

信用等级公告

联合〔2020〕963号

奥园集团有限公司：

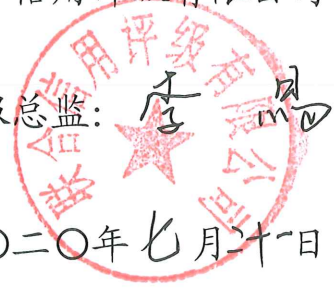
联合信用评级有限公司通过对奥园集团有限公司主体长期信用状况和拟面向专业投资者公开发行的2020年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

奥园集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

奥园集团有限公司拟面向专业投资者公开发行的2020年公司债券（第二期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：  李 昂

二〇二〇年七月二十一日

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 2020 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 15 亿元（含 15 亿元）

债券期限：不超过 5 年期（含 5 年期），附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息，到期还本

评级时间：2020 年 7 月 21 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）	1,203.00	1,786.03	2,653.83	2,738.47
所有者权益（亿元）	378.28	412.60	430.89	434.56
长期债务（亿元）	129.70	194.05	309.80	397.44
全部债务（亿元）	282.59	377.88	625.74	678.41
营业收入（亿元）	196.20	307.50	486.75	40.50
净利润（亿元）	26.83	40.25	66.76	1.48
EBITDA（亿元）	38.22	60.55	103.82	--
经营性净现金流（亿元）	-75.83	132.11	47.10	-79.95
营业利润率（%）	25.46	25.42	27.28	25.81
净资产收益率（%）	10.69	10.18	15.83	--
资产负债率（%）	68.56	76.90	83.76	84.13
全部债务资本化比率（%）	42.76	47.80	59.22	60.95
流动比率（倍）	1.64	1.41	1.28	1.33
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/本期发债额度（倍）	2.55	4.04	6.92	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3. 长期应付款中应付融资租赁款已计入长期债务。4. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对奥园集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为布局全国的具备较强综合实力的房地产开发公司，在开发规模、区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面具备较强优势；近三年，公司积极拓展业务并取得良好成效，协议销售面积与金额逐年快速增长；公司资产和收入规模均大幅上升。同时，联合评级也关注到房地产行业受政策调控影响较大，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。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状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 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。近年来公司整体开发和销售节奏较快，签约销售金额和结转收入逐年增长，资产和利润规模持续提升。

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。**近三年公司加大项目获取力度和开发建设规模，经营活动净现金流波动较大，投资活动现金流持续净流出；公司项目开发建设规模较大，开发资金需求较高，面临一定的资金支出压力；公司销售回款率逐年下降，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。**公司债务负担有所加重，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）

卢 瑞 登记编号（R0040219010003）

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：

罗h

李峰

联合信用评级有限公司

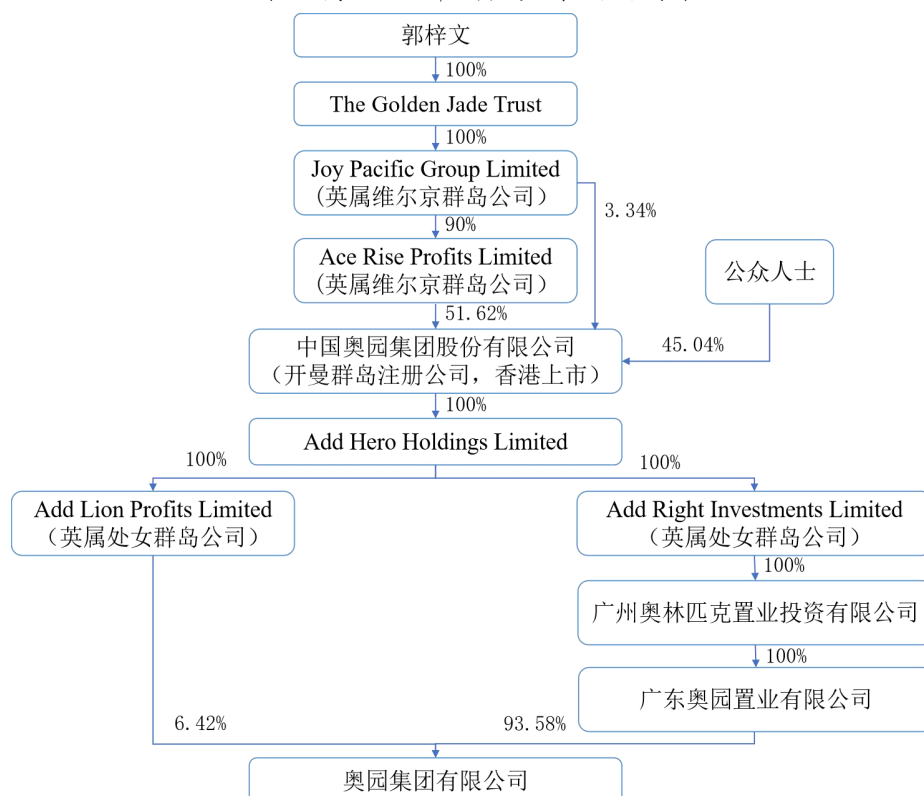
一、主体概况

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2020年3月底，公司设有董事局办公室、财务资金中心、内审中心、产品管理中心、客户研究中心、信息技术中心、行政人事中心、战略投资发展中心、成本中心、品牌管理中心、安全管理中心、党委办公室12个部门(见附件1)。截至2020年3月底，公司纳入合并范围的控股子公司653家。截至2019年底，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。

截至2020年3月末，公司合并资产总额2,738.47亿元，负债合计2,303.91亿元，所有者权益434.56亿元，其中归属于母公司所有者权益206.05亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入40.50亿元，净利润1.48亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.08亿元；经营活动产生的现金流量净额-79.95亿元，现金及现金等价物净增加额-38.85亿元。

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、本期债券及债券募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“奥园集团有限公司2020年面向专业投资者公开发行公司债券(第二期)”。本期债券发行规模为不超过15亿元(含15亿元)。本期债券期限为不超过5年期(含5年期)，附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值为100元，按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付，本息支付的具体事项按照债券登记机构的相关规定办理。本期债券为固定利率债券，票面利率及其确定方式将由公司和主承销商根据市场询价情况和簿记建档结果确定。

