

广州开发区工业发展集团有限公司

2015 年公司债券 2018 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【1001】号 01

债券简称：15 穗工债
债券剩余规模：5.5 亿元
债券到期日期：
2020 年 12 月 18 日
债券偿还方式：每年付
息一次，到期还本，附
第三年末公司上调票面
利率选择权和投资者回
售选择权。

分析师

姓名：
张晓辉 林心平

电话：
0755-82871027

邮箱：
zhangxh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

广州开发区工业发展集团有限公司 2015 年公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 6 月 26 日	2017 年 6 月 22 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对广州高新区投资集团有限公司¹（以下简称“公司”）及其于 2015 年 12 月 18 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，2017 年公司营业收入保持增长，自持物业规模较大，未来租赁收入有望增长，并且公司获得外部支持力度较大；同时鹏元关注到公司经营活动现金流持续净流出，在建及拟建项目面临较大资金压力，其他应收款对公司资金形成占用，有息债务偿债压力有所加大等风险因素。

正面：

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**2017 年广州黄埔区、广州开发区分别实现地区生产总值 3,209.53 亿元、2,639.45 亿元，分别同比增长 6.6%、7.0%，当年黄埔区公共财政预算收入为 160.32 亿元，同比增长 13.53%，区域经济和财政保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- **2017 年公司营业收入保持增长，自持物业规模较大，未来租赁收入有望增长。**公司业务以园区开发、现代服务业为主，2017 年实现营业收入 8.10 亿元，同比增长 11.18%。2017 年公司实现租赁收入 1.57 亿元，主要自持租赁物业建筑面积合计 66.96 万平方米，并且在建及拟建的拟出租物业较多，未来租赁收入有望增长。
- **投资收益对公司利润形成较好补充。**2017 年公司实现投资收益 2.25 亿元，其中长

¹ 2017 年公司名称由广州开发区工业发展集团有限公司变为广州高新区投资集团有限公司。

期股权投资贡献投资收益 1.63 亿元，对公司营业利润形成较好补充。

- **公司获得外部支持力度较大。**2017 年广州开发区财政局对公司项目增资 4.79 亿元，股东通过股权划转对公司增资 2.61 亿元，合计增加公司实收资本 7.40 亿元。

关注：

- **公司经营活动现金流持续净流出，且在建及拟建项目尚需投资较多，面临较大的资金压力。**2017 年公司经营活动现金净流出 4.60 亿元，连续两年净流出；截至 2017 年末，公司在建及拟建项目尚需投资 30.22 亿元，面临较大的资金压力。
- **其他应收款规模较大，对公司资金形成占用，且存在一定回收风险。**截至 2018 年 3 月末，公司其他应收款合计 18.46 亿元，占总资产的 13.97%，其他应收款规模较大，对公司资金形成占用，且其他应收款多投向房地产项目，存在一定回收风险。
- **公司资产负债率较高，有息债务持续增长，偿债压力有所加大。**截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率为 67.54%，有息债务为 68.55 亿元，较 2016 年末增长 21.28%，其中 2018 年 4-12 月、2019-2020 年分别到期 14.54 亿元、15.89 亿元、8.46 亿元，偿债压力有所加大。
- **公司对外担保存在一定或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保余额为 5 亿元，占期末净资产的 11.48%，存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标：

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,321,292.98	1,289,119.19	1,047,292.06	901,408.13
所有者权益（万元）	428,914.10	435,437.66	345,800.87	311,943.13
有息债务（万元）	685,490.68	680,069.69	565,219.99	425,818.20
资产负债率	67.54%	66.22%	66.98%	65.39%
流动比率	1.63	2.36	2.68	2.19
营业收入（万元）	7,055.75	80,973.39	72,830.41	25,239.94
投资收益（万元）	268.27	22,470.09	20,119.65	32,366.36
利润总额（万元）	-6,365.12	21,244.06	24,793.87	22,899.61
综合毛利率	35.84%	38.37%	30.53%	38.39%
EBITDA（万元）	-	55,204.35	51,734.01	42,124.57
EBITDA 利息保障倍数	-	1.89	2.25	2.29
经营活动现金流净额（万元）	14,445.41	-45,971.73	-30,715.81	6,965.71

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及 2018 年一季报，2016 年数据为 2017 年审计报告的期初数，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年12月18日公开发行5.5亿元5年期公司债券，票面利率为4.1%。本期债券募集资金扣除发行费用后，已按募集说明书约定将资金用于补充公司流动资金。

二、发行主体概况

2017年，公司名称由广州开发区工业发展集团有限公司更改为广州高新区投资集团有限公司，董事长由洪汉松变更为许鸿生，总理由钟英华变更为王平，注册资本由199,298.74万元增至271,730.98万元，实收资本由248,870.31万元增至322,831.10万元，公司主营业务、控股股东、实际控制人均未发生变更。截至2017年末，公司注册资本为271,730.98万元，实收资本为322,831.10万元，控股股东和实际控制人均为广州开发区国有资产监督管理局，控股股东持股比例为100%。2017年公司新增纳入合并范围一级子公司3家，减少子公司1家，具体明细如表1所示。

表1 2017年公司纳入合并范围的一级子公司变化情况（单位：万元）

新增子公司名称	持股比例	实收资本	主营业务	合并方式
广通生物科技（广州）有限公司	100%	20,000	医学研究和试验	投资设立
广州市黄埔乙丰投资经营有限公司	100%	12,000	商务服务业	划拨
广州云埔工业区东诚实业有限公司	100%	3,100	房地产租赁经营	划拨
减少子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	减少原因
广州科寓投资管理有限公司	100%	1000	投资管理	划出

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为128.91亿元，所有者权益为43.54亿元，资产负债率为66.22%；2017年度，公司实现营业收入8.10亿元，利润总额2.12亿元，经营活动现金流净额-4.60亿元。

截至2018年3月31日，公司资产总额为132.13亿元，所有者权益为42.89亿元，资产负债率为67.54%；2018年1-3月，公司实现营业收入0.71亿元，利润总额-0.64亿元，经营活动现金流净额1.44亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为

对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表2 2017年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

(二) 区域环境

广州市整体经济发展水平较高,2017年经济规模保持增长,但增速有所下滑

2017年广州市国民经济规模保持增长,但增速有所下降,当年全市地区生产总值为21,503.15亿元,同比增长7.0%,增速较上年下降1.2个百分点;其中第一产业增加值233.49亿元,同比下降1.0%;第二产业增加值6,015.29亿元,同比增长4.7%;第三产业增加值15,254.37亿元,同比增长8.2%;一、二、三次产业增加值的比例由2016年的1.22:30.22:68.56调整为1.09:27.97:70.94,;第三产业占比提升。2017年广州工业增加值、

固定资产投资均保持增长，但增速较上年均有所下降，其中房地产开发投资2,702.89亿元，同比增长6.4%，增速较上年下降12.5个百分点，降幅较大。当年广州市社会消费品零售总额、进出口总额规模较大且均保持较快增长，是当地经济增长的主要动力。2017年广州市人均GDP15.07万元，大幅高于全国人均GDP，整体经济发展水平较高。

