

广州珠江实业集团有限公司

及其发行的公开发行债券

# 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(2021)100108】

评级对象: 广州珠江实业集团有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪		前次跟踪		首次评级	
	主体/展望/债项/评级时间		主体/展望/债项/评级时间		主体/展望/债项/评级时间	
16 粤珠江 MTN001:	AAA/稳定/AAA/2021 年 5 月 31 日		AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日		AA+/稳定/AA+/2016 年 6 月 3 日	
18 粤珠江 MTN001:	AAA/稳定/AAA/2021 年 5 月 31 日		AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2018 年 10 月 8 日	
18 粤珠江 MTN002:	AAA/稳定/AAA/2021 年 5 月 31 日		AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2018 年 12 月 3 日	
19 粤珠江 MTN001:	AAA/稳定/AAA/2021 年 5 月 31 日		AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2019 年 2 月 21 日	
20 粤珠江 MTN001:	AAA/稳定/AAA/2021 年 5 月 31 日		AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2019 年 9 月 19 日	
20 粤珠江 MTN002:	AAA/稳定/AAA/2021 年 5 月 31 日		AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2020 年 3 月 18 日	
20 粤珠江 MTN003:	AAA/稳定/AAA/2021 年 5 月 31 日		-		AAA/稳定/AAA/2020 年 7 月 29 日	
20 粤珠江 MTN004:	AAA/稳定/AAA/2021 年 5 月 31 日		-		AAA/稳定/AAA/2020 年 7 月 29 日	
16 珠江 02:	AAA/稳定/AAA/2021 年 5 月 31 日		AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日		AA+/稳定/AA+/2016 年 9 月 8 日	
18 珠实专项债:	AAA/稳定/AAA/2021 年 5 月 31 日		AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2018 年 7 月 2 日	

### 主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	39.33	29.90	43.51	41.93
刚性债务	186.25	181.98	235.29	234.78
所有者权益	86.64	169.62	186.21	177.89
经营性现金净流量	-61.59	-17.24	-28.96	-1.11
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	854.67	1,078.34	1,146.36	1,167.73
总负债	640.80	794.68	853.97	879.01
刚性债务	455.77	435.69	466.50	457.32
所有者权益	213.87	283.65	292.40	288.71
营业收入	183.31	183.38	122.39	19.26
净利润	16.13	9.30	0.32	0.50
经营性现金净流量	-29.64	28.12	-4.61	11.27
EBITDA	36.27	36.24	16.68	-
资产负债率[%]	74.98	73.70	74.49	75.28
权益资本与刚性债务 比率[%]	46.93	65.10	62.68	63.13
流动比率[%]	250.03	193.86	188.17	187.35
现金比率[%]	40.75	29.32	32.43	30.27
利息保障倍数[倍]	1.28	0.94	0.34	-
净资产收益率[%]	8.42	3.74	0.11	-
经营性现金净流量与 流动负债比率[%]	-11.07	7.56	-0.95	-
非筹资性现金净流量 与负债总额比率[%]	-10.02	8.02	0.86	-
EBITDA/利息支出[倍]	1.59	1.23	0.48	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.08	0.04	-

注:1)根据珠实集团经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。因会计政策变更,公司对 2020 年审计报告中的年初数进行了追溯调整,本报告 2019 年数据根据 2020 年审计报告调整后的年初数进行列示及计算。2)截至 2021 年 3 月末公司计入“其他权益工具”的永续债务金额共计 33 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

杨亿 yangyi@shxsj.com  
覃斌 qb@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(简称珠实集团、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 粤珠江 MTN001、18 粤珠江 MTN001、18 粤珠江 MTN002、19 粤珠江 MTN001、20 粤珠江 MTN001、20 粤珠江 MTN002、20 粤珠江 MTN003、20 粤珠江 MTN004、21 粤珠江 MTN001、16 珠江 02 与 18 珠实专项债(简称“上述债券”)的跟踪评级反映了 2020 年以来珠实集团在股东支持、业务协同性及资产质量等方面保持优势,同时也反映了公司在市场环境、经营策略及定位调整、债务负担、资金平衡和债权投资及预付股权款回收等方面继续面临压力与风险。

### 主要优势:

- **股东支持。**珠实集团系广州市国资委直管企业,股东背景较强。2020 年广州市国资委等政府单位持续向公司注入大规模保障性住房、商铺和车位等物业资产并向公司划拨财政资金,公司所有者权益得到补充。
- **业务协同性较强。**珠实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。
- **资产质量较好。**珠实集团持有的多处经营性物业位于广州市核心地段,且大部分以成本法入账,潜在价值较高。

### 主要风险:

- **主业市场环境风险。**珠实集团房地产主业受宏观经济环境和国家调控政策影响较大。房地产

政策调控或将对公司房产开发项目的去化、资金回笼、对外融资等产生不利影响。

- **经营策略及业务定位调整情况仍待观察。**2019年以来,根据广州市政府安排,珠实集团董事会成员发生较大变化,公司经营策略及业务定位发生调整,未来拟将主业拓宽至城市综合开发及运营,相关调整情况有待进一步观察。
- **债务负担较重,面临一定的集中偿付压力。**珠实集团已积累较大规模刚性债务,2021年到期或行权债券待偿还本金余额较大,公司面临一定的集中偿付压力,债务滚续易受债券市场环境变化的影响。
- **房地产业务资金平衡压力较大。**珠实集团房地产业务开发规模较大,随着项目的推进,未来将产生较大规模资金需求,若项目销售去化不及预期,将加大公司外部融资压力。
- **债权投资款本息及预付股权转让款回收风险。**珠实集团下属珠江实业部分非并表“股权+债权”项目存在债权款项本息未按合同支付以及预付股权款未按约定退还的情形。虽然针对上述债权投资及预付股权款项,对手方均提供了抵/质押担保,但仍需关注后续抵/质押权的实现及相关款项回收情况。

## 评级关注

- 2020年6月19日,广州市纪委监委发布公告,珠实集团党委委员、副总经理罗小钢涉嫌严重违纪违法,目前正接受广州市纪委监委纪律审查和监察调查。公司已另行安排高级管理人员履行其相应的职责。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。
- 珠实集团拟认购苏交科非公开发行的股票2.91亿股,并联合广州国发基金取得苏交科的控制权。目前本次发行方案已获苏交科股东大会通过,但仍需深交所及中国证监会审核,新世纪评级将予以持续关注。

## ➤ 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跟踪分析与评估,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公开发行债券

# 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 2016 年度第一期中期票据、2018 年度第一期中期票据、2018 年度第二期中期票据、2019 年度第一期中期票据、2020 年度第一期中期票据、2020 年度第二期中期票据、2020 年度第三期中期票据、2020 年度第四期中期票据、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）与 2018 年广州珠江实业集团有限公司社会领域产业政府和社会资本合作(PPP)项目专项债券（分别简称 16 粤珠江 MTN001、18 粤珠江 MTN001、18 粤珠江 MTN002、19 粤珠江 MTN001、20 粤珠江 MTN001、20 粤珠江 MTN002、20 粤珠江 MTN003、20 粤珠江 MTN004、16 珠江 02 与 18 珠实专项债）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 2020 年财务报表、未经审计的 2021 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。

该公司于 2016 年 8 月成功注册 15 亿元中期票据发行额度（中市协注[2016]MTN351 号），并在当年 9 月发行 16 粤珠江 MTN001，发行金额为 15 亿元，期限为 5 年，所募资金用于偿还借款及补充流动资金。

该公司于 2018 年 9 月成功注册 35 亿元中期票据发行额度（中市协注[2018]MTN532 号），并在当年 11 月、12 月及次年 4 月额度内分别发行了 18 粤珠江 MTN001、18 粤珠江 MTN002 和 19 粤珠江 MTN001，发行金额分别为 10 亿元、15 亿元和 8 亿元，所募资金均用于补充营运资金和偿还债务；上述中期票据均系永续中期票据，期限为 3+N 年，公司有权于第三个及其后每个付息日赎回，在公司行使赎回权之前长期存续。

该公司于 2019 年 11 月成功注册 35 亿元中期票据发行额度（中市协注[2019]MTN758 号），并于次年 1 月和 4 月额度内分别发行了 20 粤珠江 MTN001 和 20 粤珠江 MTN002，发行金额分别为 20 亿元和 15 亿元，所募资金均用于偿还债务融资工具。