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用于偿还公司到期或进入回售期的公司债券。

三、行业分析

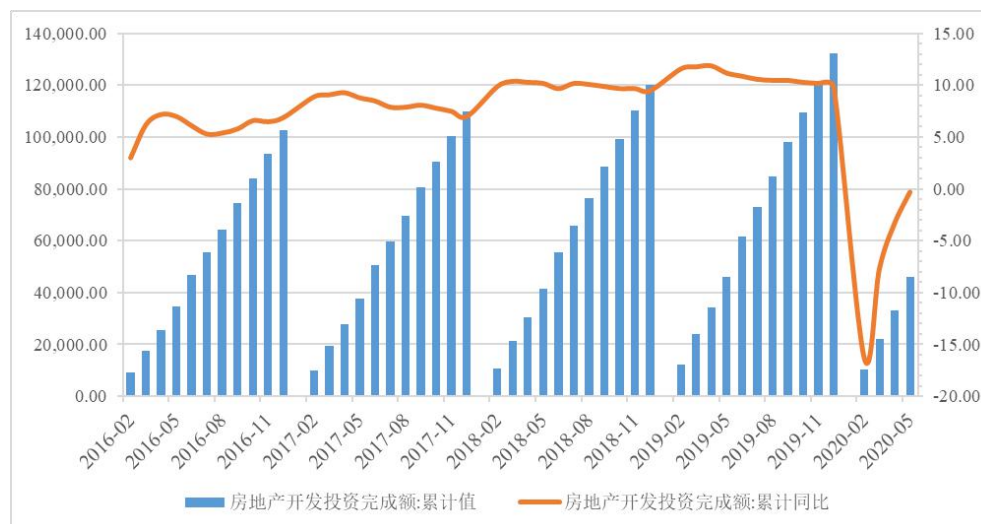
1. 行业概况

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。受新冠疫情影响，2020 年一季度，房地产开发投资首次出现负增长；但随着陆续复工，降幅逐步收窄；预计为完成 2020 年预售证获取及交房任务，后续房地产开发投资完成额同比将恢复正向增长。

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。

从近年房地产行业发展趋势来看，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。2020 年 1—3 月，全国房地产开发投资累计完成 21,962.61 亿元，累计同比下降 7.70%，在新冠疫情影响下首次出现负增长；随着 3 月以来陆续复工，投资情况明显好转，2020 年 1—5 月，全国房地产开发投资累计完成额同比下降 0.30%，降幅较一季度收窄 7.40 个百分点；预计后续房企为保证预售证及时获取及完成交房任务，将会增加投资力度，房地产开发投资完成额有望实现正向增长。

图 2 2016—2019 年及 2020 年 1—5 月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；2020 年一季度，受疫情影响，土地供求均下降，但品牌房企向一线城市拿地聚集。

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。

2020 年 1—3 月，受新冠疫情影响，全国 300 个城市土地供求均出现下滑，整体土地出让金减少约一成，土地溢价率小幅下降，但楼面均价在一线城市成交带动下有所上涨。其中一线城市供求量走低，但土地出让金和楼面均价同比增长 42%和 31%，主要来自于北京昌平区、海淀区、大兴区及上海徐汇区等优质地块的出让。根据中指研究院统计，20 家品牌房企在一季度拿地结构中向一线城市转移趋势明显，代表企业在一线城市拿地金额占比为 31.3%，较 2019 年提高了 16.1 个百分点，为近 5 年来的最高值。

表 1 2017—2019 年及 2020 年 1—3 月全国 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	2020 年 1—3 月
推出面积	111,907	128,440	129,816	22,133
同比	8	20	1	-14
成交面积	95,036	105,492	106,568	17,151
同比	8	14	-1	-23
出让金	40,623	41,773	50,294	7,707
同比	38	2	19	-10
楼面均价	2,374	2,159	2,507	2,325
同比	26	-11	17	11
土地平均溢价率	29	13	13	12
同比	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 0.02 个百分点	下降 1 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。2020 年 1—3 月，房企在销售下滑和融资环境不放松双重影响下，资金压力较大。

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。

2020 年 3 月 3 日，央行会同财政部、银保监会召开电视电话会，再次强调：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性；4 月 17 日的中央政治局会议也重申“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。预计 2020 年房企融资环境很难出现大幅松动。2020 年 1—3 月，房地产开发企业到位资金 47,004.00 亿元，同比下降 13.80%，主要资金来源渠道均同比下滑，在融资环境不放松及受疫情影响销售下滑双重影响下，房企面临较大的资金压力。

（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。2020 年 1—3 月，房地产销售受新冠疫情影响降幅较大，但复工以来销售正逐步回归正常。

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%。

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 3 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,三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一、二线数据进行模拟代替

资料来源:Wind,联合评级搜集整理

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。

2020 年初新冠疫情引发的售楼处关闭、建筑工地停工、限制人口流动等较严格的防控措施对房地产的开工建设及销售造成较大影响。2020 年 1—3 月,全国商品房销售面积同比下降 26.30%、销售金额同比下降 24.70%,下降幅度为近二十年来新高,但好的一面是 3 月以来的逐步复工,销

售面积累计增速快速回升，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点。随着疫情得到控制，前期积压的购房需求逐步释放以及房企的大力推盘，至 5 月，楼市已现强劲复苏，5 月单月销售面积同比增长 9.66%，基本回归至常态水平。2020 年 1—5 月，全国商品房销售面积同比下降 12.30%、销售金额同比下降 10.60%，下降幅度进一步缩窄。

图 4 近年全国商品房销售面积和销售额情况（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

（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。2020 年 5 月，一线城市价格有所抬升，二线及三线城市价格小幅调整。

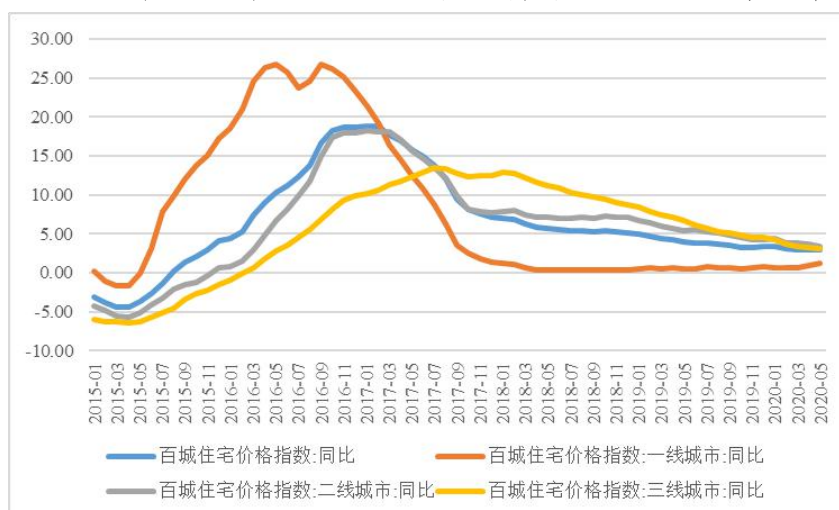
2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓。其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

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。

2020 年 5 月，百城住宅价格指数上涨 2.99%，增幅较上年同期下降 0.99 个百分点，保持收窄趋势。其中一线城市住宅价格指数上涨幅度较上年底有所提升，二线及三线城市住宅价格指数小幅向下调整。

图 5 2015 - 2019 年及 2020 年 1-5 月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年以来，政府继续坚持房住不炒、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；同时，调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变。

