

广州珠江实业集团有限公司公开发行

2016 年第一期及第二期公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级：AAA 级

债项信用等级：AAA 级

评级时间：2017 年 6 月 28 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.

广州珠江实业集团有限公司公开发行 2016 年第一期及第二期公司债券跟踪评级报告概要

编号:【新世纪跟踪[2017]100616】

存续期间	16 珠江 01: 5 年期公司债券 5 亿元人民币, 2016 年 3 月 15 日 - 2021 年 3 月 15 日				
	16 珠江 02: 5 年期公司债券 15 亿元人民币, 2016 年 9 月 22 日 - 2021 年 9 月 22 日				
		主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	16 珠江 01	AAA	稳定	AAA	2017 年 6 月
	16 珠江 02	AAA	稳定	AAA	2017 年 6 月
前次评级:	16 珠江 01	AA ⁺	稳定	AA ⁺	2016 年 6 月
	16 珠江 02	AA ⁺	稳定	AA ⁺	2016 年 9 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	7.75	17.53	25.17	21.66
刚性债务	70.34	115.69	172.18	150.30
所有者权益	15.78	35.13	39.49	39.12
经营性现金净流入量	12.78	-23.04	13.53	-7.10
合并数据及指标:				
总资产	234.56	338.84	636.35	655.52
总负债	180.15	252.51	488.30	502.80
刚性债务	113.03	187.15	310.89	349.28
所有者权益	54.41	86.33	148.05	152.72
营业收入	108.97	114.17	151.44	43.15
净利润	7.65	8.82	9.81	3.80
经营性现金净流入量	-1.66	5.96	-9.70	-11.98
EBITDA	16.56	17.18	19.82	-
资产负债率[%]	76.80	74.52	76.73	76.70
权益资本与刚性债务比率[%]	48.14	46.13	47.62	43.73
流动比率[%]	157.82	197.56	183.06	210.57
现金比率[%]	31.69	34.50	25.84	28.87
利息保障倍数[倍]	2.13	1.07	0.84	-
净资产收益率[%]	15.27	12.53	8.37	-
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.09	2.76	-2.62	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-30.78	1.94	-6.46	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.33	1.18	0.91	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.11	0.08	-

注 1: 根据珠实集团经审计的 2014-2016 年及未经审计的 2017 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

刘云 周文哲

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

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪评级”或“本评级机构”)对广州珠江实业集团有限公司(简称“珠实集团”、“该公司”或“公司”)及其发行的 16 珠江 01 和 16 珠江 02 的跟踪评级反映了 2016 年以来珠实集团在经营环境、股东支持、经营业绩等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在刚性债务扩张及房产销售等方面继续面临压力。

- 珠实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。
- 珠实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。2016 年公司经营规模急剧扩张,抗风险能力增强。
- 珠实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,可为债务偿付提供一定保障。
- 珠实集团在建和拟建项目规模大,项目去化速度慢,在销售进度落后于施工和竣工速度的情况下,公司实施大规模并购活动,后续资金压力显著加大。
- 珠实集团债务规模扩大,财务杠杆处于高水平,偿债压力显著加大。
- 珠实集团分子公司众多,业务经营主体分散,管理链条较长。且 2015 年以来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。
- 在房地产政策调控背景下,市场走势存在较大不确定性,或将对公司房地产项目去化、资金回笼、对外融资等形成一定影响。

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实集团及其发行的公司债券的评级观点,并非引导投资者买卖或持有相关债券的一种建议。报告中引用的资料主要由珠实集团提供,所引用资料的真实性由珠实集团负责。

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 2016 年第一期及第二期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 2016 年审计报告、未经审计的 2017 年第一季度财务报告及相关经营数据，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。

一、债券发行情况

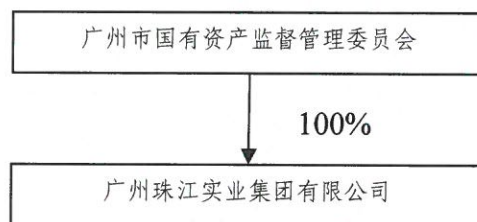
经中国证券监督管理委员会“证监许可【2016】50 号”文件核准，该公司分别于 2016 年 3 月和 9 月公开发行了 5.00 亿元人民币的“16 珠江 01”和 15.00 亿元人民币的“16 珠江 02”公司债券，期限均为 5 年，票面年利率分别为 3.32% 和 3.44%。上述债券每年付息一次，最后一期利息随本金一起支付。