该公司于 2020 年 10 月成功注册两期 30 亿元中票票据发行额度（中市协注[2020]MTN1171 和中市协注[2020]MTN1172），并于当年 12 月和次年 4 月额度内发行了 20 粤珠江 MTN003 和 20 粤珠江 MTN004，发行金额分别为 15 亿元和 18 亿元，期限均为 3 年，所募资金均用于偿还债务融资工具。

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 9 月额度内发行了 16 珠江 02，发行规模为 15 亿元，期限为 5 年，所募资

金用于补充流动资金及归还债务。

经中华人民共和国国家发展和改革委员会（发改企业债券[2018]75号）核准，该公司于2018年7月发行了18珠实专项债，发行规模为10.20亿元，发行期限为5+5+5年，所募资金中5.10亿元用于开封市体育中心项目（简称“体育中心项目”），5.10亿元用于补充公司流动资金。募投项目——体育中心项目预计总投资13.00亿元，拟使用募集资金5.10亿元，截至2021年3月末已累计投资8.92亿元，募集资金已使用完毕。截至同期末，项目主体结构已完成，装饰装修及设备安装完成40%，室外工程完成30%。按照该公司规划，2021年4-12月拟投资4.09亿元。

图表 1. 体育中心项目投资情况

项目	开工时间	(计划)竣工时间	预计总投资	拟使用募集资金	已累计投资	其中：已累计使用募集资金	未来拟投资金额		
							2021年4-12月	2022年	2023年
体育中心项目	2019.05	2022.05	13.00	5.10	8.92	5.10	4.09	-	-

资料来源：珠实集团（截至2021年3月末）

截至2021年4月末，该公司尚在存续期内的债券共17支（其中包括子公司广州珠江实业开发股份有限公司（简称“珠江实业”）发行的3支债券，不包括ABS），债券发行金额为206.70亿元，待偿还本金余额为199.90亿元，目前各债券利息支付（若有）均正常。

图表 2. 公司存续期内债券概况

发行主体	债项名称	发行金额(亿元)	待偿还本金余额(亿元)	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	21 粤珠江 SCP001	10.00	10.00	179 天	3.39	2021-03-04	70 亿元/2019 年 3 月	未到兑付日	
	21 粤珠江 MTN001	12.00	12.00	3 年	4.70	2021-04-09	30 亿元/2020 年 10 月	未到付息日	
	20 粤珠江 MTN004	18.00	18.00	3 年	4.68	2020-12-16		未到付息日	
	20 粤珠江 MTN003	15.00	15.00	3 年	4.69	2020-12-07	30 亿元/2020 年 10 月	未到付息日	
	20 粤珠江 MTN002	15.00	15.00	3 年	3.07	2020-04-13	35 亿元/2019 年 11 月	正常付息	
	20 粤珠江 MTN001	20.00	20.00	3 年	3.76	2020-01-09		正常付息	
	19 粤珠江 MTN001	8.00	8.00	3+N 年	6.10	2019-04-25	35 亿元/2018 年 9 月	正常付息	
	18 粤珠江 MTN002	15.00	15.00	3+N 年	5.59	2018-12-17		正常付息	
	18 粤珠江 MTN001	10.00	10.00	3+N 年	6.15	2018-11-02		正常付息	
		18 珠实专项债	10.20	10.20	5+5+5 年	5.70	2018-07-19	10.20 亿元/2018 年 5 月	正常付息
		18 粤珠江 PPN003	10.00	10.00	5 年	6.50	2018-04-20	50 亿元/2017 年 7 月	正常付息
		17 粤珠江 PPN001	12.00	12.00	5 年	5.93	2017-09-05		正常付息
		16 珠江 02	15.00	15.00	5 年	3.44	2016-09-22	20 亿元/2016 年 1 月	正常付息
		16 粤珠江 MTN001	15.00	15.00	5 年	3.72	2016-09-06	15 亿元/2016 年 8 月	正常付息
珠江实业	19 珠实 02	7.80	7.80	3 年	5.59	2019-11-06	15 亿元/2016 年 6 月	正常付息	
	19 珠实 01	6.50	6.50	3 年	5.70	2019-07-10	15 亿元/2016 年 6 月	正常付息	
	16 珠实 01	7.20	0.40	3+2 年	5.80	2016-06-22	15 亿元/2016 年 4 月	正常付息	

资料来源：珠实集团（截至2021年4月末）



## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2021年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅

压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## (2) 行业因素

### A. 房地产行业

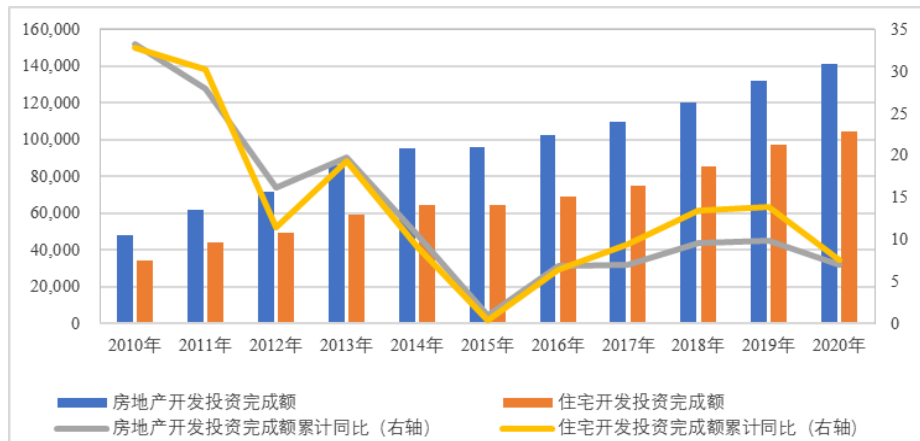
2020 年房地产开发投资保持正增长，下半年来持续提升的市场热度抵消了前期疫情影响，全年房地产市场销售呈现量增价涨的态势。近年国家对房地产调控坚持“房住不炒”定位，落实因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。近期房地产市场融资环境持续收紧，在弱化市场预期的同时或亦弱化按揭贷款便利程度，进而削弱居民购买力，预计未来住宅销售去化压力加大。同时收紧的外部融资环境也加快了资金及项目资源向高等级信用资质房企集聚的步伐，行业竞争格局日益分化，集中度将继续提升，中小房企面临挑战。在销售承压、大额到期债务待偿、增量融资受限的预估情境下，预计 2021 年全行业流动性风险将进一步升高，高杠杆、高负债的房企将面临很大的信用风险暴露可能性。

#### a) 行业概况

经过多年发展，房地产业已成为我国经济的主要支柱性产业之一。2010-2019 年我国房地产开发投资完成额从 4.83 万亿元升至 13.22 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 3.40 万亿元升至 9.71 万亿元，占比保持在 70% 上下。

2020 年以来，一季度受新冠肺炎疫情影响行业运行基本停滞，房地产开发投资增速为-7.70%。随着3月份开始全国各地陆续复工复产，二季度起各企业加快了建设进度，6月全国房地产开发投资累计同比由负转正。2020 年全年全国房地产开发投资完成额为 14.14 万亿元，同比增长 7.0%，其中住宅开发投资完成额为 10.44 万亿元，同比增长 7.6%，相比 2019 年，增速有所收窄。从各地区<sup>1</sup>开发投资增长情况看，东部地区增长 7.6%，中部地区增长 4.4%，西部地区增长 8.2%，东北地区增长 6.2%。

图表 3. 2010-2020 年我国房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：国家统计局

近两年我国商品房销售面积呈窄幅波动态势。2017-2019 年我国商品房销售面积分别为 16.94 亿平方米、17.17 亿平方米和 17.16 亿平方米，增速分别为 7.7%、1.3%和-0.1%。2019 年我国商品房销售面积出现负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长，全年商品房销售额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，其中住宅销售额增长 10.3%。进入 2020 年，一季度因疫情原因销售受到较大冲击，当期全国商品房销售面积 21,978 万平方米，同比下降 26.3%，其中住宅销售面积下降 25.9%；商品房销售额 20,365 亿元，下降 24.7%，其中住宅销售额下降 22.8%。二季度商品房销售出现了恢复性增长，降幅逐月收窄，三、四季度房地产市场热度持续提升，全年销售指标小幅增长。2020 年全年我国商品房销售面积为 17.61 亿平方米，同比增长 2.6%；其中住宅销售面积增长 3.2%，办公楼销售面积下降 10.4%，商业营业用房销售面积下降 8.7%。同期我国商品房销售额为 17.36 万亿元，同比增长 8.7%，其中住宅销售额增长 10.8%，办公楼销售额下降 5.3%，商业营业用房销售额下降 11.2%。分地区看，东部地区商品房销售面积同比增长 7.1%，销售额增长 14.1%；中部地区商品房销售面积下降 1.9%，销售额增长 1.0%；西部地区商品房销售面积增长 2.6%，销售额增长 5.1%；东北地区商品房销售面积下降 5.8%，销售额下降 1.5%。根据 Wind 数据显示，2020 年百城<sup>2</sup>住宅价格指数同比增长 3.46%，与 2019 年 12 月相比，

