

广州珠江实业集团有限公司

公开发行 2016 年公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级：	AA ⁺ 级
债券信用等级：	AA ⁺ 级
评级时间：	2016 年 6 月 3 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

编号:【新世纪跟踪[2016]100177】

存续期间

5 年期, 5 亿元人民币, 2016 年 3 月 15 日 - 2021 年 3 月 15 日

本次跟踪评级:

主体信用等级

评级展望

债项信用等级

评级时间

首次评级:

AA⁺级

稳定

AA⁺级

2016 年 6 月

AA⁺级

稳定

AA⁺级

2015 年 11 月

主要财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	7.00	7.75	17.53	34.30
刚性债务	32.31	70.34	115.69	132.91
所有者权益	11.35	15.78	35.13	35.81
经营性现金净流入量	-8.42	12.78	-23.04	13.68
合并数据及指标:				
总资产	169.38	234.56	338.84	356.35
总负债	123.63	180.15	252.51	269.18
刚性债务	64.90	112.43	189.28	212.49
所有者权益	45.75	54.41	86.33	87.16
营业收入	101.54	108.97	114.17	29.32
净利润	8.33	7.65	8.82	1.74
经营性现金净流入量	0.55	-1.66	5.96	-4.54
EBITDA	13.53	16.56	17.18	-
资产负债率[%]	72.99	76.80	74.52	75.54
权益资本与刚性债务 比率[%]	70.50	48.39	45.61	41.02
流动比率[%]	173.25	157.82	197.56	184.61
现金比率[%]	46.22	32.09	34.51	38.71
利息保障倍数[倍]	3.67	2.13	1.07	-
净资产收益率[%]	19.63	15.27	12.53	-
经营性现金净流入量 与负债总额比率[%]	0.53	-1.09	2.76	-
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-11.57	-30.78	1.94	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.91	2.33	1.18	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.26	0.19	0.11	-

注 1: 根据珠江实业集团经审计的 2013-2015 年度财务数据及 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

注 2: 刚性债务中包含审计报告中计入权益的永续中票。

分析师

欧莲珠 石月

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: mail@shxsj.com

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

跟踪期内, 珠江集团刚性债务规模扩大, 财务杠杆水平继续升高, 偿债压力加大。但公司经营情况良好, 盈利能力提升, 且相对充裕的货币资金可对短期债务偿付和日常资金周转提供保障; 持有的多处投资性房地产可为其长期债务偿付提供一定缓冲。但需持续关注后续大规模房地产项目开发及住宅销售大幅波动所带来的财务压力。

- 跟踪期内, 楼市利好政策频出, 广州市场全面复苏、长沙市场去化周期缩短, 珠江集团的经营环境有所改善。
- 珠江集团为广州市国资委直属企业, 股东背景较强, 能够在资产注入、项目承接等方面得到支持。
- 珠江集团已形成了建筑施工、房产开发、工程服务、物业出租以及旅游酒店等多业务协同发展的格局, 综合经营能力较强, 在华南区域具有竞争优势, 收入规模逐年扩大, 盈利能力良好。
- 跟踪期内, 珠江集团货币资金存量较大, 未使用的银行授信较充裕, 且持有四处经营性物业, 可为债务偿付提供必要保障。
- 跟踪期内, 珠江集团在建和拟建项目规模大, 部分项目去化速度慢, 在自身销售进度落后于施工和竣工速度的情况下, 公司面临较大项目融资压力。
- 跟踪期内, 珠江集团债务规模扩大, 财务杠杆处于高水平, 偿债压力显著加大。如果重大项目同时开工, 公司将面临较大债务扩张压力。
- 珠江集团分子公司众多, 业务经营主体分散, 管理链条较长。且 2015 年公司以股权加债券的形式将房地产业务拓展到新的区域, 增加了项目的管理难度。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪评级对珠江集团及其发行的本期债券的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有珠江集团发行的金融产品及债权人向珠江集团授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由珠江集团提供, 所引用资料的真实性由珠江集团负责。

跟踪评级报告

按照广州珠江实业集团有限公司（以下简称“珠实集团”、“该公司”或“公司”）公开发行的2016年公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据珠实集团提供的经审计的2015年财务报表、未经审计的2016年第一季度及相关经营数据，对珠实集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息的收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

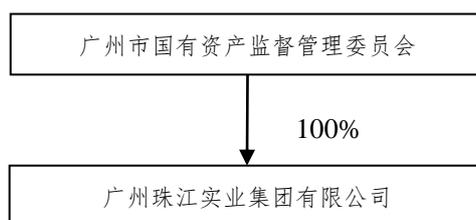
经中国证券监督管理委员会“证监许可【2016】50号”文件核准，该公司于2016年3月公开发行了5.00亿元人民币的“16珠江01”公司债券（以下简称“本期债券”），期限为5年，票面年利率3.32%。本期债券每年付息一次，最后一期利息随本金一起支付。

