

广州珠江实业集团有限公司
及其发行的 16 珠江 01 与 16 珠江 02

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100764】

评级对象: 广州珠江实业集团有限公司
及其发行的 16 珠江 01 与 16 珠江 02

	16 珠江 01	16 珠江 02
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日
前次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2018 年 5 月 30 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 5 月 30 日
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2015 年 11 月 17 日	AA+/稳定/AA+/2016 年 9 月 8 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	25.17	13.98	39.33	33.54
刚性债务	174.14	141.95	161.25	159.04
所有者权益	39.49	54.16	86.64	86.35
经营性现金净流入量	13.53	0.55	-61.59	-4.81
合并口径数据及指标:				
总资产	636.35	714.10	854.67	873.39
总负债	488.30	545.05	640.80	657.62
刚性债务	298.82	362.63	455.77	466.51
所有者权益	148.05	169.06	213.87	215.77
营业收入	151.44	182.99	183.31	32.08
净利润	9.81	12.52	16.13	2.57
经营性现金净流入量	-9.70	-5.86	-29.64	-14.15
EBITDA	19.82	23.78	36.27	-
资产负债率[%]	76.73	76.33	74.98	75.30
权益资本与刚性债务 比率[%]	49.55	46.62	46.93	46.25
流动比率[%]	183.06	246.15	250.03	253.11
现金比率[%]	25.84	37.02	40.75	33.76
利息保障倍数[倍]	0.84	1.21	1.28	-
净资产收益率[%]	8.37	7.89	8.42	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-4.16	-2.09	-11.07	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-6.46	-6.00	-10.02	-
EBITDA/利息支出[倍]	0.91	1.28	1.59	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.07	0.09	-

注 1: 根据珠江实业集团经审计的 2016-2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。2017 年数据根据公司 2018 年 6 月 27 日发布的《广州珠江实业集团有限公司关于更正 2017 年年度审计报告相关事宜的公告》进行调整。

注 2: 截至 2019 年 3 月末珠江实业集团计入“其他权益工具”的永续债券共 3 期, 系 15 粤珠江 MTN001、18 粤珠江 MTN001 和 18 粤珠江 MTN002, 发行金额分别为 15 亿元、10 亿元和 15 亿元。上表中未将其调整纳入刚性债务核算, 但本评级报告正文部分对调整后的影响进行了阐述。

分析师

覃斌 qb@shxsj.com
杨亿 yangyi@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<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(简称本评级机构)对广州珠江实业集团有限公司(简称珠江实业集团、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 珠江 01 与 16 珠江 02(简称“上述债券”)的跟踪评级反映了 2018 年以来珠江实业集团在股东支持、业务协同性、土地成本优势及资产质量等方面保持优势, 同时也反映了公司在政策调控、资金平衡、财务杠杆与债务负担及项目管理等方面继续面临压力与风险。

主要优势:

- **股东支持。**2018 年末, 珠江实业集团控股股东虽变更为水投集团, 但实际控制人仍为广州市国资委, 且目前直属企业待遇保留, 公司股东背景较强。近年来, 广州市国资委持续向公司注入资产, 体现了较强的支持意愿。
- **业务协同性较强。**珠江实业集团已形成了建筑施工、工程服务、房产开发、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, 在华南地区具有一定的竞争优势。
- **土地成本优势。**珠江实业集团在建及在售房地产项目拿地时间较早, 土地成本优势较明显, 并有三旧改造政策支持, 项目效益良好, 房产销售价格弹性较强。
- **资产质量较好。**珠江实业集团持有四处经营性物业, 所处地段较好, 且大部分以成本法入账, 实际潜在价值较高。

主要风险:

- **房地产政策调控风险。**珠江实业集团主业发展受房地产市场和基建投资影响大。在房地产政策调控背景下, 或将对公司房产开发项目的去化、资金回笼、对外融资等形成不利影响, 同时也将影响公司建筑施工的业务承接。
- **房地产业务资金平衡压力加大。**随着房地产业

务规模的扩大，珠实集团在建和拟建项目开发投资资金需求明显增加，2018 年拿地支出金额较大，经营性现金净流出规模扩大，资金平衡对外部渠道的依赖性加大。

- **资产负债率偏高，债务负担较重。**近年来，珠实集团债务规模持续扩大，财务杠杆维持在偏高水平，公司负债以刚性债务为主，债务负担较重。
- **管理难度较大。**珠实集团分子公司众多，业务经营主体分散，管理链条较长。近年来，公司以股权加债权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。

评级关注

- 2018 年 10 月 22 日，根据广州市纪委监委公告，珠实集团党委书记、董事长郑暑平因涉嫌严重违纪违法，接受广州市纪委监委纪律审查和监察调查。调查期间，由公司副董事长、总经理梁宇行代为行使其相应职权。就该事项，截至目前尚无进一步消息，需持续关注后续进展及对公司经营的影响。
- 目前珠实集团广州市国资委直管企业待遇保留，但后续仍需关注公司管理关系及广州市国资委支持意愿可能发生的变化。

➤ 未来展望

通过对珠实集团及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定，认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



广州珠江实业集团有限公司 及其发行的 16 珠江 01 与 16 珠江 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照广州珠江实业集团有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）和广州珠江实业集团有限公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）（分别简称 16 珠江 01 和 16 珠江 02）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 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，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，进行了定期跟踪评级。

经中国证券监督管理委员会（证监许可[2016]50 号）核准，该公司于 2016 年 3 月和 9 月额度内分别发行了 16 珠江 01 和 16 珠江 02，发行规模分别为 5 亿元和 15 亿元，期限均为 5 年。上述债券均不涉及项目投资，用于补充流动资金及归还债务。

截至 2019 年 5 月末，该公司尚在存续期内的债券共 19 支（其中包括子公司广州珠江实业开发股份有限公司发行的 3 支债券），债券发行金额及待偿还本金余额均为 199.20 亿元，目前各债券利息支付（若有）均正常。

图表 1. 公司存续期内债务融资工具概况（单位：亿元、%）

发行主体	债项名称	发行金额	期限	发行利率	起息日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
珠实集团	19 粤珠江 MTN001	8.00	3+N 年	6.10	2019-04-25	35 亿元/2018 年 9 月	未到付息期
	18 粤珠江 MTN002	15.00	3+N 年	5.59	2018-12-17		未到付息期
	18 粤珠江 MTN001	10.00	3+N 年	6.15	2018-11-02		未到付息期
	18 粤珠江 SCP002	25.00	270 天	4.00	2018-11-22	60 亿元/2016 年 12 月	未到期兑付
	18 珠实专项债	10.20	5+5+5 年	5.70	2018-07-19	10.20 亿元/2018 年 5 月	未到付息期
	18 粤珠江 PPN003	10.00	5 年	6.50	2018-04-20	50 亿元/2017 年 7 月	付息正常
	18 粤珠江 PPN002	5.00	3 年	6.20	2018-03-20		付息正常
	18 粤珠江 PPN001	5.00	3 年	6.08	2018-03-06		付息正常
	17 粤珠江 PPN003	10.00	3 年	5.68	2017-11-17		付息正常
	17 粤珠江 PPN002	8.00	3 年	5.50	2017-09-12		付息正常
	17 粤珠江 PPN001	12.00	5 年	5.93	2017-09-05		付息正常
	16 珠江 02	15.00	5 年	3.44	2016-09-22	20 亿元/2016 年 1 月	付息正常
	16 珠江 01	5.00	5 年	3.32	2016-03-15		付息正常
	16 粤珠江 MTN001	15.00	5 年	3.72	2016-09-06	15 亿元/2016 年 8 月	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
	14 粤珠江 MTN002	2.00	5 年	5.95	2014-09-19	8 亿元/2014 年 3 月	付息正常

发行主体	债项名称	发行金额	期限	发行利率	起息日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
珠江实业	18 珠实 01	14.00	3+2 年	6.93	2018-04-02	14 亿元/2017 年 12 月	付息正常
	16 珠实 02	7.80	3+2 年	5.19	2016-09-05	15 亿元/2016 年 4 月	付息正常
	16 珠实 01	7.20	3+2 年	5.80	2016-06-22		付息正常

资料来源：珠实集团（截至 2019 年 5 月末）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下

乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

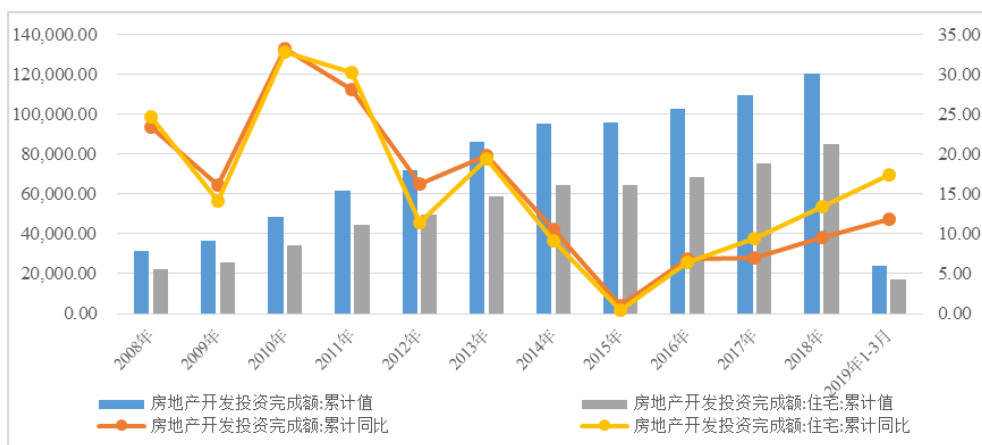
A. 房地产行业

受到经济周期及政策调整的影响，房地产投资增速经历了一定的波动。2018年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将保持放缓态势。在此背景下，房地产行业已销售未结算收入同比大幅下滑，短期内业绩增长动力不足，自由现金流缺口扩大。此外，融资政策收紧，企业债务期限结构趋向短期，高杠杆激进发展的中小型房企信用风险值得关注。

a) 行业概况

房地产业是我国经济的主要支柱。2008-2017年，我国房地产开发投资完成额从3.12万亿元升至10.98万亿元，其中住宅开发投资完成额从2.24万亿元升至7.51万亿元，住宅投资为房地产开发投资主力。2018年我国房地产开发投资完成额为12.03万亿元，较上年增长9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅开发完成投资额为8.52万亿元，较上年增长13.00%，增速高于房地产增速。

图表 2. 2008-2018年及2019年第一季度房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：WIND

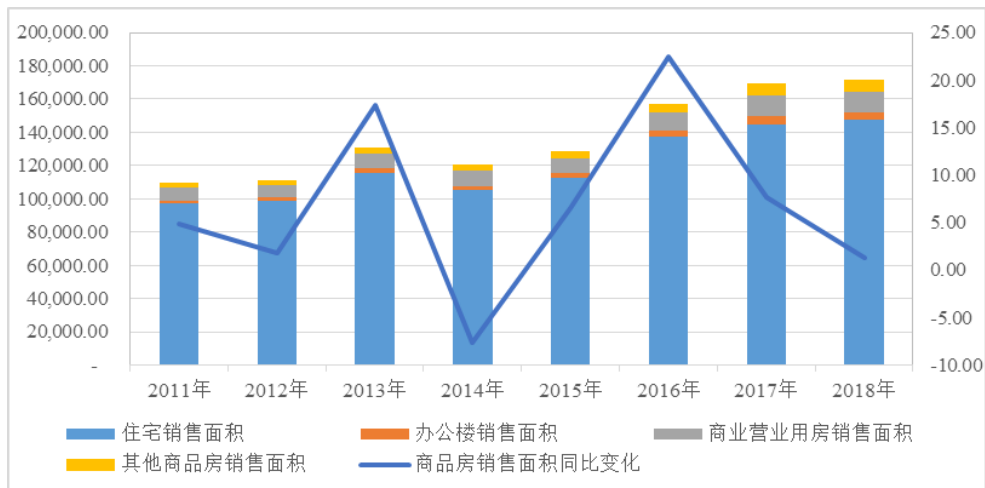
2018年我国商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.3%，增幅较上年收窄6.4个百分点，近两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为14.79亿平方米，同比增长2.2%，增幅较上年收窄3.1个百分点。从40个大城市¹的房地产销售情况来看，2018年40个大城市商品房销售面积为6.07亿平方米，同比微增0.4%，同2017年相比实现止跌回升，其中住宅销售面积为5.01亿平方米，同比增长1%，与2017年5.30%的降幅相比有所好转，主要是因为2017年在严格的限购政策调控下，当年销售面积大幅减少，基数变小，2018年销售面

¹ 一线城市：北京、上海、广州、深圳，共4个。二线城市：天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄，共23个。三线城市：无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐，共13个。

积虽有增长但仍低于 2016 年的情况。分城市来看，40 个大城市中，一二线城市受供应量增加影响，住宅销售面积跌幅收窄，三线城市受棚改货币化补偿比例下降影响，涨幅有所回落。具体来看，2018 年 40 个大城市中一线城市商品房住宅销售面积同比由-27.37%收窄至-6.97%，跌幅较上年收窄 20.40 个百分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由-5.00%升至 0.59%；三线城市商品房住宅销售面积增速由上年的 7.69%回落至 6.40%。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。

价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄，带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示，2018 年，全国 70 个大中城市新建商品住宅平均销售价格上涨 7.27%，涨幅较上年回落 1.21 个百分点；其中一线城市平均销售价格上涨 0.43%，涨幅较上年大幅回落 9.63 个百分点，二线城市和三线城市平均销售价格分别上涨 7.52%和 7.81%，涨幅较上年略有回落和持平。从二手房销售价格来看，全国 70 个大中城市二手住宅平均销售价格同比增长 5.55%，涨幅较上年回落 1.36 个百分点；其中一线城市和二线城市平均销售价格分别增长 0.67%和 5.79%，涨幅分别回落 11.31 个百分点和 2.14 个百分点，三线城市平均销售价格增长 5.89%，涨幅微增 0.48 个百分点。总的来看，2018 年以来，住宅销售量价虽仍保持正增长，但增速明显回落，其中一线城市增速回落尤甚。从销售额来看，2018 年全国商品房销售额为 15.00 万亿元，同比增长 12.2%，增速同比下滑 1.5 个百分点；其中住宅销售金额 12.64 万亿元，同比增长 14.7%，增速提高 3.4 个百分点。