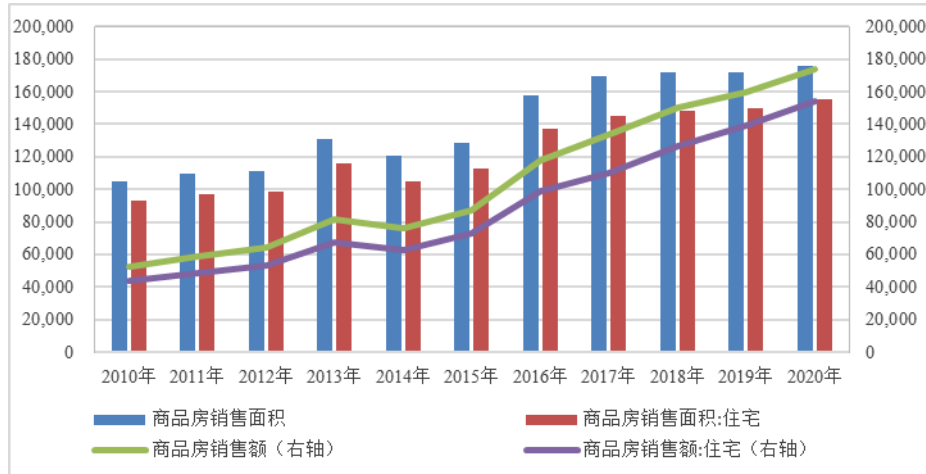
<sup>1</sup> 各地区分区如下：东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等 10 个省份（直辖市）；中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等 6 个省份；西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆等 12 个省份（直辖市、自治区）；东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等 3 个省份。

<sup>2</sup> 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



2020年12月百城住宅均价上涨627元/平方米至15795元/平方米；其中一线城市住宅均价上涨1079元/平方米至42,740元/平方米，二线城市住宅均价上涨451元/平方米至14,609元/平方米，三线城市住宅均价上涨440元/平方米至9,918元/平方米，同比上涨2.77%、3.18%和4.64%。从市场走势看，全年房地产市场销售呈量增价涨态势，各线城市走势较为趋同。

图表4. 2010-2020年我国商品房销售情况（单位：万平方米，亿元）



资料来源：国家统计局

土地市场方面，为缓解疫情对经济发展的负面影响，2020年二季度起大部分城市加大了优质土地供应力度，全年住宅用地供应量和成交量均同比小幅增长。根据CREIS中指数据显示，2020年全国300个城市共推出各类建设用地14.31亿平方米，同比增长5.40%，其中住宅建设用地推出5.81亿平方米，同比增长3.96%。分城市能级来看，上述300个城市中一线城市住宅推地1,849.91万平方米，同比增长7.63%，成交1,675.50万平方米，同比增长11.78%；二线城市住宅推地22,795.71万平方米，同比增长4.67%，成交20,584.05万平方米，同比增长9.06%；三四线城市住宅推地33,500.83万平方米，同比增长3.29%，成交28,051.73万平方米，同比增长10.30%。全年土地市场活跃度提升，流拍率下降，溢价率略有提升，原因主要为：一方面，实体经济恢复缓慢，多地政府为缓解财政压力加大推地力度，土地供应量明显增多；一方面，房企顺市场低迷时调整土地储备结构拿地愿望较强。多重因素作用下，资金充裕的房企将获得良好的投资机遇。

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，共22个；三线城市邯郸、菏泽、湘潭、呼和浩特、廊坊、湖州、洛阳、潍坊、连云港、扬州、昆山、常州、昆明、徐州、日照、烟台、新乡、镇江、泉州、营口、东莞、桂林、南宁、金华、马鞍山、东营、株洲、无锡、德州、西宁、赣州、保定、常熟、银川、泰州、盐城、威海、乌鲁木齐、宿迁、贵阳、湛江、鞍山、衡水、鄂尔多斯、包头、南通、珠海、济南、嘉兴、石家庄、中山、聊城、秦皇岛、淮安、柳州、温州、惠州、绵阳、唐山、海口、北海、淄博、江阴、宝鸡、芜湖、张家港、兰州、台州、江门、绍兴、宜昌、佛山、三亚、汕头，共74个。

图表 5. 2018-2020 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2018 年		2019 年		2020 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)	13.39	21.17%	13.58	1.43%	14.31	5.40%
其中: 住宅用地推出面积 (亿平方米)	5.26	26.64%	5.59	6.40%	5.81	3.96%
各类用地成交面积 (亿平方米)	11.14	16.55%	11.41	2.44%	12.52	9.71%
其中: 住宅用地成交面积 (亿平方米)	4.12	12.57%	4.58	11.19%	5.03	9.79%
各类用地成交出让金 (万亿元)	4.27	3.93%	5.17	20.95%	6.07	17.48%
其中: 住宅用地出让金 (万亿元)	3.47	2.94%	4.36	25.52%	5.17	18.76%
各类用地成交楼面均价 (元/平方米)	2,096.93	-11.68%	2,414.34	15.14%	2,562.96	6.16%
住宅用地成交楼面均价 (元/平方米)	3,677.27	-8.18%	4,169.54	13.39%	4,527.45	8.58%
各类用地成交溢价率		13.13%		12.84%		13.55%
住宅用地成交溢价率		14.74%		14.20%		15.36%

资料来源: CREIS 中指数据

### b) 政策环境

2020 年以来我国房地产政策延续 2019 年主基调, 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 全面落实因城施策差异化调控, 房地产市场平稳健康发展的长效管理调控逐步实施。针对疫情对经济造成的重大不利影响, 强调不把房地产作为短期刺激经济的手段, 保持房地产政策的连续性、一致性、稳定性。各地政府围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标, 根据区域市场特点出台不同的调控政策, 承担更多的调控主体责任。各地落实“因城施策”, 有收有放, 不断优化调控措施, 保持房地产市场健康稳定发展。

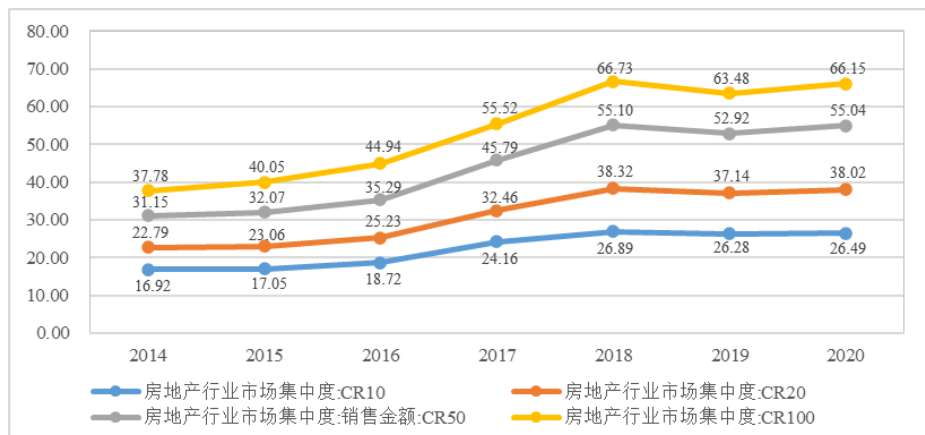
2020 年初, 针对新冠肺炎疫情对经济运行的影响, 国家出台一系列逆周期调节政策, 加大货币信贷投放、保障流动性合理充裕。同时, 部分省市出台房地产行业扶持政策, 内容主要包括还款困难的贷款可适度展期、预售条件放宽、部分税收减免、工期顺延、土地出让金可延期交付、简化审批程序等方面, 以对冲疫情影响。随着市场逐渐回暖, 部分地区对市场出现过高预期或过热形势, 4 月中和 7 月底的政治局会议两次重申“房住不炒”定位, 促进房地产市场平稳健康发展。7 月 24 日召开的房地产座谈会首次提出“实施好房地产金融审慎管理制度”。7 月以来, 包括杭州、东莞、宁波、内蒙古、郑州、深圳、南京等房价有所上涨的城市开始出台房地产调控收紧政策。8 月, 多个部门开始释放调控房地产市场和收紧房地产企业融资阀门的政策信号, 后续将对房地产融资按“三条红线”进行分类监管。12 月 31 日, 中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》(自 2021 年 1 月 1 日起实施), 建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度, 以防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险, 提高银行业金融机构稳健性。对房地产行业而言, 8 月份的房企“三条红线”监管政策从资金需求端对行业进行约束, 银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度则从资金供给端实行总额控制, 防止金融机构进一步做增量。新融资政策的出台将有利于市场主体形成稳定的政策预期, 推动房地产行业长期稳健运行, 防范化解房地产金融风险, 促进房地产市场持续平稳健康发展。