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

跟踪期内，该公司产权状况保持稳定，由广州市国资委全资控股。

图表 1. 公司股权结构图



注：根据珠实集团提供的资料绘制（截至2016年3月末）

2015年，该公司对职能部门进行了梳理和调整，新增营销管理部、设计研发管理部，工程事业部变更为成本工程部，房地产事业部变更为房地产运营管理部，组织架构更加完善。

（二）经营环境

该公司经营业绩和财务状况与房地产及建筑行业景气度密切相关，尤其是广东广州和湖南长沙区域市场的波动对公司影响较大。

2015 年多项利好政策出台，信贷环境偏向宽松，房地产市场回暖，但区域间分化加剧。

由于 2014 年前三季度楼市整体降温，为促进房地产市场的稳定发展，第四季度政府连续出台多项利好政策。2015 年政策延续上年的宽松态势，在降准、降息、调低二套房首付比例及放松限购等政策刺激下，我国房地产市场有所回暖。全国房地产开发投资完成额、商品房销售面积、商品房销售额同比增速分别为 0.99%、6.50% 和 14.40%。虽然房地产行业销售数据攀升，但在库存居高不下的情况下，开发投资增速继续放缓。2015 年末商品房待销售面积创新高，达到 7.19 亿平方米，较 2014 年末新增 0.97 亿平方米。2016 年 1-3 月，房地产开发投资额、房屋新开工面积、商品房销售面积、商品房销售额同比增速分别为 6.16%、19.21%、33.11% 和 54.07%。

跟踪期内，广州楼市全面复苏，商品住宅成交量持续上涨。短期内，广州地区住宅供应量相对较充足，但在楼市利好政策的刺激下，加上持续的人口流入及改善性需求的逐步释放，区域成交量短期内仍有望延续上年的良好态势。

2015 年广州商品住宅成交面积为 1061.25 万平方米，同比增长 26.85%，成交均价为 15060 元/平方米，与 2014 年成交均价基本持平。广州楼市虽呈现供不应求趋势，但成交均价几乎无变化，其核心原因在于远郊的增城和近郊的番禺仍是第一主力成交区；同时，商品住宅成交面积增量主要由增城、从化、花都、南沙 4 个远郊区所贡献。2016 年 1-3 月，商品住宅成交面积为 249.61 万平方米，同比增长 36.88%，成交均价小幅度升为 15636 元/平方米。

得益于房地产投资仍较谨慎及良好的市场成交量，广州市住宅去化压力已明显降低。根据中原地产研究部数据显示，2015 年广州市新批预售面积 1034.28 万平方米，较上年减少 13.8%，住宅供销比为 0.96，整体比 2014 年下降 0.47，市场供求关系大幅改善。2015 年末广州住宅去库存周期为 9.5 个月，较 2014 年末缩短 4 个月。另外，区域市场继续分化，中心城区（除荔湾）和番禺区新增供应量明显低于成交量，库存一直在不断消耗；而其他外围区域供应量的增长超过了成交量的增长，去化压力相对较大。

短期内，广州市住宅供给相对充足，大部分区域供求关系稳定。需求层面，楼市刺激政策加快改善性需求入市，加上广州仍有持续的常住

人口流入，刚性需求依然存在，短期内房地产市场交易量有一定支撑，但由于土地出让金额高企，未来房价预计将上升。

2015 年长沙市房地产开发投资规模大幅下滑，但在宽松政策的刺激下，销售呈量升价稳态势。且因土地成交量紧缩，住宅新增供应量明显低于销售量，短期去化压力有所缓解，行业整体景气度好转。

2015 年，长沙市房地产景气度好转，当年实现房屋销售面积 1907.91 万平方米，同比增长 225.65%，新建商品住宅销售均价同比小幅上涨 2.9% 至 6192 元/平方米。从产品结构来看，长沙市住宅需求由刚需向改善型过渡，户型为 120-144 平方米产品市场份额扩大速度加快，销量占比由 2013 年的 21% 上升至 2015 年的 26%。

因 2014 年长沙住宅市场库存不断增加，成交低迷，房地产开发商信心下降，土地成交规模萎缩，2015 年长沙内六区成交土地总建筑面积仅 465 万平方米，同比下跌 67%，成交金额仅为 67 亿元，同比下跌 74%；住宅供应量同比下降 22.17% 至 1168.23 万平方米，新增供应量远小于销售量，短期去化压力有所缓解。据长沙房地产市场预警预报系统数据显示，截至 2016 年 3 月末，长沙市内六区住宅存量较 2015 年 3 月末下降 347.75 万平方米至 1199.25 万平方米，去化周期为 10 个月，较 2015 年 3 月末缩短 11 个月，商品住宅的库存积压区域主要集中在岳麓区和雨花区。

