

信用评级公告

联合〔2021〕386号

联合资信评估股份有限公司通过对广东珠江投资股份有限公司及其拟发行的 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)的信用状况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⁺,广东珠江投资股份有限公司拟发行的 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:

二〇二一年一月十五日

广东珠江投资股份有限公司

2021年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期公司债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期公司债券发行规模：40 亿元

本期公司债券期限：5 年（含）（2+2+1）

偿还方式：利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付

募集资金用途：偿还公司债券

评级时间：2021 年 1 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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，联合资信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。

公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期债券覆盖程度较高。

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。联合资信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，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期公司债券到期不能偿还的风险很低，安全性很强。

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。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产 (亿元)	31.75	70.52	160.76	176.74
资产总额 (亿元)	1357.93	1612.01	1792.30	1816.72
所有者权益 (亿元)	311.26	403.98	426.82	500.54
短期债务 (亿元)	62.24	96.53	137.66	157.40
长期债务 (亿元)	636.38	720.36	701.03	523.42
全部债务 (亿元)	698.62	816.89	838.69	680.82
营业收入 (亿元)	96.49	86.56	123.30	179.48
利润总额 (亿元)	10.66	12.00	20.12	7.72
EBITDA (亿元)	25.40	29.63	40.81	--
经营性净现金流 (亿元)	-11.24	5.84	125.95	99.94
营业利润率 (%)	21.55	33.69	26.43	11.71
净资产收益率 (%)	2.18	2.21	3.79	--
资产负债率 (%)	77.08	74.94	76.19	72.45
全部债务资本化比率 (%)	69.18	66.91	66.27	57.63
流动比率 (%)	299.50	285.34	230.89	208.93
经营现金流流动负债比 (%)	-3.16	1.39	21.14	--
现金短期债务比 (倍)	0.51	0.73	1.17	1.12
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.43	0.52	0.37	--
全部债务/EBITDA (倍)	27.50	27.57	20.55	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额 (亿元)	720.71	874.80	979.97	991.22
所有者权益 (亿元)	54.31	56.31	57.76	55.56
全部债务 (亿元)	140.03	159.79	131.78	129.20
营业收入 (亿元)	3.35	1.38	1.03	0.65
利润总额 (亿元)	0.92	1.54	0.26	-3.12
资产负债率 (%)	92.46	93.56	94.11	94.39
全部债务资本化比率 (%)	72.05	73.94	69.53	69.93
流动比率 (%)	103.12	96.19	92.59	87.58
经营现金流流动负债比 (%)	6.50	14.46	4.18	--

资料来源: 联合资信根据公司财务报告计算

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. 2020 年三季度财务报表未经审计, 相关指标未年化

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+	稳定	2020/12/18	闫欣 王彦	联合资信评估股份有限公司房地产企业信用评估方法(V3.0.201907)/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
AA+	稳定	2015/9/25	李晶 张雪	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法/评级模型 (2015 年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

分析师： 闫 欣

王 彦

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

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；公司长期偿债指标偏弱。**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；公司 EBITDA 对利息的覆盖倍数不足 1 倍。

声 明

一、本报告引用的资料主要由广东珠江投资股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

同欣

联合资信评估股份有限公司



广东珠江投资股份有限公司

2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

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320000万元。

经数次增资及股权转让等，截至2020年9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。

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9月底，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1-2）；纳入合并范围子公司161家，公司员工总数为1601人。

截至2019年底，公司资产总额1792.30亿元，所有者权益426.82亿元（含少数股东权益135.73亿元）；2019年，公司实现营业收入123.30亿元，利润总额20.12亿元。

截至2020年9月底，公司合并资产总额1816.72亿元，所有者权益500.54亿元（含少数股东权益191.17亿元）；2020年1—9月，公司实现营业收入179.48亿元，利润总额7.72亿元。

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、本期券概况及募集资金用途

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2021年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”（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三期，发行总规模不超过人民币40.00亿元（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），附第2年末和第4年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

本期债券无担保。

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、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济运行受疫情严重冲击。由于我国疫情防控迅速，经济在2020年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP累计同比增长0.7%，其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%、三季度同比增长4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增

加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017 - 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年前三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同

比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半

年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。

2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情

冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上年同期回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年前三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，

有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用,提高政策的直达性,强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元,开展中期借贷便利 MLF 操作,净投放中期流动性 4100 亿元,满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作,对冲季节性因素和政府债券发行等因素,维护短期流动性平稳。利率方面,前四个月在政策推动下贷款利率明显下行,5 月以来,随着疫情得到有效控制,国内经济复苏态势良好,央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定,债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%,较 6 月(分别为 4.14%、5.11%和 4.04%)均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议(以下简称“会议”)认为,当前我国经济形势仍然复杂严峻,不稳定性及不确定性较大,遇到的很多问题是中长期的,必须从持久战的角度加以认识,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调,下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化改革开放,牢牢把握扩大内需这个战略基点,大力保护和激发市场主体活力,扎实做好“六稳”工作,全面落实“六保”任务,推动经济高质量发展。在此政策导向下,未来财政政策将更加积极有为、注重实效,保障重大项目建设资金,注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向,保持货币供应量和社融规模合理增长,推动综合融资成本明显下降;二是新增融资重点流向制造业、中小微企业,加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下,四季度我国经济将进一步修复,结构或将进一步改善,消费对经济的拉动作用进一步加强,出口增速依然保持较

强的韧性,投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面,四季度结构继续改善,经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长,但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速,全年累计增速难以转正。房地产投资方面,自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧,综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落,预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面,从资金方面看,2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券,新增地方债规模将会是全年最低水平;从经济增长动力来看,8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象,经济内生修复动力加强,再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此,综合资金和经济增长力看,四季度基建投资难有更出色表现,单月增速或将进一步下降。

消费方面,四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动,但北京及青岛区域疫情的快速控制,给居民带来信心,使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心,支撑消费增速继续向上修复的趋势不变,但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看,在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下,消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发,将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面,预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面,随着冬季全球第二波疫情的爆发,防疫物资需求短期内依然较为旺盛,支撑我国出口增速;另一方面,全球经济逐步恢复,海外需求上升支撑我国出口增速,联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%,较三季度收窄 4 个百分点;从主要发达经济体制造业 PMI 来看,经

济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业及区域环境分析

1. 房地产行业概况

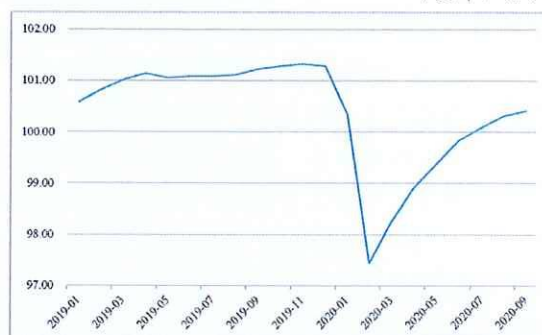
2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄，整体市场趋稳。2020年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自2020年3月陆续复工以来，房地市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控；虽然2019年底政策面出现小幅宽松和边际调整，但在2020年初，“房住不炒”再次被明确，确立了“稳地价、稳房价、稳预期”的调控核心目标。