表3 2016-2017年广州市主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	21,503.15	7.0%	19,610.94	8.2%
第一产业增加值	233.49	-1.0%	240.04	0.2%
第二产业增加值	6,015.29	4.7%	5,925.87	6.0%
第三产业增加值	15,254.37	8.2%	13,445.03	9.4%
工业增加值	5,459.69	5.2%	5,369.40	6.2%
固定资产投资	5,919.83	5.7%	5,703.59	8.0%
房地产开发投资	2,702.89	6.4%	2,540.85	18.9%
社会消费品零售总额	9,402.59	8.0%	8,706.49	9.0%
进出口总额	9,714.36	3.7%	8,566.92	3.1%
地方人均GDP（元）	150,678		145,254	
地区人均GDP/全国人均GDP	2.53		2.69	

资料来源：2016-2017年广州市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2017年广州黄埔区、广州开发区经济仍保持较快增长，且增速有所提升

广州经济技术开发区于1984年经国务院批准成立，与广州高新技术产业开发区、广州出口加工区、广州保税区、中新广州知识城合署办公，实行“五区合一”管理体制，统称广州开发区。2014年1月，经国务院批复同意，撤销原黄埔区、萝岗区，设立新的黄埔区，2015年9月黄埔区正式挂牌成立。截至2017年末，广州黄埔区管辖面积486.17平方公里，下辖14街1镇，常住人口109.10万人，广州开发区管委会和广州市黄埔区人民政府实行联合办公。

2017年广州黄埔区经济仍保持较快增长，当年实现地区生产总值3,209.53亿元，同比增长6.6%，增速较上年增加1个百分点，其中广州开发区地区生产总值2,639.45亿元，同比增长7.0%。2017年广州黄埔区第一产业增加值5.52亿元，同比下降7.6%；第二产业增加值1,918.77亿元，同比增长5.4%；第三产业增加值1,285.25亿元，同比增长9.0%；一、二、三次产业结构为0.2：59.8：40.0，第三产业增加值比重比2016年提高了2.8个百分点。按2017年末常住人口计算，2017年广州黄埔区人均地区生产总值为29.42万元，是全国人均地区生产总值的4.93倍。2017年广州黄埔区完成固定资产投资1,101.19亿元，同比增长28.6%，主要是在LG8.5代面板、中远航运船舶购置等重大工业项目投资

发力带动下工业投资增长较多所致。2017年广州黄埔区进出口总额仍保持增长，合同利用外资出现大幅下降，但实际利用外资仍有增长。

表4 2016-2017年广州黄埔区、广州开发区主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	3,209.53	6.6%	3,006.00	5.6%
其中：广州开发区	2,639.45	7.0%	2,471.00	6.0%
第一产业增加值	5.52	-7.6%	-	-
第二产业增加值	1,918.77	5.4%	-	-
第三产业增加值	1,285.25	9.0%	1,090.00	12.4%
工业增加值	1,800.84	5.9%	-	-
完成固定资产投资	1,101.19	28.6%	857.00	8.4%
进出口总额	2,662.00	7.1%	-	-
合同利用外资（亿美元）	22.44	-46.8%	42.20	314.0%
实际利用外资（亿美元）	22.21	1.4%	21.90	91.0%
地区人均GDP（万元）		29.42		-
地区人均GDP/全国人均GDP		493%		-

注：广州开发区经济指标由原萝岗片区+临港经济区+云埔工业区构成，标“-”数据未取得。

资料来源：关于广州黄埔区、广州开发区2016年国民经济和社会发展计划执行情况与2017年计划草案的报告，广州黄埔区、广州开发区2017年12月统计月报，鹏元整理

随着经济的快速发展，2017年广州市地方综合财力继续保持增长，财政自给能力较强

随着经济的快速发展，广州市地方综合财力继续保持增长。2017年广州市全市地方综合财力2,843.97亿元，同比增长24.68%，其中公共财政预算收入和政府性基金收入分别占53.45%、43.58%，是地方综合财力的主要来源。

2017年广州市全市公共财政预算收入为1,520.00亿元，同比增长10.84%，其中税收收入为1,219.80亿元，同比增长15.60%，税收收入占公共财政预算收入的80.25%，占比较高，公共财政预算收入质量较好。2017年广州市全市政府性基金收入为1,239.34亿元，同比增长54.49%，主要系国有土地出让金收入大幅增加所致。

2017年广州市本级地方综合财力为1,330.13亿元，同比增长15.53%，其中公共财政预算收入为735.00亿元，同比增长14.93%；政府性基金收入为539.86亿元，同比增长27.24%。当年广州市本级税收收入为580.39亿元，税收收入占公共财政预算收入的78.96%，公共财政预算收入质量较好。

从财政支出来看，2017年广州市全市和市本级财政支出分别为3,384.53亿元、1,264.02亿元，其中公共财政预算支出分别为2,092.63亿元、737.14亿元；财政自给率

分别为72.64%、99.71%，财政自给能力较强。

表5 2016-2017年广州市全市和市本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	全市	市本级	全市	市本级
地方综合财力（一+二+三+四）	2,843.97	1,330.13	2,281.10	1,151.30
（一）公共财政预算收入	1,520.00	735.00	1,371.40	639.50
其中：税收收入	1,219.80	580.39	1,055.20	-
非税收入	300.20	154.61	316.20	-
（二）政府性基金收入	1,239.34	539.86	802.20	424.30
其中：国有土地出让金收入	1,166.00	506.00	-	-
（三）国有资本经营预算收入	53.99	40.16	79.30	75.30
（四）财政专户管理资金预算收入	30.64	15.11	28.20	12.20
财政支出（一+二+三+四）	3,384.53	1,264.02	2,869.00	1,319.00
（一）公共财政预算支出	2,092.63	737.14	1,888.20	745.60
（二）政府性基金支出	1,220.56	486.06	871.50	483.30
（三）国有资本经营预算支出	38.81	25.07	79.60	75.60
（四）财政专户管理资金预算支出	32.53	15.75	29.70	14.50
税收收入/公共财政预算收入	80.25%	78.96%	76.94%	-
财政自给率	72.64%	99.71%	72.63%	85.77%

注：标“-”数据未取得。

资料来源：关于广州市2017年预算执行情况和2018年预算草案的报告，广州市2016年预算执行情况和2017年预算草案的报告和草案，鹏元整理

2017年广州黄埔区地方综合财力增长较快，财政实力较强

由于政府性基金收入的大幅增长，2017年黄埔区地方综合财力增长较快，达到380.08亿元，同比增长36.27%，其中公共财政预算收入和政府性基金收入占比分别为42.18%、36.68%，是地方综合财力的主要来源。

随着地方经济的发展，2017年黄埔区公共财政预算收入为160.32亿元，同比增长13.53%，其中税收收入为140.20亿元，同比增长11.07%，税收收入占比为87.45%，较上年略有下降但依然较高，公共财政预算收入质量较好。2017年黄埔区政府性基金收入为139.43亿元，同比增长125.39%，主要系当年国有土地使用权出让收入大幅增长所致。受专项转移支付减少的影响，2017年黄埔区税收返还等上级转移支付收入有所减少。