图表 3. 2011-2018 年主要类型商品房销售情况（单位：万平方米，%）

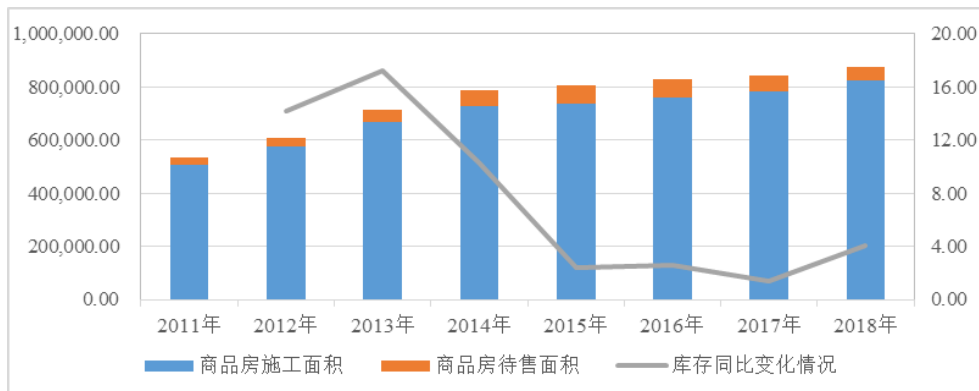


资料来源：WIND

库存方面，我们以施工面积+待售面积来衡量，总的看，库存是逐年增长，但增长幅度差异较大。2010 年和 2011 年房地产投资的高速增长，带动了 2012 年和 2013 年库存的快速增长，随着 2012 年房地产投资增速的逐步回落，及政策面上自 2014 年 7 月起，各地方政府相继取消或放松限购等调控政策，转而出台救市政策，央行数次下调贷款基准利率，同时国家通过棚改货币化，都助推行业去库存，2014 年库存增速大幅回落。2015-2017 年，住宅销售面积超过

新开工面积，住宅库存面积增速逐年下降。2018 年我国房地产受到非标融资规模下降的影响，开发商加快开工以期实现销售回款，然而棚改货币化的退潮导致住宅销售增速放缓。在此情况下，住宅新开工面积时隔三年再次超过销售面积，库存增速企稳回升。截至 2018 年末，我国商品房市场库存为 87.47 亿平方米，较上年增长 4.08%；具体来看，商品房待售面积为 5.24 亿平方米，较上年末减少 11.05%，新开工提速带动商品房施工面积由上年末的 78.15 亿平方米增至 82.23 亿平方米，同比增长 5.22%。而就住宅市场而言，住宅库存面积为 59.51 亿平方米，同比增长 5.02%，其中待售面积为 2.51 亿平方米，较上年末减少 16.82%，施工面积为 57.00 亿平方米，较上年末增长 6.25%。

图表 4. 近年我国房地产库存变化情况（单位：万平方米，%）



资料来源：WIND

2018 年以来，我国继续加大了住宅用地供应量。根据 WIND 数据显示，2018 年，100 个大中城市共推出各类用地 7.88 亿平方米，同比增长 16.82%，其中住宅类用地推出 3.14 亿平方米，同比增长 22.89%。分城市来看，在棚改货币化政策推动下，二三线尤其是三线城市住宅推地均较上年实现 24% 以上的增长；其中二线城市住宅推地 1.35 亿平方米，同比增长 24.37%；三线城市住宅推地 1.65 亿平方米，同比增长 25.96%；在地方政府融资收紧背景下，土地出让金仍为地方政府主要的财政来源。而一线城市由于在 2017 年提前加大了住宅用地供应，2018 年住宅推地同比减少 11.84% 至 1,429.04 万平方米。

土地需求方面，房企受到限售限价、融资收紧等影响，拿地更为谨慎，土地成交均价及溢价率均出现下滑。根据 WIND 数据显示，2018 年，全国 100 个大中城市各类用地成交楼面均价 2,607.31 元/平方米，同比下跌 8.91%，平均溢价率为 12.04%，较上年减少 14.31 个百分点；其中住宅类用地成交楼面均价 4,628.38 元/平方米，同比下跌 5.20%，溢价率为 13.58%，较上年同期下降 17.30 个百分点。另外，2018 年以来土地流拍增多，土地市场呈现降温态势，2018 年，100 个大中城市各类用地共流拍 2,282 宗。

图表 5. 2016-2018 年我国 100 个大中城市土地供应及成交情况

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积 (亿平方米)	6.09	-7.31%	6.75	10.89%	7.88	16.82%
其中: 住宅类用地推出面积 (亿平方米)	2.22	1.21%	2.56	15.27%	3.14	22.89%

项目	2016年		2017年		2018年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地成交面积(亿平方米)	5.29	-3.04%	6.02	13.71%	6.66	10.69%
其中:住宅类用地成交面积(亿平方米)	1.86	1.44%	2.33	25.52%	2.51	7.33%
各类用地成交出让金(万亿元)	2.47	35.25%	3.32	34.31%	3.32	-0.02%
其中:住宅类用地出让金(万亿元)	1.94	43.44%	2.67	37.42%	2.67	-0.17%
各类用地成交楼面均价(元/平方米)	2,489.03	40.62%	2,862.29	15.00%	2,607.31	-8.91%
住宅类用地成交楼面均价(元/平方米)	4,302.28	48.68%	4,882.33	13.48%	4,628.38	-5.20%
各类用地成交溢价率		46.22%		26.36%		12.04%
住宅类用地成交溢价率		58.58%		30.88%		13.58%

资料来源: WIND

b) 政策环境

2018年以来,我国房地产调控政策在稳中推进,在“房住不炒”的大政方针指引下,继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。一方面增加住房和用地有效供给,支持居民自住购房需求,培育住房租赁市场,发展共有产权住房。对此,国家鼓励保险资金进入长租市场、优先支持提取公积金用于支付房租、允许租赁住房的常住人口在城市公共户口落户等。另一方面,抑制购房投机行为,严禁利用消费贷、信用卡透支、违规提取公积金等方式购房。继2019年3月5日第十三届全国人民代表大会第二次会议《政府工作报告》中提到要“稳步推进房地产税立法”,3月8日的十三届全国人大第二次会议上再次提到房地产税法,随着房地产税的逐步落地,购房需求或将回归刚需。

2018年货币政策逐步趋松,流动性由“合理稳定”转变为“合理充裕”的背景下,房地产融资政策仍维持收紧。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。受此影响,房地产企业融资成本高企,中小企业逐步退出土地竞拍市场,购地加杠杆行为得到有效控制。

2018年,各地房地产调控差异化明显,政策执行更精准。一方面,对于库存较低的城市,为防止房价上涨,采取货币化安置政策取消、商品房限售政策推出、公积金贷款政策收紧、增加土地入市等方式,引导房地产市场健康发展。另一方面,对于房地产库存仍在高位运行的城市,通过引进人才落户补贴政策、继续推进棚改货币化安置、“四限”政策有所放松等,以满足居民的购房及改善住房的需求。

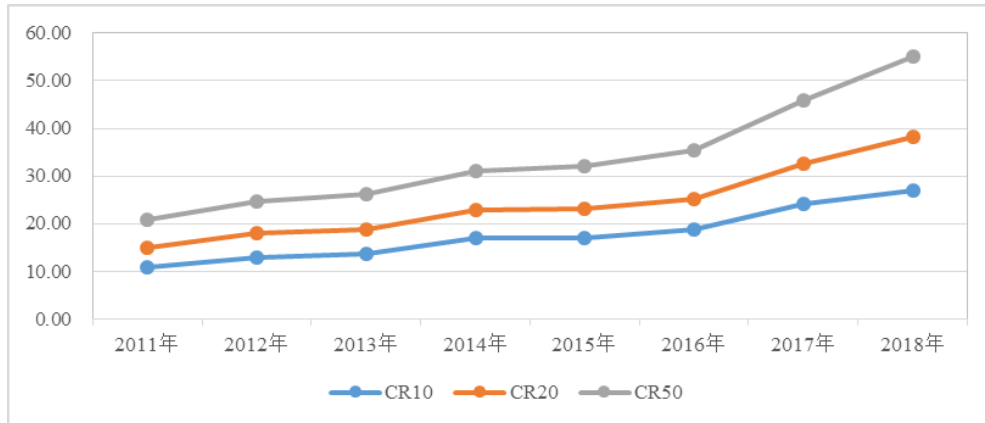
此外,各地政府积极发展租赁和共有产权市场,增加租赁住房供给,主张租购同权,同时推出共有产权房,解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题。

c) 竞争格局/态势

经过一系列政策调控,房地产市场向头部企业集中的趋势愈加明显。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势,在本轮调控中的防御能力较为突出,土地及项目储备有序推进,市场份额不断攀升;而通过高杠杆激进发展的中小房企,在融资收紧的背景下资金周转存在压力,面临股权并购或项目被收购的局面。此外,头部企业的合作开

发日渐增多，强强联合抵御经营风险，拿地优势愈加明显。从销售规模来看，房地产开发行业集中度逐渐提升。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2018年，CR10/CR20/CR50 该比值逐年提高，由 10.75%/14.98%/20.90% 提升至 26.89%/38.32%/55.10%，预计未来行业集中度将进一步提升。

图表 6. 规模房企市场占有率（单位：%）



资料来源：WIND

2018年以来，房地产开发企业营业收入及净利润增速均出现增长。受益于销售价格的上涨，毛利率亦小幅上升。但已销售未结算收入同比大幅下滑，短期内业绩增长动力不足。行业整体财务杠杆有所上升，且债务期限结构趋向短期。同时，随着行业销售增速放缓，自由现金流缺口扩大。

图表 7. 行业内部分样本企业基本数据概览（2018年（末），亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标			核心财务数据（合并口径）				
	签约销售金额	营业收入	毛利率	总资产	剔除预收账款后的资产负债率	归属母公司的权益/带息债务（倍）	净利润	经营性净现金流
万科企业股份有限公司	6,070	2,976.79	37.48	15,285.79	84.58	0.20	492.72	336.18
保利发展控股集团股份有限公司	4,048	1,945.55	32.48	8,464.94	65.89	0.46	261.49	118.93
新城控股集团股份有限公司	2,211	541.33	36.69	3,303.18	84.56	0.17	122.09	38.17
阳光城集团股份有限公司	1,629	564.70	26.06	2,633.97	79.62	0.20	36.06	218.31
四川蓝光发展股份有限公司	855	308.21	27.75	1,508.81	72.88	0.30	24.96	4.62
珠海华发实业股份有限公司	582	236.99	27.28	1,822.09	77.52	0.17	24.02	159.99
上海世茂股份有限公司	271	206.74	44.56	1,083.20	56.47	1.20	47.26	39.78
北京北辰实业股份有限公司	282	178.64	33.49	918.94	81.62	0.26	19.93	25.33
光明房地产集团股份有限公司	242	204.94	31.30	744.26	79.21	0.35	13.71	-87.34
中交地产股份有限公司	149	89.48	30.88	402.30	82.10	0.21	11.52	57.96
广宇集团股份有限公司	31	31.68	39.64	115.57	60.45	1.10	6.17	-11.10
广州珠江实业集团有限公司	93	183.31	30.23	854.67	74.45	0.26	16.13	-29.64

资料来源：新世纪评级整理

d) 风险关注

购房需求结构调整，行业销售增速放缓，自由现金流缺口增大。2018年以来，我国房地产调控政策实行“因城因地制宜、精准施策”的差异化措施。一

方面通过限购、限价、限售、限贷等手段，抑制房地产投资投机需求入市；另一方面，棚改货币化、共有产权房等推出，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题，改善了人们的住房质量。目前房地产去库存已经取得了实质性成效。对于库存不足的城市，棚改货币化安置政策在逐步退出。未来随着共有产权房、长租公寓等长效机制的建立和实施，购房需求逐步向租房转化。受此影响，房地产行业销售增速已从高位回落。此外，越来越多的房企由单一“房地产开发”向“房地产开发+自持投资物业”转型，进而使得房地产开发企业投资性现金支出逐年增加，自由现金流缺口不断扩大。

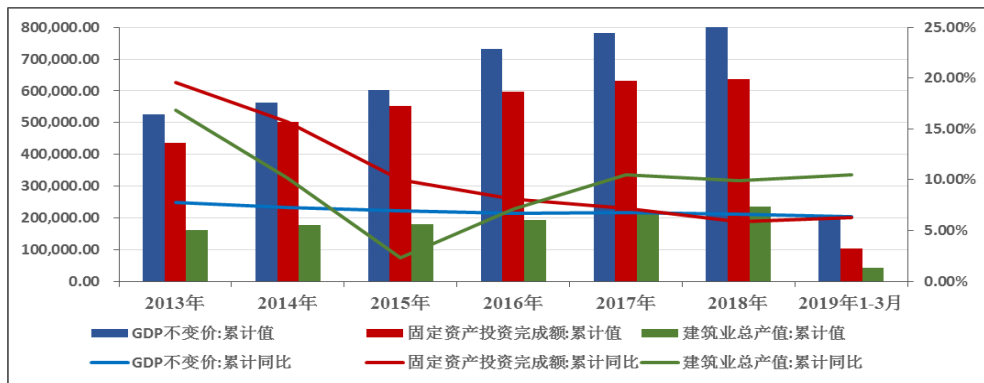
融资政策收紧，中小型房企或将面临较高的信用风险。2018年在货币供应合理充裕的背景下，房地产行业融资渠道仍受限。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。当年4月发改委和财政部联合下发的《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》规定房企境外发债资金投向主要用于偿还到期债务，限制投资境内外房地产项目。同期《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布，房企在信托、私募资管计划等非标融资方面受限。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据WIND数据统计，2019年为房企公司债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模超过5000亿元，融资环境的变化给房地产开发企业带来一定的资金周转压力，经营过于激进、中短期债务规模过大的中小型房企或将面临较高的信用风险。

B. 建筑施工行业

建筑施工行业与宏观经济变化密切相关，国内固定资产投资维持增长态势，同时随着我国工业转型升级、城市化进程及政府和社会资本合作（PPP）机制的推进，建筑施工行业总产值持续增长，且中长期仍存在一定的发展机遇。但行业进入门槛低，企业数量庞大，竞争激烈，行业整体盈利水平偏低，而杠杆水平偏高，回款风险持续累积。