2020年初，新冠肺炎疫情对房企一季度销售进度产生较大冲击；同时，对在建设项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续恢复部分建设，但整体施工进度仍受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因新冠肺炎疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受新冠肺炎疫情的影响，促进了需求端复苏。自2020年3月以来，房地产开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄，全国房地产市场景气度逐步复苏。

图1 2019年-2020年9月全国房地产开发景气指数

(频率: 月)



资料来源: Wind

房地产开发投资方面，2019年，全国房地产开发投资完成额13.22万亿元，累计同比增长9.90%，增速较2018年提升0.40个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额9.71万亿元，累计同比增长13.90%，增速相较于2018年提升0.50个百分点；办公楼完成投资额0.62万亿元，累计同比增长2.80%，增速相较于2018年提升14.10个百分点；商业营业用房完成投资额1.32万亿元，累计同比下降6.70%，相较于2018年降幅收窄2.70个百分点。2020年1—9月，全国房地产开发投资完成额10.35万亿元，累计同比增长5.6%，增速较2019年同期下降4.90个百分点。其中，住宅开发投资完成额7.66万亿元，累计同比增长6.1%。

施工方面，2019年以来，新开工增速较2018年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019年，房屋新开工面积22.72亿平方米，同比增长8.50%，增幅较2018年收窄8.70个百分点；在2018年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019年全国房屋施工面积达89.38亿平方米，同比增长8.70%，增速相较2018年提升3.50个百分点；同期全国房屋竣工面积9.59亿平方米，同比增长2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于2018年增速提升10.40个百分点。2020年以来，受年初新冠肺炎疫情的影响，施工进度较2019年进一步放缓。具体来看，2020年1—9月，全国房屋新开工面积16.01亿平方米，同比下降3.4%，其中住宅新开工面积为11.72亿平方米，同比下

降 4.2%；全国房屋施工面积 85.98 亿平方米，同比增长 3.1%，其中住宅施工面积 60.70 亿平方米，同比增长 4.0%；全国房屋竣工面积 4.13 亿平方米，同比下降 11.6%，其中住宅竣工面积 2.96 亿平方米，同比下降 10.5%。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线城市购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。2020 年 1—9 月，商品房销售面积 11.71 亿平方米，同比下降 1.8%；商品房销售额 11.56 万亿元，同比增长 3.7%。

2. 土地市场与信贷环境

2019 年，土地市场降温明显，受信贷政策维持紧缩影响，房企到位资金增速虽有所回升，

但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款项为主的其他资金为主。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20%的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00%的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1—3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之在房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始随着小阳春行情的消退以及行业融资的再度收紧，土地市场同步降温。2020 年 1—9 月，房地产开发企业土地购置面积 1.50 亿平方米，同比下降 2.87%；土地成交价款 9315.51 亿元，同比增长 13.80%。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。2020 年 1—9 月，房地产开发到位资金合计 13.64 万亿元，同比增长 4.45%；从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 33.10%）、自筹资金（32.62%）、个人按揭（占 15.97%）和国内贷款（15.02%）为主。

表2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18	24004.52	14.46	25228.77	14.13	20484.26	15.02
利用外资	168.19	0.11	107.98	0.07	175.72	0.10	93.71	0.07
自筹资金	50872.22	32.60	55830.65	33.64	58157.84	32.56	44485.11	32.62
其他资金	79770.46	51.12	86019.74	51.83	95046.26	53.21	71313.39	52.29
其中：定金及预收款	48693.57	31.20	55418.17	33.39	61359.00	34.35	45144.52	33.10

个人按揭	23906.31	15.32	23705.89	14.28	27281.00	15.27	21783.24	15.97
合计	156052.62	100.00	165962.89	100.00	178608.59	100.00	136376.47	100.00

资料来源: Wind, 联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变, 调控政策加强了从“供给端”调控的力度, 对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

从2019年三季度开始, 宏观经济下行压力大, 政府加大逆周期调节力度, 9月全面降准+LPR降息, 11月MLF降息, 房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019年11月16日, 央行发布《2019年第三季度货币政策执行报告》, 报告中删除了“房住不炒”的表述, 仅强调“因城施策”, 短期政策出现边际调整。

策”, 短期政策出现边际调整。

2020年以来, “房住不炒”再次被强调, 在3月召开的金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会以及4月召开的中央政治局会议中, 均重提坚持房子是用来住的、不是用来炒的, 央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看, 房地产市场严控政策始终围绕“稳地价、稳房价、稳预期”为核心目标。2019年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表3 2019年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2019年3月	两会政府工作报告	房地产调控政策, 坚持“房住不炒”, 保持政策的连续性和稳定性; 房地产金融政策, 总方针不变, 严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款; 房地产税立法, 稳步推进, 目前正在抓紧完善法律草案; 新型城镇化, 坚持以中心城市引领城市群发展, 城镇化速度仍会加快; 房地产市场, 形势稳地价稳房价稳预期, 防止大起大落
2019年4月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化, 控制居民杠杆率过快增长
2019年4月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”, 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7月	中央政治局会议	会议中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9月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019年11月	央行	强调“因城施策”, 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
2020年2月	央行	2020年金融市场业务条线要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
2020年5月	央行	央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》, 稳健的货币政策要更灵活适度, 充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用, 持续深化LPR改革, 有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换, 不将房地产作为短期刺激经济的手段, 支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年5月	政府工作报告	深入推进新型城镇化, 发挥中心城市和城市群带动作用, 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
2020年7月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期, 因城施策、一城一策, 从各地实际出发, 采取差异化调控措施, 及时科学精准调控, 确保房地产市场平稳健康的发展

资料来源: 联合资信整理

从融资方面的调控政策来看, 主要包括: 第一, 房地产信托等非标融资渠道受限; 第二, 加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理; 第三, 加强对存在

高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示, 合理管控企业有息负债规模和资产负债率; 第四, 严禁消费贷款违规用于购房。2019年以来房地产融资相关政策具体内容见下表。

表4 2019年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2019年5月	银保监会	房地产信托资金受限: 银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》, 强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资, 或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019年7月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务; 房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息, 包括债务规模、期限情况、备案登记情况等, 并提交《企业发

		行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019年7月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019年8月	银保监会	银保监会决定在32个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019年9月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域
2020年1月	央行	2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，形成“重点房企资金监测和融资管理规则”
2020年10月	央行	重点房企资金监测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围

资料来源：联合资信

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年9月底，公司注册资本和股本均为42.00亿元，广东韩建持有公司83%的股份，为公司控股股东，朱伟航为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

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2020年6月底，公司累计销售面积近1200万平方米，储备建筑面积2000余万平方米。

公司以广州、北京、深圳、上海等一线城市以及成都、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

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1200万平方米，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。公司拓展一级开发的空间，形成一二级联动的开发模式，多年的发展使“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。

3. 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。

截至2020年6月底，公司共有董事会成员5人，其中董事长1人、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 9 月底，公司员工总数 1601 人。从岗位职责看，其中销售人员 389 人，占员工总数的 24.30%；技术人员 981 人，占员工总数的 61.27%；财务人员 144 人，占员工总数的 8.99%；行政人员 87 人，占员工总数的 5.43%。从员工学历看，大学本科及以上学历人员 1315 人，占员工总数的 82.14%；大学专科学历人员 217 人，占员工总数的 13.55%；大专及以下学历人员 69 人，占员工总数的 4.30%。

