑付“16 奥园 01”占用的自有资金，其余部分暂时用于补充流动资金，并将用于 2020 年 7 月 24 日回售的“18 奥园 01”及 18 奥园 02”债券本金。截至本报告出具日，“20 奥园 01”尚未到达第一个付息日。

三、行业分析

1．行业概况

2019 年，房地产开发投资在二季度后虽在高位但已呈现下降趋势，房企拿地更趋理性，土地溢价率继续走低；一季度房企融资环境有所回暖，但二季度再次收紧；全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再创新高，行业竞争激烈。

开发投资方面，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。

土地供应方面，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。

开发资金来源方面，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。

市场供需方面，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%。整体看，2019 年房地产市场销售下行压力中韧性前行。

销售价格方面，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。

行业竞争方面，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。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。

2．行业政策

2019年，中央继续坚持房住不炒、因城施策思路，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，中央再次强调房住不炒，地方因城施策较灵活。

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。

3．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。

4．行业发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、管理分析

2019 年 4 月，钟平女士申请退休，公司同意其退休申请并免去其公司董事职务，公司股东委派陈志斌先生出任公司董事职务。公司其他董事、监事及高级管理人员团队总体稳定，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

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

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，2019 年，公司实现营业收入 486.75 亿元，同比增长 58.29%；实现净利润 66.76 亿元，同比增加 65.85%，其中归属于母公司所有者的净利润 51.74 亿元。

从收入构成来看，房地产销售仍为公司最核心的业务，近两年在营业收入中的占比分别为 96.18%和 96.10%。2019 年，公司实现房地产销售收入 467.76 亿元，增长较快主要系交付面积大幅增加所致。公司其他业务收入主要包括租金收入、酒店住宿服务和跨境电商收入等，2019 年，公司其他业务收入 18.98 亿元，保持增长，但占营业收入的比例不大。

毛利率方面，2019 年，公司房地产销售业务毛利率为 33.47%，同比变动不大。2019 年，公司其他业务毛利率为 14.26%，下降较多主要系 2019 年不再发生物业管理相关收入以及毛利率较低的跨境电商收入于 2019 年度大幅增加所致；但其他业务对公司收入贡献不大，对盈利能力影响有限。综上，2019 年，公司综合毛利率分别为 32.72%，变动不大。

表 1　2017－2019 年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

主营业务	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
房产销售收入	188.38	96.01	32.40	295.76	96.18	33.63	467.76	96.10	33.47

其他业务	7.83	3.99	34.35	11.75	3.82	38.70	18.98	3.90	14.26
合计	**196.20**	**100.00**	**32.48**	**307.50**	**100.00**	**33.83**	**486.75**	**100.00**	**32.72**

资料来源：公司审计报告

2．土地储备

公司仍以收并购为主要拿地方式，有利于控制土地成本，但对公司风控能力要求较高。目前公司土地储备规模较大，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。

土地获取方式上，公司土地储备主要通过收并购方式获得，招拍挂拿地的比例相对较低。以收并购为主的拿地方式有利于公司控制土地成本和获取更有利的土地款支付条件，但与招拍挂相比，收并购拿地的不确定性相对较高、潜在风险较多，对公司的风控能力提出较高要求。

从公司项目获取情况看，2019年，公司保持了较大的项目获取力度，新获取项目储备权益建筑面积1,184.63万平方米，同比增多31.75%；新获取土地权益地价325.99亿元，同比增长44.04%（截至2019年底已支付224.43亿元，尚未支付101.56亿元）；公司新获取土地楼面均价为3,166.95元/平方米，同比提升29.58%。

表 2　2019 年公司取得土地情况（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	总建筑面积	权益建筑面积	总地价	权益地价	平均楼面价
2019 年	广东省	24	367.14	299.45	94.84	72.04	2,583.20
	广西省	5	93.69	53.08	19.34	11.07	2,064.02
	安徽省	8	119.55	84.80	35.46	24.42	2,965.94
	浙江省	9	77.48	65.06	61.39	27.32	7,923.25
	江苏省	7	165.22	119.08	56.30	43.57	3,407.56
	福建省	6	68.22	33.03	35.79	16.26	5,246.01
	山东省	1	47.04	23.52	24.64	12.32	5,237.99
	江西省	2	94.63	78.15	12.20	8.75	1,289.01
	陕西省	2	44.33	28.39	24.73	15.74	5,579.76
	湖南省	1	7.69	7.69	5.59	5.59	7,267.43
	湖北省	2	24.95	20.22	3.03	2.30	1,215.15
	四川省	8	155.88	109.34	56.98	42.22	3,655.42
	重庆市	2	56.21	51.46	16.42	16.09	2,921.72
	河南省	2	32.49	22.73	9.39	6.00	2,890.23
	河北省	6	205.76	188.62	38.04	22.30	1,848.74
合计		**85**	**1,560.26**	**1,184.63**	**494.13**	**325.99**	**3,166.95**

注：平均楼面价=总地价/总建筑面积
资料来源：公司提供

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 2019 年末，公司拥有 253 个项目的土地储备，规划建筑面积 4,149.20 万平方米（其中完工未售建筑面积 427.10 万平方米，发展中物业建筑面积 2,195.80 万平方米，待发展物业建筑面积 1,526.40 万平方米），权益规划建筑面积 3,271.19 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。整体看，公司土地储备较为充裕，区位分布较为广泛，项目获取成本较低，整体公司土地储备质量较好。