从支出情况来看，2017年黄埔区公共财政预算支出和政府性基金支出均出现大幅增长，并带动财政支出的增加，当年黄埔区财政支出为340.04亿元，同比增长38.50%。2017年黄埔区财政自给率为69.54%，较上年有所下降但依然尚可。

表6 2016-2017年黄埔区财政收支情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
地方综合财力（一+二+三+四+五）	3,800,792	2,789,061
（一）公共财政预算收入	1,603,154	1,412,121
其中：税收收入	1,401,977	1,262,226
非税收入	201,177	149,895
（二）税收返还等上级转移支付收入	720,000	730,530
（三）政府性基金收入	1,394,270	618,608
（四）国有资本经营预算收入	74,698	20,518
（五）财政专户管理资金收入	8,670	7,284
财政支出（一+二+三+四）	3,404,213	2,457,846
（一）公共财政预算支出	2,305,375	1,706,816
（二）政府性基金支出	1,015,754	714,038
（三）国有资本经营预算支出	74,681	20,521
（四）财政专户管理资金支出	8,403	16,471
税收收入/公共财政预算收入	87.45%	89.39%
财政自给率	69.54%	82.73%

注：财政自给率=公共财政预算收入/公共财政预算支出。

资料来源：关于黄埔区、广州开发区2017年预算执行情况与2018年预算草案的报告，鹏元整理

四、经营与竞争

公司营业收入以园区开发收入和现代服务收入为主，其中园区开发业务主要包括商品房销售、物业租赁和物业管理等，现代服务业务包括融资租赁、酒店餐饮等。2017年公司实现营业收入8.10亿元，同比增长11.18%；其中园区开发业务收入和现代服务业务收入占比分别为85.85%、13.60%。从毛利率来看，2017年公司综合毛利率为38.37%，较上年增加7.85个百分点，主要系商品房销售、物业租赁等业务毛利率有所提升所致。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
园区开发板块收入	69,518.46	36.53%	65,253.76	26.80%
其中：商品房销售	42,698.43	32.58%	41,393.47	21.13%
物业租赁	15,683.75	35.06%	15,960.68	22.26%
物业管理	5,073.86	28.75%	1,805.53	8.92%
市政拆迁及代建	4,392.98	74.10%	4,599.66	84.93%
其他	1,669.44	76.11%	1,494.43	75.23%

现代服务业板块收入	11,016.08	49.02%	6,886.06	61.00%
其中：融资租赁业务	7,771.63	51.43%	4,215.71	67.76%
酒店住宿及餐饮收入	2,664.08	48.63%	2,343.28	48.27%
其他	580.37	18.64%	327.07	65.03%
其他综合业务收入	438.85	63.19%	690.59	78.79%
合计	80,973.39	38.37%	72,830.41	30.53%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司商品房销售情况较好，但剩余可售面积较少，且无在建及拟建房地产项目，业务可持续性较差

公司商品房项目包括水韵翔庭和水韵雅庭。水韵翔庭是广州开发区西区第一个“三旧”改造项目，总建筑面积8.94万平方米，其中商业配套面积1.41万平方米由公司自持，2017年末该项目已经完工。水韵雅庭项目建筑面积5.36万平方米，其中商业配套面积0.98万平方米由公司自持，2017年已经主体竣工。

截至2017年末，公司在售商品房项目可售面积合计7.37万平方米，已售面积合计6.98万平方米，销售情况较好。2017年公司商品房项目销售结转收入4.27亿元，均来源于水韵翔庭和水韵雅庭项目。从资金回笼情况来看，公司在售商品房项目计划总投资9.99亿元，2017年末已投资10.01亿元，已回笼资金8.55亿元。2017年末公司尚无在开发或拟开发商品房项目，业务可持续性较差。

表8 截至 2017 年末公司商品房项目销售情况（单位：万平方米、亿元）

商品房项目	开始销售时间	可售面积	已售面积	已售金额	2017年结转金额	累计结转金额
水韵翔庭	2014/12	4.34	4.27	5.53	1.22	5.36
水韵雅庭	2016/4	3.03	2.71	3.51	3.05	3.05
合计		7.37	6.98	9.04	4.27	8.41

注：可售面积为取得预售许可证面积之和。

资料来源：公司提供

表9 2017 年末公司商品房项目情况（单位：万平方米、亿元）

商品房项目	建筑面积	计划总投资	已投资	已售金额	已回笼资金
水韵翔庭	8.94	6.29	6.33	5.53	5.4
水韵雅庭	5.36	3.70	3.68	3.51	3.15
合计	14.30	9.99	10.01	9.04	8.55

注：水韵翔庭计划总投资有所调整且已投资大于计划总投资。

资料来源：公司提供

2017年公司自持物业面积不断增加，且在建拟出租物业较多，未来租赁收入有望增长，但需关注在建及拟建项目的资金压力

除房地产开发外，公司还为广州开发区园区内企业提供物业租赁、管理等服务。

物业租赁方面，近年公司在广州开发区内新建了一批标准厂房、专业厂房、员工公寓、商业用房，包括生物岛南部组团、西区厂房、香雪公寓一期等项目。2017年末公司主要租赁物业建筑面积合计66.96万平方米，较2016年末增长1.58万平方米，大部分物业出租率维持在较高水平，出租情况较好。当年实现物业租赁收入15,683.75万元，较上年略有下降，主要系个别项目租赁收入下降所致。

公司物业租赁收入主要来源于生物岛南部组团、西区厂房和香雪公寓一期的租赁收入，2017年三者租赁收入合计为1.07亿元，占租赁收入的68.15%。生物岛南部组团总建筑面积20.73万平方米，2017年出租率和租金水平均有所上涨；西区厂房建成时间较长，2017年租金水平有所下降使得租赁收入有所降低；2017年公司将香雪公寓一期委托广州开发区人才工作集团经营，相关租金标准尚未确定，该项目当年公司仅确认815.27万元收入。2017年天鹿大厦租赁收入大幅提升是由于当年该物业已过免租期正常收租所致。

表10 截至2017年末公司主要出租物业情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	类型	建筑面积	出租率	2017年收入	2016年收入
生物岛南部组团	标准厂房	20.73	80%	7,735.86	5,783.85
西区厂房	厂房	14.27	85%	2,136.63	2,596.38
香雪公寓一期	公寓	10.54	60%	815.27	4,526.36
天鹿大厦	办公、商业	2.59	100%	763.08	95.50
永兴轻工园	厂房	3.34	100%	719.50	702.40
永和金融大楼	办公、商业	2.93	85%	707.32	624.32
日晶公寓	公寓	2.47	99%	530.54	535.27
创业一条街	办公、商业	2.14	100%	368.44	202.00
天鹿花园公房住宅	住宅	1.35	100%	359.59	-
联世广场	办公、商业	1.38	100%	291.03	296.00
希世比厂房	厂房	3.60	100%	167.98	-
永和大楼	办公	0.82	100%	157.78	359.69
保税区员工楼	公寓	0.80	70%	149.52	78.89
其他	-	-	-	781.21	160.02
合计	-	66.96	-	15,683.75	15,960.68