4. 企业信用记录

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

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 11 月 3 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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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. 管理水平

公司自主研创了“两书”和“三控”的内部管理系统，实现精细化管理，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。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、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、会计档案管理以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。

七、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“优选好生活”）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			2020年1—6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	77.35	80.17	25.32	47.64	55.04	35.82	79.62	64.57	24.15	27.85	70.74	40.62
建筑施工	31.46	32.61	19.45	47.82	55.24	21.73	52.92	42.92	25.15	12.59	31.99	11.03
房地产销售佣金	--	--	--	8.76	10.12	13.94	14.09	11.43	5.61	3.66	9.29	10.24
租赁服务	4.05	4.20	100.00	5.15	5.95	100.00	6.01	4.87	100.00	2.78	7.06	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	0.03	0.07	8.53
酒店服务	1.35	1.40	83.87	1.62	1.87	86.43	1.48	1.20	85.81	0.30	0.76	83.19
建筑设计	0.78	0.81	71.92	1.75	2.02	90.40	1.13	0.92	69.03	0.25	0.63	85.57
物业管理	0.55	0.57	12.27	0.97	1.12	4.89	1.07	0.87	9.35	0.59	1.50	4.76
其他	0.47	0.49	88.68	0.55	0.63	85.82	1.06	0.86	80.19	0.83	2.12	83.80

抵消	-21.92	-22.71	--	-28.55	-32.98	--	-34.54	-28.01	--	-9.51	-24.17	19.32
合计	96.49	100.00	29.38	86.56	100.00	38.78	123.30	100.00	32.12	39.36	100.00	38.63

资料来源：公司提供

2020年1—6月，公司实现营业收入39.36亿元，同比下降0.23%，同比变化不大；公司实现净利润3.75亿元，同比增长139.34%，主要系房地产业务毛利率增幅较大以及利息费用同比下降所致。

2. 房地产开发

(1) 土地储备

2018年公司购置土地规模大幅增长，2019年公司拿地更趋谨慎，2020年以来公司偏向旧改拿地。公司土地储备区域分布以北京和广州等一线城市、珠三角和长三角的二线城市及部分热点三线城市为主，期末土地储备较为充裕。

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及三线热点城市。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及部分热点三线城市，北京占比高。

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；2020年1—6月，公司分别在广州和深圳获取了旧改地块，公司上半年拿地规模有所增长，拿地方式趋向于旧改。

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
广州增城长岗旧改项目	2020年	招拍标	旧改	112.42	55.00
深圳布心旧改项目	2020年	招拍标	旧改	0.56	8.05
合计	--	--	--	275.38	517.77

资料来源：公司提供

截至2020年6月底，公司储备土地面积1174.35万平方米，储备建筑面积2113.37万平方米（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 2020 年 6 月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	住宅、商业	3.31	6.00
2	北京	国际城 9#地地块	2010	住宅混合公建用地	1.39	4.45
3	北京	北京金路项目	2011	仓储	9.81	14.53
4	北京	北京上城项目	2004	住宅配套	100.12	102.40
5	北京	张家湾一期	2006	工业综合	11.72	20.26
6	北京	张家湾二期	2006	工业	39.55	42.52
7	北京	张家湾四期	2006	工业	26.03	31.20
8	北京	北京中关村项目	2005	商业	21.51	52.19
9	北京	北京分钟寺项目	2000	棚改（一级土地开发）	142.00	101.00
10	北京	万福项目	1996、2001	住宅、商业	22.70	94.12
11	北京	御景湾项目	2000、2003	住宅、商业	6.68	61.46
12	北京	北京马驹桥科研 A 北 D 北	2006	研发	13.40	16.82
13	北京	北京马驹桥物流 B06/08 项目	2007	仓储	21.64	28.74
14	北京	永乐开发区 1#2#3#地块	2007	工业	16.21	19.44
15	北京	房山西路北三村改造项目	2017	综合	96.60	220.00
16	北京	张家湾棚改项目	2005	棚改（一级土地开发）	71.45	110.00
17	天津	天津宝坻 551 项目	2006	商务金融	36.75	90.20
18	天津	天津宝坻建材城项目	2006	工业、仓储	41.67	24.38
19	上海	上海安康苑项目	2010	综合	12.09	100.12
20	上海	复兴东路旧改项目	2017	住宅	1.08	4.25
21	宁波	奉化花园地块北项目	2019	住宅	3.21	13.47
22	广州	广州南沙项目	2000	居住、商业、金融	37.06	104.50
23	广州	天力项目	2002	住宅	1.23	13.68
24	广州	番禺珠江项目	1999	住宅	28.74	68.22
25	广州	珠江智能科技产业园	2017	工业	34.24	89.90
26	广州	广州珠江国际城	2003、2004	住宅	66.42	88.86
27	广州	广州夏湾拿	2003、2004、2005	住宅、商业	34.43	24.10
28	广州	总部商务区	2009	住宅、商业、金融	19.32	25.89
29	广州	增城长岗旧改项目	2020	旧改	112.42	55.00
30	珠海	珠海金融中心项目	2014	住宅、商业	2.64	27.80
31	珠海	南屏项目	2019	商务金融	15.28	49.50
32	江门	开平项目	2018	住宅、商业	4.91	37.51
33	昆山	昆山御景花园项目	2005	住宅、商业	8.45	29.39
34	深圳	华谊文化城	2014	商业、新型产业、工业	13.65	48.78
35	深圳	布心旧改项目	2020	旧改	0.56	8.05
36	惠州	惠州珠江东岸项目	2006	住宅、商业	42.35	85.00
37	成都	成都花博会项目 A 地块	2007	商业	6.90	38.58
38	成都	成都花博会项目 B 地块	2007	商住、办公	10.97	83.56
39	成都	成都花博会项目 E 地块	2007	住宅配套	6.75	42.57
40	西安	西安珠江新城项目	2005	住宅	4.11	9.93
41	西安	西安帝景山庄	2004	住宅	25.00	25.00
合计				--	1174.35	2113.37

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及部分热点三线城市。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 43.78%）。公司土地储备建筑面积中一线城市（北京、上海、广州、深圳）占 73.66%，二线城市（成都、天津、西

安、珠海、宁波)占19.16%，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2020年6月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	604.12	51.44	925.13	43.78
广州	333.86	28.43	470.15	22.25
上海	13.17	1.12	104.37	4.94
深圳	14.21	1.21	56.83	2.69
天津	78.42	6.68	114.58	5.42
成都	24.62	2.10	164.71	7.79
西安	29.11	2.48	34.93	1.65
珠海	17.92	1.53	77.3	3.66
惠州	42.35	3.61	85.00	4.02
江门	4.91	0.42	37.51	1.77
昆山	8.45	0.72	29.39	1.39
宁波	3.21	0.27	13.47	0.64
合计	1174.35	100	2113.37	100