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

2016 年以来，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 2017 年 3 月末）

2016 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。

2016 年我国房地产市场总体销售旺盛，行业投资增速明显回升。但随着

调控政策的逐步深入，未来房地产市场或将进入调整期。

房地产是我国经济支柱产业之一，在工业化、城镇化、居民收入增长以及消费需求升级的强劲推动下，行业整体发展速度快。在房地产行业快速发展的过程中，我国房地产市场出现波动并暴露出诸多问题，政府的宏观调控与管理伴随着行业的发展始终没有放松。2016年以来，随着房地产市场区域差异化程度加剧，调控政策逐步由整体宽松转向为以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策。

2016年，我国房地产开发投资102581亿元，比上年增长6.9%，增速比上年提升5.9个百分点。商品房新房成交量快速增长，全年销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.46%；其中住宅销售面积为9.31亿平方米，同比增长22.36%。值得注意的是，2016年9月末多个热点城市加大限购力度后，11月全国商品房销售面积同比增速一度大幅降至7.92%。但由于金融机构总体上仍保持了较大规模的新增个人购房贷款，12月商品房销售面积同比增速又出现了一定程度的反弹。2017年1-3月，我国商品房销售延续上年的良好态势，住宅销售面积同比增长16.9%，住宅销售额增长20.2%。但到5月份，各地成交量已回落。

虽然我国房地产开发投资完成额同比增速已于2010年进入下行通道，但由于2010~2013年行业投资增速尚高、需求增速总体放缓等因素，国内房地产市场库存持续上行。2015-2016年，在行业投资增速放缓、商品房销售面积增长加快的作用下，库存量扩张速度明显放缓。截至2016年末，我国房地产市场库存达到73.05亿平方米，较上年末增长1.94%；其中待售面积为6.95亿平方米，较上年末减少3.22%。当前我国房地产行业整体库存去化压力仍较大，主要集中在三、四线城市。

跟踪期内，广州市房地产市场成交量价齐升。短期内，广州地区住宅供应量相对不足，价格存在上涨动力，但在楼市调控政策下，市场走势存在较大不确定性。

2016年广州市房地产市场成交量价齐创历史新高，全年商品住宅成交面积为1415.99万平方米，同比增长31.17%，成交均价为16697元/平方米，比2015年上升10.87%。2017年1-3月，广州市新建商品住宅累计网签面积约315万平方米，达到近3年的历史高峰，主要原因系3月多个调控政策落地，许多买家赶在新政实施前进行网签，使成交数据达到小高峰。当期，网签均价同比上升6.83%至16690元/平方米。

得益于房地产良好的市场成交量，广州市住宅去化压力已明显降低。根据Wind数据显示，2016年广州市商品住宅批准预售面积992.27万平方

米，较上年减少 4.61%。按批准预售面积和成交面积计算，商品住宅供销比为 0.70，整体比 2014 年下降 0.26，市场供给关系大幅改善。截至 2017 年 3 月末，广州可售新建住宅约 603.31 万平方米，可售面积较上月末下降 28.44%，以最近 12 个月平均月销售 122.14 万平方米计算，广州目前一手住宅库存去化周期为 4.9 个月，不足半年。

进入 2017 年，广州市在 3 月 17 号和 30 日连续出台新政，先后对中心区和增城从化两区住宅加紧限购，后续又对公寓等商服类产品售卖进行了限制。短期内，广州市住宅供给相对不足，加上广州仍有持续的常住人口流入，刚性需求依然存在，价格存在上涨动力，但在楼市调控政策下，市场走势难以判断。

2016 年长沙市房地产开发投资规模大幅增长，在宽松政策的刺激下，销售呈量价齐升态势。受调控影响第四季度交易量和价格涨幅均有所回落，预计短期内房价过快上涨的势头将得到抑制。

2016 年长沙市房地产景气度回升，全年房地产开发投资 1260.55 亿元，比上年增长 26.5%；新建商品房竣工面积 1670.58 万平方米，比上年增长 23.8%；商品房销售面积 2593.71 万平方米，增长 36.2%，其中住宅销售面积 2291.77 万平方米，占比为 88.4%，比上年增长 36.1%。新建商品住宅销售均价同比上涨 10.9%至 6157 元/平方米，其中，中心城区新建商品住宅销售均价 6701 元/平方米，比上年增长 13.1%。全年商品房销售额 1661.41 亿元，增长 48.8%。长沙市房地产去库存效果明显，新建商品房库存绝对量不断减少，特别是住宅库存更是下降迅速。2016 年全市新建商品房竣工待售面积 1039.66 万平方米，同比下降 12.9%；其中住宅竣工待售面积 490.76 万平方米，同比下降 29.8%。住宅竣工待售面积占比由 2016 年初的 59.5% 下降到 47.2%。