2020 年政府在土地政策的重要调整系国务院发布《国务院关于授权和委托用地审批权的决定》（以下简称“《决定》”），下放部分建设用地审批权至省、自治区、直辖市。用地审批权下放，赋予地方更大的自主权，让地方优化土地资源配置，释放地方发展的主动性、能动性，可助力地方经济发展，同时减少上报国务院审批的流程，可提高审批效率、项目落地效率和土地利用效率。《决定》还特别强调，各省级单位政府要严格审查涉及永久基本农田等特殊用地的占用，要切实保护耕地，节约集约用地，盘活存量土地。另外，国家对租赁住房的政策倾斜持续。针对 2020 年下半年以来热点城市土地市场持续供不应求、溢价率持续升高的态势，2021 年 2 月起多个重点城市推行土地集中出让制度，即集中发布出让公告、集中组织出让活动，且 2021 年发布住宅用地公告不能超过三次。预计在透明度提升下更多企业可参与土地市场交易，同时企业也有更多竞品选择，有助于降低整体市场竞拍热度，整体地价也会因土地市场集中放量而平缓，地价涨幅有望进一步降低。而对于近年来扩张速度较快，且踩了红线的企业来说，集中供地模式或将产生一定资金压力。

### c) 竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业，债务融资依赖度高。持续多年的政策调控加速了资金更多地流向优势房企，行业集中度不断提升。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，在多轮调控中表现出更为突出的控风险能力；而中小房企则因项目布局过于集中或融资受限等因素而不断遭受市场挤压。据 WIND 资讯数据，2020 年 CR10/CR20/CR50/CR100 比值由 2019 年的 26.28%/37.14%/52.92%/63.48 提升至 26.49%/38.02%/55.04%/66.15%，2020 年行业集中度提升，各档次企业销售占比均呈现小幅提升态势。预计未来行业集中度仍将进一步提升。

图表 6. 近年以销售金额计的房地产行业市场集中度变化情况（单位：%）



资料来源：Wind

### d) 风险关注

去化压力加大。房地产开发及居民购房环节债务依赖度高，持续收紧的融资政策效应将进一步显现。一方面开发企业加速回款动力将进一步强化，另一方面按揭贷款便利程度弱化将削弱居民购买力。预计 2021 年住宅销售压力或将增大，在房价持稳的情况下面临的资金压力或明显增大。

集中度持续提升，中小房企面临挑战。近年土地出让条件严苛，大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，拿地动力强劲，土地资源倾斜度高。近期房地产市场融资环境的持续收紧加快了资金及项目资源向高等级信用资质房企集聚的步伐，行业竞争格局日益分化，集中度将继续提升。而中小房企或由于项目布局过于集中，或由于融资受限，面临更大的市场竞争压力和整合风险。

调控融资政策持续收紧，流动性风险进一步上升。房地产行业资金驱动特征极其明显。在销售压力增大、在建项目投入不减、大额到期债务待偿、增量融资受限的预设（预估）情境下，预计 2021 年全行业流动性风险将进一步升高。尤其是近年来高杠杆扩张后销售端资金回笼受阻的经营风格较为激进的房企，信用风险暴露的可能性将进一步加大，部分房企如泰禾集团的流动性风险暴露。值得关注的是，房地产行业与其他行业的显著区分在于，房地产业更注重个体项目，而非法人主体，当法人主体遭遇资金链断裂时，将更侧重于项目的整合与处置，对法人主体实施直接救助的必要性弱。在流动性承压的情形下，需重点关注开发企业的治理水平与项目品质，以及出售项目以实现自救的便捷程度。

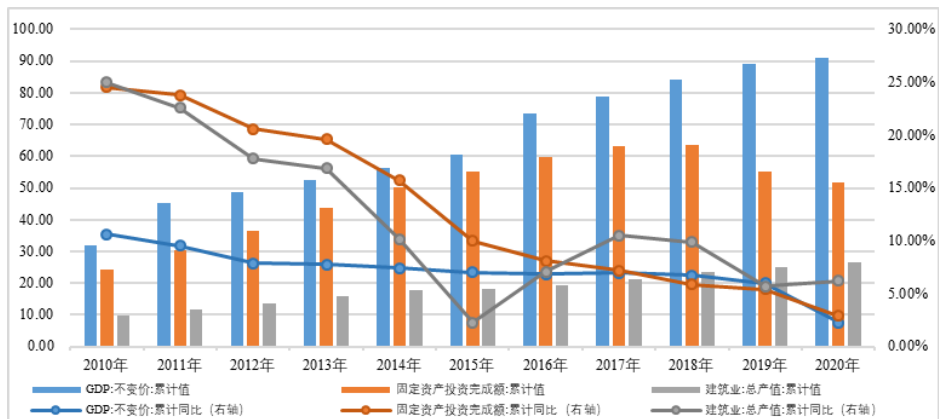
## B. 建筑施工行业

2020 年受新冠疫情影响，我国宏观经济及固定资产投资增长承压。得益于疫情的快速有效控制，我国建筑行业运行趋于正常，当年全年施工产值增速同比增长，新签合同额同比增幅亦较大。未来伴随宏观逆周期调节和基建稳增长等一系列政策发力，基建投资将有所回暖，建筑施工行业短期内仍存在一定的发展机遇，但房建投资对建筑工程的拉动作用或将减弱。

我国建筑施工行业发展与宏观经济变化，尤其是固定资产投资情况密切相关。近年来，随着我国经济发展进入新常态，GDP 增长趋缓，叠加去杠杆及限制地方融资背景下，固定资产投资维持增长但增速持续下滑。2020 年，全国实现国内生产总值 91.12 万亿元，固定资产投资累计完成 51.89 万亿元<sup>3</sup>，分别同比增长 2.3% 和 2.9%，主要受新冠疫情影响增速下滑较大，上述指标增长率同比分别下降 3.8 个百分点和 2.5 个百分点。

<sup>3</sup> 增速按可比口径计算，下同。

图表 7. 我国 GDP、固定资产投资及建筑施工业产值走势情况（单位：万亿元）



资料来源: Wind

2018-2020年,建筑行业总产值分别为23.51万亿元、24.84万亿元和26.39万亿元,新签合同额分别为27.29万亿元、28.92万亿元和32.52万亿元。2018年,国内外经济形势严峻、复杂,在房地产行业维持高压调控政策、金融监管趋严、信用政策收紧等因素综合作用下,房建和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,当年建筑业总产值增速同比下降0.62个百分点至9.88%,新签合同额增速同比下降12.51个百分点至7.16%。2019年下半年开始,相关部门通过加速专项债发行、审批并允许专项债用作符合条件的重大项目资本金、降低基建重点领域项目最低资本金比例等举措推动已批复项目的投资落地,但当年全年产值增速仍进一步降至4.19%,新签合同金额增速继续走弱至6.00%,同比分别下降4.19个百分点和1.14个百分点。2020年初,我国爆发新冠肺炎疫情,为防止疫情更快更大范围地扩散,国家出台延长春节假期、社区封闭管理、居家隔离等措施,同时各省级住建厅发布指导性的延后复工通知;随着国内疫情防控成效的显现,各地于2、3月起积极推行复工复产,建筑施工行业运行趋于正常。2020年建筑行业完成总产值26.39万亿元,同比增长6.2%,增速较上年微升0.52个百分点,系自2018年以来连续两年下降后的首次回升;当年新签合同金额同比增长12.43%,较上年上升6.43个百分点。