表 3　截至 2019 年末公司土地储备区域分布情况（单位：个、万平方米、%）

序号	区域	项目数量	权益建筑面积	权益建筑面积占比
1	广东（不含广州）	85	927.16	28.34
2	广西	20	351.60	10.75
3	四川	16	256.64	7.85
4	河北	9	206.50	6.31
5	湖南	12	173.17	5.29
6	江苏	13	162.91	4.98
7	浙江	19	156.20	4.77
8	重庆	13	153.08	4.68
9	安徽	11	146.30	4.47
10	江西	5	117.14	3.58
11	辽宁	2	113.80	3.48
12	陕西	6	95.70	2.93
13	福建	11	83.40	2.55
14	广州	12	74.33	2.27
15	山东	5	62.16	1.90
16	湖北	5	56.20	1.72
17	河南	3	43.15	1.32
18	贵州	1	30.20	0.92
19	北京	2	17.60	0.54
20	海南	1	16.30	0.50
21	天津	1	14.00	0.43
22	云南	1	13.67	0.42
合计	--	**253**	**3,271.19**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合评级整理

3．项目开发情况

2019 年，公司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。

从项目开发规模来看，2019 年，公司进一步加大开工力度，新开工面积 1,148.01 万平方米，同比增多 47.89%；竣工面积 680.47 万平方米，同比增长 89.59%，随着公司施工面积提升而逐年增长。截至 2019 年末，公司期末在建面积 1,959.25 万平方米。

表 4　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）	509.75	958.85	1,418.01
竣工面积（万平方米）	249.68	358.91	680.47
在建面积（万平方米）	621.76	1,221.71	1,959.25

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

截至 2019 年末，公司在建项目数量合计 209 个，在建项目规划总建筑面积（不含地下）4,866.11 万平方米，权益建筑面积（不含车库）3,907.09 万平方米，计划权益总投资约 3,182.98 亿元，已完成权益投资约 1,795.05 亿元，尚需权益投资约 1,387.93 亿元[1]；公司在建项目规模较大，为后续

[1]在建项目规划建筑面积和投资额包括部分尚未完工自持物业。

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。

4．房产销售情况

2019 年，公司签约销售面积和金额保持较快增长，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。

2019 年，公司销售规模进一步扩大，实现协议销售面积 1,112.69 万平方米，同比增长 36.54%；实现协议销售金额 1,087.98 亿元，同比增长 32.02%。2019 年，公司协议销售均价为 0.98 万元/平方米，同比下降 2.97%。销售回款方面，2019 年，销售回款率为 75%，同比下降 3 个百分点。

表 5　公司房地产销售数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
达预售项目（个）	69	136	209
协议销售面积（万平方米）	386.89	814.93	1,112.69
协议销售金额（亿元）	404.62	824.12	1,087.98
协议销售均价（万元/平方米）	1.05	1.01	0.98
销售回款率（%）	80	78	75

注：协议销售数据口径为全口径
资料来源：公司提供

截至2019年末，公司已竣工及在建项目剩余可售面积2,042.20万平方米，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89.41%，去化水平良好。

5．自持物业

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。

目前，公司自持物业规模并不大，大部分处于未完工或招商中状态[2]。从物业类型看，公司自持物业主要是商用、零售商店、商业购物中心等。自持物业中，广州南国奥园、广奥、广州奥园养生广场、沈阳奥园国际城等项目较为成熟，已经全部对外出租。截至 2019 年末，公司主要持有物业情况如下表所示。

2019 年，公司实现租金收入 20,253.31 万元，同比增长 134.75%，主要系珠海奥园广场、重庆盘龙奥园广场等进入稳定经营期带动租金收入上升所致；租金收入约占期末投资性房地产公允价值的 2.45%。

表 6　截至 2019 年末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	1.08
2	广州国奥投资发展中心	0.24	写字楼	100	0.10	0.24
3	广奥	0.86	商业	100	0.40	0.90
4	广州奥园养生广场	0.91	商业	100	0.95	1.03
5	沈阳奥园国际城	0.15	酒店	100	0.07	0.07

[2]一部分未完工自持物业规划建筑面积和所需投资额已包含在在建项目中；尚有部分尚未完工自持物业已取得竣工验收，但因周边绿化和消防未完工等原因，公司仍将其标记为“未完工”。