注：生物岛南部组团规划建筑面积23.90万平方米，实际建成面积20.73万平方米；永和大楼规划建筑面积1.01万平方米，实际建成面积0.82万平方米。

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司在建及拟建的拟出租物业有生物岛标四产业园一期、二期、香雪国际公寓二期、生物岛总部社区等，项目总建筑面积合计68.15万平方米，未来随着在建项目的陆续完工，公司可供出租物业面积将进一步增加，租赁收入有望增长。

同时鹏元注意到,公司在建及拟建拟出租物业计划总投资40.90亿元,已投资16.26亿元,尚需投资24.64亿元,并且出租物业投资回收期较长,公司面临较大的资金压力。

表11 截至 2017 年末公司在建及拟建拟出租物业情况 (单位: 万平方米、亿元)

项目名称	项目类型	建筑面积	计划总投资	已投资	尚需投资	预计完工时间
生物岛总部社区	公寓、酒店	15.84	11.90	7.22	4.68	2018.9
生物岛标四产业园一期	标准厂房	15.87	8.70	2.36	6.34	2018.12
香雪国际公寓二期	公寓	9.66	4.59	4.22	0.37	2018.9
知识城知祥公寓	公寓	7.53	3.71	2.46	1.25	2018.9
GE 中试平台	标准厂房	4.25	2.00	0.00	2.00	2019.6
生物岛标四产业园二期	商业	15.00	10.00	0.00	10.00	2020.12
合计		68.15	40.90	16.26	24.64	-

注: 生物岛总部社区计划总投资有所调整。

资料来源: 公司提供

公司物业管理主要由子公司广州天经物业管理有限公司(以下简称“天经物业”)负责。2017年公司将生物岛部分物业管理进行外包,使得天经物业物业管理面积减少16万平方米至84.09万平方米,同时天经物业新增32.09万平方米受托经营面积,使得其物业管理收入增至3,335.76万元,加之公司当年将部分子公司代收水电费业务收入计入物业管理收入,当年公司实现物业管理收入5,073.86万元,较上年大幅增长,同时代收水电费业务毛利率较高使得物业管理收入毛利率有所提升。

市政拆迁及代建、招商及投资服务收入是公司收入的有益补充,且上述业务毛利率水平较高

市政拆迁及代建业务是公司作为广州开发区的开发和运营主体承担的市政拆迁、代建等服务。一般情况下,公司只负责项目管理,项目资金来源主要为财政预算资金和专项资金划拨等,公司按一定标准收取代建管理费。根据《广州开发区、萝岗财政投资基本建设财务管理规定》穗开财字【2014】53号及《主任办公会议纪要》【2007】28号文件相关规定,市政拆迁业务动员拆迁费用一般为拆迁补偿总额的3%,但具体到项目上,仍需合作双方在上述规定的基础上自行调整。代建项目管理费收取规定根据《广州开发区区萝岗区财政投资基本建设项目代建制管理办法》穗开管【2011】48号文件规定,管理费收取标准如下表所示。

表12 代建管理业务收费标准

项目批准额	收费标准
项目批准额小于等于 1 亿元	投资估算值*2.5%
项目批准额大于 1 亿元、小于等于 5 亿元	250 万元+ (投资估算值-1 亿元) *1.5%

项目批准额大于 5 亿元、小于等于 10 亿元	850 万元+ (投资估算值-5 亿元) *0.5%
项目批准额大于 10 亿元	1,100 万元+ (投资估算值-10 亿元) *0.5%，但不得超过代建费用不得超过项目批准额的 2%

资料来源：《广州开发区区萝岗区财政投资基本建设项目代建制管理办法》

2017年公司实现市政拆迁和代建项目管理费收入4,392.98万元，较上年略有下降；毛利率为74.10%，依然维持在较高水平；当年确认收入的项目主要有知识城中心30平方公里范围征地拆迁项目、永和大道往北延伸工程、知识城中部雨洪蓄调工程（一期）、禾丰村搬迁及迁建土地平整等。截至2017年末，公司在建的拆迁及代建工程包括广汕公路(金坑至中新段)改造工程拆迁补偿项目、知识城知识大道工程、知识城中部雨洪蓄调工程（一期）等工程，项目数量较多，市政拆迁及代建收入可持续性尚可。

除上述代建项目外，公司还负责广州知识城九龙新首期安置房项目的建设任务，该项目系广东省棚户区改造项目，由政府按成本加成进行回购。该项目计划总投资13.80亿元²，2017年末已投资8.22亿元，尚需投资5.58亿元，计划2017-2029年由中新广州知识城合作事务办公室进行回购，每年回购1.47亿元。由于项目验收进度较慢，2017年公司未取得回购款，暂未确认相关收入。

招商及投资服务业务收入主要来源于公司招商引资获得的政府奖励及收取的相关劳务费用。根据广州经济技术开发区管理委员会的相关规定，引荐外商投资项目的，经管委会经济发展局认定，按外商实际投资额的2%一次性奖励给引荐者；引进生产型高新技术项目的，按引进项目注册资金入资当日汇率折合人民币的0.3%，一次性奖励给引进人。2017年广州开发区管委会为优化全区产业结构，针对先进制造业、现代服务业、总部经济和高新技术产业推出优惠政策，当年公司利用上述优惠政策积极开展宣传，成功引进德赫科技（广州）有限公司、广州舒客科技有限公司、广州杉杉能源管理有限公司内外资企业，获得招商及投资服务收入1,390.64万元，较上年有所增长；该业务毛利率为91.44%，依然维持在较高水平。整体来看，招商及投资服务业务收入规模不大，是公司收入的有益补充。

2017 年公司融资租赁业务、酒店、住宿及餐饮业务规模不断扩张，现代服务业务板块的收入规模有所提升

公司现代服务业板块主要为独立于园区开发的业务，包括融资租赁业务和酒店、住宿及餐饮业务等，2017年公司现代服务业板块实现收入11,016.08万元，同比增长59.98%，主要系融资租赁业务收入增长较多所致。

融资租赁业务主要由公司子公司广东瑞银融资租赁有限公司（以下简称“瑞银租

²该项目原计划总投资 15.02 亿元，2017 年有所变更。

赁”）负责，其业务范围以广州开发区为主，并辐射周边区域，资金投向主要集中于航空、节能环保、高端制造、医疗医药等行业。2017年瑞银租赁签订租赁合同55个，合同本金6.34亿元，较上年均有所增长；当年其实现营业收入8,446.82万元、净利润2,532.37万元，分别同比增长73.27%、37.83%。截至2017年末，瑞银租赁应收融资租赁款净额11.77亿元，较上年增长13.69%，融资租赁规模增长较快但信用风险等也随之增加。

表13 瑞银租赁 2016-2017 年主要经营及财务数据（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
资产合计	122,300.97	105,758.25
负债合计	94,472.13	80,586.15
营业收入	8,446.82	4,874.83
净利润	2,532.37	1,837.37
经营活动现金流量	-6,860.65	-38,531.94
签订租赁合同（个）	55	36
合同本金规模	63,365.36	60,756.22
发放本金	61,214.19	60,756.22
年末应收融资租赁款净额	117,658.64	103,494.56