2016年下半年以来，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。具体来看，中央层次中长期总基调不变，短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行逆周期微调，整体趋稳；调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，2019年以来政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控，后续或将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等“供给端”的修复手段。

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
2020年5月	2020年两会《政府工作报告》提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展”

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”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行。2020年5月，两会《政府工作报告》中再提“房住不炒”及“因城施策”。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，且2020年突发的新冠疫情形成了较大的负面冲击，行业违约风险加大

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。此外，2020年突发的新冠疫情对房地产行业销售甚至整个宏观经济都形成了较大的冲击，房企现金流吃紧，进一步加剧了行业违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年以来两会及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。

行业兼并重组有向上趋势，后地产开发时代已来临

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，甚至部分高杠杆的大型房企也在加大资产抛售力度，行业整合趋势明显，“大鱼吃小鱼”已演化升级为“大鱼吃大鱼”。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。

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。

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。

7. 区域经济及房地产情况

广东省区域经济维持较快增长，人口净流入，房地产市场整体发展情况良好，政策明确了粤港澳大湾区的战略意义，公司面临良好的外部发展环境。

公司位于广东区域的土地储备占比高，广东省区域经济及房地产市场对公司业绩有重要影响。2019年，广东省实现地区生产总值（GDP）107,671.07亿元，同比增长6.2%，其中珠三角核心区GDP占全省比重为80.7%。截至2019年底，广东省常住人口11,521万人，较上年末增加175万人，人口净增量规模居全国各省市领先地位，净流入人口主要向珠三角区域汇聚。

房地产市场方面，2019年，广东省房地产开发投资15,852.16亿元，同比增长10.0%，其中，珠三角核心区房地产开发投资12,849.54亿元，同比增长11.8%。按用途分，商品住宅开发投资10,852.77亿元，同比增长11.2%；办公楼投资1,314.96亿元，同比增长11.5%；商业营业用房投资1,473.20亿元，同比增长2.0%。销售方面，2019年，广东省商品房销售面积13,846.54万平方米，同比下降3.4%；其中，商品住宅销售面积11,872.61万平方米，同比下降1.7%。2019年广东省商品房销售面积延续上年的下降趋势，市场整体稳中有降。

政策方面，2019年2月，中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，对粤港澳大湾区的战略定位、发展目标、空间布局等方面进行了纲领性规划，并在环保、教育和人才、就业创业、健康和养老等方面提出了具体方向。2019年底，广州市出台了“非本地户籍买房个税和社保能互补证明”“湾区8城申请广州公积金贷款无需交缴存证明”“港澳人士购房只需提交身份证和通行证”“南沙、花都本科生限购放松”等一系列政策，有利于当地购房需求释放。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为全国知名的房地产开发企业，房地产开发经验丰富，开发实力较强，具有一定的行业竞争力，公司开发项目拥有一定的品牌影响力。

公司作为中国奥园集团股份有限公司（以下简称“中国奥园”，股票代码：3883.HK）最大的子公司，负责中国奥园内地房地产项目的运营。奥园集团十多年来致力于房地产的开发及运营，从1997年成功开发广州金业别墅花园至今，历经多年的发展，相继在广州、深圳、重庆、成都、沈阳、南宁等全国大中城市开发了多个大型房地产项目，已经成为全国知名的房地产开发企业。2009年，公司确立商住双线发展的战略，刚需住宅与商业项目并行发展，旗下项目布局于全国五

大经济圈。奥园精品住宅楼盘主要包括南沙奥园、中山奥园、清远奥园、佛冈奥园、沈阳奥园国际城、重庆奥园城市天地、株洲奥园神农养生城等，定位为中高端健康养生居庭。奥园商业系列包括番禺奥园广场、奥园城市天地、奥园养生广场、奥园越时代、沈阳奥园会展广场、奥园国际中心、株洲奥园广场等，项目均拥有成熟的城市生活配套，产品以商铺、写字楼、住宅等为主。

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

根据中国房地产业协会、上海易居房地产研究院、中国房地产测评中心主办的 2020 中国房地产 500 强测评成果，公司位列《2020 中国房地产开发企业 500 强榜单》第 24 位，较上年排名上升 5 位。根据 2020 年 3 月 17 日国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院三家单位联合颁布的“2020 中国房地产百强企业榜单”，公司排名第 25 位。同时，公司获“2020 中国房地产百强企业——运营效率 TOP10”“2020 中国房地产百强企业——成长性 TOP10”“中国房地产年度扶贫标杆企业”称号。

2. 人员素质

公司管理团队稳定性较好，从业经验丰富；公司员工素质能够满足目前经营需要。

截至 2020 年 3 月底，公司董事会成员 3 名；未设监事会，设监事 1 人；非董事高级管理人员共 5 名。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长、行政总裁郭梓宁先生，1961 年出生，美国加州州立大学蒙特利湾分校博士后，于 1996 年加入奥园集团并参与创办，现主要负责公司商业地产投资、发展、经营以及领导公司的全面管理。郭梓宁先生为郭梓文先生的兄弟。

公司副董事长郭梓文先生，1964 年出生，暨南大学工商管理硕士，奥园集团创办人，主要负责制订公司的发展策略及提供指引以协助公司的项目规划、融资及投资。郭梓文先生为郭梓宁先生的兄弟。

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

公司董事兼财务资金中心总监陈志斌先生，1981 年出生，中山大学岭南学院国际 MBA 硕士，中国注册会计师。曾于德勤华永会计师事务所、广州中新知识城投资开发有限公司、花样年集团分别任审计经理、财务投资经理及财务部总经理等职。于 2014 年 8 月加入公司，现主要负责公司财务资金工作。

截至 2019 年底，公司员工总数 16,723 人。按文化程度划分，高中及以下学历占比 29.89%，大专学历占比 27.99%，本科学历占比 38.50%，硕士及以上学历占比 3.62%；从年龄划分，公司 30 岁以下的员工占比 51.03%，30 至 50 岁的员工占比 46.64%，50 岁以上的员工占比 2.33%。

五、公司管理

1. 公司治理

公司治理结构完善，整体治理运行情况良好。

公司按照《公司法》《中华人民共和国外商投资法》以及现代企业制度要求，不断完善公司法人治理结构，制订了《公司章程》并建立了由股东会、董事会、监事、经营层组成的法人治理结构体系；同时建立了完善的制度体系，规范各项议事规则和程序，形成了集中控制、分级管理、责权利分明的管理机制，确保公司经营工作有序、高效地进行。

根据《公司法》《中华人民共和国外商投资法》及《公司章程》，公司股东会由全体股东组成，是公司的最高权力机构，保证公司的一切活动符合中国的法律、法规和有关规定，决定公司的一切重大事宜。