长沙房地产实施“一控二防”调控后，房价过快上涨的状况得到了抑制。调控实施后的 10-12 月，单月商品房销售面积逐月减少，12 月单月商品房销售面积 238.47 万平方米，比 11 月单月减少 24.35 万平方米，比 10 月单月减少 119.05 万平方米，减幅达 33.3%。同时，新建商品房销售均价增速逐月回落。长远看，新一轮国家中部崛起战略的实施，以及长沙市提出建设国家中心城市战略的实施、湘江新区、国家级园区等园区的快速发展必将带动长沙房地产市场稳定发展，长沙省会资源的优势将吸引人口的流入，对当地房地产市场形成支撑。但短期内，受调控政策影响，市场热度将回落。

在基建投资和房地产投资增速回升带动,2016 年建筑业各指标好于 2015

年。经过前期的集中建设，目前我国城市化进程放缓，同时房地产处于调控阶段，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。2016年，我国固定资产投资较快增长但增速放缓，全年全社会固定资产投资606466亿元，比上年增长7.9%，扣除价格因素，实际增长8.6%。其中，固定资产投资（不含农户）596501亿元，增长8.1%，增速较上年下滑1.9个百分点。2016年，城镇化发展及政府和社会资本合作（PPP）机制项目的展开拉动了我国大规模基础设施投资建设，全年全国基础设施建设投资118,878亿元，较上年增长17.4%，在基础设施建设需求快速增长的带动下，2016年我国全社会建筑业增加值49,522亿元，比上年增长6.6%。全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润6,745亿元，增长4.6%，其中国有及国有控股企业实现利润1,879亿元，增长6.8%。

建筑行业对水泥、钢材等原材料的消耗量较大，因此原材料的价格波动对建筑企业的经营影响大。2016年，国内水泥、钢材等建筑材料价格均有所回升，全国水泥价格指数从年初79.25上涨至年末102.43，国内钢材价格指数从年初55.35上涨至年末99.48，建筑施工企业成本压力有所上升。另外，作为劳动密集型行业，建筑行业对劳动力成本上升较为敏感。近年，我国劳动力成本不断攀升，对建筑企业的经营造成一定的压力。

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年广东省总承包和专业承包完成建筑业总产值9652.31亿元，增长8.9%；实现利润总额424.91亿元，增长7.2%。各项增速均超出全国水平。

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，房地产处于调控阶段，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。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业经验、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

2016年，该公司营业收入规模同比增长32.65%至151.44亿元。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，2016年分别占公司营业收入的23.57%和66.95%；物业经营管理收入占比小幅下降，为7.99%；旅游酒店收入占比低于1%，对整体经营的影响很小。当年，公司不再进行燃料贸易业务。

图表 2. 公司营业收入构成情况 (单位: 亿元)

业务类别/金额	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年1-3 月
施工总承包和工程服务	40.35	42.19	35.69	10.35
房地产开发	33.03	54.31	101.39	29.17
物业经营管理	9.74	11.31	12.10	3.04
燃料贸易	23.58	3.20	-	-
旅游酒店	1.41	1.31	1.10	0.36
其他	0.86	1.85	1.16	0.04
合计:	108.97	114.17	151.44	42.96
毛利率	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年1-3 月
施工总承包和工程服务	10.28%	10.38%	7.74%	8.89%
房地产开发	40.36%	36.06%	30.39%	29.19%
物业经营管理	72.92%	46.69%	41.60%	41.44%
燃料贸易	1.72%	0.54%	-	-
旅游酒店	75.69%	67.50%	48.66%	71.89%
其他	46.10%	64.40%	83.57%	34.22%
综合毛利率:	24.28%	27.44%	26.42%	25.53%

注：根据珠实集团提供的数据绘制

该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，2016年分别为30.39%和41.60%，两项业务分别贡献了营业毛利的76.99%和12.58%；施工总承包和工程服务毛利率相对较低，2016年为7.74%，但作为公司主要收入来源仍贡献了营业毛利的6.90%；旅游酒店及其他业务利润贡献小。

2017年第一季度，该公司收入为42.96亿元，同比上升47.16%；营业毛利同比增长47.62%至11.05亿元，主要因房地产开发业务结转收入增加16.40亿元、结转毛利增加4.08亿元所致。

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。公司业务区域主要在广东省内，近年往湖南、海南等周边地区延伸。2016年，公司合同承接金额有所上升，储备项目增加，当年建筑施工和总包

以及工程装修合同金额分别为 25.80 亿元和 16.00 亿元，较上年分别增加 0.98 亿元和 2.78 亿元。当年承接合同中政府及非政府项目金额占比分别为 14.15%和 85.85%。

图表 3. 公司近年来合同承接情况

业务分类		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
合同承接情况	建筑施工和总承包 (亿元)	24.96	24.82	25.80	6.80
	工程装修 (亿元)	10.81	13.22	16.00	4.00
项目施工情况	施工面积 (万平方米)	368.18	376.59	390.00	332.16
	竣工面积 (万平方米)	69.67	63.70	68.25	16.00
	施工产值 (亿元)	32.62	30.03	31.12	26.50