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	1.36
7	广州奥园城市天地	1.38	商用、会所	83	1.12	2.23
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	0.53
9	阳江奥园公园一号	1.53	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	99	3.73	5.28
11	重庆奥园城市天地	5.22	商用	98	4.07	5.89
12	梅州蕉岭奥园广场	1.91	商用、零售商店	100	1.12	1.96
13	梅州五华奥园广场	2.72	商用、零售商店	100	1.45	2.70
14	珠海奥园广场	6.50	商用、零售商店	99	7.47	11.75
15	浏阳奥园广场	2.62	商用、零售商店	完工，招商中	1.19	1.87
16	瀚林银座广场	3.55	商用、零售商店	未完工，招商中	1.53	1.85
17	成都成华奥园广场	3.14	商用、零售商店	未完工，尚未开始招商	2.00	2.86
18	宁都奥园广场	2.62	商用、零售商店	完工，招商中	1.22	1.60
19	玉林奥园广场	6.03	商用、零售商店	完工，招商中	2.27	4.38
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	0.61	0.76
21	慈溪奥园观山海酒店	2.01	酒店	未完工，尚未开始招商	1.54	1.74
22	大埔奥园广场	2.65	商业购物中心	未完工，尚未开始招商	0.54	0.66
23	海景城	0.77	购物广场	100	0.25	0.34
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	5.23	9.75
25	江门购物广场	6.41	商业购物中心	99	6.89	7.22
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	0.26
27	江西大余项目	2.93	商业购物中心	未完工，尚未开始招商	1.07	1.27
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	0.20
29	重庆盘龙 1 号-B6#集中商业	4.76	商业购物中心	98	4.81	4.99
30	重庆国际城 B4 栋商业	1.93	商业购物中心	100	1.40	2.41
31	合肥城市天地	2.18	商业购物中心	95	2.54	2.25
32	砀山奥园广场	6.53	商业购物中心	未完工，尚未开始招商	2.30	2.31
33	其他	5.55	幼儿园，写字楼，购物中心	未完工，尚未开始招商	1.02	1.06
合计		**112.65**	--	--	**59.47**	**82.80**

资料来源：公司提供，联合评级整理

6．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；公司部分项目位于三四线区域，区域市场需求情况及项目去化速度存在一定风险。

（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；同时公司以收并购为主的拿地方式对公司的风控能力提出较高要求。

（4）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。

7．未来发展

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，通过信息化和互联网建设提升自身产品价值。

公司将以粤港澳大湾区、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。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。同时，公司积极投身粤港澳大湾区、环北京区域、中西部城市群、北部湾经济区等地的“三旧”改造再开发中，实现旧城、旧村、旧厂“三旧”改造全覆盖。

在产业链方面，公司将形成开发、施工、运营、物管系统产业链。这不仅能为公司未来房地产项目的建筑施工、装饰装修等提供稳定的支持，减少对外部施工单位的依赖，同时产业链的延伸也有利于公司整合资源，发挥产业的协同效应，降低工程建设成本，强化工程质量管理，保证施工进度，提升产品质量。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，对提高公司市场竞争力将产生积极影响。

同时，公司引入标杆房企产品主责人及团队，定制三年产品战略，建立区域设计中台，打造奥园 A+产品力体系，形成四大产品套系及产品标准化体系，产品力将进一步提升。公司推出线上售楼处，开发奥园购房宝 APP，为客户提供线上 VR 的全景看房、选房及购房的服务。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2019 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，并出具标准无保留审计意见。公司 2019 年财务报表根据财政部《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》《关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》和企业会计准则的要求编制。从合并范围变动情况来看，截至 2019 年末，公司纳入合并范围的控股子公司 629 家，较年初增加合并单位 235 家，减少合并单位 13 家；其中非同一控制下合并 38 家企业，同一控制下合并 2 家企业，新设子公司 195 家，转让或注销子公司 13 家。2019 年，公司购入广东奥园跨境电商集团有限公司股权并受托经营广州奥园大健康产业有限公司，上述收购属同一控制下企业合并，公司对期初数据进行了追溯调整。公司合并范围存在一定变化，但主营业务连续，财务数据可比性仍属较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 2,653.83 亿元，负债合计 2,222.95 亿元，所有者权益 430.89 亿元，其中归属于母公司所有者权益 204.96 亿元。2019 年，公司实现营业收入 486.75 亿元，净利润 66.76 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 51.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额 47.10 亿元，现金及现金等价物净增加额 130.36 亿元。

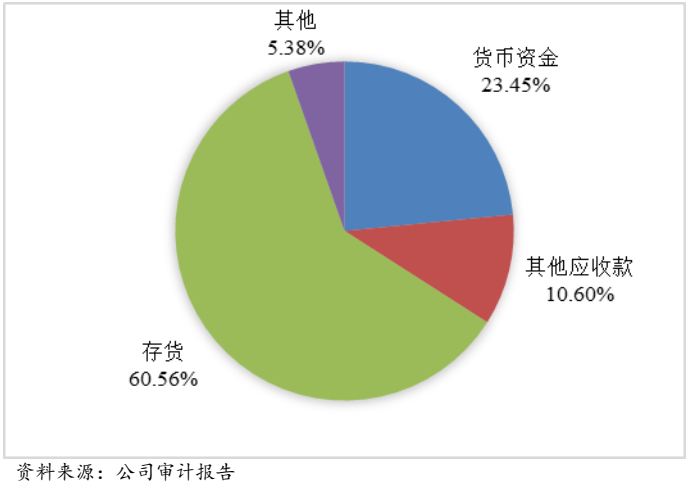
2．资产质量

公司资产规模较大，以流动资产为主。流动资产中货币资金充裕，存货占比较高，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。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 2,653.83 亿元，较年初增长 48.59%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 91.41%，非流动资产占 8.59%。公司资产以流动资产为主。