建筑施工业具有明显的周期性特征，其发展与宏观经济变化密切相关。近年来伴随我国宏观经济下行，固定资产投资增速不断下滑，建筑施工业总产值增速亦不断承压，并于2015年跌至2.29%。进入2016年以来，我国宏观经济总体企稳，GDP增速稳定在7%左右，在去杠杆及限制地方融资背景下固定资产投资持续下滑趋势，建筑施工行业总产值有所回暖但仍处低速增长态势。2018年，我国实现国内生产总值83.30万亿元，固定资产投资累计完成63.56万亿元，分别同比增长6.6%和5.9%。建筑施工业生产总值增速继2017年增至10.50%后有所回落，但仍维持高位；2018年全国建筑业总产值为23.51万亿元，同比增长9.88%。2019年第一季度，我国实现国内生产总值19.54万亿元，同期固定资产投资完成额10.19万亿元、建筑业总产值4.28万亿元，分别同比增长6.4%、6.3%和10.5%，增速均较上年同期有所下滑。

图表 8. 近年来我国 GDP、固定资产投资及建筑施工业产值变化趋势



资料来源: Wind (单位: 亿元)

近年建筑行业新签合同额在 2015 年呈现波动, 但总体呈增长态势。2016~2018 年, 建筑行业新签合同额分别为 21.28 万亿元、25.46 万亿元和 27.29 万亿元。2016 年中期政府加大基础设施建设投资力度的效果开始显现, 当年我国建筑施工企业新签合同额同比增长 15.38%, 扭转了上年下降的局面。2017 年以来, 受国家行业政策刺激, 行业新签合同额强势上涨。2018 年以来地方政府投融资监管趋严, 基建投资意愿下降, 同时受 PPP 项目清库, 信用紧缩等因素影响, 当年建筑业新签合同额增速较上年下降 12.51 个百分点至 7.16%。

2018 年以来, 经济形势转变, 信用政策收紧, 项目审批形势变化, 金融监管趋严等因素综合作用导致基础设施建设等固定投资意愿降低, 建筑行业景气度受到影响。但 2018 年下半年开始, 相关部门连续出台政策进一步规范项目审批同时推动已批复项目的投资落地。据 2018 年 11 月 15 日国家发改委公布: 当年前三季度, 国家发改委共审批核准固定资产投资项目 147 个, 其中审批 117 个、核准 30 个, 总投资 6,977 亿元; 三季度审批核准的固定资产投资项目金额是第二季度的 4.83 倍, 是一季度的 2.58 倍。以下将分为房屋建筑施工业、市政工程施工、海外工程施工业以及政府和社会资本合作机制四个细分子行业对其市场前景进行分析。

2016 年以来, 我国房地产调控政策继续深化, 商品房销售额和销售面积保持增长但增速持续回落; 受保障房及棚户区改造建设拉动影响, 房地产开发投资完成额有所增长, 但房地产施工投资增速持续下滑。2017 年我国房地产开发投资完成额为 10.98 万亿元, 其中房地产建筑工程投资完成额为 6.89 亿元, 分别较上年度增长 7.00% 和 3.10%。2018 年, 房地产开发投资完成额 12.03 万亿元, 同比增长为 9.53%, 投资增速提高主要依赖于土地购置费用的增长; 同期房地产建筑工程投资完成额为 6.73 亿元, 同比下降 2.30%, 为近三年首次负增长。

近年来我国房地产市场调控深化, 多城市楼市政策密集出台且不断升级, 同时政府加快发展租赁市场、推进租售并举, 住房制度不断完善。自 2016 年“9.30”调控开启后, 我国房地产调控政策围绕房住不炒、因城施政总原则, 各地陆续出台限购限贷、限价、限售、摇号购房等政策进行密集调控。2018

年以来，我国房地产调控政策在稳中推进，在“房住不炒”的大政方针指引下，继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。一方面，对于库存较低的城市，为防止房价上涨，采取货币化安置政策取消、商品房限售政策推出、公积金贷款政策收紧、增加土地入市等方式，引导房地产市场健康发展。另一方面，对于房地产库存仍在高位运行的城市，通过引进人才落户补贴政策、继续推进棚改货币化安置、“四限”政策有所放松等，以满足居民的购房及改善住房的需求。截至 2018 年末，全国商品房待售面积降至 5.24 亿平方米，较上年末减少 0.65 亿平方米，下降 11.05%；同期末，新开工提速带动商品房施工面积较上年末增长 5.22% 至 82.23 亿平方米。

2018 年政府工作报告中强调启动新的三年棚改攻坚计划，2018 年全年开工 580 万套。同年 10 月 8 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议指出下一步因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，商品住房库存不足、房价上涨压力大的市县要尽快取消货币化安置优惠政策。根据国家统计局数据，2018 年全国棚改开工 626 万套，基本建成 511 万套。尽管未来一段时间内保障房建设和棚户区改造仍能对房建施工业起到一定的拉动作用，但在融资环境趋紧、房地产调控政策深化的大环境背景下，未来房屋建筑市场增长乏力。

图表 9. 2012 年以来全国房地产开发概况（单位：万亿元；亿平方米）

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
房地产开发投资额	7.18	8.60	9.50	9.60	10.26	10.98	12.03
本年购置土地面积	3.57	3.88	3.34	2.28	2.20	2.55	2.91
房屋新开工面积	17.73	20.12	17.96	15.45	16.69	17.87	20.93
房屋竣工面积	9.94	10.14	10.75	10.00	10.61	10.15	9.36
商品房销售面积	11.13	13.06	12.06	12.85	15.73	16.94	17.17
商品房销售额	6.45	8.15	7.63	8.73	11.76	13.37	15.00

数据来源：国家统计局、Wind

(3) 区域市场因素

2018 年，受政策调控长效化影响，广东省商品房销售面积及销售金额均有所下降，但开发投资增速回升。2019 年资金面持续收紧，行业面临偿债高峰期，企业资金链压力逐步增大。

根据广东省统计局披露数据，2018 年，广东房地产市场受政策调控持续收紧影响，当年商品房成交面积下跌，销售额基本维持上年水平，全年商品房销售面积、销售金额分别为 1.43 亿平方米和 1.87 万亿元，同比下降 10.2% 和 0.3%，增速较上年度分别回落 19.4 个百分点和 16.2 个百分点。

投资方面，2018 年全省房地产开发投资 14412.19 亿元，比上年增长 19.3%，增幅较上年回升 2.10 个百分点。按地区分，珠三角地区 11490.33 亿元，增长 16.9%；东翼 783.26 亿元，增长 25.6%；西翼 947.92 亿元，增长 50.3%；山区 1190.68 亿元，增长 19.8%。按用途分，商品住宅开发投资 9757.86 亿元，增长

20.5%；办公楼投资 1178.90 亿元，增长 0.4%；商业营业用房投资 1416.68 亿元，下降 2.0%。

土地市场方面，根据广东房地产协会披露的数据，2018 年广东省成交土地面积 7878.05 万平方米，同比下降 24.7%；成交金额 4579.94 亿元，同比增长 13.4%。其中，成交居住用地 2728.3 万平方米，同比下降 18.9%；成交金额 3588.42 亿元，同比增长 41.0%，土地价格上涨明显，但当年平均土地溢价率低于 2017 年。

从资金到位情况看，2018 年，广东省房地产到位资金达 2.17 万亿元，同比增长 13.4%，资金状况总体稳健。但进入 2019 年，房地产融资监管持续，企业到位资金增速回落，销售回笼资金同比下滑，同时 2019 年全国房地产企业有近万亿元的待偿债务，房企资金压力逐步增大。

2. 业务运营

该公司主营业务突出，并已形成一定的产业链优势，各业务之间协同效应较好。公司施工和房地产开发规模较大，综合实力相对较强，尤其在广东省内具有一定市场地位。近年来公司通过并购模式实现了房地产开发业务的快速扩张，收入持续增长。存量项目将持续滚动开发，加之项目储备增加，后续开发量大，未来还有较大规模资金需求，需关注开发推盘进度及存量项目去化情况。施工业务收入呈现恢复性上升，但由于行业竞争激烈，利润空间仍较窄。公司自持物业所处区位较好，物业经营业务收入稳定增长。

该公司以施工总承包业务起步，后逐步拓展了工程服务、房地产开发、物业经营管理以及旅游酒店等多项业务，相关业务具有一定的协同效应，业务链相对完整。

该公司目前核心主业为房地产开发销售、建筑工程总承包及施工服务和物业经营管理业务。房地产开发业务方面，公司在深耕广州市场的同时，积极在广东省其他市县及外省市布局，实现横向规模化发展。出于风险控制的考量，公司外省市业务拓展多以项目收购或合作开发形式进行。建筑施工业务方面，公司施工项目类型覆盖商品房、酒店、厂房、保障房等，业务区域以广东省为主（占该业务收入的近七成）。凭借业务经验及品牌优势，公司逐步将建筑施工业务范围拓展至湖南、海南、北京、上海、陕西、安徽等省市。物业经营管理业务方面，该业务系房地产开发业务下游延伸，近年来运营情况较为稳定。

图表 10. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
房地产开发及销售	房地产	广州市、清远市、肇庆市、长沙市、西安市、合肥市等	资本、政策
建筑工程总承包及施工服务	建筑施工	广东省为主，市场范围逐步拓展至湖南、海南等省市	资质、品牌

资料来源：珠实集团

除上述核心业务外，该公司还从事酒店经营及旅游服务业务，2016-2018年和2019年第一季度，该业务分别实现收入1.10亿元、1.10亿元、2.43亿元和1.03亿元，2018年以来收入增加主要系万众项目西安W酒店投入运营；毛利率分别为48.66%、47.31%、53.25%和54.30%。截至2019年3月末，公司运营的酒店共4家²，均处于旅游或商业中心，地理位置较好，有利于保持较好的经营效益。另外，公司从事货物销售业务，以往主要以燃料贸易为主，由下属子公司燃料集团经营。因燃料贸易盈利空间小，占用资金量大，为控制业务风险，2015年公司大幅收缩燃料贸易业务规模，2016年以来不再进行燃料贸易，少量收入主要来源于建材、农产品贸易等。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2016年度	2017年度	2018年度	2019年 第一季度	2018年 第一季度
营业收入合计	151.44	182.99	183.31	32.08	35.36
其中：核心业务营业收入	149.18	179.21	174.89	29.43	34.13
在营业收入中所占比重（%）	98.50	97.94	95.41	91.74	96.53
其中：（1）房地产开发销售	101.39	121.32	111.20	14.83	18.29
在核心业务收入中所占比重（%）	67.97	67.69	63.58	50.39	53.59
（2）建筑工程总承包及施工服务	35.69	44.62	49.05	10.19	12.28
在核心业务收入中所占比重（%）	23.92	24.90	28.04	34.63	35.98
（3）物业经营管理	12.10	13.28	14.64	4.41	3.56
在核心业务收入中所占比重（%）	8.11	7.41	8.37	14.98	10.43
毛利率（%）	26.42	25.29	30.23	36.87	38.83
其中：（1）房地产开发销售	30.39	29.28	35.92	40.54	58.37
（2）建筑工程总承包及施工服务	7.74	7.21	10.04	24.71	8.29
（3）物业经营管理	41.60	39.91	36.99	42.86	37.77

资料来源：珠实集团

2016-2018年，该公司分别实现营业收入151.44亿元、182.99亿元和183.31亿元，逐年增长；其中核心业务营业收入149.18亿元、179.21亿元和174.89亿元。从收入构成看，2016-2018年房地产开发销售收入分别为101.39亿元、121.32亿元和111.20亿元，占核心业务收入比重超过60%；毛利率分别为30.39%、29.28%和35.92%。2016年公司将清远市广州后花园有限公司（简称“清远后花园”）纳入合并范围，2017年主要得益于清远后花园销售项目陆续交房，当年结转收入增加；2018年因商品房交付量减少，结转收入有所回落。2016-2018年，建筑工程总承包及施工服务分别实现收入35.69亿元、44.62亿元和49.05亿元，保持增长；毛利率分别为7.74%、7.21%和10.04%。随着公司所持物业单位租金的增长，物业经营管理收入稳步增加，同期分别实现收入12.10亿元、13.28亿元和14.64亿元；同时由于人力、装修等成本支出增加，

² 包括：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）和西安W酒店（2018年8月试营业，定位超五星，当前尚未定级）。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%，未纳入公司合并报表范围。

毛利率持续下降，分别为 41.60%、39.91% 和 36.99%。

2019 年第一季度，该公司实现营业收入 32.08 亿元，同比减少 9.02%，主要系房产开发业务结转收入减少及施工业务收入下滑所致。当期，公司综合毛利率为 36.87%，同比小幅下降 1.96 个百分点。

A. 房地产业务

该公司房地产开发业务的经营主体包括本部，以及广州珠江实业开发股份有限公司（简称“珠江实业”）、广州市东建实业集团有限公司（简称“东建实业”）、惠州珠江实业公司、广州市华侨房产开发有限公司等子公司，其中除珠江实业下属湖南珠江实业投资有限公司以及公司收购的清远后花园拥有一级开发资质以外，其他子公司房产开发资质多为二级和三级。

该公司近年来在深耕广州市场的同时，积极在广东省其他城市及外省市布局。公司早期已进入长沙和海南地区，2015 年以来通过项目收购的模式将业务拓展至合肥、西安、清远和肇庆等城市。收购项目多采用合作开发及“股权+债权”的模式，即原股东保留部分股权，由公司控股并纳入合并范围；公司入股后同时向项目公司提供一定规模债权资金（主要以委托贷款形式划拨），并按合同约定收取利息。2015 年以来公司纳入合并范围的“股权+债权”主要合作项目如下表所示，截至 2019 年 3 月末债权投资余额为 50.81 亿元。

图表 12. 2015 年以来公司纳入合并报表范围主要合作项目情况（单位：亿元）

项目	取得时间	持股比例	股权收购对价	债权余额	债权投资利率	备注
中侨项目	2015.01	50.71%	1.03	5.00	12%	
玫瑰园项目	2015.09	51.00%	0.08	-	12%	委贷已收回
丽江国际花园	2015.11	57.33%	3.80	-	12%	委贷已收回
万众项目	2016.05	49.00%	0.70	9.30	12%	
中源誉峰项目	2016.06	43.82%	0.78	2.29	12%	
金水湾项目	2016.12	40.32%	0.30	-	8%	委贷已收回
美林湖项目	2016.12	48.00%	21.02	31.60	10%	
三亚孔雀城项目	2017.01	33.77%	0.05	-	12%	委贷已回收
嘉福国际大酒店项目（金海项目）	2017.06	55.00%	0.12	0.05	10%	
翰林国际公馆项目（从化项目）	2018.05	51.00%	0.16	0.58	15%	
韶关瑞枫项目	2018.06	49.50%	2.33	1.99	12%	
合计	-	-	30.37	50.81	-	-