资料来源：公司提供

公司酒店住宿和餐饮业务收入主要来源于华辉度假村的住宿、餐饮业务以及腾泽生物岛酒店住宿收入。华辉度假村位于广州从化温泉镇，依傍云台山，临近105国道，距广州市区仅60公里，交通十分便利，是集住宿、餐饮、商务会议、运动娱乐、休闲健身于一体的三星级酒店。2017年公司实现住宿及餐饮收入2,664.08万元，同比增长13.69%。

表14 2016-2017 年酒店住宿及餐饮业务情况（单位：万元）

项目	2017 年收入	2016 年收入
华辉度假村住宿	1,157.68	1,128.07
华辉度假村餐饮	888.50	923.72
腾泽生物岛酒店住宿	617.90	-
香雪国际公寓餐饮	-	408.97
合计	2,664.08	2,460.76

注：2017 年公司将香雪公寓一期委托广州开发区人才工作集团经营，故当年未确认其餐饮收入，2016 年收入为未抵消内部交易收入，腾泽生物岛酒店为 2017 年新开业酒店。

资料来源：公司提供

2017年公司获得外部支持力度较大，资本实力增强

根据【穗开国资（2017）32号】文件，广州开发区国有资产监督管理局将广州市黄埔乙丰投资经营有限公司100%股权、广州云埔工业区东诚实业有限公司100%股权

无偿划转至公司，上述股权划转使得公司增加实收资本26,081.99万元，增加资本公积14,197.30万元；当年广州市开发区财政局对通用电气医疗广州创新生物园项目增资47,500.00万元，对生物产业基金项目增资378.80万元，股权划转及项目增资合计增加公司实收资本73,960.79万元，增加资本公积14,197.30万元。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告以及未经审计的2018年一季报，2016年数据为2017年期初数，报告采用新会计准则编制。2017年公司纳入合并范围的一级子公司变动情况如表1所示。2017年公司前期会计差错调整如下：

表15 2017年公司采取追溯重述法的前期会计差错（单位：万元）

会计差错更正的内容	受影响的各个比较期间报表项目名称	累积影响数
据实补提2016年汇算清缴所得税费用和营业税及附加税	2016年应交税费、未分配利润、盈余公积	269.29
据实调整2016年备用金	2016年其他应收款、未分配利润、盈余公积	0.09
据实调整2015年恒运减持的营业税和附加税	2016年应交税费、未分配利润、盈余公积	1,388.19
据实调整补提2015年企业所得税退税款	2016年其他应收款、未分配利润、盈余公积	-676.16
根据实际情况调整2015年社保费用	2016年度未分配利润	0.01
据实调整2016年度费用	2016年度未分配利润	-83.42
按规定补计提2016年度收入	2016年度长期应收款、应交税费、未分配利润	220.73
按规定补计提2016年度成本	2016年度应付利息、应交税费、未分配利润	24.21
调整水韵翔庭项目开发成本	2016年开发成本、未分配利润、盈余公积	-5.63
根据审计后的被投资单位报表据实调整投资收益	2016年长期股权投资、未分配利润、盈余公积	266.94
按规定调整应上缴2016年利润	2016年应付股利、未分配利润	13.69
根据2016年利润调整情况调整盈余公积	2016年未分配利润、盈余公积	-53.33

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

资产结构与质量

2017年公司资产规模保持增长，资产质量尚可，但其他应收款规模较大，对公司

资金形成占用，且存在一定回收风险

随着政府注资和债券的发行，2017年公司资产规模保持增长，当年末达到128.91亿元，同比增长23.09%。从构成来看，公司资产以非流动资产为主，2017年末其占比为75.67%。2018年3月末，公司资产规模继续增长，依然以非流动资产为主。

公司流动资产主要为货币资金、其他应收款和存货。2017年末公司货币资金余额为14.02亿元，其中0.38亿元为保证金，使用受限。其他应款主要系应收广州鑫业投资发展有限公司（6.94亿元，主要投向房地产项目）、广州奕佳房地产投资有限公司等公司的项目借款以及应收广州峻森投资有限公司的项目土地款、劳务费等，2018年3月增至18.46亿元，其他应收款规模较大，对公司资金形成占用，且其他应收款多投向房地产项目，存在一定回收风险。存货主要是部分尚未出售房地产项目，2017年随着水韵翔庭和水韵雅庭销售的结转存货规模大幅减少。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、在建工程和无形资产构成。可供出售金融资产主要是公司对湖南株洲珠江农村商业银行股份有限公司、广州开发区国企产业投资基金合伙企业（有限合伙）等单位的投资，多采用成本法计量，2017年新增对广州开发区国企产业投资基金合伙企业（有限合伙）等单位的投资使得该科目余额有所增加。长期应收款全部为瑞银租赁的应收融资租赁款，2017年末为10.07亿元。2017年末公司长期股权投资余额为15.21亿元，其中对联营企业投资14.90亿元。公司参股企业主要为园区内工业企业，包括广州恒运企业集团股份有限公司、广州峻森投资有限公司³、广州智成置业投资有限公司等多家企业，业务范围涉及房地产开发、医药、旅游等多个行业。2017年公司联营企业确认投资损益1.61亿元，是公司利润的有益补充。

表16 2017年公司联营企业变动情况（单位：万元）

联营企业	期初余额	追加投资	投资损益	现金股利或利润	期末余额
广州恒运企业集团股份有限公司	45,133.11	0.00	2,116.96	1,967.94	44,855.01
广州峻森投资有限公司	15,933.04	0.00	11,253.22	0.00	27,186.26
广州智成置业投资有限公司	16,210.05	0.00	3,257.90	0.00	19,467.95
广州鑫业投资发展有限公司	0.00	14,700.00	-44.62	0.00	14,655.38
广州玻思韬控释药业有限公司	0.00	11,350.00	66.40	0.00	11,416.40
广银国际投资发展有限公司	0.00	7,000.00	0.00	0.00	7,000.00
广东威尔登酒店有限公司	5,487.00	0.00	0.00	0.00	5,487.00

³广州峻森投资有限公司主要从事房地产开发，2017年营业收入8.72亿元，净利润3.14亿元，2017年末总资产16.73亿元，净资产5.02亿元。

其他	14,406.38	4,025.00	-502.92	6.40	19,490.55
合计	97,169.58	37,075.00	16,146.93	1,974.34	149,558.55

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

投资性房地产主要为公司用于出租的厂房、写字楼、商铺、科技人员公寓等资产，按成本模式进行计量。随着公司各物业不断建成并投入使用，投资性房地产增长较快，2017 年末账面价值 21.05 亿元，同比增长 19.29%，但其中 18.51 亿元已经抵押。公司投资性房地产主要位于广州开发区范围内，出租率较高，未来仍能为公司带来稳定的租金收入。在建工程主要是公司自建拟出租物业以及广州知识城九龙新首期安置房项目，随着项目投入的增加在建工程规模持续增长。无形资产主要系公司持有的土地资产，包括生物岛标准产业单元四地块、科技人员公寓用地等。整体来看，2017 年公司资产规模保持增长，资产质量尚可，但其他应收款规模较大，对公司资金形成占用，且存在一定的回收风险。