注：根据珠实集团提供的资料整理、绘制

2016 年，该公司施工总承包和工程服务确认收入 35.69 亿元，同比减少 15.41%，主要原因系许多财政投资项目由于各种原因，启动缓慢影响了施工进度；另外，限购、限售曾策陆续出台，建筑市场投资处于观望状态，部分开发商资金不到位以致工程进度放缓。当年公司工程业务毛利率为 7.74%，比上年下降 2.64 个百分点，主要系因投标竞争激烈，特别是实施新的投标方式后，市场竞争的难度进一步加大，盈利空间被压缩；目前工程招标以资格后审标为主，投标门槛降低，外地企业大量涌入，市场竞争进一步恶化。

2017 年第一季度，该公司施工总承包和工程服务业务收入为 10.35 亿元，比上年同期减少 19.87%，虽当期该业务毛利率略微提升，但营业毛利依旧同比减少 16.98%至 0.92 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 年以来通过项目收购，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。2016 年随着行业景气度上升，公司开工项目较多，全年新开工面积比上年增加近 50.35 万平方米至 55.00 万平方米，竣工面积大幅增至 42 万平方米，销售面积比上年增加 37.94 至 65.39 万平方米。但总体看，公司的库存压力仍较大。

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
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	55.00	42.00	45.00	65.39	101.39

2017年第一季度	12.50	10.00	9.25	15.70	29.18
-----------	-------	-------	------	-------	-------

注：根据珠实集团提供的资料整理、绘制

目前，该公司重点项目（如图表 5 所示）中除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。项目概算总投资达到 506.88 亿元，2016 年共投资 79.66 亿元，2017 年 3 月末已累计投资 274.10 亿元，计划 2017-2019 年还将分别投入资金 31.62 亿元、25.85 亿元和 30.10 亿元。

图表 5. 截至 2017 年 3 月末公司重点项目情况(单位：亿元、万平方米)

项目名称	区位	业态	开工时间	(计划)竣工时间	计划投资额	已累计投资额	规划可售建筑面积	已签约销售面积	销售均价(元/平方米)	累计签约金额
珠江嘉园项目	广州市萝岗区	住宅	2010	2017.12	22.03	20.51	27.02	10.38	10360	16.34
金蝶项目	广州市荔湾区	住宅	2014.5	2016.3	21.59	19.85	7.19	4.54	31666	13.85
岭南苑项目(一期)	广州市白云新城	住宅	2014.8	2016.9	19.74	17.60	6.96	4.48	40630	18.24
佳滨苑项目	广州市海珠区	住宅	2013.10	2017.12	11.22	9.60	7.78	4.53	32888	14.23
菠萝山保障性住房项目	广州市天河区	住宅	2013.12	2016.1	22.46	15.20	41.77	9.3	5522	5.15
珠江花城项目	长沙市开福区	住宅	2005.9	2016.8	22.92	22.92	45.00	43.26	6980	30.20
珠江酃城	长沙市开福区	住宅	2012.6	2017	31.25	32.51	44.63	41.38	13000	53.79
中侨项目	合肥市政务文化新区	写字楼	2014.3	2020	17.80	16.03	17.39	3.33	13330	4.40
丽江花园项目	广州市增城区	住宅	2014.7	2019.10	18.71	20.55	22.19	11.99	15111	18.11
玫瑰园项目	西安市曲江新区	住宅	2013.1	2017.5	13.48	13.11	6.57	6.57	28000	18.40
S8 商办项目	广州市越秀区	写字楼	2012.12	2017.6	9.65	8.64	4.00	0	--	--
中华文化学院西侧地块项目	广州市海珠区	住宅	2017.3	2019.12	2.64	0.01	0.89	0	--	--
大明项目二期	广州市海珠区	住宅	未动工	-	6.10	0	1.90	0	--	--
美林湖项目	清远市清城区	住宅	2007.1	2027	544.40	370.40	850.00	214.00	7093	151.79
中源誉峰项目	肇庆市	住宅	2013.12	2018.12	23.95	7.89	35.9	2.00	5600	1.12
万众项目	西安市曲江新区	写字楼	2014.10	2017.10	41.2	23.3	20.19	2.57	15740	4.05

项目名称	区位	业态	开工时间	(计划)竣工时间	计划投资额	已累计投资额	规划可售建筑面积	已签约销售面积	销售均价(元/平方米)	累计签约金额
洋湖垸项目	长沙市大河西先导区	住宅	2016.10	2021.2	27.2	0.14	18.51	0	--	--
合计	--	--	--	--	506.88	274.10	1087.66	358.33	--	349.67