资料来源：珠实集团

注：上表债权余额系截至 2019 年 3 月末数据。

房地产业务施工及投资方面，2016 年该公司新开工面积为 55.00 万平方米，同比增加 50.35 万平方米，主要因当年股权收购的美林湖项目部分开工，当年开发投资额为 79.66 亿元；2017 年，公司滚动分期开发项目陆续开工，房地产新开工面积持续大幅增加，开发投资额为 87.73 亿元；2018 年公司主要推进存量在建项目建设，新开工面积较前两年明显下降，主要因拿地支出增加，当年

开发投资金额较上年增加 92.17 亿元至 179.90 亿元。合同销售方面，2016-2018 年公司房地产签约销售面积分别为 65.39 万平方米、57.47 万平方米和 55.19 万平方米；实现合同销售金额分别为 101.39 亿元、86.54 亿元和 92.55 亿元。

图表 13. 公司房地产开发业务开展情况（单位：万平方米、亿元）

项目	新开工面积	竣工面积	开发投资额	合同销售面积	合同销售金额
2016 年	55.00	42.00	79.66	65.39	101.39
2017 年	126.54	292.56	87.73	57.47	86.54
2018 年	38.43	145.07	179.90	55.19	92.55
2019 年第一季度	1.34	30.75	14.14	7.05	13.30

资料来源：珠实集团

图表 14. 公司主要在建及在售房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）³

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	已取得预售证面积	已签约销售面积	销售均价（万元/平方米）	累计签约金额
油制气项目（广州珠江花城）	广州市天河区	住宅	2015	2026	210.00	106.99	63.02	7.00	5.80	4.30	25.40
佳滨苑项目	广州市海珠区	住宅	2013.01	2017.12	11.00	10.81	7.78	5.97	5.97	3.59	21.43
菠萝山保障性住房项目	广州市天河区	住宅	2013.12	2019	22.46	15.50	9.31	9.31	9.22	0.55	5.10
中华文化学院西侧地块项目	广州市海珠区	住宅、商业	2017.03	2019.12	3.63	2.61	0.74	0.70	0.47	6.35	3.16
中侨项目	合肥市政务文化新区	写字楼	2014.03	2020	22.79	16.54	21.90	15.05	4.91	1.72	8.46
珠江花城项目	长沙市开福区	住宅	2005.09	2016.08	22.92	21.54	51.14	42.30	42.24	0.61	25.68
珠江郦城	长沙市开福区	住宅	2012.06	2017	31.25	30.11	48.30	41.95	41.38	0.87	36.08
洋湖垸项目	长沙市大河西先导区	住宅	2016.01	2021.02	29.20	12.89	18.51	-	-	-	-
华英项目（珠江好世界项目）	长沙市开福区	商业	2017.06	2020.12	24.91	10.75	23.12	9.12	8.36	1.25	9.74
S8 商办项目	广州市越秀区	写字楼	2012.12	2017.06	9.65	8.24	-	-	-	-	-
珠江嘉园项目	广州市萝岗区	住宅	2010	2017.08	26.89	20.11	26.88	27.72	20.92	1.40	29.22
橡胶新村地块	广州市海珠区	住宅	2019.06	2024.06	39.80	16.08	8.15				
金蝶项目	广州市荔湾区	住宅	2014.05	2016.03	17.86	17.21	7.49	7.47	5.90	3.07	18.09
岭南苑项目（一期）	广州市白云新城	住宅	2014.08	2016.09	16.97	14.74	7.09	6.96	6.19	4.67	28.93
岭南苑项目（二期）	广州市白云新城	住宅	2017.04	2021.11	5.69	3.87	2.92	2.31	2.31	2.86	6.60
美林湖项目	清远市清城区	住宅	2007.01	2031	588.80	79.48	779.77	284.58	202.26	0.77	155.72
南沙体育场馆片区项目	广州市南沙区	住宅、商业、公寓、	2018.08	2024.04	47.10	18.19	22.26	-	-	-	-

³ 计划投资及已累计投资额均包含拿地成本；菠萝山保障房项目销售部分仅为经适房部分；美林湖项目投资数据以珠实集团入股时点起计。

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	已取得预售证面积	已签约销售面积	销售均价(万元/平方米)	累计签约金额
		车位									
韶关瑞枫项目	韶关市	住宅、商业	2015.08	2021.12	43.83	17.21	59.59	18.37	13.54	0.75	10.11
捷星项目	广州市越秀区	商业	2017.08	2022.08	9.60	4.64	-	-	-	-	-
中源誉峰项目	肇庆市	住宅、商业	2013.12	2021.12	26.80	13.98	37.85	17.72	14.15	0.73	10.39
三亚孔雀城项目	三亚市	住宅、商业	2015.01	2020.09	25.53	12.38	17.91	3.16	2.34	3.03	7.09
万众项目	西安市曲江新区	写字楼	2014.01	2018.02	50.67	45.68	17.02	17.02	11.82	2.10	24.06
合计	-	-	-	-	1,287.35	499.55	1,230.75	516.71	397.78	-	425.26

注：根据珠实集团提供的资料整理、绘制（截至 2019 年 3 月）。

该公司目前主要在建及在售项目如上表所示。开发业态方面，其中除菠萝山项目为保障性住房以外，其余主要为商品住宅，部分含商业业态；除广州 S8 商办项目和捷星项目计划自持，其余多为对外销售。上述项目概算总投资达 1,287.35 亿元，截至 2019 年 3 月末已累计投资 499.55 亿元，计划 2019 年 4-12 月、2019 年和 2020 年拟分别投资 69.51 亿元、80.10 亿元和 66.74 亿元。截至 2019 年 3 月末，上述项目规划可售面积合计 1,230.75 万平方米，已取得预售证面积为 516.71 万平方米，已累计签约销售面积为 397.78 万平方米，累计签约销售金额为 425.26 亿元；当前已取得预售证建筑面积中剩余可售面积为 118.93 万平方米，按照当前销售均价估算，货值为 126.55 亿元。

上述在建在售项目中佳滨苑、菠萝山保障房（经适房部分）、珠江花城、珠江郦城、华英项目、岭南苑项目已完全基本完全去化。未完全推盘项目若以取得预售证面积与签约销售面积计算去化率，中华文化学院西侧地块项目、中侨写字楼项目和万众项目去化情况欠佳。

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 2019 年 3 月末已投资 15.50 亿元（其中廉租房、公租房部分累计投入 10.99 亿元）。经济适用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，该部分已于 2016 年竣工，目前已基本去化。廉租房、公租房规划验收完成后由政府分批回购，回购价格根据成本价核定。前期因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进行验收及回购。在后续协调下，2019 年 3 月末该项目已累计收到回购金额 12.67 亿元。政府方将陆续完成回购，2019 年 4-12 月及 2020 年，公司预计取得 2.25 亿元和 0.75 亿元回购款。

图表 15. 菠萝山保障房项目廉租房及公租房情况（单位：亿元）

项目	开工时间	竣工时间	计划投资额	累计投资额	计划回购金额	累计已回购金额	未来回购计划		
							2019年4-12月	2020年	2021年
廉租房部分	2015.4	2018.10	8.83	10.99	8.97	6.87	2.25	0.75	-
公租房部分	2015.7	2018.10	5.79		6.70	5.50			
合计	-	-	14.62	10.99	15.67	12.67	2.25	0.75	-

资料来源：根据珠实集团提供的资料整理、绘制。

注：累计值为截至 2019 年 3 月末数值；回购金额未包含车位。

该公司目前正在建的油制气项目（案名：广州珠江花城）和美林湖项目体量大，项目开发、推盘节奏及销售情况将对公司房地产业务投资及现金回笼产生较大影响。

油制气项目位于广州市天河区奥体板块，项目土地总面积为 18.29 万平方米，规划可售面积为 63.02 万平方米，项目预计容积率为 3.2，主要以高层洋房为主，配套设施面积为 4.36 万平方米，涵盖教育、商业、公建、社区服务等。该项目拿地时间为 2014 年 4 月，拿地成本为 61.50 亿元。由于项目周边相关道路建设本金及利息成本增加，项目概算总投资调升至 210 亿元，该公司正就道路建设问题与政府方进行协商谈判，目前相关补偿及回款安排尚未明确。截至 2019 年 3 月末已取得预售证面积为 7.00 万平方米，项目一期于 2018 年 5 月开盘，截至 2019 年 3 月末已累计签约销售销售面积为 5.80 万平方米，销售均价为 4.30 万元/平方米，签约销售金额为 25.40 亿元；项目二期已于 2019 年 4 月开盘，预计 2019 年签约销售面积为 7 万平方米，实现现金回笼 30 亿元。按照当前规划，2019 年 4-12 月、2020 年及 2021 年预计投资 9.70 亿元、18.37 亿元和 14.87 亿元。

清远后花园的美林湖项目位于广东清远市，未来十年将依托广清一体化发展政策和区位优势，打造为区域高端国际社区。项目地公路交通较为便利，同时轨道交通已有明确规划，其中广清城轨一期、广州地铁八号线通达项目地的支线以及片区内中低速磁悬浮（西起广清产业园，东至清远长隆）一期均预计于 2019 年内通车。该项目占地 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，规划建筑面积为 850.00 万平方米，共分为 76 个组团。截至 2019 年 3 月末竣工组团 35 个，用地面积 268 万平方米，建筑面积 322 万平方米；在建组团 4 个，用地面积 23.68 万平方米，建筑面积 50 万平方米。截至 2019 年 3 月末，项目已获预售证建筑面积合计 273.39 万平方米，已签约销售面积 202.26 万平方米，累计签约销售金额 155.72 亿元。目前已推的大部分项目开盘时间均较早，由于推盘体量大，以往广州外溢需求不足，销售去化速度较慢，另外部分别墅业态以往销售均价较低，开发商惜售意愿较强，整体看销售去化水平较低。按公司入股时点起测算，项目预计总投资 588.80 亿元，截至 2019 年 3 月末已完成投资 79.48 亿元；2019 年计划报批建筑面积为 63 万平方米，2019 年 4-12 月、2020 年及 2021 年公司预计分别投入资金 15.10 亿元、19.59 亿元和 21.41 亿元。

图表 16. 美林湖项目在售组团销售情况（单位：万平方米、元/平方米、亿元）

项目	业态	开盘时间	已取得预售证面积	累计签约销售面积	销售均价	2018 年结转收入	2018 年结转成本
贝沙湾	高层/商铺	2011 年 11 月	14.61	14.23	4,755.00	0.03	0.04
汇泉湾	高层	2013 年 4 月	8.71	8.46	6,045.00	0.03	0.05
美汇半岛	高层	2013 年 7 月	34.37	33.24	6,855.00	0.36	0.19
天汇半岛	高层/商铺	2013 年 9 月	71.73	40.48	6,813.00	3.46	1.93
天琴半岛	高层	2014 年 10 月	52.29	33.29	7,904.00	5.56	3.19
美林雅舍	公寓	2014 年 12 月	2.82	2.64	7,142.00	-	-
山林语花园	高层	2017 年 7 月	12.85	7.92	9,343.00	4.89	2.83
加州岛 A 区	别墅	2007 年 4 月	7.97	7.15	9,806.00	0.41	0.52
加州岛 B 区	别墅	2007 年 4 月	6.33	4.84	11,987.00	0.76	0.60
加州岛 C 区	别墅	2008 年 11 月	8.37	4.77	13,044.00	0.45	0.29
棕榈湾别墅	别墅	2007 年 11 月	3.60	3.57	8,712.00	0.14	0.12
安达鲁西亚 A 区	别墅	2009 年 4 月	20.00	19.71	6,364.00	0.89	0.80
安达鲁西亚 B 区	别墅	2010 年 12 月	6.50	5.94	9,563.00	-	-
邦迪湾	别墅	2013 年 1 月	4.52	4.52	10,422.00	-	-
听山美墅	别墅	2014 年 5 月	3.69	3.12	9,001.00	0.07	0.05
麓山美墅	别墅	2016 年 9 月	2.23	0.92	11,521.00	0.13	0.09
隐山美墅	别墅	2015 年 6 月	2.33	1.46	10,543.00	0.28	0.15
星海游艇别墅	别墅	2014 年 4 月	5.21	3.04	15,747.00	1.15	0.65
星汇半岛	高层	2018 年	15.08	1.59	10,692.00	1.35	0.69
二期	别墅	2007 年	1.37	1.37	6,572.00	0.71	0.37
合计	-	-	284.58	202.26	-	20.68	12.55

注：根据珠实集团提供的资料整理、绘制；累计值为截至 2019 年 3 月末数值。

目前该公司在售项目中去化率较低且体量较大的项目主要为万众项目。该项目位于西安曲江新区核心位置，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（即西安 W 酒店，为项目 C 座）委托国际知名的喜达屋酒店管理公司全权管理，写字楼与底商（A 座及 B 座）及地下车库对外销售。项目预计总投资为 50.67 亿元，截至 2019 年 3 月末完成投资 42.89 亿元；项目已全面完工，但由于部分工程款项、利息款及前期开办费用尚未结算支付，因此累计投资与概算投资仍有较大差额。酒店于 2018 年 6 月通过综合验收，当年 8 月起投入运营。销售部分目前预售证均已取得，对应可售建筑面积为 17.15 万平方米，截至 2019 年 3 月末累计销售面积为 6.85 万平方米，去化率仅为 39.94%；其中 B 座写字楼部分已完全去化，去化率低主要系公司原计划在酒店开业后整栋销售 A 座写字楼（定位为总裁会所），因而压盘未售，但 W 酒店开业后因整栋销售价格难以达到期望水平，公司已调整销售策略进行零售。由于 A 座写字楼户型较大，购房门槛高，公司目前正在调整设计方案，计划将大户型分割为小户型，以降低购房门槛，关注项目后续去化情况。