房建方面,近年来我国坚持“房住不炒”和“因城施政”的主基调,近三年商品房销售面积小幅波动,销售额保持增长。2020年我国商品房销售面积为17.61亿平方米,同比增长2.6%,商品房销售额为17.36万亿元,同比增长8.7%。2020年我国房地产开发投资完成额为14.14万亿元,同比增长7.0%,增速回落2.9个百分点。从房建工程投资来看,受前期销售导致的交房压力增加,2019-2020年施工投入增速持续为正,其中2020年房屋建筑工程投资完成额为8.19万亿元,同比增长8.8%,增速同比回落3.0个百分点。同期,我国房屋施工面积为92.68亿平方米,新开工面积为22.44亿平方米,竣工面积为9.12亿平方米,分别较上年增长3.7%、-1.2%和-4.9%,受新冠疫情因素影响,新开工及竣工规模均同比有所收缩。2020年土地购置面积为2.55亿平方米,较上年减少1.2%;购置金额为4.44亿元,同比增长6.6%。



2018 年政府工作报告中强调启动新的三年棚改攻坚计划，2018-2020 年三年开工 1,500 万套棚改攻坚计划。2018 年棚改计划开工 580 万套任务，全年实际完成改造开工 626 套，完成投资 1.74 万亿元；2019 年棚改计划开工 289 万套，全年完成改造开工 316 万套，完成投资约 1.20 万亿元；2020 年棚户区改造开工 209 万套，基本建成 203 万套。棚户区改造是住房保障政策的实施重点，以前年度对房建市场有较大的拉动作用，但随着棚户区改造的逐步推进，棚户区改造需求有所下降。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。

目前看，国内疫情虽得到有效控制，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控措施仍将持续。受此影响，建筑企业的防疫成本管控难度仍较大。长期来看，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，随着基建托底的一系列政策及规划加快落地，基建项目投资将回暖，基础设施建筑施工企业发展前景仍然稳固，但房建投资对建筑工程的拉动作用或将减弱。

### (3) 区域市场因素

该公司目前在建在售重点项目主要位于广州市及其周边的清远市，受广州市房地产需求外溢及政策调控影响大。2020 年广州市房地产调控政策整体保持平稳。2020 年广州市住宅批准入市规模大幅增加，上半年成交受新冠疫情抑制作用明显，下半年需求延后释放，在人才购房政策及房贷利率下行助益下，全年成交量同比实现增长。2021 年第一季度，广州市住宅成交延续上年末热度，成交量创历史新高。但值得注意的是，2021 年以来广州市房地产调控政策趋紧，市场或将降温。

政策方面，2018-2020 年调控政策颁布频率较低，主要以“房住不炒”为基调，进行市场调控。2018 年 10 月，广州住建局发布了一则《关于我市进一步规范房地产市场管理的说明》，对新建商品住房预售和网签价格指导机制进行优化，严禁开发企业拆分价格报备。2018 年 12 月，发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》解读，对 330 政策前的公寓政策进行“松绑”，提出 330 政策前拿地公寓可卖个人的补充解释。2019 年广州市房地产市场调控的基调是“稳房价、稳地价、稳预期”，限购、限贷、限售政策执行仍较为严格，但限价、限商政策略有松动，加之部分银行房贷利率有所下降，刺激当年成交量回升。2020 年，广州各区持续优化人才购房政策，并推出差异化入户政策，放宽“双一流”高校大学本科毕业生入户社保年限，带动市场购买力的提升。此外，部分银行房贷利率持续下行，带动当年住宅销售量持续增长。2021 年以来广州市调控政策频出。信贷政策方面，1 月上旬起至 4 月末，广州各大商业银行个人住房贷款利率共上调三次，且贷款额度收紧，放款时间延长；为防止信贷资金违规流入楼市，3 月起申请按揭房贷需提供首付款账户流水，以佐证首付款为自有资金。市场监管方面，2021 年以来广州市住建局联合其他政府部门开展房地产市场秩序专项整治行动，严厉打击哄抬房价、虚假销售

等违法行为。此外，广州人才新政及住房交易政策亦收紧，4月广州市政府要求享受市辖区人才政策的家庭和个人，购买商品住房时须提供前12个月在人才认定所在区连续缴纳个税或社保的缴纳证明，不得补缴。通过享受人才政策新购买的住房，须取得不动产权证满3年后方可转让。另外，广州9区将个人销售住房增值税征免年限由2年提高至5年。调控政策下，未来广州房地产市场或将降温。

开发投资方面，根据 Wind 数据显示，2018-2020 年广州市房地产开发投资额分别为 2,701.93 亿元、3,101.82 亿元和 3,293.95 亿元，同比分别增长-0.001%、14.80%和 6.20%。开发施工方面，2018-2020 年房屋施工面积分别为 10,999.01 万平方米、11,985.91 万平方米和 11,878.29 万平方米，其中商品住宅面积分别为 6,507.72 万平方米、7,161.10 万平方米和 6,924.32 万平方米，增长率分别为 1.69%、10.04%和-3.31%。2020 年房地产开发投资额增速回落，房屋施工面积小幅减少。2021 年第一季度，因上年同期基数较低，广州市房地产开发投资同比增加 43.20%；施工面积为 10,783.71 万平方米，同比增加 14.27%。

商品住宅市场供给方面，根据 Wind 数据显示，2018-2020 年广州市商品住宅批准预售面积分别为 1,080.52 万平方米、832.40 万平方米和 1,270.96 万平方米，其中 2020 年增幅较大；2021 年第一季度，广州市住宅批准预售面积为 181.27 万平方米，同比减少 7.14%。交易方面，广州市 2018-2020 年商品住宅成交面积分别为 961.82 万平方米、1,025.58 万平方米和 1,184.87 万平方米，2020 年上半年受新冠疫情影响，交易受到明显抑制，下半年成交量大幅提升，全年成交量保持增长；2021 年第一季度，延续上年交易热度，当期商品住宅成交面积为 363.42 万平方米，同比增长 203.15%，创一季度成交历史新高。成交价格方面，2018 年以来广州商品住宅成交均价持续上升，2018-2020 年成交均价分别为 2.02 万元/平方米、2.41 万元/平方米和 2.96 万元/平方米；2021 年第一季度，广州商品住宅成交均价进一步升至 3.23 万元/平方米。2018-2020 年及 2020 年第一季度广州市商品住宅供销比<sup>4</sup>分别为 1.12、0.81、1.07 和 0.50。2018-2020 年末，广州市可售住宅面积分别为 878.75 万平方米、761.58 万平方米和 952.25 万平方米；同期月均成交面积分别为 80.15 万平方米、85.47 万平方米和 98.74 万平方米，逐年增加；若按年末可售住宅面积和对应年份月均成交面积计算，2018-2020 年广州住宅库存去化周期分别为 10.78 个月、8.91 个月和 9.64 个月，2020 年因供应量大幅增加，存量住宅去化周期有所延长。截至 2021 年 3 月末，广州可售住宅面积为 836.68 万平方米，较上年末减少 12.14%；按当期月均成交面积 121.14 万平方米计算，住宅库存去化周期为 6.91 个月，同比大幅缩短。

## 2. 业务运营

**该公司主营业务突出，并形成一定的产业链优势，各业务之间协同效应较好。公司房地产开发和建筑施工业务在广东省内具有一定的市场地位。近年来，**

<sup>4</sup> 供销比=批准预售面积/成交面积

公司房地产业务重点布局在粤港澳大湾区，并陆续退出了部分“股权+债权”项目。2020年新开工规模持续扩大，全年项目整体签约销售规模亦有所增加，2021年第一季度销售额同比大幅增长，投资开发资金平衡情况良好。鉴于公司存量项目后续还将产生较大规模资金需求，需关注开发进度及去化情况。因会计政策变更，2020年房地产收入结转规模同比大幅下降。2020年以来因施工进度影响，建筑业务收入有所波动。因政府划拨物业入账，公司自持物业规模持续增加，但2020年受新冠疫情期间租金减免影响，物业经营业务收入小幅减少。2020年主要因会计政策变更，加之债权及股权投资减值准备的计提，公司净利润大幅减少。公司拟收购苏交科，拓展工程咨询业务、城市及产业园区开发建设等未来公司业务重点发展板块，关注后续进展。

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，公司近年来陆续退出以往通过“债权+股权”方式拓展的异地项目，业务布局重点回归粤港澳大湾区。公司建筑业务包含施工总承包、工程监理、工程设计和工程装修等细分领域，承接的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，依托房地产主业，并凭借业务经验及品牌优势，公司建筑施工业务范围有所拓展。物业经营管理业务方面，公司运营和管理的资产主要为自身保有的开发物业及广州市政府划拨的相关物业资产。