资料来源:公司提供

(2) 项目开发建设

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较大，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；2020年1—6月，公司新开工面积为70.92万平方米。公司竣工项目面积亦有所波动，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；2020年1—6月，公司竣工面积为62.65万平方米，同比增幅较大。公司在建面积波动增长，截至2020年6月底，公司在建面积781.06万平方米。

表9 公司项目开发情况(单位:万平方米)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
新开工面积	170.82	72.99	274.54	70.92
竣工面积	104.93	153.57	86.57	62.65
期末在建面积	665.40	584.82	772.79	781.06

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2020年6月底，公司在建项目总建筑面积2287.53万平方米，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

2359.33 亿元，已完成投资 1254.01 亿元，尚需投资 1105.32 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 2020 年 6 月底公司在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

序号	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
1	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
2	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
3	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%
4	御景湾项目	北京	住宅、商业	61.46	71.00	19.64	51.36	北区已预售，南区施工中
5	北京上城项目	北京	住宅配套	130.80	155.56	48.64	106.92	五期项目建设中
6	中关村项目	北京	商业	90.34	86.80	63.08	23.72	第三期项目已开工，部分已实现预售
7	张家湾项目一期	北京	工业综合	46.96	26.30	11.35	14.95	整体进度完成 50%
8	张家湾项目二期	北京	工业	53.12	22.41	5.41	17.00	整体进度完成 35%
9	张家湾项目四期	北京	工业	31.20	17.40	3.21	14.19	整体进度完成 15%
10	北京马驹桥物流 B06/08 项目	北京	仓储用地	28.74	20.15	1.85	18.30	整体进度完成 10%
11	北京马驹桥 A 北 D 北科研项目	北京	研发	16.82	16.98	1.95	15.03	整体进度完成 10%
12	永乐开发区 1#2#3#地块	北京	工业	31.00	6.40	1.57	4.83	一期竣工验收完成，二三期待建
35	北京分钟寺棚改	北京	棚改综合	225.00	384.00	298.00	86.00	回迁楼正在建设中，第一期地块完成上市
13	天津宝坻 210 居住项目	天津	住宅	31.85	19.39	8.48	10.91	二期建设中，已取得预售
14	天津宝坻 551 项目	天津	商业金融	90.20	45.00	7.73	37.27	整体进度完成 25%
15	天津宝坻建材城项目	天津	工业、仓储	24.38	9.80	4.12	5.68	整体进度完成 45%，部分封顶
16	上海方家窑项目	上海	商业金融	66.38	55.00	34.83	20.17	四期已开工
17	上海吴淞路项目	上海	住宅	7.52	32.20	27.90	4.30	三栋住宅竣工，商业部分正在装修
36	上海安康苑旧改	上海	旧改综合	100.12	425.00	297.00	128.00	项目总规已确定，第一期建设中
21	广州珠江国际城	广州	住宅	194.96	203.58	56.72	146.86	整体进度完成 47%
22	广州夏湾拿	广州	住宅、商业	92.15	81.15	37.03	44.12	整体进度完成 50%
23	总部商务区	广州	商业金融、住宅用地	37.30	18.60	7.71	10.89	整体进度完成 42%
28	番禺珠江项目	广州	商品住宅用地	84.75	98.00	23.11	74.89	分期滚动开发，一期开发完成 60%
29	珠江智能科技产业园	广州	工业	89.90	55.00	12.88	42.12	一二期已开工，商业部分正在招商
30	广州南沙项目	广州	居住、商业、金融	181.78	109.00	56.38	52.62	整体进度完成 50%
33	深圳华谊项目	深圳	商业、新型产业、工业	65.98	73.03	33.44	39.59	项目第一期部分竣工，正在销售中。
34	深圳布心项目	深圳	旧改综合	8.05	12.05	2.75	9.30	拆迁启动
18	昆山御景花园	昆山	住宅、商业	62.37	34.86	18.85	16.01	三期住宅实现部分预售
19	奉化花园地块南项目	宁波	商住	32.08	30.00	27.22	2.78	住宅已售罄，剩余车位和商业待售
20	奉化花园地块北项目	宁波	商住	13.47	11.50	4.62	6.88	桩基础开工
24	清远众康项目	清远	住宅	9.70	6.52	4.34	2.18	工程封顶，商业和车位待售
25	成都花博会项目 A 地块	成都	商业用地	72.15	41.00	30.03	10.97	整体进度完成 70%
26	成都花博会项目 D 地块	成都	商业用地	27.70	12.54	6.75	5.79	工程进度达 40%

27	西安珠江新城项目	西安	住宅用地	68.54	25.00	20.70	4.30	七组团待建
31	珠海金融中心	珠海	住宅、商业	27.80	50.49	24.39	26.10	工程进度达 60%，住宅部分已预售
32	惠州珠江东岸项目	惠州	商品住宅用地	120.53	59.06	26.21	32.85	项目教学区已开工，住宅预售中
合计		--	--	2287.53	2359.33	1254.01	1105.32	--

资料来源：公司提供

(3) 房产销售情况

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 14582.76 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 22616.37 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。2020 年 1—6 月，受疫情影响，公司协议销售面积和协议销售金额与 2019 年全年相比规模较小，协议销售均价较上年小幅提高；公司销售回款率仍保持在较好水平。

表 11 公司项目销售情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
协议销售面积（万平方米）	57.95	50.96	62.11	18.61
协议销售金额（亿元）	60.13	74.31	140.47	43.30
协议销售均价（元/平方米）	10376.19	14582.76	22616.37	23271.88
回款率（%）	84.64	97.23	97.89	98.20
结转收入面积（万平方米）	74.68	52.14	32.03	27.85
结转收入（亿元）	77.35	47.64	79.62	21.62

资料来源：公司提供

截至 2020 年 6 月底，公司在建项目中，已销售面积 438.96 万平方米，已达预售条件待售面积 65.86 万平方米，整体去化率较好。

表 12 截至 2020 年 6 月底公司在建项目销售情况（单位：万平方米）

序号	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
1	国际城 1#西	北京	住宅、商业	19.20	10.20	18.10	0.12	--
2	国际城 9#地	北京	住宅混合公建用地	21.20	16.75	14.12	0.07	--