注：根据珠实集团提供的资料整理、绘制。

该公司开发项目的销售情况不理想，去化速度慢。除长沙珠江花城一期及二期项目、西安玫瑰园项目去化率高（超过 90%）外，其他项目去化率不理想。至 2017 年 3 月末，上述项目共实现销售金额 349.67 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超 550 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，截至 2017 年 3 月末已投资 15.20 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。但到 2017 年 3 月末，项目签约销售金额仅有 5.15 亿元，原预计的政府 2016 年 11.42 亿元的回购金额并未实现，主要原因系受市政道路及管线施工滞后影响，公租房和廉租房无法按照原计划于年前完成验收及回购。目前公司已与市住保办签订《合作建设协议补充协议》，市住保办将于 2017 年 7 月 31 日前向公司拨付回购房款 5 亿元。

另外，该公司目前正在筹划广州油制气厂项目（案名：广州珠江花城）、长沙华英项目等 2 个项目（如图表 5 所示），总投资 202.70 亿元，计划在 2017 年下半年启动建设。广州油制气厂地块位于广州市天河区，项目土地总面积为 18.29 万平方米，总建筑面积为 60.64 万平方米，是天河奥体板块内首个大型居住区，项目预计容积率为 3.2，主要以高层洋房为主，配套规模为 4.36 万平方米，涵盖教育、商业、公建、服务社区等。该项目拿地时间为 2014 年 4 月，土地证已于 2016 年初取得，目前已开始前期工程建设，项目预计总投资 178.00 亿元，截至 2017 年 3 月末已累计投资 87.48 亿元（其中包含拿地成本 61.50 亿元）。

图表 6. 截至 2017 年 3 月末拟建项目情况

项目	业态	预计开工时间	预计竣工时间	拟使用地块面积	计划总建筑面积	计划总投资额	未来投资计划		
							2017 年	2018 年	2019 年
华英项目	商业	2017.9	2019.7	6.50	23.40	24.70	4.60	7.00	5.60
油制气厂项目	住宅	2017.8	2026	18.29	60.64	178.00	2.50	5.50	3.80
合计	--	--	--	24.79	84.04	202.70	7.10	12.50	9.40

注：根据珠实集团提供的资料整理、绘制

根据项目开发规划，2017-2019 年，该公司在拟建项目上还将投入资金约 29 亿元，建设资金来源主要为项目销售资金。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。

2016 年，该公司未通过招拍挂获得商住用地，最近的拿地时间为 2015 年 9 月。目前公司土地储备（含近期拟建的项目）共 4 宗，土地面积共约 81 万平方米，土地储备较为充裕。公司 2017-2019 年没有拿地计划。

该公司尝试以股权加债权的形式合作开发项目，并提供债务融资。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；2016 年公司收购了清远市广州后花园有限公司（简称“清远后花园”）、陕西万众地产有限公司（简称“万众地产”）、广州新吉山房地产有限公司（简称“新吉山房产”）及肇庆市宏利高投资发展有限公司（简称“肇庆宏利高”）等项目股权。

2016 年收购的 4 个项目中，清远后花园的美林湖项目位于广州清远市，占地 537.72 万平方米，涉及土地证 232 个，项目业态为别墅、洋房、商铺、公寓等。该项目规划建筑面积为 850 万平方米，共分为 76 个组团，项目历史拿地成本为 5.80 亿元。截至 2016 年末竣工组团 27 个，用地面积 202.28 万平方米，建筑面积 179.00 万平方米；在建组团 8 个，用地面积 59.43 万平方米，建筑面积 109.67 万平方米；目前待建组团 41 个，土地面积为 243.29 万平方米，建筑面积 561.39 万平方米。项目（76 个组团）预计总投资 544.40 亿元，截至 2017 年 3 月末已完成投资 370.40 亿元，未来十年将依托广清一体化良好的发展政策和区位优势，打造为区域高端国际社区。万众地产的万众项目位于西安曲江新区核心位置——曲江池遗址公园（南湖）东南侧，占地 4.35 万平方米，总建筑面积为 30.66 万平方米，规划为集白金五星级酒店、超 5A 级写字楼为一体的城市综合体。其中酒店约 8 万平方米，写字楼约 12 万平方米，酒店将委托国际知名的喜达屋酒店管理公司全权管理。预计总投资 47.06 亿元，截至 2017 年 3 月末完成投资 28.68 亿元。

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	持股比例	股权收购对价	债权金额	债权投资利率	备注
创基丽江国际花园	2015.11	57.3257%	3.80	0	12%	委贷已还清
中侨中心	2015.10	50.71%	1.03	2.28	12%	
龙盛项目	2015.9	51%	0.084	2.916	12%	
金水湾项目	2016.12	40.3226%	0.30	1.0	8%	
美林湖项目	2016.12	48%	18.46	31.6	10%	
中源誉峰项目	2016.6	43.82%	0.78	2.72	12%	
万众项目	2016.5	49%	1.47	9.3	12%	