受投资增速放缓影响，2015 年建筑业各指标不及 2014 年，短期内景气度弱化。经过前期的集中建设，目前我国城市化进程放缓，房地产处于去库存阶段，建筑业下行压力加大。但广东省人口持续净流入有望助力当地建筑业发展。

建筑业发展速度与我国固定资产投资、基建投资、房地产投资规模和增速密切相关。2015 年，固定资产投资增速同比增长为 10%，较 2014 年下降 5.7 个百分点，且创 15 年以来的新低；基础设施投资增速为 17.3%，较去年同期下跌 3 个百分点，当前基建投资的增长受限于投资资金来源的减少。2015 年，全国建筑业总产值和新签合同额同比增速分别为 2.29% 和 -0.12%，较上年分别回落 7.91 个百分点和 5.68 个百分点，主要受基础设施及地产投资增速分别回落 3.0 个百分点和 9.5 个百分点的影响。

该公司建筑施工业务主要位于广东省内。得益于广东省经济较发达，且房地产景气度显著回升，2015 年广东建筑业的发展情况好于全国

平均水平，当年广东建筑业总产值及新签合同额同比增速分别为 6.09% 和 3.69%，均超出全国同期增速约 3.80 个百分点。

经过前期的快速发展及集中建设，目前我国城镇化进程放缓，房地产处于去库存阶段，建筑业下行压力加大。但广东省经济发达，人口持续净流入催生了大量的城市基础设施及住宅建设需求，对当地建筑业的发展形成有力支撑。

建筑行业进入壁垒低、完全竞争的行业特征决定了行业利润空间小，2015 年行业产值利润率为 3.60%。通过规模扩张实现费用占比的边际下降是企业提升盈利的重要途径，而经营规模扩大的驱动因素除行业需求增速外，还主要取决于客户结构、项目类型结构以及企业自身的竞争优势。大中型地方性国有建筑企业凭借长期从事经验、地域内较好的品牌知名度以及地方政府支持具有一定的规模优势，尤其在大型高端工程市场较为明显，因此盈利水平高于行业平均水平。

（三）业务运营

2015 年，该公司营业收入规模较 2014 年增长 4.77% 至 114.17 亿元。从收入结构来看，施工总承包和工程服务、房地产开发为公司主要的收入来源，2015 年分别占公司营业收入的 36.95% 和 47.57%；为控制风险，公司收缩燃料贸易规模，其收入占比由 2014 年的 21.64% 下滑至 2015 年的 2.80%；物业经营管理收入占比小幅提升，但仍低于 10%；旅游酒店收入占比低于 2%，对整体经营的影响小。

图表 2. 公司营业收入构成情况

业务类别/金额 (亿元)	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年 1-3 月
施工总承包和工程服务	37.94	40.35	42.19	12.91
房地产开发	31.45	33.03	54.31	12.77
物业经营管理	7.38	9.74	11.31	2.92
燃料贸易	22.96	23.58	3.20	-
旅游酒店	1.08	1.41	1.31	0.45
其他	0.73	0.86	1.85	0.26
合计:	101.54	108.97	114.17	29.32
毛利率	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年 1-3 月
施工总承包和工程服务	9.44%	10.28%	10.38%	8.58%
房地产开发	45.89%	40.36%	36.06%	34.70%
物业经营管理	76.84%	72.92%	46.69%	49.24%
燃料贸易	2.98%	1.72%	0.54%	-

业务类别/金额 (亿元)	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年1-3 月
旅游酒店	88.41%	75.69%	67.50%	65.02%
其他	48.71%	46.10%	64.40%	83.03%
综合毛利率:	25.29%	24.28%	27.44%	25.54%

注：根据珠实集团提供的数据绘制

2015 年，该公司营业毛利较 2014 年增加 18.44% 至 31.33 亿元。公司各项业务毛利率差异大，房地产开发、物业经营管理毛利率较高，2015 年分别为 36.06% 和 46.69%，两项业务分别贡献了营业毛利的 62.50% 和 16.85%；施工总承包和工程服务毛利率相对较低，2015 年为 10.38%，但作为公司主要收入来源仍贡献了营业毛利的 13.98%；燃料贸易及其他业务利润贡献小。

2016 年第一季度，该公司收入为 29.32 亿元，同比上升 30.22%；营业毛利同比增长 18.32% 至 7.49 亿元，主要因房地产开发业务结转收入增加 7.63 亿元、结转毛利增加 2.59 亿元所致。

1. 施工总承包和工程服务业务

该公司施工总承包和工程服务在广东省内具有经营历史长、知名度高和施工经验丰富等优势，并覆盖施工承包、监理、设计和装修等细分业务。2015 年因房地产和施工行业景气度回暖，公司合同承接金额有所上升，储备项目增加。