表17 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 3 月		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	115,094.09	8.71%	140,191.03	10.87%	121,924.88	11.64%
其他应收款	184,598.83	13.97%	139,463.11	10.82%	56,733.25	5.42%
存货	16,582.47	1.26%	16,016.81	1.24%	60,170.24	5.75%
流动资产合计	331,721.83	25.11%	313,699.28	24.33%	258,819.29	24.71%
可供出售金融资产	43,689.52	3.31%	43,689.52	3.39%	22,634.03	2.16%
长期应收款	95,133.40	7.20%	100,658.64	7.81%	86,715.29	8.28%
长期股权投资	152,102.10	11.51%	152,102.10	11.80%	99,407.90	9.49%
投资性房地产	208,730.97	15.80%	210,491.54	16.33%	176,451.15	16.85%
在建工程	277,333.27	20.99%	255,441.64	19.82%	203,078.43	19.39%
无形资产	152,933.18	11.57%	153,367.29	11.90%	156,923.49	14.98%
非流动资产合计	989,571.15	74.89%	975,419.92	75.67%	788,472.77	75.29%
资产总计	1,321,292.98	100.00%	1,289,119.19	100.00%	1,047,292.06	100.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计 2018 年一季报，鹏元整理

盈利能力

2017年公司营业收入有所增长，但主业盈利能力仍然较弱，利润主要由投资收益和营业外收入贡献

公司营业收入以园区开发收入和现代服务收入为主，其中园区开发业务主要包括商品房销售、物业租赁和物业管理等，现代服务业务包括融资租赁、酒店餐饮等。2017 年公司实现营业收入 8.10 亿元，同比增长 11.18%；其中园区开发业务收入和现代服务

业务收入占比分别为85.85%、13.60%。从毛利率来看，2017年公司综合毛利率为38.37%，较上年增加7.85个百分点，主要系商品房销售、物业租赁等业务毛利率有所提升所致。

由于期间费用相对较高，公司业务盈利能力依然较弱，2017年公司营业利润剔除投资收益后仅为-5,669.70万元。2017年公司实现投资收益2.25亿元，其中长期股权投资贡献投资收益1.63亿元，持有可供出售金融资产等取得的投资收益0.58亿元，全年投资收益占营业利润的133.75%。2017年公司获得营业外收入0.49亿元，其中政府补助0.12亿元。

表18 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	7,055.75	80,973.39	72,830.41
投资收益	268.27	22,470.09	20,119.65
营业利润	-6,440.15	16,800.39	21,231.53
利润总额	-6,365.12	21,244.06	24,793.87
营业外收入	81.07	4,858.06	3,878.68
净利润	-6,473.03	20,673.19	22,585.59
综合毛利率	35.84%	38.37%	30.53%

资料来源：公司2017年审计报告及未经审计2018年一季报，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，且投资支出较多，考虑到公司在建及拟建项目尚需投资较多，公司面临较大的资金压力

2017年公司收现比有所好转，当年达到0.87，较上年有所提升但依然不高；当年公司支付给其他公司项目借款较多，资金支出金额增加，上述因素使得公司2017年经营活动现金净流出4.60亿元，表现较差。

投资活动方面，2017年公司投资广州鑫业投资发展有限公司等公司股权支出较多，加之在建工程项目投资持续增加，当年投资活动现金净流出7.84亿元。筹资活动方面，2017年公司偿还了部分借款，但发行“17广州工业PPN001”、新增银行借款较多使得筹资活动现金净流入14.27亿元。考虑到截至2017年末，公司在建及拟建项目尚需投资30.22亿元，公司仍面临较大的资金压力。

表19 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
收现比	2.58	0.87	0.52
销售商品、提供劳务收到的现金	18,175.95	70,413.05	37,925.42

收到的其他与经营活动有关的现金	25,296.68	8,859.53	48,336.87
经营活动现金流入小计	43,472.62	79,272.58	86,279.14
购买商品、接受劳务支付的现金	9,448.15	53,144.96	53,081.98
支付的其他与经营活动有关的现金	13,378.17	45,959.05	43,727.34
经营活动现金流出小计	29,027.21	125,244.31	116,994.95
经营活动产生的现金流量净额	14,445.41	-45,971.73	-30,715.81
投资活动产生的现金流量净额	-78,029.21	-78,409.12	-58,807.86
筹资活动产生的现金流量净额	40,875.24	142,654.21	83,062.40
现金及现金等价物净增加额	-22,708.57	18,266.14	-6,453.91

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计 2018 年一季报，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率较高，有息债务持续增长，偿债压力有所加大

随着政府的注资，公司所有者权益有所增加，2018年3月末达到42.89亿元，较2016年末增长24.03%；同时公司新增借款较多，2018年3月末负债达到89.24亿元，较2016年末增长27.21%，公司产权比率升至208.06%，所有者权益对负债覆盖程度低。

表20 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	892,378.88	853,681.53	701,491.19
所有者权益	428,914.10	435,437.66	345,800.87
产权比率	208.06%	196.05%	202.86%

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计 2018 年一季报，鹏元整理

公司负债主要由短期借款、其他应付款、长期借款、应付债券和专项应付款构成。短期借款主要为信用借款，其他应付款主要是关联方往来款、正常项目结算款项、押金、保证金等。2017年末公司长期借款48.22亿元，其中抵质押借款占比为73.39%，抵押物为公司的投资性房地产以及无形资产中土地，借款利率集中在4.35%-6.65%之间。应付债券即本期债券、16广州工业MTN001（5亿元，期限3年，票面利率3.77%）、17广州工业PPN001（5亿元，期限3年，票面利率5.7%），2018年4月28日，公司发行18广州高新MTN001（5亿元，期限5年，票面利率5.8%），应付债券规模进一步增长。专项应付款主要为公司收到的征地补偿款，偿还压力小。

表21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	76,862.00	8.61%	43,452.10	5.09%	30,650.00	4.37%
其他应付款	109,456.35	12.27%	67,372.84	7.89%	34,155.09	4.87%

流动负债合计	203,147.71	22.76%	132,690.80	15.54%	96,737.18	13.79%
长期借款	454,125.36	50.89%	482,174.39	56.48%	430,197.40	61.33%
应付债券	154,503.32	17.31%	154,443.20	18.09%	104,372.59	14.88%
专项应付款	56,768.48	6.36%	58,862.21	6.90%	55,119.86	7.86%
非流动负债合计	689,231.17	77.24%	720,990.74	84.46%	604,754.02	86.21%
负债合计	892,378.88	100.00%	853,681.53	100.00%	701,491.19	100.00%
有息债务	685,490.68	76.82%	680,069.69	79.66%	565,219.99	80.57%