截至 2019 年末，公司流动资产 2,425.86 亿元，较年初增长 47.02%，主要系货币资金、其他应收款和存货增多所致。公司流动资产主要由货币资金（占 23.45%）、其他应收款（占 10.60%）和存货（占 60.56%）构成。

图 2　截至 2019 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

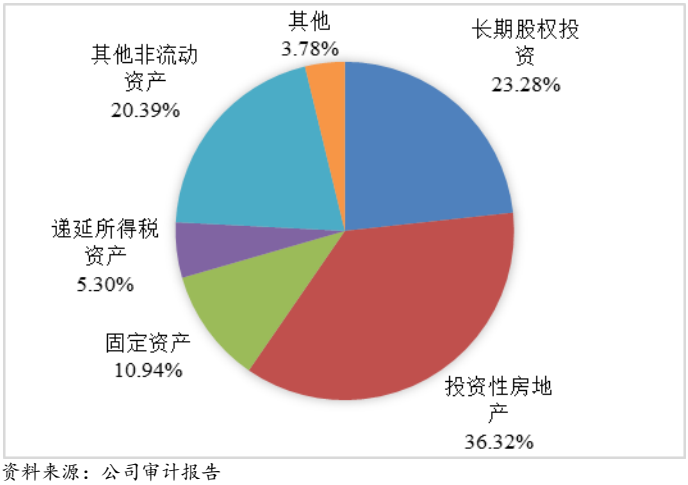
截至 2019 年末，公司货币资金 568.89 亿元，较年初增长 47.64%，主要系销售回款和新增借款增多所致；其中银行存款占比 85.45%，其他货币资金占比 14.52%；其他货币资金使用受限，主要为定期存款质押、内保外贷保证金、按揭保证金和工人工资保证金等；同时，公司存在较高比例资金存放于监管账户。

截至 2019 年末，公司其他应收款（合计）257.19 亿元，较年初增长 85.34%，主要系合作方往来款和土地及其他保证金增多所致；其中合作方往来款占比 36.86%，土地及其他保证金占比 37.08%，同一控制非合并单位往来款占比 6.67%，合营/联营企业往来款占比 10.28%，其他往来款占比 9.10%；其他应付款累计计提坏帐准备 1.03 亿元，计提比例 0.40%，计提比例较低，考虑欠款性质，其他应收款回收风险一般，但对公司资金形成一定的占用。

截至 2019 年末，公司存货 1,469.15 亿元，较年初增长 39.66%；其中开发产品占比 17.24%，开发成本占比 82.68%，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。

截至 2019 年末，公司非流动资产 227.98 亿元，较年初增长 67.60%，主要系长期股权投资和投资性房地产增多所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 23.28%）、投资性房地产（占 36.32%）、固定资产（占 10.94%）、递延所得税资产（占 5.30%）和其他非流动资产（占 20.39%）构成。

图3　截至2019年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2019 年末，公司长期股权投资 53.06 亿元，较年初增长 192.46%，主要系对联营合营企业投资增多所致，新增联营合营企业主要为房地产项目公司。

截至 2019 年末，公司投资性房地产 82.80 亿元，较年初增长 17.01%，主要系企业合并增加和公允价值变动所致。公司投资性房地产投资成本 59.47 亿元，累计评估增值 39.23%，增值率一般；投资性房地产公允价值变动受国家宏观经济形势、区域经济等影响较大，存在一定的估值波动风险。

截至 2019 年末，公司固定资产 24.93 亿元，较年初增长 16.42%，主要系存货转入所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占比 76.56%）、运输设备（占比 19.16%）和办公设备（占比 4.28%）构成。

截至 2019 年末，公司递延所得税资产 12.08 亿元，较年初增长 86.05%，主要系未实现的内部交易损益、可抵扣亏损等造成的可抵扣暂时性差异增多所致。

截至 2019 年末，公司其他非流动资产 46.49 亿元，较年初增长 143.39%；其中预付股权收购款占比 94.31%，预付土地款占比 5.69%。

截至 2019 年，公司所有权或使用权受到限制的资产 535.83 亿元，其中货币资金 82.62 亿元，存货 402.34 亿元，固定资产 9.26 亿元，投资性房地产 41.52 亿元，应收账款 852.99 万元；受限资产占总资产的 20.19%，公司资产受限程度一般。

3．负债及所有者权益

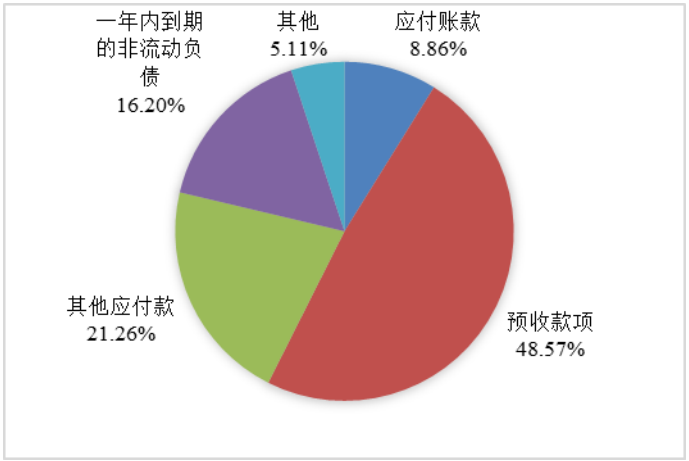
（1）负债

公司负债结构以流动负债为主，2019 年公司债务负担有所加重，整体债务负担尚可，但 2 年以内到期债务规模较大，短期债务占比较高，公司债务结构有待改善。

截至 2019 年末，公司负债总额 2,222.95 亿元，较年初增长 61.85%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 85.51%，非流动负债占 14.49%。公司负债以流动负债为主。