3	北京金路项目	北京	仓储用地	22.03	7.50	--	--	出租经营
4	御景湾项目	北京	住宅、商业	61.46	--	5.17	1.43	--
5	北京上城项目	北京	住宅配套	130.80	24.62	24.35	--	--
6	中关村项目	北京	商业	90.34	38.15	17.17	10.91	--
7	张家湾项目一期	北京	工业综合	46.96	26.70	--	--	出租经营
8	张家湾项目二期	北京	工业	53.12	10.60	--	--	出租经营
9	张家湾项目四期	北京	工业	31.20	--	--	--	--
10	北京马驹桥物流B06/08项目	北京	仓储用地	28.74	--	--	--	--
11	北京马驹桥A北D北科研项目	北京	研发	16.82	--	--	--	--
12	永乐开发区1#2#3#地块	北京	工业	31.00	11.56	--	--	出租经营
13	天津宝坻210居住项目	天津	住宅	31.85	9.30	7.39	2.28	--
14	天津宝坻551项目	天津	商业金融	90.20	--	--	--	--
15	天津宝坻建材城项目	天津	工业、仓储	24.38	--	--	--	--
16	上海方家窑项目	上海	商业金融	66.38	39.03	11.63	1.24	--
17	上海吴淞路项目	上海	住宅	7.52	5.32	3.43	1.43	--
18	昆山御景花园	昆山	住宅、商业	62.37	32.98	26.89	3.58	--
19	奉化花园地块南项目	宁波	商住	32.08	--	11.87	--	--
20	奉化花园地块北项目	宁波	商住	13.47	--	--	--	--
21	广州珠江国际城	广州	住宅	194.96	106.10	63.70	11.60	--
22	广州夏湾拿	广州	住宅、商业	92.15	68.05	49.37	6.05	--
23	总部商务区	广州	商业金融、住宅用地	37.30	11.41	--	--	--
24	清远众康项目	清远	住宅	9.70	--	6.24	0.21	--
25	成都花博会项目A地块	成都	商业用地	72.15	33.57	10.58	2.98	--
26	成都花博会项目D地块	成都	商业用地	27.70	--	--	2.48	--
27	西安珠江新城项目	西安	住宅用地	68.54	58.61	51.79	0.84	--
28	番禺珠江项目	广州	商品住宅用地	84.75	--	12.47	4.62	--
29	珠江智能科技产业园	广州	工业	89.90	--	--	--	--
30	广州南沙项目	广州	居住、商业、金融	181.78	77.28	55.59	7.42	--
31	珠海金融中心	珠海	住宅、商业	27.80	--	4.14	2.74	--
32	惠州珠江东岸项目	惠州	商品住宅用地	120.53	35.53	44.87	4.13	--
33	深圳华谊项目	深圳	商业、新型产业、工业	65.98	17.20	0.09	1.72	--
34	深圳布心项目	深圳	旧改综合	8.05	--	--	--	--
35	北京分钟寺棚改	北京	综合	225.00	--	--	--	一级开发
36	上海安康苑旧改	上海	综合	100.12	--	--	--	旧城改造
--	合计	--	--	2287.53	640.46	438.96	65.85	--

资料来源：公司提供

3. 城市更新改造

2020年以来，公司城市更新改造业务取得了较大的突破，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，已经收到上述地块的政府返

还款；公司上海安康苑项目一期已进入二级开发阶段，预计2021年可实现预售。公司其他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；但是项目投入周期长、

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。

公司分别在上海、北京和深圳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。2020年，公司进入深圳和广州地区开拓旧改业务。

表 13 截至 2020 年 6 月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	150.6	126	384	298.00	86.00
北京张家湾棚改项目	71.45	110	86.22	57.80	28.42
北京房山西潞项目	96.6	220	210	77.36	132.64
上海安康苑项目	11.82	102.41	425	297.00	128.00
上海复兴东路项目	1.08	4.25	30	2.09	27.91
深圳布心项目	0.56	8.05	12.05	2.75	9.30
增城长岗旧改项目	112.42	55.00	62.50	2.75	9.30
合计	332.11	625.71	1209.77	735.00	412.27

注：增城长岗旧改项目由公司与上海升龙投资集团有限公司合作开发，双方各占 50% 的权益，上表该项目数据为权益数据
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，拟建建筑面积约100万平方米（具体以批复的规划为准），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，原计划总投资306亿元，后因征拆政策变化导致改造计划超时和建筑规划调整，使得该项目的建造成本和融资费用增加，截至2020年9月末预计该项目总投入约为425亿。公司于2015年启动该项目的拆迁改造，截至2020年6月底，项目累计投入约297亿，后续预计还需投入128亿（根据进度逐步投入）。该项目于启动之初获得227亿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，其他地块正在规划中。

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86.22亿元，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2020年6月底已投入约298亿元，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, L-39、L-41 地块已于 2020 年 5 月 19 日成功挂牌出让;截至 2020 年 9 月底,公司已收回约 113 亿元的上述地块一级土地整理出让返还款。公司目前正在重点推进分钟寺项目二期地块的上市工作。

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;截至 2020 年 6 月底,累计投入 77.36 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 13907 平方米(最终以四清摸底为准),计划总投资 30.00 亿元,截至 2020 年 6 月底,已投入 2.09 亿元。该项目处于改造前期。

深圳布心项目项目位于深圳市罗湖区东晓街道布心工业区,东邻荣晓路(规划),南临围岭中路,西临东昌路,北邻鹏晓路。项目总占地

面积 0.56 万平方米,规划建筑面积为 8.05 万平方米,土地用途为新型产业用地。公司拟将该项目打造为罗湖商业次中心。该项目计划总投资 12.05 亿元,截至 2020 年 6 月底,已累计投入 2.75 亿元。该项目处于拆迁腾退初期。

增城长岗旧改项目位于广州市增城区“粤港澳大湾区国际科创城”区域,东至永和河,西至碧桂园凤凰城和岗丰村界,北至简村村界,南至广园路。该项目的总占地面积 224.84 万平方米,建筑面积 110 万平方米,该项目定位为“粤港澳大湾区国际科创城”中重要的现代化国际大型商住综合体。该项目计划改造投资总额约 125 亿元(最终改造成本以实施方案批复为准),截止 2020 年 6 月底,公司已投入约 5 亿元。项目正在制定拆迁方案阶段。

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2020年6月底,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,未来若房地产市场发生波动,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 2020 年 6 月底公司主要持有物业情况(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	32.90
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	3.60
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：上海方家窑来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。2020年1—6月，公司自持物业收入同比小幅下降5.04%，受疫情影响较小。

表 15 公司自持物业租金情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
平均租金水平（元/平方米·天）	1.24	1.24	1.21	1.19
租赁收入（亿元）	4.05	5.15	6.01	2.78

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。2020年1—6月，公司实现建筑施工业务收入12.59亿元，公司建筑施工业务内部抵消金额8.00亿元。

6. 房地产代理销售板块

近年来，公司进入房地产销售代理行业，相关业务发展迅速。

2018年以来，公司进入房地产销售代理行业，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，优好生活房地产代理销售业务收入分别为8.76亿元和14.09亿元。2020年1—6月，优好生活实现房地产代理销售业务收入3.66亿元。

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次，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
新湖中宝	0.14	0.16	0.13
珠江投资	0.08	0.08	0.06

注: Wind 与联合资信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. 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。

八、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)审计并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 年底, 公司合并资产总额 1792.30 亿元, 所有者权益 426.82 亿元(含少数股东权益 135.73 亿元); 2019 年, 公司实现营业收入 123.30 亿元, 利润总额 20.12 亿元。

截至 2020 年 9 月底, 公司合并资产总额 1816.72 亿元, 所有者权益 500.54 亿元(含少数股东权益 191.17 亿元); 2020 年 1—9 月, 公司实现营业收入 179.48 亿元, 利润总额 7.72 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, 对公司资金形成一定占用; 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 年末, 公司合并资产总额连续增长, 年均复合增长 14.89%。截至 2019 年底, 公司合并资产总额 1792.30 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年末，公司流动资产连续增长，年均复合增长13.65%。截至2019年底，公司流动资产1375.27亿元，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年末，公司货币资金连续增长，年均复合增长124.09%。截至2019年底，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年末，公司其他应收款连续增长，年均复合增长17.49%。截至2019年底，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年末，公司存货连续增长，年均复合增长10.85%。截至2019年底，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年末，公司非流动资产连续增长，年均复合增长19.26%。截至2019年底，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年末，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年底，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年末，公司投资性房地产连续增长，年均复合增长14.67%。截至2019年底，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9月底，公司合并资产总额1816.72亿元，较上年底增长1.36%，较上年底变化不大。其中，流动资产占75.83%，非流动资产占24.17%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益规模持续增长，注册资本进一步实缴，权益稳定性较弱。