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计 2018 年一季报，鹏元整理

截至2018年3月末，公司有息债务为68.55亿元，较2016年末增长21.28%，根据公司提供的有息债务期限分布表，2018年4-12月、2019-2020年分别到期14.54亿元、15.89亿元、8.46亿元，集中偿付压力较大。

表22 截至 2018 年 3 月末公司有息债务到期分布表（单位：万元）

项目	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	以后年度
短期借款	47,942	28,920	0.00	0.00	0.00
应付债券	55,000	50,000	50,000	0.00	0.00
长期借款	42,442	79,947	34,558	55,626	241,553
合计	145,384	158,867	84,558	55,626	241,553

注：本期债券按投资者行使回售选择权计算。

资料来源：公司提供

从偿债能力来看，2018年3月末公司资产负债率达到67.54%，较2016年末上升0.56个百分点，但负债水平依然较高。2017年公司流动比率较上年略有下降，速动比率略有上升，表现依然尚可，但EBITDA利息保障倍数依然较低。考虑到公司负债水平较高，有息债务持续增长，公司偿债压力有所加大。

表23 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
资产负债率	67.54%	66.22%	66.98%
流动比率	1.63	2.36	2.68
速动比率	1.55	2.24	2.05
EBITDA（万元）	-	55,204.35	51,734.01
EBITDA利息保障倍数	-	1.89	2.25
有息债务/EBITDA	-	12.32	10.93

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计 2018 年一季报，鹏元整理

六、或有事项分析

截至 2017 年末，公司对外担保余额为 5 亿元，占期末净资产的 11.48%，担保对象为知识城（广州）投资集团有限公司，虽然其为国有独资公司，但若其债务出现违约导

致公司代偿，将对公司自身的经营产生一定的影响，公司存在一定的或有负债风险。

表24 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	单位性质	担保金额	担保方式
知识城（广州）投资集团有限公司	国有独资	50,000	连带责任担保

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

七、评级结论

外部环境较好为公司发展提供了良好基础；公司业务以园区开发、现代服务业为主，2017 年营业收入保持增长，自持物业规模较大，未来租赁收入有望增长，并且公司获得外部支持力度较大，投资收益对利润形成较好补充。同时我们注意到，公司经营活动现金持续净流出，且在建及拟建项目尚需投资较多，面临较大的资金压力；其他应收款规模较大，对公司资金形成占用，且存在一定回收风险；公司资产负债率较高，有息债务持续增长，偿债压力有所加大，公司对外担保存在一定或有负债风险。

基于以上情况，经综合评定，鹏元维持公司主体长期信用等级为 **AA**，维持本期债券信用等级为 **AA**，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	115,094.09	140,191.03	121,924.88	128,407.27
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	11,347.99	11,427.90	16,487.81	172.88
应收账款	3,594.67	4,208.45	2,546.85	2,728.32
预付款项	184.06	711.86	858.24	37.09
其他应收款	184,598.83	139,463.11	56,733.25	47,229.78
应收股利	0.00	53.92	0.00	0.00
存货	16,582.47	16,016.81	60,170.24	75,971.16
其他流动资产	319.72	1,626.20	98.02	46.56
流动资产合计	331,721.83	313,699.28	258,819.29	254,593.05
可供出售金融资产	43,689.52	43,689.52	22,634.03	15,563.56
长期应收款	95,133.40	100,658.64	86,715.29	0.00
长期股权投资	152,102.10	152,102.10	99,407.90	91,686.47
投资性房地产	208,730.97	210,491.54	176,451.15	177,060.14
固定资产	34,942.14	35,316.02	22,970.27	25,026.75
在建工程	277,333.27	255,441.64	203,078.43	172,874.01
固定资产清理	59.32	38.12	0.00	0.00
无形资产	152,933.18	153,367.29	156,923.49	144,184.79
开发支出	44.55	34.35	0.00	0.00
长期待摊费用	4,236.85	3,992.09	3,148.18	3,309.69
递延所得税资产	2,537.55	2,537.55	1,607.27	1,572.91
其他非流动资产	17,828.29	17,751.05	15,536.75	15,536.75
非流动资产合计	989,571.15	975,419.92	788,472.77	646,815.08
资产总计	1,321,292.98	1,289,119.19	1,047,292.06	901,408.13
短期借款	76,862.00	43,452.10	30,650.00	42,020.00
应付账款	2,910.47	5,329.87	3,996.68	6,291.07
预收款项	3,019.46	2,815.89	14,851.40	31,504.13
应付职工薪酬	1,592.34	2,542.15	2,230.54	1,561.33
应交税费	-473.91	2,653.94	4,363.49	2,099.61
应付利息	5,444.31	4,187.30	1,656.73	875.38
应付股利	4,336.69	4,336.69	4,833.24	3,634.36
其他应付款	109,456.35	67,372.84	34,155.09	28,176.98
流动负债合计	203,147.71	132,690.80	96,737.18	116,162.85
长期借款	454,125.36	482,174.39	430,197.40	329,262.60
应付债券	154,503.32	154,443.20	104,372.59	54,535.60
长期应付款	17,585.60	19,262.54	12,000.00	17,000.00
专项应付款	56,768.48	58,862.21	55,119.86	70,209.77

递延所得税负债	0.00	0.00	2,220.51	0.00
递延收益	2,748.40	2,748.40	843.65	2,294.19
其他非流动负债	3,500.00	3,500.00	0.00	0.00
非流动负债合计	689,231.17	720,990.74	604,754.02	473,302.15
负债合计	892,378.88	853,681.53	701,491.19	589,465.00
实收资本(或股本)	322,831.10	322,831.10	248,870.31	241,244.22
资本公积金	37,369.76	37,369.76	22,602.42	24,567.60
其它综合收益	132.52	132.52	681.21	122.20
盈余公积金	12,061.21	12,061.21	10,016.39	7,839.67
未分配利润	42,748.85	49,348.42	51,176.24	38,169.44
归属于母公司所有者权益合计	415,143.44	421,743.01	333,346.57	311,943.13
少数股东权益	13,770.66	13,694.65	12,454.30	0.00
所有者权益合计	428,914.10	435,437.66	345,800.87	311,943.13
负债和所有者权益总计	1,321,292.98	1,289,119.19	1,047,292.06	901,408.13

资料来源：公司2015、2017年审计报告以及未经审计2018年一季报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	7,055.75	80,973.39	72,830.41	25,239.94
营业收入	7,055.75	80,973.39	72,830.41	25,239.94
二、营业总成本	13,684.26	81,583.19	75,059.52	44,615.18
营业成本	4,527.05	49,900.13	50,596.12	15,549.67
营业税金及附加	532.64	3,740.89	1,807.21	2,397.62
销售费用	1,086.82	6,696.03	6,700.36	5,309.06
管理费用	2,863.90	14,058.89	11,974.01	10,730.03
财务费用	4,684.91	6,070.37	3,872.90	10,446.25
资产减值损失	-11.06	1,116.88	108.92	182.55
公允价值变动净收益	-79.91	-5,059.90	3,340.99	33.61
投资净收益	268.27	22,470.09	20,119.65	32,366.36
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	6,929.03
资产处置收益	0.00	-4.89	-2.29	0.00
三、营业利润	-6,440.15	16,800.39	21,231.53	13,024.73
加：营业外收入	81.07	4,858.06	3,878.68	10,159.09
减：营业外支出	6.05	414.38	316.34	284.21
其中：非流动资产处置净损失	0.00	0.00	0.00	5.46
四、利润总额	-6,365.12	21,244.06	24,793.87	22,899.61
减：所得税	107.91	570.87	2,208.29	2,708.71
五、净利润	-6,473.03	20,673.19	22,585.59	20,190.90
持续经营净利润	-6,473.03	20,668.30	22,583.30	0.00
减：少数股东损益	140.09	1,240.36	960.86	0.00
归属于母公司所有者的净利润	-6,613.13	19,427.94	21,622.44	20,190.90