截至 2019 年末，公司流动负债 1,900.89 亿元，较年初增长 62.68%，主要系预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由应付账款（占 8.86%）、其他应付款（占 21.26%）、预收款项（占 48.57%）和一年内到期的非流动负债（占 16.20%）构成。

图 4　截至 2019 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2019 年末，公司应付账款 168.47 亿元，较年初增长 60.09%；其中应付工程款占比 99.41%。

截至 2019 年末，公司预收款项 923.23 亿元，较年初增长 43.36%；其中预收房款占比 99.85%。

截至 2019 年末，公司其他应付款 404.14 亿元，较年初增长 122.94%，主要系应付股权款与合作公司往来和应付联营/合营企业款增多所致；其他应付款主要由应付股利（占比 18.40%）、应付股权款与合作公司往来（占比 42.46%）和应付联营/合营企业款（占比 31.62%）构成。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 307.98 亿元，较年初增长 71.49%。

截至 2019 年末，公司非流动负债 322.06 亿元，较年初增长 57.12%，主要系长期借款增多所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 90.82%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 292.48 亿元，较年初增长 79.80%；其中，抵押借款占比 12.22%，保证借款占比 12.48%，信用借款占比 4.68%，质押、保证借款占比 13.70%，抵押、保证借款占比 21.58%，抵押、保证、质押借款占比 35.35%。

截至 2019 年末，公司全部债务 625.74 亿元，较年初增长 65.59%；其中短期债务占 50.49%，长期债务占 49.51%，短期债务占比较高。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 83.76%、59.22%和 41.83%，较年初分别提高 6.86 个百分点、提高 11.42 个百分点和提高 9.84 个百分点。整体看，公司债务负担尚可。从全部债务期限结构看，公司债务在 2 年以内到期部分规模较大，结构有待改善。

表 7　截至 2019 年末公司全部债务期限分布情况（单位：亿元）

假设债券全部回售					
项目	**1 年内**	**1~2 年**	**2~5 年**	**5 年以上**	**合计**
应付票据	7.67	--	--	--	7.67
金融机构借款	266.45	169.17	116.76	6.55	558.93
应付债券	41.11	15.13	--	--	56.24
长期应付款中的有息部分	0.41	0.45	1.47	0.27	2.61
合计	**315.94**	**184.75**	**118.23**	**6.82**	**625.74**
假设债券不回售					
项目	**1 年内**	**1~2 年**	**2~5 年**	**5 年以上**	**合计**
应付票据	7.96	--	--	--	7.96
金融机构借款	266.45	169.17	116.76	6.55	558.93
应付债券	1.50	39.61	15.13	--	56.24
长期应付款中的有息部分	0.41	0.45	1.47	0.27	2.61
合计	**276.33**	**209.23**	**133.36**	**6.82**	**625.74**

资料来源：公司提供

从中国奥园层面债务负担来看，2019 年中国奥园发行美元债 11.75 亿美元，考虑到中国奥园债务偿债来源本质主要来自于公司，其债务规模需予以关注；截至 2019 年末，中国奥园全部债务（包含银行及其他借款、融资租赁承担、优先票据及债券）约 967.11 亿元，全部债务资本化比率约 72.33%；中国奥园债务负担较重。

（2）所有者权益

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，权益结构稳定性弱。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 430.89 亿元，较年初增长 4.43%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 47.57%，少数股东权益占比为 52.43%。归属于母公司所有者权益 204.96 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 29.81%、28.78%和 36.98%。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 年末，公司归属于母公司所有者权益合计 204.96 亿元，较年初减少 6.51%，主要系未分配利润和资本公积减少所致；其中资本公积较年初减少 8.84%主要系向少数股东分成物业等所致，未分配利润较年初减少 14.86%主要系向股东分配股利所致。

截至 2019 年末，公司少数股东权益 225.93 亿元，较年初增长 16.85%；公司少数股东权益规模较大且占比较高，一方面系公司项目收并购往往保留部分少数股东权益所致，另一方面系公司部分项目引入基金投资者作为少数股东所致。

4．盈利能力

2019 年，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保持较快增长，公司整体盈利能力较强。

2019 年，公司实现营业收入 486.75 亿元，同比增长 58.29%，主要系交付物业面积大幅增加所致；实现净利润 66.76 亿元，同比增加 65.85%，其中归属于母公司所有者的净利润 51.74 亿元。

从期间费用来看，2019 年，公司期间费用总额为 38.11 亿元，同比增长 17.14%，主要系管理费用增长所致；其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 55.08%、41.17%、0.55%和 3.20%，以销售费用和管理费用为主。2019 年，公司销售费用和管理费用分别同比增长 3.96%和 43.71%，主要系随着公司经营规模扩大，员工费用等相关投入增加所致；2019 年，公司财务费用 1.22 亿元，同比减少 5.32%，主要系利息收入增长及利息资本化所致。