图表 3. 公司近年来合同承接情况

业务分类		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
合同承接情况	建筑施工和总承包 (亿元)	40.44	24.96	24.82	5.49
	工程装修 (亿元)	10.72	10.81	13.22	2.41
项目施工情况	施工面积 (万平方米)	331.00	368.18	376.59	347.58
	竣工面积 (万平方米)	75.40	69.67	63.70	8.78
	施工产值 (亿元)	42.88	32.62	30.03	6.03

注：根据珠实集团提供的资料整理、绘制

2015 年，该公司施工总承包和工程服务收入为 42.19 亿元，同比增长 4.55%。同期，公司工程总承包、工程监理、工程设计、工程装修分别实现收入 25.34 亿元、1.81 亿元、0.89 亿元和 9.61 亿元，同比增速分别为 -4.92%、-7.18%、-2.20% 和 -11.43%，此外当期实现建材贸易收入 4.53 亿元。

2016 年第一季度，该公司施工总承包和工程服务业务为 12.91 亿元，与上年同期基本持平。且随着投标门槛降低，外地企业大量涌入，市场

竞争进一步恶化，公司业务毛利率降低，营业毛利同比减少 36.15% 至 1.11 亿元。

2. 房地产开发业务

该公司以住宅项目开发为主，少量涉及商业项目。目前公司地产开发规模较大，在深耕广州市场的同时，积极在广东省外布局，前期已进入长沙和海南地区，2015 年通过项目收购，业务拓展至合肥和西安。公司部分项目位于住宅库存压力相对较大的广州荔湾区、天河区及湖南长沙市，去化速度较慢，当年房产销售进度落后于竣工速度。公司目前在建项目多于 2013 年开工，建设期约 2-3 年，导致 2014 年建设规模较大，竣工项目较少，而 2015 年项目集中建成，竣工面积大幅增至 32.19 万平方米。

图表 4. 公司项目开发和销售情况 (单位: 万平方米、亿元)

项目	新开工面积	竣工面积	开发投资额	销售面积	销售金额
2013 年	66.01	22.55	34.29	14.47	22.28
2014 年	0	9.85	40.47	11.26	18.17
2015 年	4.65	32.19	53.16	27.45	48.32
2016 年第一季度	0	0	10.04	7.74	12.83

注：根据珠江集团提供的资料整理、绘制

目前，该公司重点在建项目中广州菠萝山项目为保障性住房，其余都为商品住宅及配套商业项目；仅广州 S8 商办项目计划自营，其余全部对外销售。在建项目概算总投资达到 235.21 亿元，2016 年 3 月末已累计投资 146.15 亿元，计划 2016-2018 年还将投入资金逾 80 亿元。

图表 5. 截至 2016 年 3 月末在建项目情况 (单位: 亿元、万平方米)

项目名称	计划投资额	已累计投资额	规划可售建筑面积	已签约面积	去化率	已签约金额
广州珠江嘉园项目(萝岗区)	22.03	13.36	27.02	3.65	13.51%	3.51
广州金蝶项目(荔湾区)	21.59	13.93	7.19	2.02	28.09%	5.65
广州岭南苑项目(白云新城)	19.74	15.37	6.96	2.03	29.17%	7.86
广州佳滨苑项目(海珠区)	11.22	6.62	7.78	4.07	52.31%	11.9
广州瑶头商住楼	5.44	0.76	2.05	-	-	-

广州菠萝山保障性住房项目(天河区)	22.46	6.67	41.77	9.27	22.19%	4.96
长沙珠江花城项目一期	26.72	24.58	52.80	43.62	82.61%	25.75
长沙珠江花城项目二期	31.25	21.22	45.06	30.16	66.93%	24.22
合肥中侨项目	17.80	10.21	17.39	0.74	4.26%	2.60
增城丽江花园项目一期	18.71	14.53	22.19	7.42	33.44%	9.74
增城丽江花园项目二期	15.12	1.72	17.36	-	-	-
西安龙盛项目	13.48	11.13	6.57	1.97	29.98%	4.21
广州 S8 商办项目	9.65	6.05	自持经营			
合计	235.21	146.15	254.14	104.95	41.30%	100.40

注：根据珠实集团提供的资料整理、绘制。去化率=签约面积/规划可售面积

长沙珠江花城一期及二期项目分别于 2008 年和 2013 年开始预售，两者去化率较高，分别为 82.61% 和 66.93%。珠江嘉园项目因周边配套不完善，销售情况不理想。广州佳滨苑项目去化率已达到 52.31%，销售态势良好。其余项目销售情况基本符合预期。截至 2016 年 3 月末，以上项目共实现销售金额 100.40 亿元。根据未售面积及预期销售均价估算，公司预计以上项目还可实现销售金额合计约 160 亿元。