资料来源：公司2015、2017年审计报告以及未经审计2018年一季度报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	18,175.95	70,413.05	37,925.42	23,553.98
收到的税费返还	0.00	0.00	16.85	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	25,296.68	8,859.53	48,336.87	40,537.79
经营活动现金流入小计	43,472.62	79,272.58	86,279.14	64,091.77
购买商品、接受劳务支付的现金	9,448.15	53,144.96	53,081.98	4,210.86
支付给职工以及为职工支付的现金	3,759.61	13,182.87	11,867.79	9,795.64
支付的各项税费	2,441.28	12,957.43	8,317.84	8,711.84
支付其他与经营活动有关的现金	13,378.17	45,959.05	43,727.34	34,407.72
经营活动现金流出小计	29,027.21	125,244.31	116,994.95	57,126.06
经营活动产生的现金流量净额	14,445.41	-45,971.73	-30,715.81	6,965.71
收回投资收到的现金	27,000.00	113,468.95	49,090.74	23,248.41
取得投资收益收到的现金	281.54	8,275.38	9,821.11	29,316.62
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	6.14	0.11	0.06	13,529.72
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.45	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	690.65	178.34	976.08	507.02
投资活动现金流入小计	27,978.33	121,922.78	59,888.43	66,601.78
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	22,430.31	59,857.65	47,039.23	198,154.12
投资支付的现金	75,750.00	139,274.25	71,597.73	25,815.45
支付其他与投资活动有关的现金	7,827.24	1,200.00	59.33	0.00
投资活动现金流出小计	106,007.55	200,331.90	118,696.29	223,969.57
投资活动产生的现金流量净额	-78,029.21	-78,409.12	-58,807.86	-157,367.79
吸收投资收到的现金	0.00	47,878.80	7,626.09	5,121.20
取得借款收到的现金	126,723.00	211,343.49	257,182.85	331,238.20
收到其他与筹资活动有关的现金	6.67	3,003.12	104.60	246.43
筹资活动现金流入小计	126,729.67	262,225.41	264,913.54	336,605.83
偿还债务支付的现金	80,816.30	89,319.22	155,206.29	88,211.42
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,038.13	30,192.52	26,644.40	18,425.27
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	59.45	0.45	19.13
筹资活动现金流出小计	85,854.43	119,571.20	181,851.14	106,655.82
筹资活动产生的现金流量净额	40,875.24	142,654.21	83,062.40	229,950.00
汇率变动对现金的影响	0.00	-7.21	7.35	6.21
现金及现金等价物净增加额	-22,708.57	18,266.14	-6,453.91	79,554.13

资料来源：公司2015、2017年审计报告以及未经审计2018年一季度报

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	20,668.30	22,583.30	20,190.90
加：资产减值准备	1,116.88	108.92	191.63
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	13,522.32	7,345.02	6,524.21
无形资产摊销	3,729.33	6,835.36	801.61
长期待摊费用摊销	1,245.73	1,157.19	1,000.46
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	4.89	2.29	-8,319.09
固定资产报废损失	0.00	0.00	-8.00
公允价值变动损失	5,059.90	-3,340.99	-33.61
财务费用	15,462.91	11,602.57	9,891.71
投资损失	-22,470.09	-20,119.65	-32,366.36
递延所得税资产减少	-930.28	-27.23	-9.85
递延所得税负债增加	-843.65	835.25	0.00
存货的减少	44,153.43	15,806.55	-24,516.13
经营性应收项目的减少	-103,927.27	-116,094.31	-43,457.46
经营性应付项目的增加	-22,764.13	42,589.94	77,075.69
经营活动产生的现金流量净额	-45,971.73	-30,715.81	6,965.71

资料来源：公司2015、2017年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	35.84%	38.37%	30.53%	38.39%
收现比	2.58	0.87	0.52	0.93
产权比率	208.06%	196.05%	202.86%	188.97%
资产负债率	67.54%	66.22%	66.98%	65.39%
流动比率	1.63	2.36	2.68	2.19
速动比率	1.55	2.24	2.05	1.54
EBITDA (万元)	-	55,204.35	51,734.01	42,124.57
EBITDA利息保障倍数	-	1.89	2.25	2.29
有息债务/EBITDA	-	12.32	10.93	10.11
有息债务 (万元)	685,490.68	680,069.69	565,219.99	425,818.20

资料来源：公司2015、2017年审计报告以及未经审计2018年一季报，鹏元整理

附录五 截至2017年末纳入公司合并范围子公司（单位：万元）

子企业名称	主营业务	实收资本	持股比例
广州永和建设发展有限公司	建筑	19,650.00	100.00%
广州市国营黄陂农工商联合公司	其他农业	555.00	100.00%
广州国际生物岛科技投资开发有限公司	自有房地产经营	75,500.00	100.00%
广州科羽体育文化发展有限公司	体育场馆	1,000.00	100.00%
广州天经物业管理有限公司	物业管理	680.00	100.00%
广州市恒祥投资有限公司	其他房地产业	15,000.00	100.00%
广州经济技术开发区广开经贸有限公司	汽车贸易	2,000.00	100.00%
广州国聚风险投资有限公司	投资与资产管理	8,200.00	100.00%
广东瑞银融资租赁有限公司	其他机械与设备租赁	23,521.23	51.02%
广通生物科技（广州）有限公司	医学研究和试验发展	20,000.00	100.00%
广州市黄埔乙丰投资经营有限公司	投资与资产管理	12,000.00	100.00%
广州云埔工业区东诚实业有限公司	房地产租赁经营	3,100.00	100.00%
广州经济技术开发区（从化）华辉度假村	旅游饭店业	100.00	100.00%
广州市天鹿农牧经济发展有限公司	其他农业	50.00	100.00%
广州创泽投资有限公司	其他企业管理服	50,000.00	100.00%
广州腾泽投资管理有限公司	商务服务业	1,000.00	100.00%
广州以生投资有限公司	商务服务业	450.00	100.00%
广州市黄埔丰泽有限公司	商务服务业	300.00	100.00%
广州市黄埔丰域有限公司	商务服务业	50.00	100.00%
广州市通理商务有限公司	商务服务业	50.00	100.00%
广州市黄埔丰镐有限公司	商务服务业	50.00	100.00%
广州市黄埔丰泽园企业发展有限公司	商务服务业	50.00	100.00%

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+长期借款+应付债券

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。