图表 17. 截至 2019 年 3 月末公司拟建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	项目区位	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		
								2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年
西安隆顺（玫瑰公馆）	西安市曲江区	住宅	2019.06	2021.12	9.19	19.45	12.92	0.87	4.00	1.11
陕西跃邦（万众潮）	西安市曲江区	商业	2020.05	2022.12	6.84	28.21	20.91	0.07	3.00	13.11
白云湖项目	广州市白云区	住宅	2019.08	2024.08	22.29	78.79	120.03	52.42	12.57	18.95
珠江金悦项目	广州市荔湾区	住宅	2019.10	2022.12	0.62	3.00	7.68	0.48	1.14	1.84

项目	项目区位	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		
								2019年4-12月	2020年	2021年
合计	--	--	--	--	38.94	129.45	161.54	53.84	20.71	35.01

注：根据珠实集团提供的资料整理、绘制。

截至 2019 年 3 月末，该公司共有拟建项目 4 个，其中 3 个将于 2019 年开工建设。根据项目开发规划，2019 年 4-12 月、2020 年及 2021 年，公司拟建项目分别计划投入资金 53.84 亿元、20.71 亿元和 35.01 亿元。

图表 18. 截至 2019 年 3 月末公司合并口径土地储备情况（单位：亿元、万平方米）

地块名称	对应拟建项目名称	权益 (%)	地块性质	土地出让金	已支付土地出让金	宗地面积	拿地时间	备注
西安 QJ-7-3-9 地块	西安隆顺（玫瑰公馆）	49%	住宅	5.07	5.07	9.19	2017 年 1 月	已获土地证
西安 QJ-7-1-25 地块	陕西跃邦（万众潮）	49%	商业	4.47	4.47	6.84	2017 年 1 月	已获土地证
海珠区琶洲西区 AH040117	琶洲项目	100%	住宅	4.56	4.56	0.44	2018 年 6 月	已获土地证
荔湾区西湾路 156 号	珠江金悦项目	100%	住宅	3.43	3.43	0.62	2018 年 12 月	已获土地证
GY-PY1604 地块	汽车小镇项目	40%	住宅、商业	29.25	14.63	14.75	2018 年 12 月	尚未拿到土地证
AB2404013 地块	白云湖项目	51%	住宅	75.78	75.78	22.29	2018 年 12 月	尚未拿到土地证
合计	-	-	-	122.56	107.94	54.12	-	-

注：根据珠实集团提供的资料整理、绘制。

土地储备方面，近年来该公司主要通过股权收购以及参与广东省三旧改造项目等策略，进行项目拓展，获取拿地时间早的房地产项目，保持低成本优势。2016 年公司除通过项目收购拿地外，未通过招拍挂获得商住用地。2017 年 1 月，公司于西安曲江新区以底价竞得土地 3 宗，分别对应在建项目西安虹瑞，以及拟建项目西安隆顺和陕西跃邦，地块面积分别为 6.32 万平方米、9.19 万平方米和 6.84 万平方米，出让金分别为 3.64 亿元、5.07 亿元和 4.48 亿元；8 月，公司通过招拍挂于南沙区获得面积为 8.73 万平方米的土地，土地款 16.84 亿元，对应在建项目南沙体育馆项目。2018 年，公司共获取土地 4 宗，均位于广州市内，其中白云湖项目和汽车小镇项目涉及土地面积大，公司采用合作开发的模式（纳入合并范围），前者合作方为广州地铁集团有限公司（简称“广州地铁”）；当年拿地出让金合计 113.02 亿元，截至 2019 年 3 月末已累计支付 98.40 亿元。若不考虑已开工项目后续滚动开发的待建土地，截至 2019 年 3 月末公司土地储备（含拟建项目）共 6 宗，其中 4 宗已取得土地证，土地面积共计 54.12 万平方米。

总体看，近年来该公司通过项目收购形式实现房地产开发业务规模的快速扩张，对公司收入及利润贡献度逐步提升，由于大部分房产项目拿地时间早，土地成本低，项目效益良好，但部分项目销售去化情况不理想。2018 年公司新增项目储备均位于广州市内，合作方主要为市属国有企业，合作风险可控。

公司目前土地储备充裕，可支持该业务的良性发展。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。

B. 建筑工程总承包及施工服务业务

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，主要由广州市住宅建设发展有限公司、广州珠江工程建设监理有限公司、广州珠江外资建筑设计院、珠江装修等下属子公司运营。

目前该公司拥有房屋建筑工程施工总承包一级资质 2 项，市政公用工程施工总承包二级资质 2 项，并拥有建筑装饰装修工程、地基与基础工程和钢结构工程等专业承包资质。凭借较强的综合实力，公司先后承建或参与承建了广州市委礼堂、市委办公楼、广州电视中心、荔湾广场、广州新图书馆、广州高德中心、中山电力大厦等等知名或地标性建筑工程。公司项目施工质量良好，多次获得中国建筑业最高荣誉的“鲁班奖”和“詹天佑大奖”。

图表 19. 公司合同承接及施工情况⁴

业务分类		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
合同承接情况	建筑施工和总承包(亿元)	25.80	64.85	65.46	1.69
	工程监理(亿元)	2.80	4.13	5.52	1.81
	工程设计(亿元)	1.45	3.20	3.43	0.99
	工程装修(亿元)	16.00	15.36	9.40	1.33
合计:		46.05	87.54	83.81	5.82
项目施工情况	施工面积(万平方米)	390.00	636.33	626.67	600.49
	竣工面积(万平方米)	68.25	89.48	49.72	0.84
	施工产值(亿元)	31.12	29.72	24.20	4.14

资料来源：珠实集团

2016-2018 年和 2019 年第一季度，该公司建筑业务新签合同金额分别为 46.05 亿元、87.54 亿元、83.81 亿元和 5.82 亿元。2017 年以来，主要得益于公司集团内部房地产项目施工量增长及外部项目拓展，建筑施工和总承包合同金额较以往大幅增长。2016-2018 年，监理和工程设计新签合同额逐年增加；工程装修新签合同金额则逐年下降。项目施工方面，得益于合同量的增长，2017 年以来施工面积较 2016 年明显增加，但由于施工项目以产值较低的土建项目为主施工产值 2016 年以来有所下降。

该公司约 70% 的施工总承包和工程服务收入来自广东省内项目，随着房地产业务区域的拓展，可对该业务形成一定提携作用，近年来湖南、海南项目收入增长较快，其余分散于北京、上海、陕西、安徽等省市，项目类型覆盖商品房、酒店、厂房、保障房等。从业主方性质方面看，公司项目委托方以国有企业和民营企业为主，占比约 85%，承接的政府及相关机构的项目相对较少。

2016-2018 年，该公司施工总承包和工程服务分别确认收入 35.69 亿元、44.62 亿元和 49.05 亿元，增长率分别为-15.41%、25.01%和 9.93%。其中，2016

⁴ 合同承接及施工数据包含合并范围内的工程项目

年收入减少主要系因限购、限售政策陆续出台，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，另外许多财政投资项目启动缓慢影响了施工进度；2017-2018 年呈恢复性增长。2019 年第一季度，施工总承包和工程服务业务收入为 10.19 亿元，同比减少 17.01%，主要系工程进度放缓所致。2016-2018 年及 2019 年第一季度，施工总承包和工程服务业务收入毛利率分别为 7.74%、7.21%、10.04% 和 24.71%；因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，近年来建筑业务盈利空间持续收窄，2018 年及 2019 年第一季度毛利率较以往有所提高，主要系公司结转以往纳入其他应付款中的工程配合费收入（该收入无对应成本）所致。

总体看，该公司建筑工程总承包及施工服务业务资质较全，经过长时间经营已积攒良好口碑，尤其在广东地区品牌认可度较高，具有较强的竞争力。同时该业务与公司房地产业务存在一定协同效应。但鉴于行业竞争激烈，利润空间较窄，对公司整体盈利贡献较小。

C. 物业经营管理

为实现资产的保值增值并提高中长期现金持续回笼能力，该公司保有部分经营性物业用于租赁，其中创收能力较强的物业主要集中在广州地区。

近年来，该公司物业租赁情况基本稳定，世贸大厦、好世界大厦等核心物业出租率保持在 90% 以上。2015-2016 年中澳皮具城因装修原因，出租率低；2018 年已达到满租状态。2017 年广怡大厦因商铺换租及装修，出租率有所下降，2018 年出租率回升至 90% 以上。公司多数物业月均租金水平保持稳定或呈现一定增长，但中澳皮具城有所下降，主要系装修后加大招租力度，给予租户一定免租期及优惠所致；新东豪商贸城平均租金下降幅度较大，主要系电商冲击下租户收入下降，公司调低租金所致。另外，珠江新岸公寓客房（104 间房）租金较 2016 年以前有所回落，主要系其部分楼层房间被承包，每月收取固定租金所致。

图表 20. 公司主要经营性物业基本情况

物业名称	出租率 (%)				租金 (万元)				月平均租金 (含物业费, 元/平方米)			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
世贸大厦 (商铺)	100.00	100.00	100.00	100.00	8,410.00	8,630.00	8,935.00	2,313.00	341.31	319.00	337.00	347.00
世贸大厦 (写字楼)	97.00	95.00	98.00	98.00	314.00	303.00	328.00	89.00	118.66	123.00	122.00	123.00
世贸大厦 (9-12 层 写字楼)	96.00	91.00	91.04	92.87	809.00	776.00	735.00	188.00	121.36	128.00	97.72	97.99
好世界大厦 (商铺) 201、203 铺	93.00	100.00	100.00	100.00	1,169.00	1,185.00	229.00	59.00	168.00	159.00	186.98	188.98
好世界大厦 (写字楼)	94.00	94.00	96.00	97.00	2,809.00	2,856.00	2,872.00	732.00	143.00	137.00	134.00	134.00
广怡大厦	92.00	85.00	96.98	90.61	457.00	398.00	418.00	97.00	304.49	300.00	252.69	253.96
中澳皮具城	2.00	60.00	100.00	100.00	0.40	753.00	1,379.40	349.10	325.13	209.00	210.90	217.20
新东豪商贸城	100.00	100.00	100.00	100.00	1,337.00	1,099.00	1,211.05	445.10	417.69	262.00	264.50	272.30
蓝宝石大厦	90.00	95.00	87.54	82.28	788.00	844.00	897.00	212.00	92.58	108.00	98.66	100.17
珠江新岸公寓客房 (104 间房)	100.00	100.00	100.00	100.00	405.00	441.17	445.23	113.52	64.37	75.48	77.59	79.02
上市公司长沙酒店 部分	100.00	100.00	100.00	100.00	2,986.00	2,797.22	2,798.26	572.75	78.47	81.00	81.00	81.00

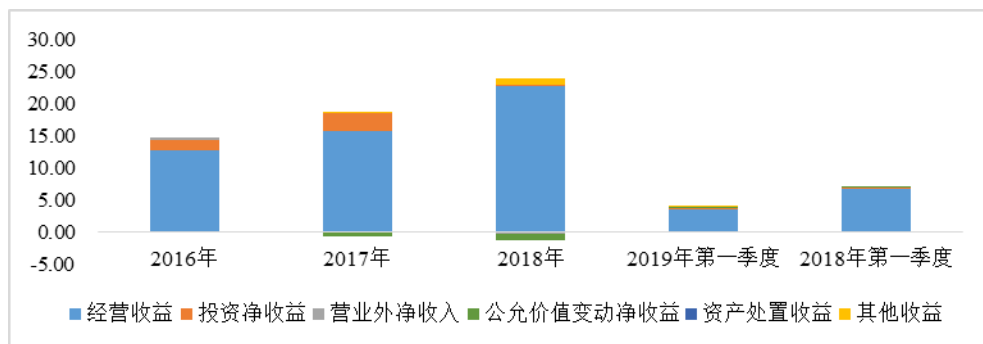
注：根据珠实集团提供的资料整理、绘制

2017年，广州市国资委将广州文化中心（太古汇）（建筑面积约5.80万平方米）无偿划拨移交给该公司运营管理；2018年将企业家大厦（1-11层及地下车库）无偿划转至公司。上述物业还处于装修设计阶段，待装修完成后即可对外出租。另外，2016年广州市国资委将广州大厦托管给公司，但截至目前产权尚未并入公司。

物业估值方面，该公司持有的世贸中心、好世界大厦等物业位于广州传统商业中心地带，地理位置较为优越。目前除好世界大厦以公允价值入账外，其余物业主要按照原始成本入账，物业的实际价值远高于当前账面价值。

（2）盈利性

图表 21. 公司盈利来源结构



资料来源：根据珠实集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2016-2018年，该公司营业毛利逐年增长，分别为40.02亿元、46.27亿元和55.41亿元。构成方面看，2016年以来房地产开发销售业务营业毛利占营业毛利总额的比重保持在80%左右，较2016年以前提升较大。同期，公司期间费用分别为15.88亿元、16.74亿元和20.35亿元，逐年增加，增量主要体现为费用化利息支出金额的增长；期间费用率分别为10.49%、9.15%和11.10%；税金及附加分别为11.31亿元、13.63亿元和12.13亿元，由于公司以往拿地成本较低，因此税金中土地增值税金额较大。随着公司业务规模的扩大，2016-2018年经营收益逐年增长，分别为12.77亿元、15.72亿元和22.84亿元。公司盈利主要来源于主业，其质量及稳定性较好。

2019年第一季度，该公司实现营业毛利11.83亿元，同比减少13.86%，主要系房地产结转量下降所致；期间费用为6.08亿元，同比增长49.33%，涨幅较大主要系当期费用化利息支出大幅增加所致；经营收益为3.56亿元，同比减少46.99%。

图表 22. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度	2018年 第一季度
营业收入合计（亿元）	151.44	182.99	183.31	32.08	35.36
毛利（亿元）	40.02	46.27	55.41	11.83	13.73

公司营业利润结构	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度	2018年 第一季度
其中：房地产开发销售（亿元）	30.81	35.52	39.95	6.01	10.68
建筑工程总承包及施工服务（亿元）	2.76	3.22	4.93	2.52	1.02
物业经营管理（亿元）	5.03	5.30	5.42	1.89	1.34
期间费用率（%）	10.49	9.15	11.10	18.94	11.51
其中：财务费用率（%）	1.30	1.49	2.57	7.05	2.54
全年利息支出总额（亿元）	21.77	18.52	22.80	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	17.95	13.81	16.08	-	-