2017—2019年末，公司所有者权益连续增长，年均复合增长17.10%。截至2019年底，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9月底，公司所有者权益500.54亿元，较上年底增长17.27%，主要系少数股东权益增长所致；公司少数股东权益增加，主要系公司出于经营筹划需要，对于明股实债做了股权化处理所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为61.81%，少数股东权益占比为38.19%。在所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占8.39%、0.62%、9.94%和42.40%。所有者权益结构稳定性较弱。

(2) 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年末，公司负债总额连续增长，年均复合增长14.22%。截至2019年底，公司负债总额1365.48亿元，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年末，公司流动负债连续增长，

年均复合增长29.44%。截至2019年底，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年末，公司短期借款连续增长，年均复合增长112.36%。截至2019年底，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年末，公司应付账款连续增长，年均复合增长8.69%。截至2019年底，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年末，公司预收款项连续增长，年均复合增长64.50%。截至2019年底，公司预收款项97.71亿元，较年初增长149.98%，主要系2019年房地产销售金额增加致使销售回款增长所致。

2017—2019年末，公司其他应付款连续增长，年均复合增长33.29%。截至2019年底，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年末，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年底，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年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长5.54%。截至2019年底，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年末，公司长期借款连续增长，年均复合增长7.77%。截至2019年底，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年末，公司应付债券波动下降，

年均复合下降 9.01%。截至 2019 年底，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 年末，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、应纳税暂时性差异相应增长所致。截至 2019 年底，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 年末，公司全部债务连续增长，年均复合增长 9.46%。截至 2019 年底，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 年末，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 9 月底，公司负债总额 1316.18 亿元，较上年底下降 3.61%。其中，流动负债占 50.10%，非流动负债占 49.90%。公司流动负债与非流动负债相对均衡；其中，流动负债占比上升较快，主要系预收账款以及一年内到期的非流动负债增幅较大所致。截至 2020 年 9 月底，公司全部债务 680.82 亿元，较上年底下降 18.82%，主要系偿还有息债务所致。债务结构方面，短期债务占 23.12%，长期债务占 76.88%，以长期债务为主。其中，短期债务 157.40 亿元，较上年底增长 14.34%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致；长期债务 523.42 亿元，较上年底下降 25.34%，主要系债务到期期限变动所致。从债务指标来看，截至 2020 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.45%、57.63%和 51.12%，较上年底分别下降 3.74 个百分点、下降 8.64 个百分点和下降 11.04 个百分点。从债务期限看，公司有息债务期限分布较为均衡。

表 18 截至 2020 年 9 月底公司有息债务期限分布情况 (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	10.95	--	--	--	10.95
应付票据	17.18	--	--	--	--
一年内到期的非流动负债	129.27	--	--	--	129.27
长期借款	0.00	99.34	127.02	262.12	488.49
应付债券	0.00	19.97	0.00	14.97	34.94
合计	157.40	119.31	127.02	277.09	680.82

资料来源: 公司提供

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%。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。

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 2.07%、2.11%和 2.78%，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 2.18%、2.21%和 3.79%，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
新潮中宝	35.49	6.33	3.73
珠江投资	38.78	3.37	1.09

注：Wind 与联合资信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

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 179.48 亿元，同比大幅增长 218.01%，主要系公司收到分

钟寺项目土地一级开发政府回款并且确认收入所致；公司实现净利润 6.00 亿元，同比增长 191.32%。

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 年及 2020 年 1—9 月公司筹资活动现金流呈净流出态势。

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 1119.90%。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。

2020 年 1—9 月，公司经营活动现金流量净额 99.94 亿元，同比下降 5.20%，主要系公司收到的其他与经营活动有关的现金大幅下降所致；投资活动现金流量净额 -12.91 亿元，净流出同比扩大 12.49 亿元，主要系股票投资支出扩大所致；筹资活动现金流量净额 -73.66 亿元，主要系偿还

债务以及分红所致。

表 20 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
经营活动现金流入小计	113.37	99.88	270.02	263.26
经营活动现金流出小计	124.61	94.04	144.07	163.32
经营活动现金流量净额	-11.24	5.84	125.95	99.94
投资活动现金流入小计	0.04	1.02	5.37	5.00
投资活动现金流出小计	24.99	78.30	6.13	17.91
投资活动现金流量净额	-24.95	-77.28	-0.76	-12.91
筹资活动前现金流量净额	-36.19	-71.44	125.19	87.02
筹资活动现金流入小计	286.56	270.54	255.68	205.95
筹资活动现金流出小计	253.49	161.34	290.95	279.60
筹资活动现金流量净额	33.07	109.19	-35.27	-73.66
现金收入比	65.30	99.14	146.59	138.37

资料来源: 联合资信根据公司审计报告及三季度财务报表整理

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较好, 长期偿债能力指标偏弱。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 年末, 公司流动比率分别为 299.50%、285.34% 和 230.89%, 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 9 月末, 公司流动比率为 208.93%, 较年初的 230.89% 有所下降, 主要系预收账款和一年内到期的非流动负债增长所致; 现金短期债务比为 1.12 倍, 较年初变化不大。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 对利息的覆盖程度偏弱。2017—2019 年, 公司全部债务/EBITDA 分别为 27.50 倍、27.57 倍和 20.55 倍, EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看, 公司长期债务偿债能力指标偏弱。

表 21 公司偿债能力指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
短期偿债能力指标				
流动比率 (%)	299.50	285.34	230.89	208.93
速动比率 (%)	123.44	119.30	101.76	92.14
现金短期债务比 (倍)	0.51	0.73	1.17	1.12
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.43	0.52	0.37	--
全部债务/EBITDA (倍)	27.50	27.57	20.55	--

资料来源: 联合资信根据公司审计报告及三季度财务报表整理

截至 2020 年 9 月底, 公司共获得各家银行授信额度为 806.73 亿元, 已使用额度 603.57 亿元, 尚未使用额度 203.16 亿元。

截至 2020 年 9 月底, 公司对外担保余额 112.64 亿元, 占净资产的比重为 22.50%。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 22 截至 2020 年 9 月底公司对外担保情况

(单位: 万元)

接受担保公司名称	2020 年 9 月底余额	担保性质
上海宏兴房地产发展有限公司	279740	向关联方担保
广东珠江纺织博览中心有限公司	263298	向关联方担保
恒赢投资有限公司	121814	向关联方担保
广东合生泰景房地产有限公司	88156	向关联方担保
广东珠江教育投资有限公司	98100	向关联方担保
广东航粤实业有限公司	91817	向关联方担保
上海合金材料总厂有限公司	64750	向关联方担保
广东珠江商贸物流投资有限公司	58000	向关联方担保
林芝珠江投资有限公司	13650	向关联方担保
中山大学南方学院	14300	向关联方担保
广东省田园实业发展有限公司	30227	向关联方担保
第三方	2500	非关联方担保
合计	1126352	--