从利润构成看，2018－2019 年，公司公允价值变动收益分别为 8.69 亿元和 3.52 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 15.22%和 3.56%，公允价值变动收益对公司盈利有一定影响。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 27.28%，同比提高 1.87 个百分点，变化不大。2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.63%、4.60%和 15.83%，同比分别提高 1.72 个百分点、提高 0.62 个百分点和提高 5.65 个百分点。与同行业其他主要上市公司比较，公司销售毛利率处于较高水平，净资产收益率和总资产报酬率处于一般水平。

表 8　房地产开发类上市公司 2019 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
龙光地产	31.55	35.52	10.01
合景泰富集团	31.52	30.37	7.60
时代中国控股	29.31	28.93	7.82
富力地产	32.78	13.29	5.91
奥园集团	**32.72**	**24.36**	**4.43**

注：上表数据引自 Wind，联合评级与 Wind 计算口径存在一定差异
资料来源：Wind

5．现金流

公司经营活动现金流持续净流入；因并购项目较多等因素影响，公司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，筹资活动现金流持续净流入。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 909.55 亿元，较上年增长 30.23%，主要系销售回款增长所致；经营活动现金流出 862.45 亿元，较上年增长 52.29%，主要系房地产开发建设投入增多所致。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额 47.10 亿元，持续净流入。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入规模不大，2019 年，公司投资活动现金流入 1.50 亿元，较上年下降 71.11%；投资活动现金流出 83.94 亿元，较上年增长 1.62%，较上年变化不大。

2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额-82.44 亿元，持续净流出。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 486.06 亿元，较上年增长 77.48%，主要系取得借款收到的现金增多所致；筹资活动现金流出 320.50 亿元，较上年增长 50.13%，主要系偿还债务支付的现金增多所致。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 165.56 亿元，持续净流入。

6．偿债能力

公司短期及长期偿债能力均较强，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，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018－2019 年，公司流动比率分别为 1.41 倍和 1.28 倍，2019 年有所下降主要系预收款项和其他应收款增长较快所致；公司速动比率分别为 0.51 倍和 0.50 倍；公司现金短期债务比分别为 2.12 倍和 1.82 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较强。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 103.82 亿元，同比增长 71.46%，主要系利润总额增多所致；公司 EBITDA 主要由利润总额（占 94.80%）构成。2018－2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.29 倍和 1.98 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.16 倍和 0.17 倍，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度良好。整体看，公司长期偿债能力较强。

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 年末累计担保余额为人民币 772.35 亿元，全部为阶段性担保。截至 2019 年末，公司对关联方（含控股股东）提供担保余额 106.78 亿元，占净资产的 24.78%，公司存在一定的或有负债风险。

表 9　截至 2019 年末公司对外担保明细（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日	是否履行完毕
株洲金业房地产开发有限公司	5.50	2019/11/20	2020/11/20	否
株洲奥园房地产开发有限公司	2.00	2019/7/16	2020/7/16	否
重庆创冠房地产开发有限公司	5.70	2018/9/13	2021/9/13	否
广州奥誉房地产开发有限公司	3.50	2019/11/1	2020/10/30	否
佛山市德港健投资有限公司	10.20	2017/11/23	2022/6/30	否
中国奥园集团股份有限公司	3.47	2019/8/8	2020/7/25	否
中国奥园集团股份有限公司	3.01	2019/12/15	2021/1/2	否
中国奥园集团股份有限公司	2.96	2019/1/9	2020/1/9	否
中国奥园集团股份有限公司	4.48	2019/4/25	2020/7/9	否
中国奥园集团股份有限公司	1.63	2019/11/7	2020/9/18	否
中国奥园集团股份有限公司	2.98	2019/11/5	2020/11/27	否
中国奥园集团股份有限公司	6.35	2019/4/24	2021/4/24	否
广东山水禅林文化产业有限公司	10.00	2019/12/24	2022/12/24	否
广东山水禅林文化产业有限公司	5.00	2019/12/12	2020/3/12	否
广东山水禅林文化产业有限公司	5.00	2019/12/5	2020/3/5	否
广州建冠置业有限公司	5.00	2019/12/2	2020/1/2	否
广州盛誉建筑材料有限公司	20.00	2019/12/25	2020/6/25	否
广州盛誉建筑材料有限公司	5.00	2019/12/11	2020/3/11	否

广州盛誉建筑材料有限公司	5.00	2019/12/26	2020/12/26	否
合计	**106.78**	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司及合并报表范围的子公司尚未了结的标的额达到 5,000 万元以上的大额诉讼、仲裁案件如下表所示。