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

2016-2018年，该公司投资净收益分别为1.57亿元、2.79亿元和0.14亿元，主要来源于其持有可供出售金融资产持有期间产生的投资收益；2018年下降主要系部分参股公司亏损，权益法核算的长期股权投资收益为负所致（-1.39亿元）。2016-2018年公司营业外收入及其他收益合计金额分别为0.48亿元、0.35亿元和1.16亿元，系以拆迁补偿、地方政府补贴为主的政府补助，2018年金额较大主要系收到西湾路156号拆迁补偿款（计入“其他收益”）。同期，公允价值变动损益分别为-0.21亿元、-0.63亿元和-0.95亿元，其中交易性金融资产公允价值变动损益分别为-0.09亿元、-0.51亿元和-0.84亿元。2019年第一季度，公司投资净收益为0.11亿元，营业外收入及其他收益为0.03亿元，公允价值变动损益为0.28亿元。整体看，公司盈利受主营业务以外其他因素影响较小。

图表 23. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度	2018年 第一季度
投资净收益（亿元）	1.57	2.79	0.14	0.11	0.20
其中：持有可供出售金融资产期间取得的投资收益（亿元）	1.06	1.37	1.66	0.14	0.14
营业外收入及其他收益（亿元）	0.48	0.35	1.16	0.03	0.03
其中：拆迁补偿	0.24	0.14	0.84	-	-
公允价值变动损益（亿元）	-0.21	-0.63	-0.95	0.28	0.05

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

2016-2018年，该公司分别实现利润总额14.41亿元、17.77亿元和22.52亿元，净利润分别为9.81亿元、12.52亿元和16.13亿元，盈利规模逐年扩大。2019年第一季度，利润总额和净利润分别为3.94亿元和2.57亿元，主要受房地产结算量减少的影响，同比分别减少43.14%和51.72%。

(3) 运营规划/经营战略

近年来，该公司先后并购海口、西安、合肥、清远、肇庆、惠州和三亚等地多个项目，实现房地产业务规模的快速扩张。公司将房地产业务战略区域分为深耕区域和机会进入区域。前者以一线城市广州市和深圳市为核心，该区域

内公司将采取积极进取性的发展策略，主动发掘投资项目；后者主要为投资环境优、政策及规划利好、融资条件便利、房地产市场容量大、价格洼地明显的二线城市，公司将视情况进入。中短期内，公司拓展和布局重点为广州地区，广州以外则以粤港澳大湾区内其他城市为主。

目前该公司存量及可落实项目能够基本满足未来几年公司房地产业务发展。根据公司测算，2019年4-12月、2020年和2021年主要在建及拟建项目拟投资金额合计数分别为123.35亿元、100.81亿元和101.75亿元，后续投资压力仍较大，需关注项目开发节奏和存量项目去化情况，若项目回款不及预期则会加大公司外部融资压力。

另外，该公司2017年以来已将业务拓展至健康产业，逐渐发展形成“房地产、工程服务、物业服务、物业经营、健康产业”五大板块，进一步完整房地产上下游产业链。2017年公司收购了广东世外高人健康产业发展有限公司（简称“世外高人公司”），未来将通过整合世外高人公司等外部资源，依托美林湖项目，推进中英广清国际医疗健康城、南沙珠江健康产业园等新项目，升级改造南田温泉度假区，发展健康医疗、高端养老、健康旅游等产业。同年，公司收购合并了广州富旭教育咨询有限公司（简称“富旭教育”），未来将依托广州珠江花城、西安曲江等项目，加强与著名公办学校及国际教育机构的战略合作，探索发展教育产业，提高房地产项目的附加值。整体看，近年来公司业务链不断深化拓展，拓展的养老、教育地产具体未来运营情况有待进一步观察。

管理

跟踪期内，因股权划转，该公司控股股东变为水投集团，实际控制人仍为广州市国资委。公司治理结构与经营管理架构未发生重大变化，董事会、监事会及高管人员发生一定变动。公司党委书记、董事长郑暑平因涉嫌严重违纪违法，正接受广州市纪委监委纪律审查和监察调查，目前尚未有最新进展。

跟踪期内，因股权划转，该公司控股股东变为水投集团，实际控制人仍为广州市国资委。股权划转事项完成后，公司于广州市国资体系内的股权层级虽有所下降，但目前广州市国资委保留公司直管企业待遇，管理关系暂时不变。跟踪期内，公司治理结构与经营管理架构未发生重大变化，董事会、监事会及高管人员发生一定变动。

根据审计报告的认定标准，该公司关联方主要系参股公司及其股东。2018年末，公司对合营企业广州斯博瑞酒店有限公司存在一笔关联担保，余额1.00亿元；公司应收关联方款项0.84亿元，金额较小，但年限较长，且部分关联方已处于非正常经营状态，公司已累计计提0.80亿元坏账准备；公司应付关联方款项合计7.32亿元，其中应付广州南沙城市建设投资有限公司（系子公司少数股东）金额7.13亿元，系项目资金拆借。

图表 24. 2016-2018 年末公司关联交易情况

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
关联担保（作为担保人）余额（亿元）	1.00	1.00	1.00
其中：广州斯博瑞酒店有限公司	1.00	1.00	1.00
其他应收款项余额（亿元）	0.83	0.83	0.83
其中：广州房地产实业集团有限公司	0.37	0.37	0.37
广州珠江兴业公司	0.32	0.32	0.32
应付账款（亿元）	-	0.04	-
其中：广州南沙城市建设投资有限公司	-	0.04	-
其他应付款（亿元）	0.19	7.78	7.32
其中：广州南沙城市建设投资有限公司	-	7.58	7.13

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2019 年 5 月 23 日），公司本部不存在借款违约及欠息情况。根据审计报告所载，截至 2018 年末公司存在涉诉事项，详见财务部分“6.表外事项”。经查国家企业信用信息公示系统（截至 2019 年 6 月 16 日），公司本部不存在行政处罚信息，未被列入经营异常及严重违法失信名单。

2018 年 10 月 22 日，根据广州市纪委监委公告，该公司党委书记、董事长郑暑平因涉嫌严重违纪违法，接受广州市纪委监委纪律审查和监察调查。调查期间，由公司副董事长、总经理梁宇行代为行使其相应职权。就该事项，截至目前尚无进一步消息。新世纪评级将持续关注该事项的后续进展及对公司经营的影响。

财务

近年来，该公司负债规模持续扩张，得益于利润的留存及股东资产注入，所有者权益得到补充，公司资产负债率波动不大，但目前仍处于偏高水平。公司债务负担较重，但期限以长期为主，与主业资金需求特征的匹配性较好。因项目开发、拿地投入及资金拆出金额较大，近年来公司经营性现金流维持净流出状态，现金流平衡对外部融资渠道依赖性较强。得益于较强的公司股东背景，公司融资渠道较为畅通，再融资能力较强。公司货币资金较为充裕且基本不受限，可对即期债务的偿付提供一定保障。自持物业所在区位较好，主要以成本法入账，实际可变现价值较高，资产质量较好。

1. 数据与调整

大华会计师事务所对该公司 2016 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；大信会计师事务所对公司 2017 年及 2018 年的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-基本准则》和具体会计准则等规定。公司于 2018 年 6 月发布《关于

更正 2017 年度审计报告相关事项的报告》，本评级报告根据上述公告内容调整公司 2017 年财务数据（长期待摊费用和其他流动资产分别调减和调增 1,674.51 万元）。

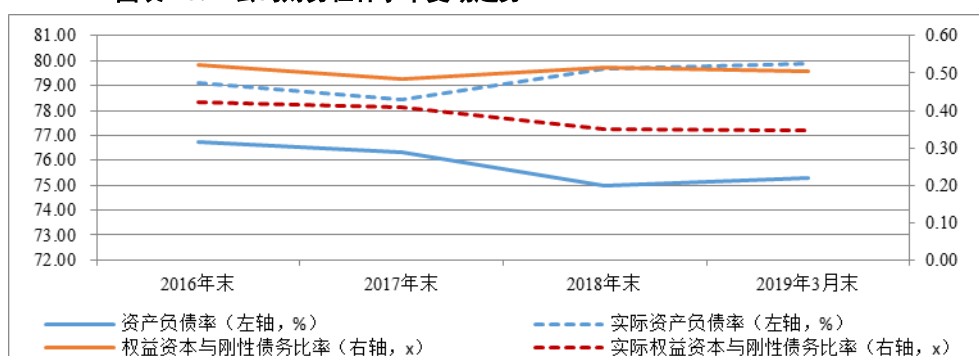
2016 年末，该公司合并范围内共有二级子公司（以本部为一级起计）28 家。2017 年，公司新设西安虹瑞置业有限公司、陕西跃邦置业有限公司、西安隆顺置业有限公司、广州珠实城市更新发展有限公司、广州南沙区珠江建设项目管理有限公司和广州南实投资有限公司等 6 家公司，收购世外高人公司及富旭教育，截至 2017 年末公司纳入合并范围的二级子公司数量升至 36 家。2018 年，公司投资设立了梅州珠实投资有限公司和广州珠江住房租赁发展投资有限公司，收购了韶关市瑞枫投资有限公司。截至 2018 年末，公司合并范围共有二级子公司 39 家，其中全资子公司共 23 家。除上市子公司珠江实业以外，持股比例低于 50% 的子公司共 10 家，公司通过取得董事会控制权、派驻高管人员、持有子公司营业执照及财务印鉴，可对上述公司形成实际控制，故将其纳入合并报表范围。

2016 年以来至 2019 年 3 月末，该公司计入“其他权益工具”的永续债券共 3 期，系 15 粤珠江 MTN001、18 粤珠江 MTN001 和 18 粤珠江 MTN002，发行金额分别为 15 亿元、10 亿元和 15 亿元。以下部分分析中披露了将其纳入债务核算后对部分数据的影响。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 25. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据珠实集团所提供数据绘制。

注：“实际”指标根据将永续债调整为债务后的数据计算。

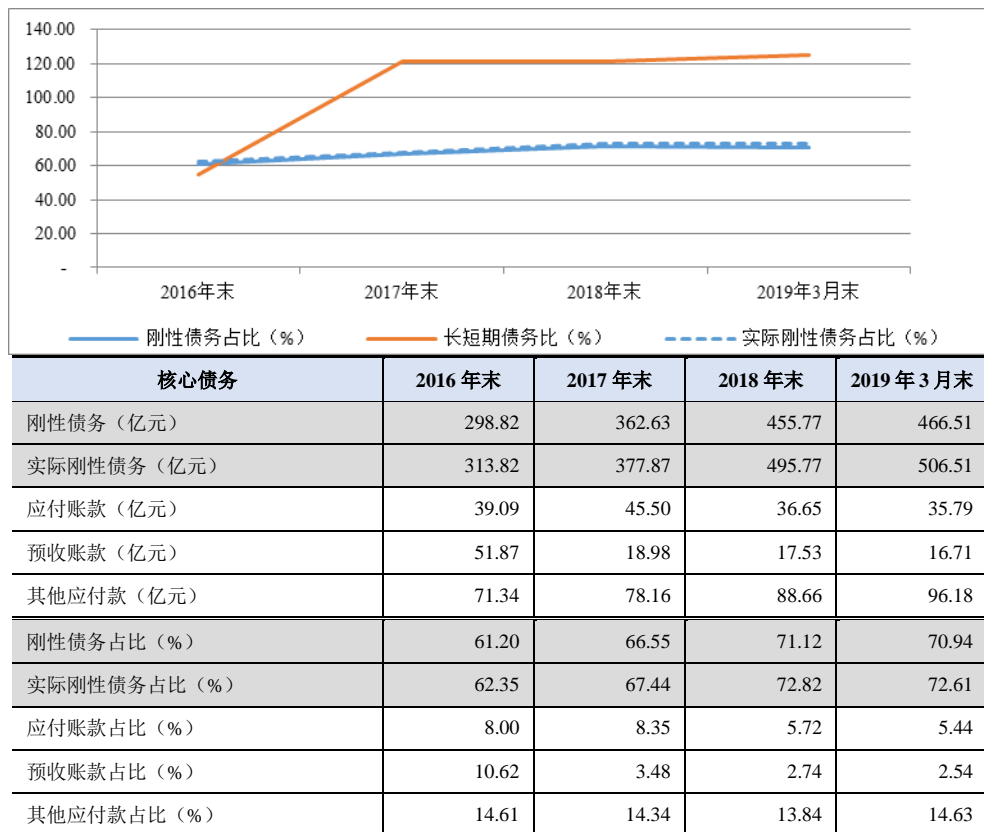
近年来，随着该公司合并范围和业务规模的扩大，负债规模持续扩张，2016-2018 年末分别为 488.30 亿元、545.04 亿元和 640.80 亿元。同期末，该公司所有者权益分别为 148.05 亿元、169.08 亿元和 213.87 亿元，其中少数股东权益分别为 85.17 亿元、89.20 亿元和 97.10 亿元，主要系股权收购子公司持股比例较低。得益于公司盈利规模增长，利润留存使得所有者权益有所增长，2017-2018 年末公司盈余公积、未分配利润和少数股东权益合计金额分别较上年末增加 9.94 亿元和 13.75 亿元。2017 年广州市国资委将广州文化中

心（太古汇）无偿划转至公司，2018年广州市财政局及广州市国资委将保障房资产、企业家大厦及存量公房无偿划转至公司，2017-2018年末公司资本公积分别增加10.98亿元和7.11亿元。另外，2018年公司发行了两期永续中期票据（即18粤珠江MTN001和18粤珠江MTN002，发行规模分别为10亿元和15亿元），计入“其他权益工具”，所有者权益增加。整体看，公司资本补充情况较好。2016-2018年末，公司资产负债率分别为76.73%、76.33%和74.98%；若将永续债纳入债务核算，公司实际资产负债率分别为79.09%、78.43%和79.66%，负债经营水平偏高。同期末，公司权益资本对刚性债务比率分别为0.52、0.49和0.51；若将永续债纳入刚性债务核算，实际权益对刚性债务比率分别为0.42、0.41和0.35，权益资本对刚性债务的覆盖能力较弱。

2019年3月末，该公司负债总额为657.62亿元，较年初增加16.82亿元；资产负债率为75.30%（实际资产负债率为79.88%），较年初上升0.32个百分点；权益资本与刚性债务比率为0.51（实际权益资本刚性债务比率为0.35），与年初大抵持平。