资料来源: 公司提供

截至 2020 年 9 月末, 公司无涉案金额 1000 万元以上的重大未决诉讼。

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 年底，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 年底，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 年末资产负债率为 94.11%，较 2018 年末提高 0.54 个百分点。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 57.76 亿元，较年初增长 2.58%，较上年末变化不大，其中，股本为 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。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对债务的影响

截至 2020 年 9 月底，公司全部债务为 680.82 亿元，本期拟发行债券规模不超过 40.00 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 9 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 72.45%、57.63% 和 51.12% 上升至 73.04%、59.02% 和 52.95%，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. 本期债券偿还能力分析

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（40.00 亿元）的 1.02 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；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（40.00 亿元）的 6.75 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司在土地储备、土地成本、区域分布等方面具有优势，同时公司自持物业租金收入可补充一定现金流，联合资信认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

十、结论

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，联合资信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。

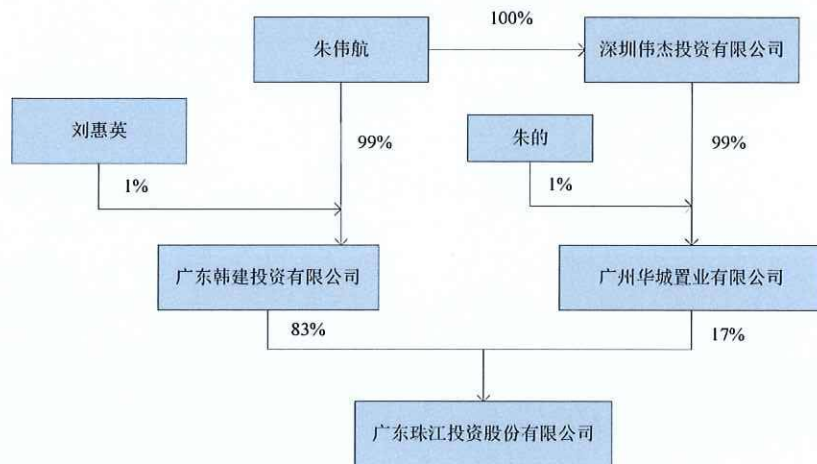
公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本次债券覆盖程度较高。

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。联合资信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

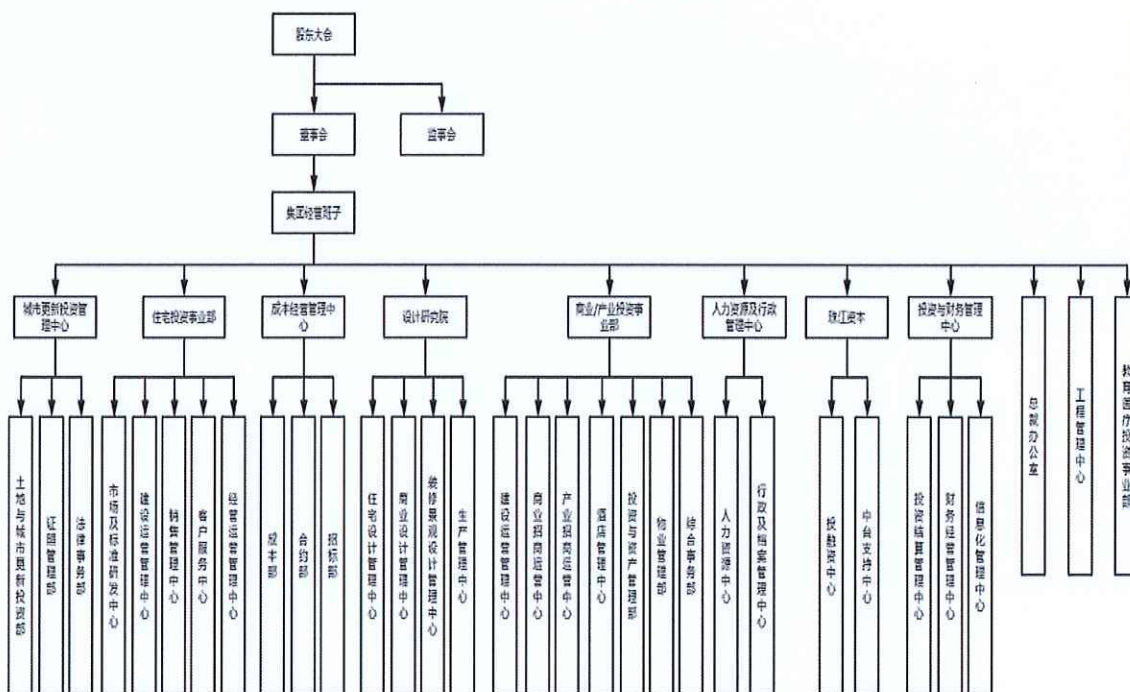
券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司主体偿债风险很低,本期公司债券到期不能偿还的风险很低,安全性很强。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底广东珠江投资股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底广东珠江投资股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2019 年底广东珠江投资股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	注册资本（营业 执照）（万元）	持股比例（直 接）	持股比例（间 接）	享有的表决权	备注
1	广州昊之颐投资合伙企业（有限合伙）	1000000.00	99.90%	--	99.90%	--
2	广州高璟驰投资合伙企业（有限合伙）	500000.00	99.80%	--	99.80%	--
3	广州鸿募峰投资合伙企业（有限合伙）	500000.00	99.80%	--	99.80%	--
4	上海超盛房地产开发有限公司	464578.43	--	43.35%	43.35%	注 2
5	北京顺开房地产开发有限公司	288686.98	--	43.30%	43.30%	注 2
6	上海珠江投资集团有限公司	186602.00	94.32%	--	100.00%	--
7	四川珠江创展置业股份有限公司	100000.00	90.00%	--	90.00%	--
8	宁波珠江开发投资有限公司	100000.00	--	70.00%	70.00%	注 2
9	北京中天城市更新投资有限公司	99010.00	20.20%	30.30%	50.50%	--
10	广东珠江新润实业投资有限公司	91750.00	100.00%	--	100.00%	--
11	上海珠江创展投资有限公司	82000.00	--	75.61%	75.61%	注 2
12	共青城立润投资合伙企业（有限合伙）	67500.00	--	90.37%	90.37%	注 1
13	广州南沙经济技术开发区珠江房地产开发 有限公司	63500.00	--	100.00%	100.00%	--
14	广州市从化珠江房地产开发有限公司	60000.00	90.00%	10.00%	100.00%	--
15	珠海珠江帝景投资有限公司	60000.00	70.00%	30.00%	100.00%	注 2
16	北京珠江房地产开发有限公司	55000.00	60.00%	40.00%	100.00%	--
17	江门珠江房地产开发有限公司	55000.00	100.00%	--	100.00%	注 2
18	昆山华敏建设有限公司	52300.00	--	80.00%	80.00%	注 2
19	宁波梅山保税港区桦枫达投资合伙企业 （有限合伙）	50000.00	99.80%	--	99.80%	--
20	北京嘉富龙房地产开发有限公司	47138.88	--	62.14%	62.14%	注 2
21	成都珠江创展投资有限公司	42000.00	--	100.00%	100.00%	--
22	深圳市珠江投资发展有限公司	40000.00	98.75%	1.25%	100.00%	--
23	宁波市鹏福德兴投资合伙企业（有限合 伙）	38200.00	86.39%	--	86.39%	--
24	西安珠江时代广场投资有限公司	37000.00	47.30%	20.27%	100.00%	注 2
25	卓正珠江房地产开发有限公司	30000.00	--	60.00%	60.00%	--
26	深圳市惠仁珠宝城投资有限公司	30000.00	--	100.00%	100.00%	--
27	成都珠江润景房地产开发有限公司	30000.00	66.67%	--	66.67%	--
28	西安珠江投资有限公司	30000.00	100.00%	--	100.00%	--
29	珠海珠江亿城企业管理咨询有限公司	30000.00	58.67%	--	58.67%	--
30	深圳华谊兄弟文化创意产业有限公司	30000.00	--	70.00%	70.00%	注 2
31	广州悦利房地产开发有限公司	30000.00	99.00%	1.00%	100.00%	注 2
32	北京珠江投资开发有限公司	28000.00	--	100.00%	100.00%	--
33	北京中关村国际商城发展有限公司	27000.00	--	75.93%	75.93%	注 2
34	广东珠江工程总承包有限公司	26500.00	90.00%	10.00%	100.00%	--
35	江门珠江投资有限公司	25000.00	55.00%	45.00%	100.00%	--
36	成都博家屋业有限公司	24000.00	--	100.00%	100.00%	--
37	佛山市卓越房地产开发有限公司	21566.00	100.00%	--	100.00%	--
38	上海珠江景峰投资有限公司	21500.00	--	100.00%	100.00%	注 2
39	广州珠江房地产开发中心有限公司	20000.00	100.00%	--	100.00%	--
40	天津新城投资有限公司	16000.00	--	80.00%	80.00%	--
41	北京京东永乐投资开发有限公司	15000.00	--	100.00%	100.00%	--