表 10　截至 2019 年末公司及子公司尚未了结的标的额达到 5,000 万元以上的大额诉讼、仲裁案件情况

原告/申请人	被告/被申请人	案号	诉讼请求	进展
广州冠汇置业有限公司	上海远东美居建材有限公司、东莞市仝远实业有限公司、东莞市美吉特置业有限公司、美吉特集团有限公司	（2018）粤 19 民初 105 号	1、解除原告与被告关于东莞市美吉特置业有限公司股权转让协议； 2、被告退还原告已支出的 2774 万元、并支付违约金 4000 万元（合计 6774 万元）。	东莞市中级人民法院已受理本案，并在一审审理过程中。
广东奥园商业县域综合体投资管理集团有限公司（以下简称“奥园商业县域”）、临澧奥园置业有限公司（以下简称“临澧奥园”）（本诉原告、反诉被告）	湖南炳屹建筑集团有限公司（以下简称“湖南炳屹”）（本诉被告、反诉原告，先予执行申请人）	（2020）湘 07 民初 2 号（本诉）、	1、判令各方当事人共同对案涉的土地及其在建工程的交易金额进行核对和确定；确定奥园商业县域享有在案涉地块的土地使用权及地上建筑物（构筑物）以及临澧奥园 100%股权对应的所有权益； 2、判令湖南炳屹赔偿奥园商业县域、临澧奥园损失 500 万元； 3、判令被告向奥园商业县域返还超付的交易款 15578663.59 元。	1、常德市中级人民法院已立案，本诉被告已提起了反诉，目前在审理中。 2、湖南炳屹在临澧县人民法院对奥园商业县域、临澧奥园申请先予执行，临澧县人民法院已裁定中止诉讼，等待常德市中级人民法院的审理结果。
		（2020）湘 0724 民初 38 号（反诉）	1、解除各方当事人共同签订的《框架合作协议》； 2、奥园商业县域、临澧奥园返还案涉土地及地上建筑物； 3、奥园商业县域、临澧奥园赔偿湖南炳屹因案涉土地及地上建筑物不能返还所造成的损失 1.4 亿元（暂定）； 4、奥园商业县域、临澧奥园赔偿营销中心、板房、绿化、办公用品的损失 2415.4 万元。	

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司获得的银行授信总额为 770.04 亿元，其中尚未使用授信余额 441.72 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

根据公司提供的《企业信用报告》（报告编号：20200407174926890645556），截至 2020 年 4 月 7 日，公司无未结清不良信贷信息；已结清信贷信息中不良类账户数 3 笔，均已于 2002 年结清。

7．母公司财务分析

母公司资产以货币资金、其他应收款和长期股权投资为主，负债以其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券为主；母公司收入规模较小，利润以投资收益为主。

截至 2019 年末，母公司资产总额 291.05 亿元，较年初增长 36.14%，主要系其他应收款增长所致。其中，流动资产 174.86 亿元（占比 60.08%），非流动资产 116.18 亿元（占比 39.92%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 22.26%）和其他应收款（占 76.91%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 95.98%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 38.93 亿元。

截至 2019 年末，母公司负债总额 217.34 亿元，较年初增长 72.75%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增多所致。其中，流动负债 168.11 亿元（占比 77.35%），非流动负债 49.23 亿元（占比 22.65%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 58.05%）和一年内到期的非流动负债（占 40.76%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 64.81%）和应付债券（占 30.73%）构成。截至 2019 年末，母公司资产负债率为 74.67%。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 73.71 亿元，较年初下降 16.22%，主要系未分配利润下降所致；其中，实收资本为 61.10 亿元（占 82.89%）、资本公积合计 3.32 亿元（占 4.51%）、未分配利润合计 0.21 亿元（占 0.28%）、盈余公积合计 9.08 亿元（占 12.32%）。

2019 年，母公司营业收入为 4.45 亿元，净利润为 46.72 亿元，母公司利润主要为投资收益。

2019 年，母公司经营活动产生的现金流量净额 36.61 亿元，投资活动产生的现金流量净额 -33.41 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 3.81 亿元。

七、公司债偿还能力分析

截至 2019 年末，公司现金类资产 574.64 亿元，为“18 奥园 04”“19 奥园 02”和“20 奥园 01”本金合计（55.40 亿元）的 10.37 倍，现金类资产对“18 奥园 04”“19 奥园 02”和“20 奥园 01”的覆盖程度良好；净资产 430.89 亿元，为“18 奥园 04”“19 奥园 02”和“20 奥园 01”本金合计（55.40 亿元）的 7.78 倍，净资产对“18 奥园 04”“19 奥园 02”和“20 奥园 01”的覆盖程度良好。

2019 年，公司 EBITDA 为 103.82 亿元，为“18 奥园 04”“19 奥园 02”和“20 奥园 01”本金合计（55.40 亿元）的 1.87 倍，EBITDA 对“18 奥园 04”“19 奥园 02”和“20 奥园 01”的覆盖程度良好。

2019 年，公司经营活动现金流入 909.55 亿元，为“18 奥园 04”“19 奥园 02”和“20 奥园 01”本金合计（55.40 亿元）的 16.42 倍，经营活动现金流入量对“18 奥园 04”“19 奥园 02”和“20 奥园 01”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“18 奥园 04”“19 奥园 02”和“20 奥园 01”的偿还能力极强。