菠萝山保障性住房包括廉租房、公租房和经济适用房三种类型，总投资 22.46 亿元，其中廉租房、公租房共需投入 14.62 亿元。规划验收完成后廉租房、公租房由政府分批回购，回购价格根据成本价核定；经适房由该公司按规定公开向全市符合条件的住房保障对象出售。2016 年政府计划回购金额为 11.42 亿元。

另外，该公司目前正在筹划广州油制气厂项目、长沙华英项目等多个项目（如图表 6 所示），总投资 213.04 亿元，多数计划在 2016 年下半年启动建设。广州油制气厂地块位于广州市天河区，目前离地铁较远，周边较近的住宅均价每平方米在 2-3 万元。

图表 6. 截至 2016 年 3 月末拟建项目情况

项目名称	项目计划投资额(亿元)	已累计投资额(亿元)	备注
广州中华文化学院西侧地块项目	2.64	1.45	

大明项目二期	6.10	0.34	
广州油制气厂项目	166.18	77.27 (土地款 61.50 亿元)	三旧改造, 处在前期 规划阶段
长沙华英项目	24.68	5.28	
广州 JY-8 商业项目	9.32	4.37	自持经营
西湾路项目	4.12	0	
合计	213.04	88.71	

注: 根据珠实集团提供的资料整理、绘制

根据项目开发规划, 2016-2018 年, 该公司在拟建项目上还将投入资金逾 75.50 亿元, 建设资金来源主要为项目销售资金。公司已完工及在建项目预计在 2016-2018 年间可共实现销售金额约 180 亿元, 若销售进度落后于投资, 将通过股东增资、银行融资和发行债券等方式弥补缺口。预计广州油制气厂项目、长沙华英项目等按照计划启动后, 公司资金压力将明显上升。

2015 年, 该公司未通过招拍挂获得商住用地。目前公司土地储备(含近期拟建的项目)共 9 宗, 土地面积共约 111 万平方米, 可建总建筑面积约 177 万平方米, 土地储备较为充裕。

该公司尝试以股权加债权的形式合作开发项目。2015 年公司收购了西安龙盛项目、合肥中侨以及广州增城丽江花园等项目股权, 并提供债务融资。其中, 广州增城丽江花园为商住项目, 占地 10.91 万平方米, 总建筑面积 43.40 万平方米; 合肥中侨项目总建筑面积为 24.21 万平方米, 包括商业面积 2.90 万平方米, 办公面积 11.43 万平方米和酒店面积 3.45 万平方米。合肥中侨和广州增城丽江花园项目在合作期 3 年期间合同约定的退出条件达到时, 公司有权单方选择终止或继续合作。2015 年 12 月末三个项目都已完成股权收购。

图表 7. 2015 年以来公司合作项目情况 (单位: 亿元)

项目	取得时间	股权收购 对价	持股比例	债权金额	债权投资 利率	目前投资进度 说明
合肥中侨	2015	5.00	50.71%	待定	12%	收购完成, 并表
增城丽江花园	2015	3.80	57.33%	7.20	12%	收购完成, 并表
西安龙盛	2015	0.084	51.00%	2.92	12%	收购完成, 并表

注: 根据珠实集团提供的资料整理、绘制

总体看，该公司房地产开发业务规模快速扩大，对业绩贡献逐步提升。公司大部分房产项目的土地成本低，效益良好，2015年以来销售进度有所回升。未来，公司还有大规模开发计划，若项目销售进度低于预期，则公司融资压力将加大。

3. 物业经营、酒店运营及贸易等业务

跟踪期内，该公司可租面积和实际租赁面积基本稳定，世贸大厦、好世界大厦等重要物业出租率基本达到90%及以上。由于商业零售景气度下滑，加上广州商务中心向珠江新城转移（公司物业多位于老城区）及公司物业基础设施陈旧等多种原因，2015年公司多数物业租金水平较2014年有所下降。此外，中澳皮具城因自2015年5月起开始装修导致平均月租金水平降幅较大（2014年为325.13元/平方米），而蓝宝石大厦因为重新装修后再出租，租金水平有所提升，但出租率较低。另外，珠江新岸公寓客房（104房间）平均月租金由107.25元/平方米降至2016年第一季度的67.68元/平方米是因为其部分楼层房间被承包，每月收取固定租金所致。2015年及2016年第一季度，公司物业经营收入分别为11.31亿元和2.92亿元，营业毛利占总毛利比重分别为16.85%和19.21%。

该公司目前主要运营四家酒店，即三亚珠江花园酒店（四星级）、三亚南田温泉度假区（五星级）、长沙珠江花园酒店（五星级）和广州珠江华侨大酒店（三星级），2015年及2016年第一季度酒店业务分别实现收入1.31亿元和0.45亿元。另外，公司与广州地下铁道总公司合作建设的斯博瑞酒店（五星级）已于2015年2月开业，引入泰国都喜富都集团经营管理，公司持股50%。