42	上海珠江逸展投资有限公司	14000.00	--	100.00%	100.00%	--
43	北京原创住业房地产开发有限公司	13780.00	--	100.00%	100.00%	--
44	广东珠江鑫泰基建控股有限公司	10000.00	100.00%	--	100.00%	--
45	北京成泰房地产开发有限公司	10000.00	--	95.00%	95.00%	--
46	东莞市惠仁房地产开发有限公司	10000.00	--	100.00%	100.00%	--
47	北京京通投资有限公司	10000.00	--	80.00%	80.00%	--
48	广东珠江现代产业投资有限公司	10000.00	80.00%	--	80.00%	--
49	广东兴南建工有限公司	10000.00	--	100.00%	100.00%	注 1

注 1. 广东韩建投资有限公司承诺，于协议约定到期日后自其他股东购买北京嘉富龙房地产开发有限公司 37.86%股权、上海超盛房地产开发有限公司 15%股权以及上海珠江投资集团有限公司 4.44%股权；广东珠江商贸物流投资有限公司承诺，于协议约定到期日后自其他股东购买北京中天城市更新投资有限公司 49.50%股权

注 2. 天津珠江京津房地产投资有限公司的少数股东仅享有天津珠江京津房地产投资有限公司所开发“天津宝坻 210”项目 15.68%的收益权
 资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	31.75	70.52	160.76	176.74
资产总额 (亿元)	1357.93	1612.01	1792.30	1816.72
所有者权益 (亿元)	311.26	403.98	426.82	500.54
短期债务 (亿元)	62.24	96.53	137.66	157.40
长期债务 (亿元)	636.38	720.36	701.03	523.42
全部债务 (亿元)	698.62	816.89	838.69	680.82
营业收入 (亿元)	96.49	86.56	123.30	179.48
利润总额 (亿元)	10.66	12.00	20.12	7.72
EBITDA (亿元)	25.40	29.63	40.81	--
经营性净现金流 (亿元)	-11.24	5.84	125.95	99.94
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	11.75	8.07	6.42	--
存货周转次数 (次)	0.11	0.08	0.11	--
总资产周转次数 (次)	0.07	0.06	0.07	--
现金收入比 (%)	65.30	99.14	146.59	138.37
营业利润率 (%)	21.55	33.69	26.43	11.71
总资本收益率 (%)	2.07	2.11	2.78	--
净资产收益率 (%)	2.18	2.21	3.79	--
长期债务资本化比率 (%)	67.15	64.07	62.16	51.12
全部债务资本化比率 (%)	69.18	66.91	66.27	57.63
资产负债率 (%)	77.08	74.94	76.19	72.45
流动比率 (%)	299.50	285.34	230.89	208.93
速动比率 (%)	123.44	119.30	101.76	92.14
经营现金流流动负债比 (%)	-3.16	1.39	21.14	--
现金短期债务比 (倍)	0.51	0.73	1.17	1.12
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.43	0.52	0.37	--
全部债务/EBITDA (倍)	27.50	27.57	20.55	--

注：2020 年三季度财务报表未经审计，相关指标未年化

资料来源：联合资信根据公司财务报告计算

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	1.25	39.80	35.61	28.14
资产总额 (亿元)	720.71	874.80	979.97	991.22
所有者权益 (亿元)	54.31	56.31	57.76	55.56
短期债务 (亿元)	2.50	8.70	15.10	52.78
长期债务 (亿元)	137.53	151.09	116.68	76.42
全部债务 (亿元)	140.03	159.79	131.78	129.20
营业收入 (亿元)	3.35	1.38	1.03	0.65
利润总额 (亿元)	0.92	1.54	0.26	-3.12
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	34.22	96.17	33.53	-6.31
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	5.98	2.40	1.78	--
存货周转次数 (次)	0.35	-0.09	0.03	--
总资产周转次数 (次)	0.01	0.00	0.00	--
现金收入比 (%)	101.35	100.76	100.62	51.08
营业利润率 (%)	45.73	103.47	74.91	75.39
总资本收益率 (%)	0.50	0.92	0.10	--
净资产收益率 (%)	1.79	3.55	0.34	--
长期债务资本化比率 (%)	71.69	72.85	66.89	57.90
全部债务资本化比率 (%)	72.05	73.94	69.53	69.93
资产负债率 (%)	92.46	93.56	94.11	94.39
流动比率 (%)	103.12	96.19	92.59	87.58
速动比率 (%)	102.43	95.58	92.07	87.07
经营现金流动负债比 (%)	6.50	14.46	4.18	--
现金短期债务比 (倍)	0.50	4.58	2.36	0.53
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

资料来源：联合资信根据公司财务报告计算

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 广东珠江投资股份有限公司 2021 年 面向合格投资者公开发行人公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（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。

广东珠江投资股份有限公司应按联合资信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或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对广东珠江投资股份有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大事项，广东珠江投资股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注广东珠江投资股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债券相关信息，如发现广东珠江投资股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对广东珠江投资股份有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如广东珠江投资股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对广东珠江投资股份有限公司或本次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（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。