图表 8. 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、长沙市、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，2018-2020年和2021年第一季度该业务分别实现收入2.43亿元、4.06亿元、0.78亿元和0.32亿元。2018-2019年收入持续增加主要系万众项目西安W酒店投入运营，该酒店由陕西万众控股集团有限公司（即原陕西万众地产有限公司，简称“万众集团”）负责运营；2020年起因公司对万众集团不具有实质控制权，万众集团不再纳入公司合并范围，加之新冠疫情影响，当期该业务营业收入大幅减少。同期，该业务毛利率分别为53.25%、52.78%、34.67%和49.27%，2020年因疫情影响，毛利率有所下降。截至2021年3月末，公司运营的酒店共3家<sup>5</sup>，均处于旅游或商业中心，地理位置较好。

<sup>5</sup>三亚珠江花园酒店（四星级）、三亚南田温泉度假区（五星级）和长沙珠江花园酒店（五星级）。

## (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
<b>营业收入合计</b>	<b>183.31</b>	<b>183.38</b>	<b>122.39</b>	<b>19.26</b>	<b>32.43</b>
其中：核心业务营业收入	174.89	175.39	117.34	18.66	31.50
在营业收入中所占比重（%）	95.41	95.64	95.87	96.89	97.14
其中：（1）房地产开发销售	111.20	119.43	52.30	4.83	15.10
在核心业务收入中所占比重（%）	63.58	68.10	44.57	25.88	47.95
（2）建筑工程总承包及施工服务	49.05	36.05	45.92	8.54	12.61
在核心业务收入中所占比重（%）	28.04	20.55	39.13	45.78	40.03
（3）物业经营管理	14.64	19.91	19.12	5.29	3.79
在核心业务收入中所占比重（%）	8.37	11.35	16.30	28.34	12.02
<b>毛利率（%）</b>	<b>30.23</b>	<b>27.85</b>	<b>24.55</b>	<b>39.89</b>	<b>26.62</b>
其中：（1）房地产开发销售	35.92	30.10	37.02	89.04	32.64
（2）建筑工程总承包及施工服务	10.04	10.98	6.77	17.47	16.91
（3）物业经营管理	36.99	32.86	26.07	30.31	25.74

资料来源：珠实集团

2018-2020 年，该公司营业收入分别为 183.31 亿元、183.38 亿元和 122.39 亿元；其中核心业务营业收入分别为 174.89 亿元、175.39 亿元和 117.34 亿元。2020 年公司营业收入大幅下降，主要系因公司变更会计政策，调整了房地产销售收入确认条件所致。以往公司在房屋主体完工并已封顶后，以签订销售合同并实际收到货款或取得了买方付款证明为条件确认销售收入。本次变更后，公司在房屋交付时确认销售收入。从收入构成看，2018-2020 年房地产开发销售收入分别为 111.20 亿元、119.43 亿元和 52.30 亿元，占核心业务收入比重分别为 63.58%、68.10% 和 44.57%；该业务毛利率分别为 35.92%、30.10% 和 37.02%，其中 2020 年毛利率有所回升，主要系当期结转高毛利的广州地区项目所致。建筑工程总承包及施工服务分别实现收入 49.05 亿元、36.05 亿元和 45.92 亿元，2020 年主要因遂溪县中医院、橡胶新村、巨洋威尼斯商住小区及嘉诚国际港等大型项目进入工程高峰期，收入有所回升；毛利率分别为 10.04%、10.98% 和 6.77%，2020 年因主要推进项目利润空间较窄，当年毛利率同比有所下降。物业经营管理收入分别为 14.64 亿元、19.91 亿元和 19.12 亿元；毛利率分别为 36.99%、32.86% 和 26.07%，其中 2020 年因新冠疫情期间对租户减免租金，收入水平及毛利率均有所下降。

2021 年第一季度，该公司营业收入为 19.26 亿元，同比减少 40.60%。同期，由于达到交付条件的项目较少，公司房地产开发销售结转收入同比大幅减少 68.03% 至 4.83 亿元；当期主要因确认并表合作项目债权收益冲减业务成本，该业务毛利率同比大幅上升 56.40 个百分点至 89.04%。因 2021 年重点项目主要定于二季度开工，第一季度合同完工量减少，公司建筑工程总承包及施工服务收入同比减少 32.25% 至 8.54 亿元，业务毛利率同比基本持平。同期，物业经营管理收入为 5.29 亿元，同比增加 39.71%，业务毛利率亦同比上升 4.57 个百分点至 30.31%，主要系因本期未对租户减免租金。同期公司综合毛利率同

比上升 13.27 个百分点至 39.89%。

### 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、珠江实业、清远市广州后花园有限公司（简称“清远后花园”）、广州城市更新集团有限公司（原名广州市东建实业集团有限公司，简称“城新集团”）、惠州珠江实业公司和广州市华侨房产开发有限公司等子公司，其中除清远后花园和珠江实业下属湖南珠江实业投资有限公司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。

该公司以往在深耕广州市市场的同时，积极拓展广东省其他城市及外省市场，项目拓展主要通过“股权+债权”的模式，即公司入股项目公司后同时向其提供一定规模债权资金（主要以往来款及委托贷款形式投入），并按合同约定收取 10%-15% 的利息。近年来，因公司调整经营策略，加之部分非并表“股权+债权”项目存在债权款本息未按合同约定支付<sup>6</sup>以及预付股权款未按约定退还的情形<sup>7</sup>，公司陆续退出部分项目。截至 2021 年 3 月末，公司主要“股权+债权”项目如图表 10 所示，对上述项目的债权投资余额为 59.09 亿元。

图表 10. 截至 2021 年 3 月末公司主要“股权+债权”项目情况（单位：亿元）

项目	股权取得时间	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%	5.00	-	12%	纳入合并范围；委贷已收回
西安万众项目	2016.05	49.00%	0.70	3.10	12%	
美林湖项目	2016.12	49.25%	20.96	29.57	10%	纳入合并范围
星玺广场项目（穗芳鸿华项目）	2017.11	49.00%	4.34	1.50	12%	-
景豪坊西区项目（亿华项目）	2018.01	41.00%	0.47	19.44	12%	-
翰林国际公馆项目（从化项目）	2018.05	51.00%	0.16	0.65	15%	纳入合并范围
韶关瑞枫项目	2018.06	49.50%	2.33	1.48	12%	纳入合并范围
颐和盛世项目（东湛项目）	2018.06	30.23%	0.65	3.35	12%	-
<b>合计</b>	-	-	<b>34.61</b>	<b>59.09</b>	-	-

资料来源：珠实集团

房地产业务建设及投资方面，2019 年以来公司房地产业务重点布局粤港澳

<sup>6</sup> 根据珠江实业于 2021 年 4 月 28 日发布的《广州珠江实业开发股份有限公司关于资金拆借的进展公告》，截至 2021 年 3 月末，根据资金拆借合同，珠江实业应收东湛项目、穗芳鸿华项目和亿华项目之项目公司（分别简称“东湛公司”、“穗芳鸿华公司”和“亿华公司”）的债权投资本金分别为 3.35 亿元、1.50 亿元（其中委托贷款 0.41 亿元）和 19.44 亿元（其中委托贷款 11.13 亿元），共计 24.30 亿元；其中对穗芳鸿华公司的委托贷款于 2020 年 12 月 1 日到期未清偿，对亿华公司的委托贷款于 2021 年 1 月 18 日到期后未获清偿。此外对上述公司应收而未收回的资金占用费余额为 8.77 亿元。

<sup>7</sup> 2016 年 10 月，该公司下属珠江实业与广州中侨置业投资控股集团有限公司（简称“广州中侨”）和安徽中侨置业投资有限公司（简称“安徽中侨”）签订了《股权转让合同》并预付股权转让款 3.50 亿元。双方约定若安徽中侨销售业绩未达到约定条件，则终止《股权转让合同》，广州中侨向公司退还股权转让预付款 3.50 亿元，广州中侨以其持有的安徽中侨 49.29% 股权进行质押。2019 年 10 月，安徽中侨销售业绩未能达到约定条件，但广州中侨未退还股权转让预付款。



大湾区，2019-2020 年主要因广州市多个项目开工，新开工面积大幅增加，同期公司开发投资额分别为 129.27 亿元和 91.49 亿元。签约销售方面，2018-2020 年公司房地产签约销售面积分别为 55.19 万平方米、73.30 万平方米和 74.48 万平方米，实现签约销售金额分别为 92.55 亿元、138.89 亿元和 159.77 亿元，2020 年签约销售规模持续扩大，开发资金平衡情况良好。2021 年第一季度，公司开发投资额为 42.28 亿元，同比增加 207.04%，当期签约销售面积和金额分别为 17.19 万平方米和 50.00 亿元，同比增加 293.36%和 475.37%，增幅均较大，主要系上年同期处于疫情期间，基数较低所致。