2015年，为突出主业，且控制贸易风险，该公司采取收缩燃料贸易业务的战略，营业收入仅为3.20亿元，毛利率下降至0.54%。2016年第一季度，公司未实现燃料贸易收入。

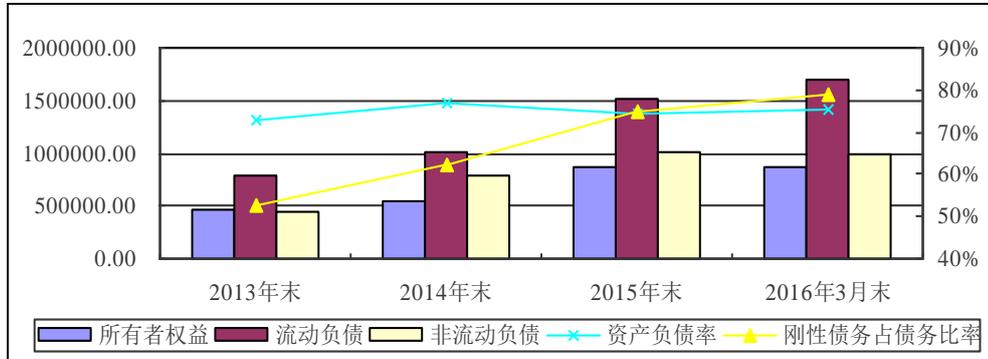
（四）财务质量

2015年，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的2015年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006版）及其补充规定。

2015年末，该公司负债规模快速扩大，同时所有者权益增速更快，资产负债率较上年末下降2.28个百分点至74.52%，考虑到2015年末权

益中包含的 15 亿元永续中票，公司实际资产负债率¹已上升至约 79% 的高位。2016 年 3 月末，公司负债进一步上升至 269.18 亿元，资产负债率为 75.54%。

图表 8. 公司近年来资金来源及资产负债率变化趋势（单位：万元）



资料来源：珠实集团

刚性债务是该公司债务增量主要来源，占负债总额的比例趋升，偿债压力显著加大。2015 年末，公司短期刚性债务和中长期刚性债务余额分别为 79.25 亿元和 110.02 亿元，较年初分别增加 41.98 亿元和 34.87 亿元。从融资主体看，公司刚性债务主要分布在本部和上市子公司珠江实业，2015 年末两者分别占公司刚性债务总额的 61.12% 和 22.28%。从债务类型看，2015 年末公司刚性债务主要包括各类长短期债券及非公开定向债务融资工具 82.41 亿元、银行借款 104.74 亿元。2016 年 3 月末，公司刚性债务较 2015 年末增加 23.21 亿元至 212.49 亿元，中长期刚性债务规模与年初基本持平，而短期刚性债务因超短期融资券的发行及一年内到期的长期借款增加而大幅上升，即期偿债压力加大。

除刚性债务外，该公司负债还主要分布在应付账款、预收款项和其他应付款。2015 年末应付账款较上年末上升 107.37%，主要系因为当年开工项目较多，部分工程款尚未结算，应付材料款和工程款增加，账期在一年以内的应付账款较 2014 年末增加 8.22 亿元。公司预收款项主要为预售房款和预收工程款，2015 年末为 15.57 亿元，较年初减少 8.50%，主要因前期预收的房款和工程款逐步确认为收入所致。公司其他应付款余额为 34.06 亿元，与上年末基本持平，其中一半左右为往来款，其余为租赁押金、工程保证金以及预提税金等。2016 年 3 月末，公司债务结构未有重大变化。

2015 年末，该公司资产总额较年初增长 44.46% 至 338.84 亿元，其中存货占比已提升至 62.41%。当年，由于广州油制气厂项目实现并表，

¹ 实际财务杠杆水平 = (总负债 + 永续中票) / 总资产

公司房地产经营规模扩大，存货较上年末增长 111.25%至 211.48 亿元，其中包括开发成本 192.50 亿元、开发产品 8.11 亿元和工程施工 6.99 亿元。2016 年 3 月末，公司资产总额为 356.35 亿元，较年初略有增加；存货为 212.26 亿元，较 2015 年末基本持平。