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, 但部分项目销售情况不理想。未来, 公司还有大规模开发计划, 若项目销售进度低于预期, 公司融资压力将加大。

2017 年广州市城市更新局指定该公司为广州市城市更新项目实施平台, 代表政府实施运作城市更新项目。重点是财政出资的城市更新项目, 高质高效的推动老旧小区、历史文化街区等城市更新项目的实施, 并负责长期市场化运作, 引导区域产业转型升级。预计公司未来风险较低的旧改项目将增多。

3. 物业经营、酒店运营及贸易等业务

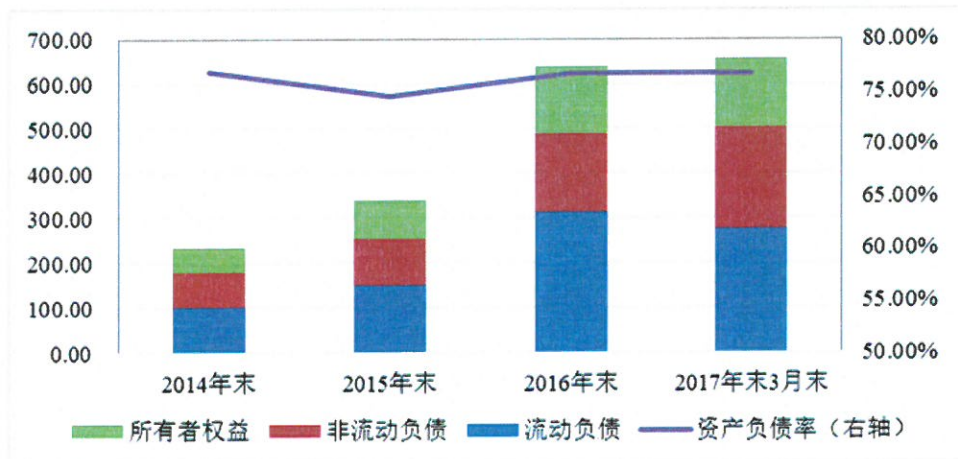
2016 年, 该公司可租面积和实际租赁面积基本稳定, 除中澳皮具城出租率较低 (约 60%) 外, 其他物业基本满租。当年租金水平基本和 2015 年持平。2016 年及 2017 年第一季度, 公司物业经营收入分别为 12.10 亿元和 3.04 亿元, 营业毛利占总毛利比重分别为 12.58% 和 19.71%。2016 年毛利率为 41.44%, 基本和 2015 年持平; 2017 年第一季度毛利率上升至 49.24%, 提升的原因主要系租金水平比上年有所提升, 以及中澳皮具城出租率提升至 89%。

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)。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%。2016 年及 2017 年第一季度公司酒店业务分别实现收入 1.10 亿元和 0.36 亿元, 比 2015 年和 2016 年第一季度均有所减少。

(四) 财务质量

2016 年末，因并表范围扩大及自身业务扩张，该公司负债规模快速扩大，负债总额为比上年末增长 93.38% 至 488.30 亿元（其中清远后花园和万众地产剔除集团内部借款后的负债总额分别为 101.28 亿元、35.17 亿元）。同时所有者权益亦随着增长，资产负债率较上年末提升 2.21 个百分点至 76.73%，考虑到 2016 年末权益中包含的 15 亿元永续中票，公司实际资产负债率已上升至 79.09% 的高位。2017 年 3 月末，公司负债进一步上升至 502.80 亿元，资产负债率为 76.70%，实际资产负债率为 78.99%。

图表 8. 公司近年来资金来源及资产负债率变化趋势（单位：亿元）



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。2016 年末，公司短期刚性债务和中长期刚性债务余额分别为 142.55 亿元和 168.34 亿元，较年初分别增加 65.42 亿元和 58.32 亿元。从融资主体看，公司刚性债务主要分布在本部、上市子公司珠江实业和清远后花园，2016 年末三者分别占公司刚性债务总额的 55.38%、23.25% 和 13.70%。从债务类型看，2016 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 102.45 亿元、银行借款 174.44 亿元。2017 年 3 月末，公司刚性债务较 2016 年末增加 38.39 亿元至 349.28 亿元，中长期刚性债务规模因长期借款增加而比年初增加 53.27 亿元，短期刚性债务因超短期融资券的到期兑付而减少 14.55 亿元。

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。2016 年末，公司应付账款较上年末上升 121.26% 至 39.09 亿元，主要系因为当年并表范围扩大、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。公司预收款项主要为预售房款和预收工程款，2016 年末为 51.87 亿元，较年初增加 36.30 亿元，主要因当年销售大幅增长，但部分未结转收入。公司其他应付款主要为往来款、税费及工程保证金等，同年末其他应付款余额为 71.34 亿元，较上年末增加 37.28 亿元，其中因将