图表 11. 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	签约销售面积	签约销售金额
2018 年	38.43	145.07	179.90	55.19	92.55
2019 年	127.45	93.16	129.27	73.30	138.89
2020 年	155.12	63.39	91.49	74.48	159.77
2021 年第一季度	33.03	14.49	42.28	17.19	50.00

资料来源：珠实集团

#### a) 在建在售项目情况

该公司主要在建及在售项目如图表 12 所示，区域分布以广州市和广东省其他城市为主。开发业态涵盖住宅、商业和办公，并以住宅为主；开发物业以出售为主，个别项目如白云湖项目中少量住宅计划出租，广州捷星项目及琶洲项目拟自持。上述项目概算总投资达 1,543.04 亿元，截至 2021 年 3 月末已累计投资 693.13 亿元，2021 年 4-12 月、2022 年和 2023 年计划分别投资 77.48 亿元、102.13 亿元和 89.56 亿元。截至 2021 年 3 月末，上述项目规划可售面积合计 1,350.44 万平方米，已取得预售证面积为 619.89 万平方米，已累计签约销售面积为 523.45 万平方米，累计签约销售金额为 694.43 亿元；已取得预售证建筑面积中剩余可售面积为 100.23 万平方米，按照当前已售部分销售均价估算，货值为 130.18 亿元。

图表 12. 公司主要在建及在售房地产项目情况（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)	累计签约销售金额
南沙湾 2020NJY-14 项目	广州市南沙区	商业、住宅	2021.03	2023.05	34.47	18.97	10.62	-	-	-	-
时光雅苑	广州市增城区	商业、住宅	2020.12	2023.01	33.14	9.30	18.92	-	-	-	-
鸦岗保障性住房项目(一期)	广州市白云区	共有产权房	2020.07	2023.10	14.94	5.46	18.45	-	-	-	-
花屿花城	广州市增城区	住宅、商业	2020.01	2022.12	27.19	18.29	12.44	4.21	2.76	1.86	5.13
琶洲项目	广州市海珠区	公寓	2019.11	2023.12	14.39	5.63	-	-	-	-	-
汽车小镇	广州市番禺区	住宅及商业	2019.08	2022.04	112.31	70.46	59.11	44.73	36.24	1.77	64.07
珠江金悦项目	广州市荔湾区	住宅	2019.01	2023.03	7.78	4.12	1.90	2.10	-	-	-
白云湖项目	广州市白云区	住宅、自持租赁住宅	2019	2024.07	147.00	88.31	42.08	8.26	5.38	5.25	28.22
侨燕苑二期	广州市海珠区	办公	2018.12	2023.03	4.88	1.05	1.59	-	-	-	-
南沙体育馆片区项目	广州市南沙区	住宅、商业、公寓、车位	2018.08	2024.04	47.10	24.70	22.31	6.98	5.10	3.60	18.35
捷星项目	广州市越秀区	商业	2017.08	2022.08	9.60	5.74	-	-	-	-	-

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)	累计签约销售金额
岭南苑项目(二期)	广州市白云区	住宅	2017.04	2021.11	5.69	4.45	2.92	1.92	2.28	3.38	7.41
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	2.33	2.23	0.86	0.70	0.81	5.67	4.60
油制气项目(广州珠江花城)	广州市天河区	住宅	2017	2026	210.00	132.20	63.00	22.08	23.98	4.75	113.79
岭南苑项目(一期)	广州市白云区	住宅	2014.08	2016.09	15.42	14.56	7.09	6.97	6.43	10.00	32.02
金蝶项目	广州市荔湾区	住宅	2014.05	2016.03	17.48	17.29	7.49	7.47	6.46	5.00	21.77
菠萝山保障性住房项目	广州市天河区	住宅	2013.12	2019	22.46	16.42	9.31	9.31	9.22	0.55	5.10
佳滨苑项目	广州市海珠区	住宅	2013.01	2017.12	8.66	8.66	7.78	5.97	7.39	3.74	27.65
珠江嘉园项目	广州市萝岗区	住宅	2010	2017.08	21.38	20.75	32.89	27.72	24.01	1.48	35.44
<b>广州市小计</b>					<b>756.12</b>	<b>468.59</b>	<b>318.76</b>	<b>148.42</b>	<b>130.06</b>	<b>2.80</b>	<b>363.55</b>
梅州广梅·珠江花城项目	梅州市梅县区	住宅、商业	2019.01	2022.12	5.38	1.87	7.86	3.28	0.19	1.00	0.19
韶关瑞枫项目	韶关市	住宅、商业	2015.08	2025.12	43.83	22.29	59.59	26.59	24.11	0.72	17.53
美林湖项目	清远市清城区	住宅	2007.01	2031	588.80	87.26	779.77	296.59	242.90	0.80	193.86
<b>广东省其他地区小计</b>					<b>638.01</b>	<b>111.42</b>	<b>847.22</b>	<b>326.46</b>	<b>267.20</b>	<b>0.79</b>	<b>211.58</b>
珠江新地项目	长沙市	住宅、商业	2019	2024.07	11.70	5.08	19.61	10.61	10.58	0.77	5.08
华英项目(珠江好世界项目)	长沙市开福区	商住	2017.06	2022.05	27.90	16.17	24.24	13.10	9.54	1.27	16.17
洋湖垸项目	长沙市大河西先导区	住宅	2016.01	2024.11	31.50	18.98	19.29	13.70	12.90	1.84	18.98
珠江酃城	长沙市开福区	住宅	2012.06	2017	32.10	31.25	48.30	45.15	42.96	0.89	31.25
长沙珠江花城项目	长沙市开福区	住宅	2005.09	2016.08	22.92	23.67	51.14	45.07	43.62	0.60	23.67
<b>长沙市小计</b>					<b>126.12</b>	<b>95.15</b>	<b>162.58</b>	<b>127.63</b>	<b>119.60</b>	<b>0.91</b>	<b>108.38</b>
中侨项目	合肥市政务文化新区	写字楼	2014.03	2020	22.79	17.97	21.88	17.38	6.59	1.66	10.92
<b>其他地区小计</b>					<b>22.79</b>	<b>17.97</b>	<b>21.88</b>	<b>17.38</b>	<b>6.59</b>	<b>1.66</b>	<b>10.92</b>
<b>合计</b>					<b>1,543.04</b>	<b>693.13</b>	<b>1,350.44</b>	<b>619.89</b>	<b>523.45</b>	<b>1.33</b>	<b>694.43</b>

注：根据珠实集团提供的资料整理、绘制（截至 2021 年 3 月末）；部分项目因涉及现房销售，已签约销售面积大于已取得预售证面积；菠萝山保障房销售数据仅统计经适房部分；美林湖项目投资数据以珠实集团入股时点起计。

上述在建及在售项目中白云湖项目和花屿花城因分别于 2020 年第三季度和第四季度取得首期预售许可证，推盘时间较短，故去化率水平在 60%-70% 之间；梅州广梅·珠江花城项目因目标客户群体主要为周边园区企业员工，而园区企业因上年疫情影响投产及招工进度滞缓，去化率较低；而中侨写字楼项目推盘时间已较长，去化率速度较为缓慢。

具体项目看，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。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；廉租房和公租房在验收完成后由政府分批回购，回购价格根据成本价核定，截至 2021 年 3 月末廉租房和公租房部分累计投入 12.55 亿元，已累计收到回购金额 12.85 亿元，政府方将陆续完成回购，2021 年 4-12 月及 2022 年公司预计将分别取得 1.10 亿元和 1.72 亿元回购款。

油制气项目（广州珠江花城项目）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，规划可售建筑面积为 63.02 万平方米，可售部分业态以高层洋房为主，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。该项目土地获取时间为 2014 年 4 月，土地成本为 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，2018 年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。项目一期、二期和三期分别于 2018 年 5 月、2019 年 4 月和 2019 年 9 月开盘，推盘部分已基本售罄；项目四期预计于 2021 年 8 月开盘。项目累计签约销售金额为 113.79 亿元，销售均价为 4.75 万元/平方米。按照当前规划，2021 年 4-12 月、2022 年和 2023 年分别预计投资 6.31 亿元、12.00 亿元和 13.00 亿元。