（2）债务结构

图表 26. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据珠实集团所提供数据绘制。

注：占比指占负债总额的比重；“实际”指标根据将永续债调整为债务后的数据计算。

债务构成方面，该公司负债以刚性债务为主，2016年以来占比超过60%；除刚性债务外公司负债主要由应付账款、预收账款和其他应付款构成。应付

账款主要系未结算的工程款，2016-2018 年末分别为 39.09 亿元、45.50 亿元和 36.65 亿元，其中账龄在一年以内的金额占比分别为 91.35%、61.28%和 49.75%。预收账款主要系由房地产项目预售形成，同期末分别为 51.87 亿元、18.98 亿元和 17.53 亿元，因商品房交付结算而减少。其他应付款主要包括往来款、预提税金及应付其他杂项，其中往来款分别为 41.94 亿元、48.01 亿元和 28.29 亿元，主要系应付公司股权收购子公司的少数股东的往来款。

从负债期限结构来看，该公司以往年份负债以短期为主，2017 年以来公司负债期限结构逐渐趋于长期，2016-2018 年末长短期债务比分别为 55.04%、121.67%和 121.45%，其中 2017 年末大幅增长主要系当年预收账款结转及短期融资券到期以致流动负债减少，同时长期借款及应付债券增加带动非流动负债增长所致。

2019 年 3 月末，该公司应付账款和预收账款较年初变化不大，其他应付款增加 7.53 亿元，主要系应付往来款增加；同期末长短期债务比进一步升至 125.52%。

(3) 刚性债务

图表 27. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	145.48	86.77	126.94	123.38
其中: 短期借款	55.75	62.16	68.85	66.67
一年内到期非流动负债	42.30	7.51	28.77	27.20
应付短期债券	44.50	15.00	25.00	25.00
应付票据	-	-	0.50	0.45
其他短期刚性债务	2.93	2.09	3.83	4.06
中长期刚性债务合计	153.34	276.11	328.83	343.14
其中: 长期借款	95.40	188.13	195.63	198.94
应付债券	57.95	87.97	133.20	144.20
银行借款综合融资成本(年化, %)	4.82%	4.86%	6.05%	6.09%

资料来源: 根据珠实集团所提供数据整理、计算。

2016-2018 年末, 该公司刚性债务分别为 298.82 亿元、362.63 亿元和 455.77 亿元。中长期刚性债务占比分别为 51.32%、76.09%和 72.15%。鉴于房地产业务建设及资金回笼期限较长, 目前债务期限结构与主业匹配性较好。公司刚性债务以金融机构借款等为主, 2016-2018 年末借款融资余额分别为 174.44 亿元、257.81 亿元和 270.24 亿元, 其中本部借款融资余额分别为 65.73 亿元、52.33 亿元和 55.55 亿元。从借款的类型方面看, 短期借款中信用及担保借款占比约占 50%, 长期借款主要为项目开发贷款, 大部分为抵质押借款。债券融资方面, 2016-2018 年末公司存续期内债券待偿还本金余额分别为 121.45 亿元、102.97 亿元和 181.20 亿元(若将永续债纳入核算, 金额则分别为 136.45 亿元、117.97 亿元和 221.20 亿元), 2018 年债券融资规模大幅增加; 公司发行短期债券主要用于周转过渡, 2018 年末待偿还本金余额为 25 亿元。2019

年3月末，公司刚性债务为466.51亿元，较年初增加10.75亿元，主要系珠江实业保债计划的发行；刚性债务结构较年初未发生重大变化。

融资成本方面，根据该公司提供的数据显示，2016-2018年及2019年3月末公司金融机构借款综合融资成本分别为4.82%、4.86%、6.05%和6.09%，有所上升，主要系本部借款余额占比下降，下属公司借款利率相对较高所致。

图表 28. 公司借款及债券余额对应利率区间与到期剩余期限（单位：亿元）

利率区间 \ 到期剩余期限	1年以内	1~2年（不含2年）	2~3年（不含3年）	3~5年（不含5年）	5年及以上
3%以内	-	-	-	-	-
3%~4%（不含4%）	-	5.00	30.00	-	-
4%~5%（不含5%）	77.00	39.02	11.94	4.35	6.82
5%~6%（不含6%）	20.15	21.61	15.00	12.88	16.73
6%~7%（不含7%）	43.57	32.60	39.00	10.00	-
7%及以上	36.18	14.76	8.70	56.69	-
合计	176.90	112.99	104.64	83.92	23.55

资料来源：珠实集团（截至2019年3月末）。

注：含永续债券，根据初始行权日期计算到期剩余期限。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 29. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
营业周期（天）	1,046.12	1,094.65	1,168.40	-
营业收入现金率（%）	97.83	81.73	100.44	104.20
业务现金收支净额（亿元）	43.68	-1.58	35.03	0.16
其他因素现金收支净额（亿元）	-53.39	-4.28	-64.67	-14.30
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-9.70	-5.86	-29.64	-14.15
EBITDA（亿元）	19.82	23.78	36.27	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.08	0.07	0.09	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	0.91	1.28	1.59	-

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2016-2018年，该公司营业周期分别为1,046.12天、1,094.65天和1,168.40天，逐年增加。由于公司存货规模大，而应收账款规模相对较小，该指标主要反映的是房地产存货去化周期。由于房地产项目销售回款与收入的确认不同步，公司营业收入现金率呈现波动状态。2016-2018年及2019年第一季度，公司业务现金收支净额分别为43.68亿元、-1.58亿元、35.03亿元和0.16亿元，其中2017年主要因项目投入、招拍挂拿地、职工薪酬及税费现金支出增

加，以致业务现金收支净额大幅下降。公司收到其他与经营活动有关的现金流主要包括收回押金、工程暂扣款及集团外往来款收到的现金；支付其他与经营活动有关的现金流主要包括支付保证金、押金、集团外往来款及其他应付杂项等支出的现金，近年来经营性现金流中其他因素收支净额持续为负，其中 2016 年和 2018 年金额较大，主要系对被收购企业原股东借款以及其他合作项目股东方往来款拆出金额增加所致。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司经营性现金净流量维持净流出状态。

2016-2018 年，该公司 EBITDA 分别为 19.82 亿元、23.78 亿元和 36.27 亿元，逐年增长；EBITDA 主要由利润总额构成，占比分别为 72.70%、74.74% 和 62.07%。由于刚性债务规模扩张速度更快，EBITDA 对刚性债务的覆盖能力很弱，但 2016-2018 年其对利息支出的覆盖倍数略有提升。

(2) 投资环节

图表 30. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-16.34	-28.77	-31.81	-8.97
其中：理财产品投资回收与支付净额	-4.17	-3.38	2.75	-9.43
取得投资收益收到的现金	1.64	2.10	1.80	0.19
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.07	-1.27	-3.25	-1.01
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.54	2.81	3.45	0.98
投资环节产生的现金流量净额	-14.24	-25.13	-29.80	-8.82

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

该公司投资性现金流受回收投资及投资支付的现金收支影响大，2016-2018 年，公司投资性现金流入分别为 9.00 亿元、208.01 亿元和 37.94 亿元，其中取得投资收到的现金分别为 7.30 亿元、193.00 亿元和 23.09 亿元；投资性现金流出分别为 23.24 亿元、233.14 亿元和 67.75 亿元，其中投资支付的现金分别为 23.64 亿元、221.77 亿元和 54.89 亿元。2017 年现金收支规模大幅增加主要系基金及股票的投资与回收所致。2016-2018 年，回收投资与投资支付净额持续为负，除因其他金融产品投资外，主要系合作项目债权投资产生的现金净支出；2019 年第一季度净额为-8.97 亿元，主要产生于理财投资。取得投资收益收到的现金主要产生于项目现金分红和债权投资利息收入。购建与处置固定资长期资产产生的现金净额不大，2018 年增加主要系万众项目 W 酒店装修所致。2016-2018 年，公司投资性现金净流量分别为-14.24 亿元、-25.13 亿元和-29.80 亿元，现金净流出规模逐年扩大；2019 年第一季度净流量为-8.82 亿元。

(3) 筹资环节

图表 31. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
权益类净融资额	-1.71	0.10	23.14	0.11
其中：永续债	-	-	25.00	-
债务类净融资额	53.51	44.05	63.93	4.22
其中：现金利息支出	-14.80	-21.70	-26.73	-6.17
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.80	0.27	0.41	-0.11
筹资环节产生的现金流量净额	51.01	44.42	87.48	4.22

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

注：现金利息支出以负数填列。

该公司主要通过外部渠道填补经营及投资现金缺口，2016-2018 年及 2019 年第一季度筹资性现金流量净额分别为 51.01 亿元、44.42 亿元、87.48 亿元和 4.22 亿元。同期，公司吸收投资收到的现金分别为 0.06 亿元、2.14 亿元、25.49 亿元和 0.12 亿元，股东（或子公司其他少数股东）的权益性现金注入较少，2018 年金额较大主要系永续债的发行（18 粤珠江 MTN001 和 18 粤珠江 MTN002）；扣除现金分红后，权益类净融资额分别为-1.71 亿元、0.10 亿元、23.14 亿元和 0.11 亿元。公司融资倾向于债务性，同期债务融资净额分别为 53.51 亿元、44.05 亿元、63.93 亿元和 4.22 亿元。

4. 资产质量

图表 32. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动资产	金额（亿元）	576.57	605.47	723.50	738.07
	在总资产中占比	90.61%	84.76%	84.65%	84.51%
其中：货币资金（亿元）		75.26	88.29	116.17	97.32
应收账款（亿元）		16.98	31.80	31.22	28.14
其他应收款（亿元）		67.46	77.52	146.12	173.44
存货（亿元）		402.42	381.18	393.68	393.15
其他流动资产（亿元）		0.33	9.73	17.88	27.48
非流动资产	金额（亿元）	59.78	108.87	131.18	135.32
	在总资产中占比	9.39%	15.25%	15.35%	15.49%
其中：可供出售金融资产（亿元）		14.34	19.45	20.32	20.03
投资性房地产（亿元）		14.94	37.78	38.95	38.82
固定资产（亿元）		17.82	13.78	12.69	20.56
在建工程（亿元）		0.93	14.35	22.48	19.71
其他非流动资产（亿元）		6.07	10.26	19.89	19.87
期末全部受限资产账面金额（亿元）		-	115.41	217.36	179.13
受限资产账面余额/总资产		-	16.16%	25.43%	20.51%

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

注：公司 2016 年末受限资产数据未作统计。

2016-2018 年末，该公司资产总额分别为 636.35 亿元、714.34 亿元和 854.67 亿元。公司资产以流动资产为主，同期末占比分别为 90.61%、84.76% 和 84.65%。

该公司流动资产主要包括货币资金、存货、应收账款、其他应收款和其他流动资产。2018 年末，货币资金为 116.17 亿元，占资产总额的 13.59%，较上年末增加 27.88 亿元，主要系公司本部融资资金尚未使用。存货账面价值为 393.68 亿元，占资产总额的 46.06%，较上年末增加 12.50 亿元；其中，开发成本和开发产品分别为 271.72 亿元和 107.61 亿元，分别较上年末减少 82.15 亿元和增加 92.84 亿元，主要系当年开发项目完工，由开发成本结转开发产品。应收账款主要产生于施工业务，账面价值为 31.22 亿元，账龄在一年内的金额占比为 58.61%，较上年末下降 24.30 个百分点，账龄有所延长；公司应收账款债务人较为分散，前五大债务人金额合计占比仅 3.37%。其他应收款主要系往来款、工程保证金及担保款等，2016-2018 年末账面价值分别为 67.46 亿元、77.76 亿元和 146.12 亿元（占总资产的比重分别为 10.60%、10.88% 和 17.10%），较上年末分别增加 53.66 亿元、10.30 亿元和 68.37 亿元，2016 年增量较大主要因提前分配清远后花园原股东利润及与其他收购项目原股东往来款增加所致；2017 年增加主要系珠江实业向合营企业广州天晨房地产开发有限公司提供资金用于拿地，当年末与其往来款余额为 13.84 亿元；2018 年增量较大，主要系当年公司与广州地铁因白云湖项目合作产生较大往来款（年末其他应收款金额为 36.36 亿元），另外下属珠江实业以债权+股权形式投资广州亿华房地产开发有限公司（简称“广州亿华”，年末其他应收款金额为 9.15 亿元）。近年来，公司其他流动资产有所增加，主要系理财产品和预缴税费增加所致，2018 年末分别为 8.37 亿元和 7.63 亿元。

该公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动资产。2018 年末，可供出售金融资产为 20.32 亿元（占资产总额的 2.38%）；其中主要包括以公允价值计量的上市公司股票 1.98 亿元，以及以成本法计量的股权和私募基金投资合计 18.34 亿元。投资性房地产为 38.95 亿元（占资产总额的 4.56%）；其中以成本法计量的部分账面价值为 34.97 亿元，公允价值入账的部分仅包含好世界大厦，账面价值为 3.98 亿元；公司自持物业地理位置优越，且大部分以成本法计量，实际价值远高于当前账面价值。固定资产为 12.69 亿元（占资产总额的 1.48%），主要为公司自用房屋及建筑物，账面价值为 11.58 亿元。在建工程为 22.48 亿元（占资产总额的 2.63%），较上年末增加 8.13 亿元，主要系广州市财政局将企业家大厦国有产权无偿划转至公司（评估入账价值为 1.66 亿元）以及万众项目 W 酒店装修投资增加所致。其他非流动资产主要系对合营及联营企业委托贷款，余额为 19.89 亿元（占资产总额的 2.33%），较上年末增加 9.63 亿元，主要系对广州亿华债权投资增加所致（该部分债权款项以委托贷款形式拨付）。

2018 年末，该公司受限资产账面价值为 217.36 亿元，占总资产比重为 25.43%。其中，受限资金为 0.34 亿元，主要系作保函及按揭保证金，受限比

率为 0.29%；存货、投资性房地产和固定资产受限金额分别为 183.00 亿元、25.00 亿元和 9.01 亿元，受限比率分别为 46.49%、64.19% 和 71.06%，主要因作为借款抵质押物而受限。

2019 年 3 月末，该公司货币资金较年初减少 18.85 亿元至 97.32 亿元。其他应收款较年初增加 27.32 亿元至 173.44 亿元，主要系下属广州市城实投资有限公司向广州市城市建设投资集团有限公司支付往来款增加所致。其他流动资产较年初增加 9.60 亿元，主要系理财投资增加。除上述科目外，其他资产科目账面价值较年初变化均不大。当期末，公司受限资产账面价值总计 179.13 亿元，占总资产的比重为 20.51%。