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

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

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

2. 管理体制

公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

截至 2020 年 3 月底，公司设有董事局办公室、财务资金中心、内审中心、产品管理中心、客户研究中心、信息技术中心、行政人事中心、战略投资发展中心、成本中心、品牌管理中心、安全管理中心和党委办公室 12 个部门。公司主要通过成立项目公司从事房地产项目开发，并在项目当地设立子公司。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。经过多年的发展，奥园集团结合自身工作制度、流程和企业文化，整合投资、融资、规划设计、营销、工程建设、成本控制、招商和资产经营等各环节工作衔接配合，持续开发并执行“奥园标准化项目开发模式”，从拿地、设计到建造、招商、销售、营运，再到开业，均在同一条线上统筹，从而实现了各个环节的无缝接入，同时，在决策和经营层面上一体化，使得项目决策和理念更有效地推进。

财务管理方面，公司实行高度集中、独立核算的会计管理体制，公司财务资金中心负责集团会计工作的组织和集团统一会计政策、制度的制定；公司及附属各公司按国家法律、法规开展各项会计工作。公司设置计财中心作为整个集团的财务管理机构。公司按照国家有关会计政策和法规，制定有财务工作流程、资金管理、费用管理、资产管理、预算管理、税务管理等多方面的财务内部控制制度，从而保证了有关授权、签章等内部控制环节的有效执行，确保了会计核算的质量和会计职能作用的发挥。

对子公司的管理方面，公司坚持“抓大放小、充分授权”的原则，针对项目投资决策、子公司董事、监事和高级管理人员配备、财务资金管理、品牌管理四大方面实行集团化统一管控，保

持公司经营管理的统一性，并在项目具体的设计开发、销售策划等方面给予子公司高度的自主权，充分调动子公司积极性，有利于其根据市场形势快速反应，灵活经营。同时，针对子公司业务和经营管理的重要领域，公司制定了一系列规范指导文件，并将法人治理规范化建设引入区域平台公司层面。随着相关管理制度、决策程序、授权机制的持续完善，公司对子公司的管理效率和效果逐步得到提升。

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

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

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

六、经营分析

1. 经营概况

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

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，2017—2019年，公司营业收入逐年增长，三年分别为196.20亿元、307.50亿元和486.75亿元，年均复合增长57.51%，主要系交付物业面积大幅增加所致；2017—2019年，公司净利润逐年增长，三年分别为26.83亿元、40.25亿元和66.76亿元，年均复合增长57.74%，其中归属于母公司所有者的净利润逐年增长，三年分别为22.33亿元、34.25亿元和51.74亿元。

从收入构成来看，房地产销售一直是公司最核心的业务，近三年在营业收入中的占比分别为96.01%、96.18%和96.10%。2017—2019年，公司房地产销售收入分别为188.38亿元、295.76亿元和467.76亿元，呈不断增长态势，主要系公司结转项目不断增加所致。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，2017—2019 年，公司其他业务收入分别为 7.83 亿元、11.75 亿元和 18.98 亿元，逐年增长，但占营业收入的比例不大。

毛利率方面，2017—2019 年，公司房地产销售业务毛利率分别为 32.40%、33.63%和 33.47%，波动增长。2017—2019 年，公司其他业务毛利率分别为 34.35%、38.70%和 14.26%，波动下降；其中，2019 年下降较多主要系 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。受房地产销售业务毛利率波动影响，2017—2019 年，公司综合毛利率分别为 32.48%、33.83%和 32.72%

表 5 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

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 40.50 亿元，同比增长 13.92%；实现净利润 1.48 亿元，同比减少 0.66%，其中归属于母公司所有者的净利润 1.08 亿元。

2. 土地储备

公司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。

从近年来公司项目获取情况看，2017—2019 年，公司新获取项目储备权益建筑面积分别为 811.87 万平方米、899.17 万平方米和 1,184.63 万平方米，近三年公司保持了较大的项目获取力度，积极把握市场投资机会并为未来销售进行项目储备。从土地储备成本来看，2017—2019 年，公司新获取土地楼面均价分别为 2,424.53 元/平方米、2,443.99 元/平方米和 3,166.95 元/平方米，整体处于较低水平。2020 年 1—3 月，公司新获取项目数量 17 个，权益建筑面积 175.61 万平方米，具体情况如下表所示。

表 6 公司取得土地情况（单位：个、万平方米、亿元、元/平方米）

土地获取时间	地区	获取项目数量	总建筑面积	权益建筑面积	总地价	权益地价	平均楼面价
2017 年	广东省	23	472.49	269.34	125.74	76.59	2,661.26
	广西省	4	112.88	89.50	13.88	12.61	1,229.45
	四川省	1	23.82	23.82	12.18	12.18	5,113.35
	浙江省	3	31.51	29.81	10.57	10.07	3,355.34
	江苏省	3	124.59	95.78	27.61	23.55	2,215.90
	湖南省	3	139.66	105.77	16.73	10.21	1,198.17
	湖北省	1	33.33	33.33	13.75	13.75	4,124.07
	山东省	3	50.05	43.48	13.41	11.17	2,680.23

	北京市	2	17.59	17.59	26.26	26.38	14,933.65
	贵州省	1	30.20	30.20	1.61	1.61	532.23
	福建省	2	64.96	39.53	9.18	6.03	1,412.91
	重庆市	2	49.68	33.73	8.08	5.84	1,626.34
小计		48	1,150.76	811.87	279.00	209.99	2,424.53
2018 年	广东省	16	278.70	208.92	87.80	67.31	3,150.26
	广西省	2	163.10	111.84	16.60	13.19	1,017.95
	四川省	5	85.10	77.21	17.16	15.76	2,016.83
	浙江省	2	43.60	43.56	12.45	12.45	2,856.29
	江苏省	2	41.50	41.51	7.17	7.17	1,727.99
	湖南省	6	99.60	77.70	24.69	18.71	2,478.89
	湖北省	2	31.10	18.15	15.75	10.28	5,062.98
	山东省	1	10.30	8.24	4.54	3.64	4,411.57
	陕西省	4	90.00	68.63	22.16	21.09	2,462.15
	安徽省	2	56.10	56.15	7.47	7.47	1,331.55
	福建省	3	36.50	29.92	9.42	6.48	2,581.95
	重庆市	4	46.20	46.24	10.59	10.59	2,292.32
	天津市	1	15.70	15.69	13.44	13.44	8,563.63
	河北省	3	30.30	17.91	7.67	4.75	2,532.56
	河南省	1	24.00	20.38	5.82	4.95	2,426.91
	海南省	1	16.30	16.26	5.40	5.40	3,312.96
	云南省	1	26.80	13.66	5.00	2.55	1,865.67
	江西省	1	27.20	27.20	1.09	1.09	398.93
小计		57	1,122.10	899.17	274.24	226.32	2,443.99
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
小计		85	1,560.26	1,184.63	494.13	325.99	3,166.95
2020 年 1—3 月	安徽省	1	36.92	11.08	12.43	3.73	3,366.49
	广东省	7	98.05	81.69	11.65	9.41	1,188.62
	广西省	1	18.69	11.21	1.96	1.18	1,050.04
	河北省	2	13.75	11.60	6.35	4.22	4,623.26
	湖北省	1	15.70	13.82	10.68	9.40	6,800.51
	江苏省	3	32.98	27.94	14.47	10.97	4,388.73
	云南省	1	3.41	1.74	0.59	0.30	1,734.93