跟踪期内，除存货外，该公司货币资金、应收账款、其他应收款、可供出售金融资产及投资性房地产规模亦较大，2015 年末分别占资产总额的 14.11%、4.94%、4.07%、2.46%和 3.93%。公司应收账款主要来自子公司工程及燃料贸易板块，2015 年末应收账款较年初增长 9 亿元至 16.74 亿元，主要因广州住建应收工程款增加 7.96 亿元；其他应收款主要为工程保证金、担保款以及往来款等，2015 年末为 13.80 亿元，较年初增长 7.86%；投资性房地产为位于广州市区的写字楼或商铺，绝大部分以原始成本入账，2015 年末账面价值为 13.30 亿元；其他非流动资产主要为委托贷款，由 2014 年末的 44.60 亿元降至 2015 年末的 5.01 亿元，因 2014 年公司本部通过浦发银行广州分行向城实投资发放委托贷款 39.60 亿元，2015 年城实投资纳入合并范围，该笔委托贷款合并抵消。另外，2015 年末，公司可供出售金融资产为 8.33 亿元，为股票资产。2016 年 3 月末，公司资产结构未有重大变化。

该公司货币资金存量充裕，近三年末都超过 30 亿元，2016 年 3 月末上升至 61.62 亿元，但公司短期刚性债务规模扩张过快，货币资金对短期刚性债务的偿付能力不断减弱。

2015 年，该公司营业毛利同比增长 18.44%至 31.33 亿元，综合毛利率较上年上升 3.16 个百分点，处于 27.44%的良好水平。同期，因出售股票获得部分投资收益，当年公司实现投资净收益同比增长 36.11%至 1.67 亿元。而当年公司营业外收入为 0.75 亿元，较上年减少 1.72 亿元，主要因拆迁补助减少 1.94 亿元。

2015 年，该公司期间费用同比下降 9.92%至 11.80 亿元，提升了公司盈利能力。公司三费支出以管理费用为主，2015 年主要因职工薪资水平降低而同比下降 17.28%，占期间费用总额的 55.61%；财务费用因有息债务规模上升而同比增长 24.79%，总体支出规模为 2.99 亿元；销售费用因职工薪酬及维修费用的减少而同比下降 18.90%至 2.25 亿元。随房地产收入结转的增加，推动了公司营业税和土地增值税的增长，营业税金及附加同比增长 42.74%至 10.23 亿元。

受益于营业毛利及非经营性收益增加，以及期间费用的减少，2015 年该公司净利润同比增长 15.28%至 8.82 亿元。公司净资产收益率较

2014 年下滑 2.74 个百分点至 12.53%，但仍处于较好水平。2016 年第一季度，该公司营业收入和营业毛利分别同比上升 30.22% 和 18.32%，盈利能力继续提升。

该公司房地产开发量和施工量扩大，土地款支付、建设投入以及相应的保证金、押金增加，经营性现金平衡能力较弱，2015 年及 2016 年第一季度经营性现金流量净额分别为 5.96 亿元和 -4.54 亿元。同期公司投资性现金流量净额分别为 -1.76 亿元和 -2.30 亿元。2015 年公司投资活动产生的现金流出较上年大幅减少，主要因 2014 年公司本部对城实投资委托贷款 39.6 亿元。公司主要通过对外借款和债券发行筹集资金，2015 年及 2016 年第一季度筹资性现金流量净额分别为 13.73 亿元和 20.61 亿元，融资需求规模仍较大。

该公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，间接融资渠道较畅通。截至 2016 年 3 月末，公司获得的商业银行贷款授信额度为 249.29 亿元，其中尚未使用的贷款授信额度为 111.36 亿元。

该公司拥有多处位于广州市区的自有物业，租金收入及利润稳定增长。上述投资性房地产绝大部分以原始成本入账，2015 年末账面金额为 13.30 亿元。

根据该公司提供的 2016 年 3 月 15 日《企业信用报告》，公司本部无不良贷款和欠息情况发生。

截至 2016 年 4 月末，公司 12 期债券尚在存续期（如图表 9 所示），本金合计为 90.50 亿元，目前利息支付正常。

图表 9. 截至 2016 年 4 月末公司过往发行债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
11 粤珠江 MTN1	7.00	5 年	6.25	2011-4-21	7 亿元/2011 年 4 月	已到期兑付
12 粤珠江 PPN001	4.00	3 年	6.30	2012-12-21	8 亿元/2012 年 12 月	已到期兑付
14 粤珠江 PPN001	4.00	3 年	8.20	2014-3-31		未到期
14 粤珠江 PPN002	2.50	3 年	7.80	2014-6-19	15 亿元/2014 年 5 月	未到期
14 粤珠江 PPN003	5.00	3 年	8.00	2014-6-26		未到期
14 粤珠江 PPN004	7.50	3 年	6.50	2014-9-19		未到期
14 粤珠江 MTN001	6.00	5 年	7.35	2014-4-30	8 亿元/2014 年 3 月	未到期
14 粤珠江 MTN002	2.00	5 年	5.95	2014-9-19		未到期
15 粤珠江 MTN001	15.00	-	4.60	2015-12-16	15 亿元/2015 年 11 月	未到期
15 粤珠江 CP001	4.50	366 天	4.53	2015-4-24	9 亿元/2015 年 1 月	已到期兑付
16 粤珠江 CP001	4.50	365 天	3.60	2016-4-25		未到期