清远后花园和万众地产纳入合并范围产生的其他应收款分别为 11.16 亿元和 24.32 亿元。2017 年 3 月末，公司债务结构未有重大变化。

2016 年，随着该公司房产销售放量，销售商品、提供劳务收到的现金比上年增长 39.57%，但由于新增 30 亿元的对下属公司的委托贷款，以及往来款流出增加，支付的其他与经营活动有关的现金比上年增加 47.19 亿元，经营性现金流量净额分别为-9.70 亿元。2017 年第一季度公司经营性现金流量净额为-11.98 亿元。2016 年及 2017 年第一季度公司投资性现金流量净额分别为-14.24 亿元和-16.01 亿元。2016 年公司投资活动产生的现金流出较上年大幅增大，主要因公司对后花园公司和宏利高公司以增资形式取得两家公司的控制权，其中对后花园公司出资 18.46 亿元；2017 年第一季度的投资支出主要系公司委贷、二级市场股票和理财产品投资。公司主要通过对外借款和债券发行筹集资金，2016 年及 2017 年第一季度筹资性现金流量净额分别为 51.01 亿元和 28.09 亿元，融资需求规模仍较大。

2016 年末，该公司资产总额较年初增长 87.80%至 636.35 亿元，其中存货占比已提升至 63.24%。当年，由于清远后花园并表，公司房地产经营规模扩大，存货较上年末增长 90.29%至 402.42 亿元(其中清远后花园 94.77 亿元)，其中包括开发成本 391.61 亿元、开发产品 4.32 亿元和工程施工 4.25 亿元。2017 年 3 月末，公司资产总额为 655.52 亿元，较年初略有增加。其中存货为 405.10 亿元，较 2016 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，2016 年末分别占资产总额的 11.83%、2.67%、10.60%、2.25%和 2.35%。其中，货币资金余额为 75.26 亿元，基本不受限，比年初增长 57.39%，主要原因系当期销售房款回收及理财产品赎回；应收账款主要来自子公司工程施工板块，2016 年末应收账款较年初减少 2.15 亿元至 14.83 亿元；其他应收款主要为工程保证金、担保款以及往来款等，2016 年末为 67.46 亿元，较年初增加 53.66 亿元，主要系并表范围扩大，其中 31.60 亿元为清远后花园提前分配给股东的未来分红，12.83 亿元为万众地产的其他应收款；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，2016 年末账面价值为 14.94 亿元。另外，2016 年末，公司可供出售金融资产为 14.34 亿元，为股票资产。2017 年 3 月末，可供出售金融资产因新增 9 亿元委贷和二级市场股票投资而比上年末增加 11.39 亿元至 25.73 亿元；投资性房地产比年初增加 6.93 亿元；固定资产比年初减少 6.73 亿元。此外，其他科目未有重大变化。

该公司部分资产已用于银行借款等融资的抵、质押。截至 2017 年 3 月末，公司所有权受限制的资产账面价值合计为 150.5 亿元，占公司总资产的

比例为 23.00%，其中货币资金为 0.88 亿元、存货为 136.66 亿元、投资性房地产为 12.58 亿元、固定资产为 0.38 亿元。

该公司货币资金存量较充裕，2016 年末和 2017 年 3 月末现金比率分别为 25.84% 和 28.87%，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。

2016 年，随着房地产行业景气度回升，该公司房产销售放量使营业收入比上年增长 32.65% 至 151.44 亿元，营业毛利同比增长 27.72% 至 40.02 亿元，综合毛利率较上年下降 1.92 个百分点，仍处于 26.42% 的良好水平。同期，因处置长期股权投资、持有可供出售金融资产分红、处置金融资产等原因获得投资收益，当年公司实现投资净收益为 1.57 亿元，同比减少 6.11%。而当年公司营业外收入为 0.48 亿元，较上年减少 0.27 亿元，主要因拆迁补助减少 0.30 亿元。

2016 年，该公司主要因并表范围扩大，期间费用同比增长 34.64% 至 15.88 亿元。其中，增加最多的为销售费用，比上年增长 3.86 亿元至 6.12 亿元；管理费用增加 1.24 亿元至 7.80 亿元；财务费用因利息大部分资本化及利息收入的抵消而同比减少 1.02 亿元至 1.96 亿元。期间费用率为 10.49%，比上年提升 2.70 个百分点。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 10.58% 至 11.31 亿元。

受益于营业毛利增加，2016 年该公司净利润同比增长 11.23% 至 9.81 亿元。公司净资产收益率较 2015 年下滑 4.16 个百分点至 8.37%，但仍处于较好水平。

2017 年第一季度，该公司营业收入和营业毛利分别同比上升 47.16% 和 47.62%，盈利能力变化不大；净利润同比增长 118.46% 至 3.80 亿元。