5. 流动性/短期因素

图表 33. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	183.06	246.00	250.03	253.11
速动比率 (%)	52.76	85.86	108.22	112.34
现金比率 (%)	25.84	36.99	40.75	33.76

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动比率分别为 183.06%、246.00%、250.03% 和 253.11%。公司存货规模较大，且其中开发成本占比较大，短期变现能力相对较弱，剔除存货、预付账款和待摊费用影响后，同期末速动比率分别为 52.76%、85.86%、108.22% 和 112.34%。现金比率分别为 25.84%、36.99%、40.75% 和 33.76%。整体看，公司近年来流动性指标有所提升。

6. 表外事项

2016-2018 年末，该公司不存在对外担保。虽近年来公司股权收购事项增加，部分被收购公司在收购日之前存在对外担保，但根据公司相关管理制度，在资产负债表日之前上述对外担保已清除。

根据审计所载，截至 2018 年末该公司下属住建公司、燃料集团、广州麓翠苑房地产开发有限公司（简称“麓翠苑房地产”）、清远后花园、万众地产、惠州珠江实业有限公司（简称“惠州珠江”）、珠江装修等 7 家子公司存在诉讼事项。其中公司系被告案件数量共 33 起，其中已明确涉诉金额合计 2.32 亿元；公司系原告案件数量共 35 起，其中已明确涉诉金额合计 2.03 亿元，已获赔金额 0.31 亿元。整体看，上述涉诉事项对公司影响不大。

图表 34. 截至 2018 年末公司涉诉情况（单位：万元）

涉诉子公司	被起诉案件数量	涉诉金额	已赔付	起诉案件数量	涉诉金额	已获赔偿
住建公司	12	14,145.86	732.85	5	4,465.04	3,069.57
燃料集团	-	-	-	16	7,593.34	42.76
麓翠苑房地产	1	1,152.16	-	-	-	-

涉诉子公司	被起诉案件数量	涉诉金额	已赔付	起诉案件数量	涉诉金额	已获赔偿
清远后花园 ⁵	16	7,335.42	-	13	-	-
万众地产	3	132.04	-	-	-	-
惠州珠江	-	-	-	1	8,278.00	-
珠江装修	1	407.57	-	-	-	-
合计	33	23,173.05	732.85	35	20,336.38	3,112.33

资料来源：根据珠实集团 2018 年审计报告整理。

注：表中涉诉金额部分未将罚息及诉讼相关费用纳入核算。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部虽主要承担投融资及管理职能，但同时涉及部分业务运营职能（以房地产开发及物业经营为主）。2018 年末，公司本部总资产为 310.96 亿元，除包括长期股权投资 67.48 亿元（主要系对子公司投资，账面余额 65.10 亿元）之外，主要包括：货币资金 39.33 亿元（均未受限）；存货 6.98 亿元，系房地产业务开发成本及产品，主要包括金蝶项目和岭南苑项目，上述项目位于广州市核心区域，单价较高；其他应收款 65.81 亿元，主要系以往来款形式划拨给子公司的资金；可供出售金融资产 20.17 亿元；投资性房地产 4.01 亿元，主要系世贸大厦写字楼 9-12 层、好世界大厦（二层）、广怡大厦等经营性物业；在建工程 12.45 亿元，主要系广州市国资委划拨的广州中心（太古汇）和广州市财政局划转的企业家大厦；其他非流动资产 92.71 亿元，主要系公司对子公司的债权投资款项。公司本部负债总额为 224.32 亿元，其中刚性债务余额为 161.25 亿元；所有者权益为 86.64 亿元（含 40 亿元其他权益工具）。2018 年公司本部实现收入 11.99 亿元，净利润 4.95 亿元；经营性现金净流量为 -61.59 亿元。公司偿债资金主要来源于自身房地产项目去化现金流以及子公司拆借资金的回收，鉴于公司对子公司控制力较强，资金调拨风险可控。

外部支持因素

1. 股东支持

本次股权划转后，该公司实际控制人仍为广州市国资委，且目前直管待遇保留。近年来，公司可持续获得广州市国资委资产注入支持。2017 年，广州市国资委将广州中心（太古汇）全部股权无偿划转至公司，评估作价 10.78 亿元；2018 年将保障性住房（4.64 亿元）、企业家大厦（1.66 亿元）和存量公房资产（0.75 亿元）无偿划转至公司。得益于上述资产注入，公司资本实力有所提升。

⁵ 清远后花园系被告的起诉共 16 宗，其中 1 宗系单位起诉，诉讼金额 7,335.42 万元；个人起诉 15 宗，为商品房买卖纠纷，审计报告未披露具体金额。清远后花园系原告的诉讼共 13 宗，被告均为购房个人，审计报告未披露具体金额。

2. 金融机构支持

该公司与各家银行保持良好的合作关系，截至 2019 年 3 月末公司共获得银行贷款授信 340.99 亿元，其中 183.68 亿元额度尚未使用。贷款授信中，五大商业银行授信占比为 46.61%，目前已放贷利率区间为 4.57%-5.70%，按照贷款余额加权计算的平均利率为 4.83%，融资成本相对较低。

图表 35. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	贷款授信	剩余授信	利率区间
全部（亿元）	340.99	183.68	4.35%-9.00%
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	158.933	67.102	4.57%-5.70%
其中：大型国有金融机构占比	46.61%	36.53%	--

资料来源：根据珠江集团所提供数据整理（截至 2019 年 3 月末）。

跟踪评级结论

该公司以往控股股东及实际控制人为广州市国资委，跟踪期内因股权转让，控股股东变更为水投集团，但实际控制人仍为广州市国资委，且目前直属企业待遇保留。近年来，广州市国资委持续向公司注入资产，体现了较强的支持意愿。公司主营业务突出，并形成一定的产业链优势，各业务之间协同效应较好。公司施工和房地产开发规模较大，综合实力相对较强，尤其在广东省内具有一定市场地位。近年来公司通过并购模式实现了房地产开发业务的快速扩张，收入持续增长。存量项目将持续滚动开发，加之项目储备增加，后续开发量大，未来还有较大规模资金需求，需关注开发推盘进度及存量项目去化情况。施工业务收入呈现恢复性上升，但由于行业竞争加剧，利润空间仍较窄。公司自持物业所处区位较好，物业经营业务收入稳定增长。

近年来，该公司负债规模持续扩张，得益于利润的留存及股东资产注入，所有者权益得到补充，公司资产负债率波动不大，但目前仍处于偏高水平。公司债务负担较重，但期限以长期为主，与主业资金需求特征的匹配性较好。因项目开发、拿地投入及资金拆出金额较大，近年来公司经营现金流维持净流出状态，现金流平衡对外部融资渠道依赖性较强。得益于较强的公司股东背景，公司融资渠道较为畅通，再融资能力较强。公司货币资金较为充裕且基本不受限，可对即期债务的偿付提供一定保障。自持物业所在区位较好，主要以成本法入账，实际可变现价值较高，资产质量较好。

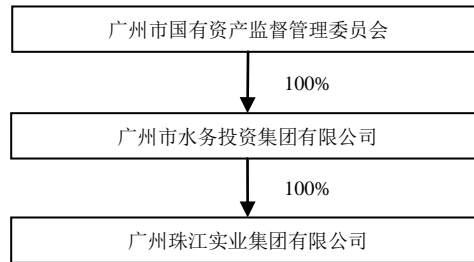
2018 年 10 月，该公司党委书记、董事长郑暑平因涉嫌严重违纪违法，接受广州市纪委监委纪律审查和监察调查，目前尚未有最新进展。新世纪评级将持续关注该事项的后续进展及对公司经营的影响。

同时，我们仍将持续关注：（1）房地产行业宏观政策风险；（2）该公司房产项目销售去化及盈利情况；（3）在建拟建项目投融资安排及公司整体现

现金流平衡能力；（4）公司对近年来被收购纳入合并范围公司的管控情况；
（5）公司原董事长调查进展及对公司经营的影响；（6）公司管理关系及广州市国资委支持意愿的变化。

附录一：

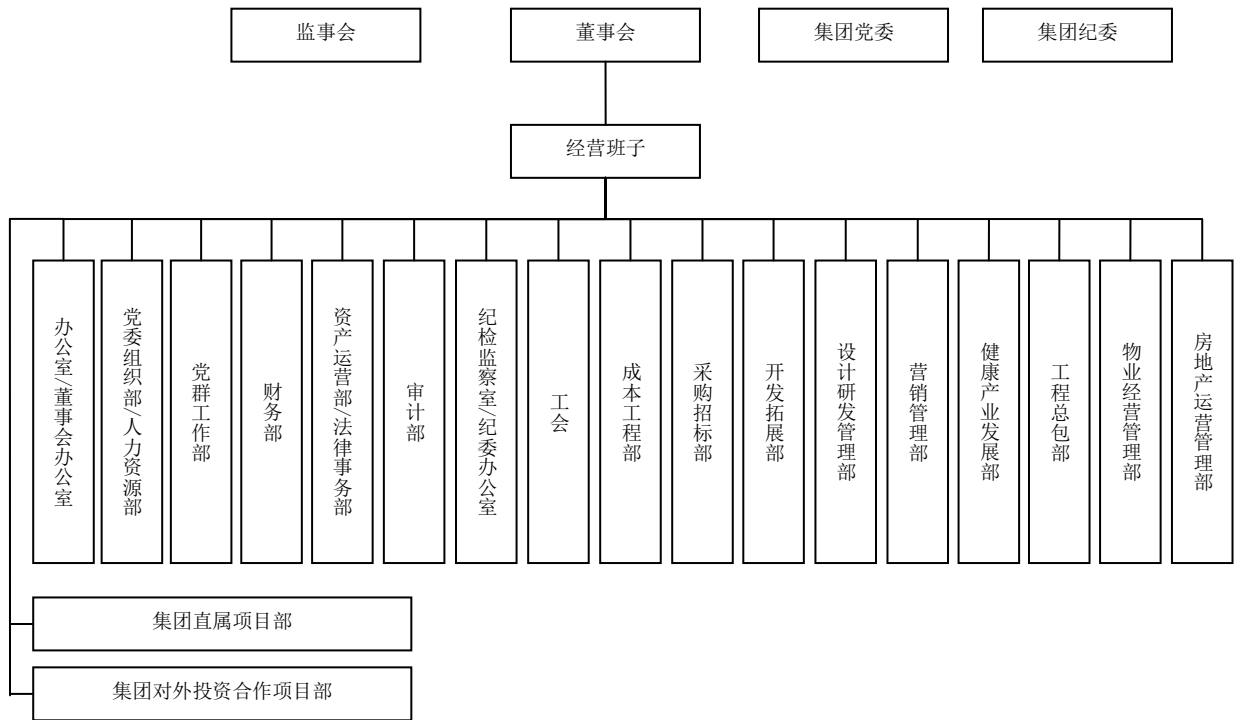
公司与实际控制人关系图



注：根据珠实集团提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据珠实集团提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
广州市水务投资集团有限公司	水投集团	公司之控股股东	-	污水处理、自来水供应等	624.47	464.92	262.69	18.47	-0.90	
广州珠江实业集团有限公司	珠实集团	本级	-	房地产开发、物业投资及经营管理等	161.25	86.64	11.99	4.59	-61.59	本部口径
广州珠江实业开发股份有限公司	珠江实业	核心子公司	35.62	房地产开发、物业经营、实业投资、物业管理等	95.73	40.33	34.04	2.76	4.67	
清远市广州后花园有限公司	清远后花园	核心子公司	48.00	房地产开发	113.86	31.66	21.18	4.02	-3.30	
广州市城实投资有限公司	城实投资	核心子公司	100.00	房地产开发	65.70	6.82	18.69	2.38	12.96	
陕西万众地产有限公司	万众地产	核心子公司	49.00	房地产开发	28.30	2.18	7.46	0.22	-0.75	
广州市东建实业集团有限公司	东建实业	核心子公司	100.00	房地产开发	-	7.77	8.95	1.84	3.12	
广州市住宅建设发展有限公司	住建公司	核心子公司	100.00	建筑施工及工程服务	4.66	9.31	32.11	1.22	-5.59	
广州好世界综合大厦有限公司	好世界公司	核心子公司	100.00	自有房地产经营等	0.01	5.35	0.45	0.14	0.21	
广州世界贸易中心大厦有限公司	世贸公司	核心子公司	100.00	自有房地产经营等	-	4.28	1.03	0.52	0.62	
广州燃料集团有限公司	燃料集团	子公司	100.00	商品批发贸易	-	4.47	0.47	-0.18	0.34	

注：根据珠实集团 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理、计算。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	636.35	714.24	854.67	873.39
货币资金 [亿元]	75.26	88.29	116.17	97.32
刚性债务[亿元]	298.82	362.87	455.77	466.51
所有者权益 [亿元]	148.05	169.06	213.87	215.77
营业收入[亿元]	151.44	182.99	183.31	32.08
净利润 [亿元]	9.81	12.52	16.13	2.57
EBITDA[亿元]	19.82	23.78	36.27	-
经营性现金净流入量[亿元]	-9.70	-5.86	-29.64	-14.15
投资性现金净流入量[亿元]	-14.24	-25.13	-29.80	-8.82
资产负债率[%]	76.73	76.33	74.98	75.30
权益资本与刚性债务比率[%]	49.55	46.59	46.93	46.25
流动比率[%]	183.06	246.00	250.03	253.11
现金比率[%]	25.84	36.99	40.75	33.76
利息保障倍数[倍]	0.84	1.21	1.28	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	1,046.12	1,094.65	1,168.40	-
毛利率[%]	26.42	25.29	30.23	36.87
营业利润率[%]	9.36	9.80	12.53	12.29
总资产报酬率[%]	3.74	3.33	3.73	-
净资产收益率[%]	8.37	7.89	8.42	-
净资产收益率*[%]	11.51	11.91	9.16	-
营业收入现金率[%]	97.83	81.73	100.44	104.20
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-4.16	-2.09	-11.07	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.46	-6.00	-10.02	-
EBITDA/利息支出[倍]	0.91	1.28	1.59	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.07	0.09	-

注：表中数据依据珠实集团经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/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%
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%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/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%
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

附录五：

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、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	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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《房地产开发行业信用评级方法（2015 版）》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。