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
15 粤珠江 CP002	9.00	366 天	3.60	2015-8-25	9 亿元/2013 年 11 月	未到期
15 粤珠江 SCP001	20.00	270 天	4.90	2015-2-11	40 亿元/2014 年 11 月	已到期兑付
15 粤珠江 SCP002	5.00	90 天	3.50	2015-6-24		已到期兑付
15 粤珠江 SCP003	20.00	270 天	3.49	2015-10-23		未到期
16 粤珠江 SCP001	10.00	180 天	2.82	2016-3-15		未到期
16 珠江 01	5.00	5 年	3.32	2016-3-15	20 亿元/2016 年 1 月	未到期

资料来源：珠实集团

综上所述，跟踪期内，该公司刚性债务规模扩大，财务杠杆水平继续升高，偿债压力加大。但公司经营情况良好，盈利能力提升，且相对充裕的货币资金可对短期债务偿付和日常资金周转提供保障；持有的多处投资性房地产可为其长期债务偿付提供一定缓冲。但需持续关注后续大规模房地产项目开发及住宅销售大幅波动所带来的财务压力。

同时，我们仍将持续关注（1）房地产政策变化对现有项目销售进度及经营性现金流的影响；（2）刚性债务规模较快增长及债务陆续到期带来的偿付压力；（3）重大拟建项目的开工计划及带来的资金压力；（4）理财产品和委托贷款等金融类投资风险。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
资产总额[亿元]	169.38	234.56	338.84	356.35
货币资金[亿元]	34.45	30.16	47.82	61.62
刚性债务[亿元]	64.90	112.43	189.28	212.49
所有者权益 [亿元]	45.75	54.41	86.33	87.16
营业收入[亿元]	101.54	108.97	114.17	29.32
净利润 [亿元]	8.33	7.65	8.82	1.74
EBITDA[亿元]	13.53	16.56	17.18	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.55	-1.66	5.96	-4.54
投资性现金净流入量[亿元]	-12.69	-45.08	-1.76	-2.30
资产负债率[%]	72.99	76.80	74.52	75.54
长期资本固定化比率[%]	35.64	56.20	21.45	22.46
权益资本与刚性债务比率[%]	70.50	48.39	45.61	41.02
流动比率[%]	173.25	157.82	197.56	184.61
速动比率[%]	64.27	54.23	54.72	55.03
现金比率[%]	46.22	32.09	34.51	38.71
利息保障倍数[倍]	3.67	2.13	1.07	—
有形净值债务率[%]	277.01	335.49	296.45	314.23
营运资金与非流动负债比率[%]	130.67	73.96	145.44	145.97
担保比率[%]	-	-	-	—
应收账款周转速度[次]	35.03	17.99	9.33	—
存货周转速度[次]	1.24	0.94	0.53	—
固定资产周转速度[次]	20.39	17.55	17.50	—
总资产周转速度[次]	0.69	0.54	0.40	—
毛利率[%]	25.29	24.28	27.44	25.54
营业利润率[%]	10.35	6.82	9.64	7.92
总资产报酬率[%]	8.62	7.51	5.43	—
净资产收益率[%]	19.63	15.27	12.53	—
净资产收益率*[%]	16.13	15.70	12.55	—
营业收入现金率[%]	103.02	98.23	92.98	110.32
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.85	-1.84	4.73	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.53	-1.09	2.76	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-18.63	-51.85	3.33	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-11.57	-30.78	1.94	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.91	2.33	1.18	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.26	0.19	0.11	—

注：依据珠实集团经审计的2013-2015年财务报表及未经审计的2016年第一季度财务数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本与刚性债务比率	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
长期资本固定化比率	(期末总资产-期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计-期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产总额-存货余额-预付账款-待摊费用-待处理流动资产损益)/期末流动负债总额×100%
现金比率	(期末货币资金+期末短期投资净额+期末应收票据<银行承兑汇票>余额)/期末流动负债总额×100%
现金类资产/短期刚性债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额
应收账款周转速度	报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[期初固定资产净额+期末固定资产净额/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[期初资产总额+期末资产总额/2]
毛利率	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(报告期税前利润+报告期列入财务费用利息支出)/报告期利息支出×100%
总资产报酬率	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	报告期税后利润/[期初股东权益+期末股东权益/2]×100%
营业收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[期初流动负债+期末流动负债/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[期初流动负债+期末流动负债/2]×100%
EBITDA/利息支出	=EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期刚性债务	=EBITDA/[(期初短期刚性债务+期末短期刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出=EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期刚性债务=短期借款+应付票据+应付利息+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出=列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额=经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	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。
投机级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。