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 2017 年 3 月末，公司获得的商业银行贷款授信额度为 213.28 亿元，其中尚未使用的贷款授信额度为 86.86 亿元。

根据该公司提供的 2017 年 5 月 22 日《企业信用报告》所载，公司本部无不良贷款和欠息情况发生。此外，公司发行过多期债券，到目前未发生违约情况。截至 2017 年 5 月末，公司 12 期债券尚在存续期（如图表 9 所示），本金合计为 113.00 亿元，目前利息支付正常。

图表 9. 截至 2017 年 5 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
14 粤珠江 PPN002	2.50	3 年	7.80	2014-6-19	15 亿元/2014 年 5 月	付息正常
14 粤珠江 PPN003	5.00	3 年	8.00	2014-6-26		付息正常
14 粤珠江 PPN004	7.50	3 年	6.50	2014-9-19		付息正常
14 粤珠江 MTN001	6.00	5 年	7.35	2014-4-30	8 亿元/2014 年 3 月	付息正常
14 粤珠江 MTN002	2.00	5 年	5.95	2014-9-19		付息正常
15 粤珠江 MTN001	15.00	5+N 年	4.60	2015-12-16	15 亿元/2015 年 11 月	付息正常
16 珠江 01	5.00	5 年	3.32	2016-3-15	20 亿元/2016 年 1 月	付息正常
16 珠江 02	15.00	5 年	3.44	2016-09-22		未到付息期
16 粤珠江 MTN001	15.00	5 年	3.72	2016-09-06	15 亿元/2016 年 6 月	未到付息期
16 粤珠江 SCP003	10.00	270 天	2.98	2016-10-18	40 亿元/2014 年 11 月	-
16 粤珠江 SCP004	20.00	270 天	3.20	2016-10-29		-
17 粤珠江 SCP001	10.00	180 天	4.85	2017-04-27	60 亿元/2016 年 12 月	-

资料来源：珠实集团

综上所述，该公司跟踪期内通过收购股权加债权取得合作项目，经营规模快速扩张，资产和债务显著增长，财务杠杆水平小幅升高，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。

鉴于该公司持续获得政府支持，业务上并购多家公司，同时自身业务亦快速扩张，使经营规模急剧扩张，抗风险能力增强，新世纪评级决定将公司主体级别由 AA⁺调升至 AAA，展望为稳定，16 珠江 01 和 16 珠江 02 的级别由 AA⁺调升至 AAA。

本评级机构仍将持续关注：(1) 房地产调控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) 该公司后续并购安排。

附录一：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年	2017年 第一季度
资产总额 [亿元]	234.56	338.84	636.35	655.52
货币资金 [亿元]	30.16	47.82	75.26	75.13
刚性债务[亿元]	113.03	187.15	310.89	349.28
所有者权益 [亿元]	54.41	86.33	148.05	152.72
营业收入[亿元]	108.97	114.17	151.44	43.15
净利润 [亿元]	7.65	8.82	9.81	3.80
EBITDA[亿元]	16.56	17.18	19.82	—
经营性现金净流入量[亿元]	-1.66	5.96	-9.70	-11.98
投资性现金净流入量[亿元]	-45.08	-1.76	-14.24	-16.01
资产负债率[%]	76.80	74.52	76.73	76.70
长期资本固定化比率[%]	56.20	21.45	18.60	19.42
权益资本与刚性债务比率[%]	48.14	46.13	47.62	43.73
流动比率[%]	157.82	197.56	183.06	210.57
速动比率 [%]	54.23	54.72	52.76	60.08
现金比率[%]	31.69	34.50	25.84	28.87
利息保障倍数[倍]	2.13	1.07	0.84	—
有形净值债务率[%]	335.49	296.45	332.32	331.43
营运资金与非流动负债比率[%]	73.96	145.44	150.92	134.92
担保比率[%]	-	-	-	—
应收账款周转速度[次]	17.99	9.33	8.98	—
存货周转速度[次]	0.94	0.53	0.36	—
固定资产周转速度[次]	17.55	17.50	12.34	—
总资产周转速度[次]	0.54	0.40	0.31	—
毛利率[%]	24.28	27.44	26.42	25.62
营业利润率[%]	6.82	9.64	9.33	11.65
总资产报酬率[%]	7.51	5.43	3.74	—
净资产收益率[%]	15.27	12.53	8.37	—
净资产收益率*[%]	15.70	12.55	11.51	—
营业收入现金率[%]	98.23	92.98	97.83	74.01
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-1.84	4.73	-4.16	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.09	2.76	-2.62	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-51.85	3.33	-10.27	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-30.78	1.94	-6.46	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.33	1.18	0.91	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.11	0.08	—

注：表中数据依据珠实集团经审计的2014~2016年度及未经审计的2017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(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×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%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
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%
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)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：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。

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	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：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。