	陕西省	1	16.53	16.53	5.15	5.15	3,114.12
小计		17	236.02	175.61	63.29	44.36	2,681.61
合计		207	4,069.14	3,071.27	1,110.66	806.65	2,729.48

注：平均楼面价=总地价/总建筑面积

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司土地储备按照收入结转时点进行统计，统计口径为尚未结转收入土地的建筑面积（包含待发展物业建筑面积、发展中物业建筑面积、完工未售建筑面积）。截至 2019 年底，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 7 截至 2019 年底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

2017—2019 年，公司项目开发规模逐年加大，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。

公司项目主要通过收并购方式获得，合作开发占比较高；所开发产品结构上以住宅类为主，商业类为辅；其中快周转刚需类产品占比较高。从项目开发规模来看，2017—2019 年，公司项目

开发建设规模逐年加大，公司新开工面积分别为 509.75 万平方米、958.85 万平方米和 1,148.01 万平方米，呈不断增长态势。2017—2019 年，公司竣工面积分别为 249.68 万平方米、358.91 万平方米和 680.47 万平方米，随着公司施工面积提升而逐年增长。2017—2019 年，公司期末在建面积分别为 621.76 万平方米、1,221.71 万平方米和 1,959.25 万平方米。2020 年 1—3 月，公司新开工面积 213.78 万平方米，竣工面积 39.20 万平方米，期末在建面积 2,133.83 万平方米。

表 8 公司房地产开发数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
新开工面积（万平方米）	509.75	958.85	1,418.01	213.78
竣工面积（万平方米）	249.68	358.91	680.47	39.20
在建面积（万平方米）	621.76	1,221.71	1,959.25	2,133.83

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 2020 年 3 月底，公司在建项目数量合计 219 个，在建项目规划总建筑面积（不含地下）5,048.53 万平方米，权益建筑面积（不含车库）4,059.84 万平方米，计划权益总投资约 3,339.83 亿元，已完成权益投资约 1,824.77 亿元，尚需权益投资约 1,515.05 亿元¹；公司在建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了一定的开发建设支出压力。

4. 房产销售情况

近三年公司签约销售面积和金额增长较快，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。

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

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

从公司销售情况来看，2017—2019 年，公司协议销售面积不断增长，分别为 386.89 万平方米、814.93 万平方米和 1,112.69 万平方米，年均复合增长 69.59%。协议销售均价方面，2017—2019 年，公司销售均价逐年下降，分别 1.05 万元/平方米、1.01 万元/平方米和 0.98 万元/平方米。受销售面积增速较快影响，公司协议销售金额不断增长，近三年分别为 404.62 亿元、824.12 亿元和 1,087.98 亿元，年均复合增长 63.98%。销售回款方面，2017—2019 年，公司销售回款率分别为 80%、78%和 75%，逐年下降主要系银行对房地产的信贷收缩政策影响按揭回款额度所致。2020 年 1—3 月，公司实现协议销售面积 99.80 万平方米，同比下降 39.40%，主要系受疫情影响所致；实现协议销售金额 110.53 亿元，同比下降 31.31%。

表 9 公司房地产销售数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
达预售项目（个）	69	136	209	233

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。

协议销售面积（万平方米）	386.89	814.93	1,112.69	99.80
协议销售金额（亿元）	404.62	824.12	1,087.98	110.53
协议销售均价（万元/平方米）	1.05	1.01	0.98	1.11
销售回款率（%）	80	78	75	73

注：协议销售数据口径为全口径

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司已竣工及在建项目剩余可售面积2,123.92万平方米，能满足公司未来1—2年的销售需求，可售面积较为充足；从公司项目去化情况看，已取得预售证面积整体去化率为88.65%，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年底，公司主要持有物业情况如下表所示。

表 10 截至 2019 年底公司主要持有物业情况（单位：万平方米、%、亿元）

序号	项目名称	建筑面积	物业概况	出租率	投资成本	账面金额
1	广州南国奥园	5.83	高尔夫球场、小学、幼儿园	100	1.04	1.08
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
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

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”。

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

2017—2019年, 公司租金收入分别为5,814.62万元、8,627.58万元和20,253.31万元, 其中2019年同比增长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。2020年1—3月, 公司实现租金收入2,391.21万元, 同比增多23.73%; 虽然受疫情冲击商业物业租赁受到一定影响, 但公司的租金收入实现同比增长, 主要系不断有新的物业进入稳定经营期所致。

6. 经营效率

公司整体经营效率尚可。

2017—2019年, 公司存货周转率分别为0.26次、0.23次和0.26次, 流动资产周转率分别为0.24次、0.22次和0.24次, 总资产周转率分别为0.23次、0.21次和0.22次, 整体保持稳定。从同行业上市公司比较情况看, 2019年, 公司存货周转率、总资产周转率以及流动资产周转率均处于行业一般水平。

表11 2019年房地产开发类上市公司经营效率指标(单位: 次)

证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
龙光地产	0.56	0.40	0.31
合景泰富集团	0.29	0.21	0.13
时代中国控股	0.54	0.33	0.29
富力地产	0.29	0.31	0.23
奥园集团	0.26	0.24	0.22

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

7. 经营关注

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

8. 未来发展

公司战略清晰，未来发展区域定位于核心经济圈，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房地产业务外，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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2017—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，均出具标准无保留审计意见；公司2020年一季度财务报表未经审计。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，2018年，为了适应房地产行业的变化，中国奥园作出战略调整，进行同业合并，将广州奥园海景城房地产开发有限公司等12家子公司以委托经营的方式整合在奥园集团及其子公司名下进行统一管理，公司对期初数据进行了追溯调整；此外，公司非同一控制下合并44家企业，新设子公司133家，转让或注销子公司5家。截至2019年底，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。

截至2020年3月末，公司合并资产总额2,738.47亿元，负债合计2,303.91亿元，所有者权益

434.56 亿元，其中归属于母公司所有者权益 206.05 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 40.50 亿元，净利润 1.48 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额-79.95 亿元，现金及现金等价物净增加额-38.85 亿元。