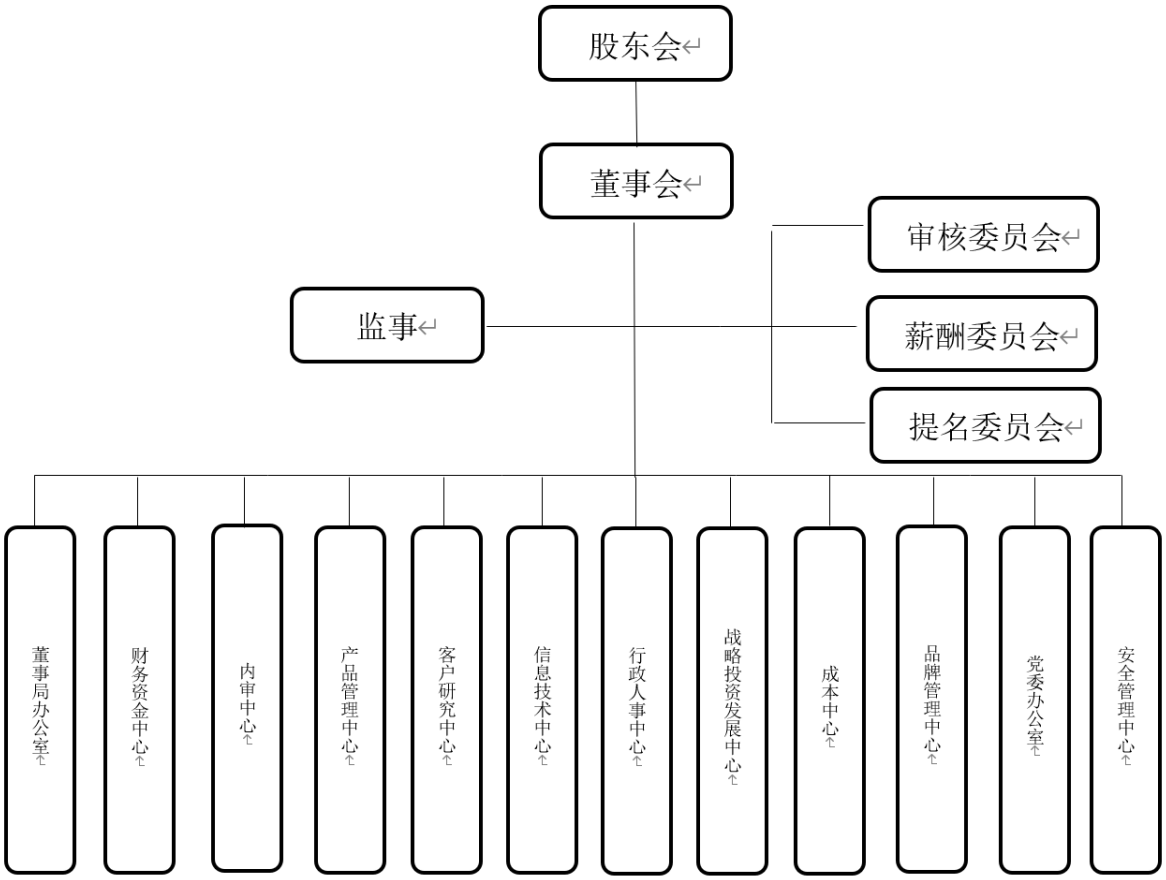
八、综合评价

2019 年，公司继续积极获取土地资源，保持较大规模的土地储备，为公司持续快速发展奠定基础；公司协议销售面积与金额保持较快增长，经营状况进一步向好；公司资产规模快速增长，经营活动现金流延续净流入。同时，联合评级也关注到房地产行业受政策调控影响较大，以收并购为主的拿地方式对公司风控能力提出较高要求，公司快速拓展业务导致资金支出压力较大，公司债务负担上升较快且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，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”，同时维持“18 奥园 04”“19 奥园 02”和“20 奥园 01”的债项信用等级为 AAA。

附件 1　截至 2019 年末奥园集团有限公司组织结构图



附件 2　奥园集团有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,203.00	1,786.03	2,653.83
所有者权益（亿元）	378.28	412.60	430.89
短期债务（亿元）	152.89	183.83	315.93
长期债务（亿元）	129.70	194.05	309.80
全部债务（亿元）	282.59	377.88	625.74
营业收入（亿元）	196.20	307.50	486.75
净利润（亿元）	26.83	40.25	66.76
EBITDA（亿元）	38.22	60.55	103.82
经营性净现金流（亿元）	-75.83	132.11	47.10
流动资产周转次数(次)	0.24	0.22	0.24
存货周转次数（次）	0.26	0.23	0.26
总资产周转次数（次）	0.23	0.21	0.22
现金收入比率（%）	146.50	216.24	164.95
总资本收益率（%）	6.43	5.91	7.63
总资产报酬率（%）	4.38	3.98	4.60
净资产收益率（%）	10.69	10.18	15.83
营业利润率（%）	25.46	25.42	27.28
费用收入比（%）	8.49	10.58	7.83
资产负债率（%）	68.56	76.90	83.76
全部债务资本化比率（%）	42.76	47.80	59.22
长期债务资本化比率（%）	25.53	31.99	41.83
EBITDA 利息倍数（倍）	2.86	2.29	1.98
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.16	0.17
流动比率（倍）	1.64	1.41	1.28
速动比率（倍）	0.65	0.51	0.50
现金短期债务比（倍）	1.70	2.12	1.82
经营现金流动负债比率（%）	-11.00	11.31	2.48
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.69	1.09	1.87

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. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4. 长期应付款中应付融资租赁款已计入长期债务

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

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。