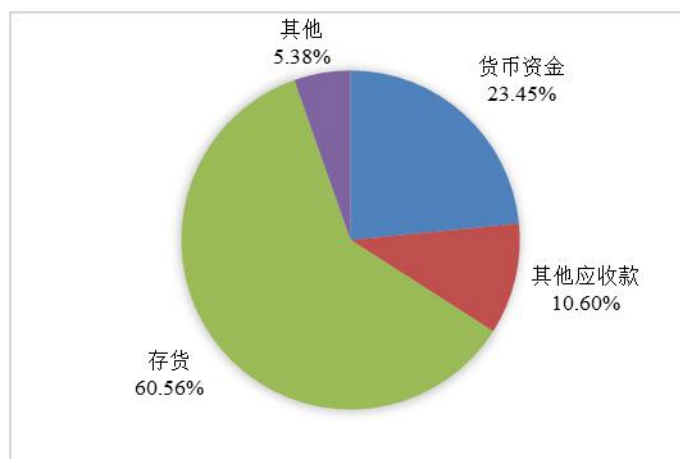
2. 资产质量

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。

2017—2019 年，公司合并资产总额连续增长，年均复合增长 48.53%，主要系流动资产增长所致。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%。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。

2017—2019 年，公司流动资产连续增长，年均复合增长 46.32%，主要系公司存货和货币资金增加所致。截至 2019 年末，公司流动资产 2,425.86 亿元，较年初增长 47.02%。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 6 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司货币资金连续增长，年均复合增长 48.72%。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。

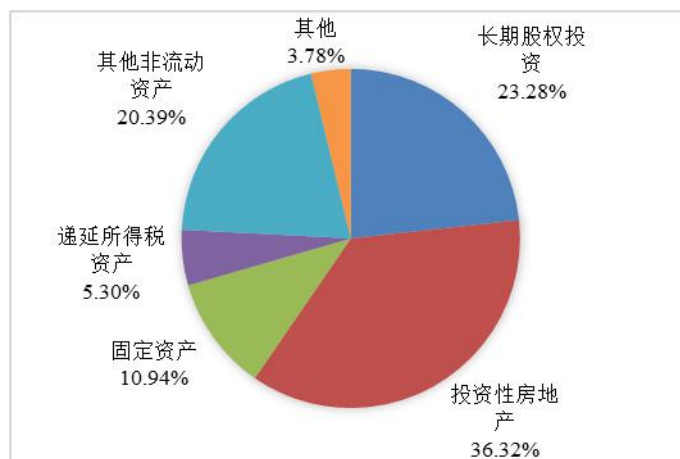
2017—2019 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 27.15%。截至 2018 年底，公司其他应收款 138.76 亿元，较年初减少 12.77%，主要系子公司少数股东往来款及关联方往来款减少所致。截至 2019 年末，公司其他应收款（合计）257.19 亿元，较年初增长 85.34%，主要系合作方往来款和土地及其他保证金增多所致；其中合作方往来款占比 36.86%，土地及其他保证金占比 37.08%，同一控制非合并单位往来款占比 6.67%，合营/联营企业往来款占比 10.28%，其他往来款占比 9.10%；其他应付款累计计提坏帐准备 1.03 亿元，计提比例 0.40%，计提比例较低，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。

2017—2019 年，公司存货连续增长，年均复合增长 46.81%，主要系获取土地增加以及在建项目不断投入所致。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。

2017—2019 年，公司非流动资产连续增长，年均复合增长 80.65%，主要系长期股权投资、投资性房地产和其他非流动资产增长所致。截至 2019 年末，公司非流动资产 227.98 亿元，较年初增长 67.60%；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7 截至2019年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司长期股权投资连续增长，年均复合增长 721.74%。截至 2018 年底，公司长期股权投资 18.14 亿元，较年初增长 2,208.85%，主要系新增对广东金奥商业保理有限公司、福建世纪坤源投资有限公司等合营/联营公司的投资所致。截至 2019 年末，公司长期股权投资 53.06 亿元，较年初增长 192.46%，主要系对联营合营项目公司投资增多所致。

2017—2019 年，公司投资性房地产连续增长，年均复合增长 34.04%。截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值 70.76 亿元，较年初增长 53.56%，主要系因企业合并、存货转入或建筑成本等在建结转增加和公允价值变动所致。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。

2017—2019 年，公司固定资产连续增长，年均复合增长 93.07%。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。

2017—2019 年，公司递延所得税资产连续增长，年均复合增长 153.19%。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。

2017—2019 年，公司其他非流动资产连续增长，年均复合增长 80.01%，主要系预付股权收购款增多所致。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。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 2,738.47 亿元，较年初增长 3.19%；资产规模和结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司货币资金 511.49 亿元，较年初减少 10.09%，主要系销售回款减少所致。

3. 负债及所有者权益

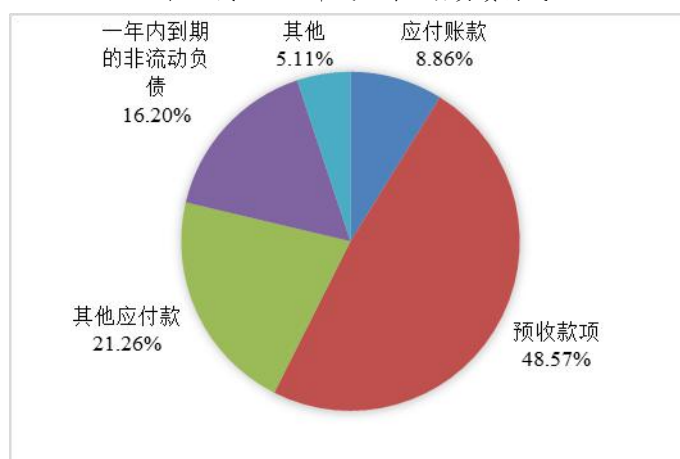
(1) 负债

公司负债结构以流动负债为主，近三年债务负担有所加重，整体债务负担尚可，但 2 年以内到期债务规模较大，公司债务结构有待改善。

2017—2019 年，公司负债总额连续增长，年均复合增长 64.18%，主要系流动负债增长所致。截至 2019 年末，公司负债总额 2,222.95 亿元，较年初增长 61.85%。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。

2017—2019 年，公司流动负债连续增长，年均复合增长 66.06%。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8 截至2019年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司应付账款连续增长，年均复合增长 59.08%，主要系公司加大开工力度使得应付工程款增长所致。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%。

2017—2019 年，公司预收款项连续增长，年均复合增长 62.96%，主要系预收房款增加所致。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%。

2017—2019 年，公司其他应付款连续增长，年均复合增长 116.44%，主要系应付股权款与合作公司往来及应付联营/合营企业款增多所致。截至 2019 年末，公司其他应付款 404.14 亿元，较年初增长 122.94%；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。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债连续增长，年均复合增长 43.96%。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%。

2017—2019 年，公司非流动负债连续增长，年均复合增长 54.25%。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。

2017—2019 年，公司长期借款连续增长，年均复合增长 51.04%，主要系开发规模扩大融资需求增加所致。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%。

2017—2019 年，公司全部债务连续增长，年均复合增长 48.80%，短期债务和长期债务均有所增长。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。2017—2019 年，公司资产负债率分别为 68.56%、76.90% 和 83.76%；全部债务资本化比率分别为 42.76%、47.80% 和 59.22%；长期债务资本化比率分别为 25.53%、31.99% 和 41.83%，均连续增长。

从中国奥园层面债务负担来看，截至 2019 年底，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。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 2,303.91 亿元，较年初增长 3.64%；负债规模和结构较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 678.41 亿元，较年初增长 8.42%。其中，短期债务 280.97 亿元（占 41.42%），较年初下降 11.07%；长期债务 397.44 亿元（占 58.58%），较年初增长 28.29%。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 84.13%、60.95% 和 47.77%，较年初分别提高 0.37 个百分点、提高 1.73 个百分点和提高 5.94 个百分点，公司债务负担有所加重。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 12 截至 2020 年 3 月底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	7.02	--	--	--	7.02
金融机构借款	233.08	180.13	174.88	--	588.09
应付债券	40.46	15.39	24.84	--	80.69
长期应付款中的有息部分	0.41	0.44	1.76	--	2.61
合计	280.97	195.96	201.48	--	678.41
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	7.02	--	--	--	7.02
金融机构借款	233.08	180.13	174.88	--	588.09
应付债券	--	40.46	40.23	--	80.69
长期应付款中的有息部分	0.41	0.44	1.76	--	2.61
合计	240.51	221.03	216.87	--	678.41

资料来源：公司提供

（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，权益结构稳定性较弱。

2017—2019 年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 6.73%。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。

2017—2019 年，公司少数股东权益逐年增长，年均复合增长 13.01%；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。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 434.56 亿元，较年初增长 0.85%；所有者权益规模和结构较年初变化不大。

4. 盈利能力

近年来，受交付物业面积大幅增加影响，公司营业收入和净利润规模逐年增长，公司整体盈利能力较强。

2017—2019 年，公司营业收入逐年增长，三年分别为 196.20 亿元、307.50 亿元和 486.75 亿元，年均复合增长 57.51%；2017—2019 年，公司净利润逐年增长，三年分别为 26.83 亿元、40.25 亿元和 66.76 亿元，年均复合增长 57.74%，其中归属于母公司所有者的净利润逐年增长，三年分别为 22.33 亿元、34.25 亿元和 51.74 亿元。

从期间费用来看，2017—2019 年，公司费用总额连续增长，年均复合增长 51.24%。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。2017—2019 年，公司销售费用和管理费用逐年增长，分别年均复合增长 49.64%和 64.01%，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；2017—2019 年，公司财务费用分别为 1.45 亿元、1.29 亿元和 1.22 亿元，逐年减少主要系利息收入增长及利息资本化所致。

从利润构成看，2017—2019 年，公司公允价值变动收益波动增长，三年分别为 3.15 亿元、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 8.69%、15.22%和 3.56%，公允价值变动收益对公司盈利有一定影响。

从各项盈利指标来看，从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 25.46%、25.42%和 27.28%；总资本收益率分别为 6.43%、5.91%和 7.63%；总资产报酬率分别为 4.38%、3.98%和 4.60%；净资产收益率分别为 10.69%、10.18%和 15.83%，均波动增长。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 13 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

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 40.50 亿元，同比增长 13.92%；实现净利润 1.48 亿元，

同比减少 0.66%，其中归属于母公司所有者的净利润 1.08 亿元。

5. 现金流

公司经营活动现金流有所波动；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，2017—2019 年，公司经营活动现金流入分别为 318.63 亿元、698.42 亿元和 909.55 亿元，连续增长，年均复合增长 68.96%，主要系销售回款增长所致。2017—2019 年，公司经营活动现金流出分别为 394.45 亿元、566.31 亿元和 862.45 亿元，连续增长，年均复合增长 47.87%，主要系房地产开发建设投入增多所致。2017—2019 年，公司经营活动现金流量净额分别为 -75.83 亿元、132.11 亿元和 47.10 亿元，由净流出转为净流入。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入规模不大，2017—2019 年，公司投资活动现金流入分别为 2.34 亿元、5.18 亿元和 1.50 亿元，波动下降，年均复合下降 19.96%。2017—2019 年，公司投资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 17.99%；2018 年，公司投资活动现金流出 82.60 亿元，同比增长 37.01%，主要系收购项目和对外投资增多所致；2019 年，公司投资活动现金流出 83.94 亿元，同比增长 1.62%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和支付收购保证金增多所致。2017—2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -57.95 亿元、-77.42 亿元和 -82.44 亿元，持续净流出。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入分别为 326.40 亿元、273.87 亿元和 486.06 亿元，波动增长，年均复合增长 22.03%，主要系取得借款收到的现金增多所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出分别为 53.42 亿元、213.48 亿元和 320.50 亿元，连续增长，年均复合增长 144.93%，主要系偿还债务支付的现金增多所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 272.98 亿元、60.39 亿元和 165.56 亿元，持续净流入。

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 -79.95 亿元，投资活动产生的现金流量净额 -0.03 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 41.13 亿元。

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，2017—2019 年，公司流动比率分别为 1.64 倍、1.41 倍和 1.28 倍，连续下降，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 0.65 倍、0.51 倍和 0.50 倍，连续下降。2017—2019 年，公司现金短期债务比分别为 1.70 倍、2.12 倍和 1.82 倍，波动增长，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。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 1.33 倍、0.51 倍和 1.84 倍。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 逐年增长，年均复合增长 64.82%，主要系利润总额增长所致。2019 年，公司 EBITDA 为 103.82 亿元，同比增长 71.46%；公司 EBITDA 主要由利润总额（占 94.80%）构成。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.86 倍、2.29 倍和 1.98 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.14 倍、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 2020 年 3 月底累计担保余额为人民币 786.08 亿元，全部为阶段性担保。截至 2020 年 3 月底，公司对

关联方（含控股股东）提供担保余额 97.29 亿元，占净资产的 22.39%，公司存在一定的或有负债风险。

表 14 截至 2019 年底公司对外担保明细（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
株洲奥园房地产开发有限公司	1.00	2020/1/21	2020/11/26	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	3.54	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	4.57	2019/4/25	2020/7/9	否
中国奥园集团股份有限公司	1.65	2019/11/7	2020/9/18	否
中国奥园集团股份有限公司	3.03	2019/11/5	2020/11/27	否
中国奥园集团股份有限公司	6.45	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	2019/12/26	2020/12/26	否
广州盛誉建筑材料有限公司	5.00	2020/1/19	2021/1/18	否
惠州狮峰实业有限公司	5.50	2020/1/8	2022/12/20	否
广州市增城区越华房地产开发有限公司	1.65	2020/1/7	2023/12/31	否
合计	97.29	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，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 15 截至 2020 年 3 月底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、东莞市全远实业有限公司、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 2,774 万元、并支付违约金 4,000 万元（合计 6,774 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”）	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 15,578,663.59 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

奥园”) (本诉原告、 反诉被告)		(2020) 湘0724民 初38号 (反诉)	1、解除各方当事人共同签订的《框架协议》; 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2,415.4万元。	常德市中级人民法院的审理结果。
-------------------------	--	----------------------------------	--	-----------------

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司获得的银行授信总额为812.55亿元，其中尚未使用授信余额460.80亿元，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》，截至2020年5月29日，公司无未结清不良或关注类信贷信息；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2020年3月末，母公司资产总额311.68亿元，较年初增长7.09%。

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2020年3月末，母公司负债合计240.64亿元，较年初增长10.72%。

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%）。截至2020年3月末，母公司所有者权益合计71.04亿元，较年初减少3.62%。

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。2020年1—3月，母公司营业收入46,254.25元，净利润-2.67亿元。

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。2020年1—3月，母公司经营活动产生的现金流量净额2.58亿元，投资活动产生的现金流量净额0元，筹资活动产生的现金流量净额21.51亿元。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司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 676.21 亿元，本次拟发行公司债额度为 15 亿元，占全部债务的 2.21%，对公司债务负担有一定影响。

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 84.13%、60.95%和 47.77%上升至 84.22%、61.47%和 48.69%，公司的债务负担有所上升。考虑到本期债券募集资金扣除发行费用后用于偿还公司到期或进入回售期的公司债券，公司实际债务负担将轻于上述预测值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2019 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为本期公司债券发行额度（15 亿元）的 6.92 倍和 60.64 倍。总体看，EBITDA 和经营现金流入量对本期债券的覆盖程度良好。

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

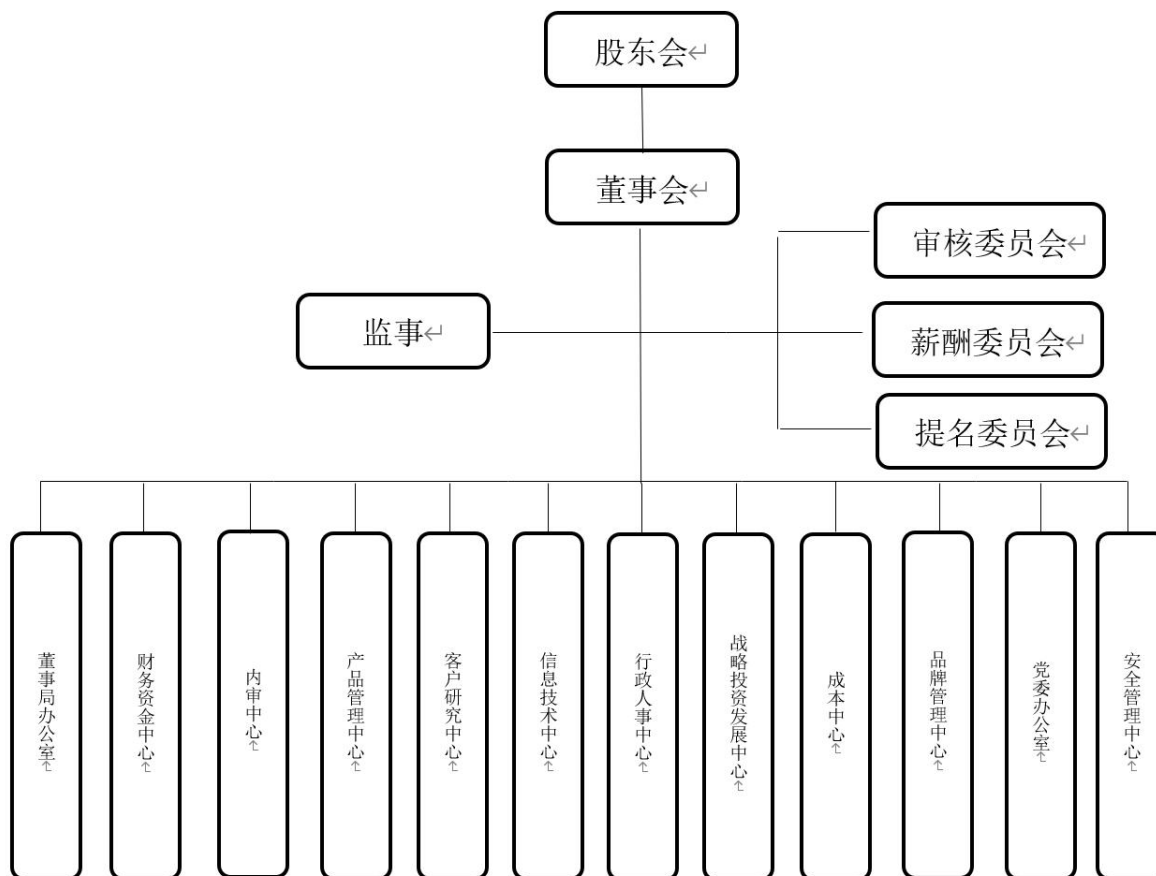
九、综合评价

公司作为布局全国的具备较强综合实力的房地产开发公司，在开发规模、区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面具备较强优势；近三年，公司积极拓展业务并取得良好成效，协议销售面积与金额逐年快速增长；公司资产和收入规模均大幅上升。同时，联合评级也关注到房地产行业受政策调控影响较大，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，公司债务负担较快上升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。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状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2020 年 3 月底奥园集团有限公司
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	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,203.00	1,786.03	2,653.83	2,738.47
所有者权益 (亿元)	378.28	412.60	430.89	434.56
短期债务 (亿元)	152.89	183.83	315.93	280.97
长期债务 (亿元)	129.70	194.05	309.80	397.44
全部债务 (亿元)	282.59	377.88	625.74	678.41
营业收入 (亿元)	196.20	307.50	486.75	40.50
净利润 (亿元)	26.83	40.25	66.76	1.48
EBITDA (亿元)	38.22	60.55	103.82	--
经营性净现金流 (亿元)	-75.83	132.11	47.10	-79.95
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	217.37
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	25.81
费用收入比 (%)	8.49	10.58	7.83	19.89
资产负债率 (%)	68.56	76.90	83.76	84.13
全部债务资本化比率 (%)	42.76	47.80	59.22	60.95
长期债务资本化比率 (%)	25.53	31.99	41.83	47.77
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	1.33
速动比率 (倍)	0.65	0.51	0.50	0.51
现金短期债务比 (倍)	1.70	2.12	1.82	1.84
经营现金流动负债比率 (%)	-11.00	11.31	2.48	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.55	4.04	6.92	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3. 长期应付款中应付融资租赁款已计入长期债务。4. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

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。

联合信用评级有限公司关于 奥园集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期） 的跟踪评级安排

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

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

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

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

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

联合信用评级有限公司

二〇二〇年七月二十一日