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，同时轨道交通广清城轨一期已通车，片区内中低速磁悬浮预计于 2022 年通车。该项目占地 537.72 万平方米，涉及土地证 232 个，规划建筑面积为 850.00 万平方米，项目业态包括别墅、洋房、商铺、公寓等，共分为 76 个组团。截至 2021 年 3 月末已竣工组团 39 个，用地面积 282.50 万平方米，建筑面积 322.80 万平方米；在建组团 3 个，用地面积 21.00 万平方米，建筑面积 70.30 万平方米。截至 2021 年 3 月末，项目已获预售证建筑面积合计 296.59 万平方米，已签约销售面积 242.90 万平方米，累计签约销售金额 193.86 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，销售去化速度相对较慢，目前去化率为 81.90%。按公司入股时点起测算，项目预计总投资 588.80 亿元，截至 2021 年 3 月末已完成投资 87.26 亿元。按照公司规划，2021 年 4-12 月、2022 年和 2023 年预计分别投入资金 13.73 亿元、18.86 亿元和 17.36 亿元。

白云湖项目位于广州市白云区，业态包括住宅、租赁住宅、商业及其他公建配套。项目规划建筑面积为 76.49 万平方米，其中可售住宅部分为 42.08 万平方米，自持租赁住宅为 0.69 万平方米。项目计划总投资 147.00 亿元，截至 2021 年 3 月末已累计投资 88.31 亿元（其中土地成本为 73.20 亿元）。该项目计划分四期开发，其中一期已于 2020 年 6 月推盘，二期和三期分别将于 2021 年 6 月和 2022 年 10 月开盘。截至 2021 年 3 月末，项目已获预售证建筑面积合计 8.26 万平方米，已签约销售面积 5.38 万平方米，累计签约销售金额 28.22 亿元；因推盘时间相对较短，去化率为 65.13%。按照当前规划，2021 年 4-12 月、2022 年和 2023 年分别预计投资 3.21 亿元、9.44 亿元和 9.88 亿元。

汽车小镇项目位于广州市番禺区化龙镇，番禺汽车城产业集群核心发展带金山大道和化龙大道沿线。项目规划建筑面积 59.11 万平方米，计划总投资 112.31 亿元，截至 2021 年 3 月末已累计投资 70.46 亿元；项目计划开发 37 栋住宅，其中 25 栋定向出售给该汽车城相关人才，面积占比约为 70%，剩余 12 栋为市场化销售住宅。目前公司已推出 24 栋定销房，4 栋市售房。按照当前规划，公司计划于 2021 年 4-12 月加推 5 栋市售房。截至 2021 年 3 月末该项目定销房部分已取得预售证面积为 36.89 万平方米，已签约销售面积为 31.58

万平方米，累计签约销售金额为 51.91 亿元，销售均价为 1.65 万元/平方米；市售房部分已取得预售证面积为 7.84 万平方米，已签约销售面积为 4.66 万平方米，累计签约销售金额为 12.16 亿元，销售均价为 2.61 万元/平方米。按照当前规划，2021 年 4-12 月、2022 年和 2023 年分别预计投资 9.35 亿元、18.10 亿元和 13.28 亿元。

#### b) 土地获取情况

2018 年该公司共获取土地 4 宗，其中 3 宗位于广州市内，1 宗位于梅州市。2019 年公司通过招拍挂共取得土地 2 宗，其中 1 宗位于广州市内，1 宗位于长沙市，对应项目均已开工。2020 年 9 月，珠江实业竞得增城区永宁街塔岗村、公安村地块，宗地面积为 5.34 万平方米，土地出让金为 16.61 亿元，截至 2021 年 3 月末已支付 8.31 亿元，剩余土地出让金将在 2021 年内缴纳。2020 年 12 月，珠江实业与越秀地产股份有限公司联合竞得南沙湾 2020NJY-14 项目块，宗地面积为 4.29 万平方米，土地出让金为 18.05 亿元，截至 2021 年 3 月末款项已全额缴纳，5 月土地证已获取，目前处于前期投入阶段。

图表 13. 2018 年以来公司拿地情况（单位：亿元、万平方米）

地块名称	对应在建/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	土地获取时间	备注
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	45.78	45.78	23.07	2018 年 12 月	已获土地证
PM-B18049 地块	梅州广梅·珠江花城项目	90%	住宅、商业	0.43	0.43	2.81	2018 年 12 月	已获土地证
增城区永宁街塔岗村地块	花屿花城	100%	住宅、商业	14.50	14.50	4.39	2019 年 9 月	已获土地证
[2019]长沙市 097 号地块	四方公馆	100%	商业	4.15	4.15	2.11	2019 年 10 月	已获土地证
增城区永宁街塔岗村、公安村	-	100%	住宅、商业	16.61	8.31	5.34	2020 年 9 月	尚未拿到土地证
南沙湾 2020NJY-14 项目块	南沙湾 2020NJY-14 项目	50%	住宅、商业	18.05	18.05	4.29	2020 年 12 月	尚未拿到土地证
<b>合计</b>				<b>107.51</b>	<b>99.21</b>	<b>43.07</b>	-	-

注：根据珠实集团提供的资料整理、绘制（截至 2021 年 3 月末）。

#### B. 建筑工程总承包及施工服务业务

该公司建筑工程总承包和施工服务业务开展历史长，施工经验丰富，在广东省内具有较高知名度。该业务具体包括施工承包、监理、设计和装修等细分业务，主要珠江建设、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和广州珠江装修工程有限公司等下属子公司运营。

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”。

该公司房地产和建筑业务可发挥协同优势，对房地产业务而言有利于把控房地产项目的工程质量和开发进度；对建筑施工业务而言，可凭借内部项目建立市场口碑，助力外部业务的承接。随着以往公司房地产业务区域的拓展，公司建筑业务区域拓展至湖南、海南、陕西和安徽等省份。

2018-2020 年和 2021 年第一季度，该公司全口径下建筑业务新签合同金额分别为 83.81 亿元、124.70 亿元、98.65 亿元和 29.22 亿元，其中 2020 年主要因承接公司内部房地产项目量减少，新签合同金额有所回落。构成方面看，公司新签合同以施工承包合同为主，工程监理、工程设计和工程装修合同金额占比较小。项目类型方面看，公司承接的项目类型覆盖商品房、酒店、厂房和保障房等。截至 2021 年 3 月末公司在手未完工合同金额为 29.10 亿元。

图表 14. 公司合同承接情况

业务分类	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
建筑施工和总承包（亿元）	65.46	107.94	75.42	24.80
工程监理（亿元）	5.52	7.06	9.15	2.71
工程设计（亿元）	3.43	2.63	3.26	0.31
工程装修（亿元）	9.40	7.07	10.82	1.39
<b>合计</b>	<b>83.81</b>	<b>124.70</b>	<b>98.65</b>	<b>29.22</b>

资料来源：珠实集团

注：合同承接及施工数据包含合并范围内的工程项目。

### 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出租，其中创收能力较强的物业主要集中在广州地区。2019 年以来广州市政府将大量房产划拨至公司下属广州珠江住房租赁发展投资有限公司（简称“租赁公司”），公司自持经营的物业规模持续增加。公司物业管理业务经营实体主要为下属广州珠江物业酒店管理有限公司和广州珠江体育文化发展股份有限公司。

2019 年，广州市政府划拨至租赁公司的房产主要包括聚德大厦、保障性住房、商铺及车位，位于广州市西片区（白云区、海珠区及荔湾区），其中保障性住房面积合计逾 230 万平方米。2020 年，广州市政府划拨的房产主要包括保障性住房及车位，其中保障性住房面积合计逾 180 万平方米。2019-2020 年及 2021 年第一季度租赁公司分别实现租赁收入 3.04 亿元、3.23 亿元和 0.83 亿元。

其他物业划转事项方面，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）无偿划拨给该公司；2019 年依公司申请，广州市国资委同意将广州文化中心（太古汇）原路径退回。2018 年广州市国资委将企业家大厦（1-11 层及地下车库）无偿划转至公司，该物业目前仍在办理产权分割及确权手续。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。



近年来，该公司物业出租率基本稳定，世贸大厦、好世界大厦等核心物业出租率基本保持在 90% 以上。2021 年珠江新岸公寓客房因拟对外出售而终止出租。2020 年初新冠疫情爆发，公司根据相关政策要求，对商业物业和保障性住房租户实行租金减免。当年公司累计减免物业租金 1.82 亿元，其中减免商业物业租金 1.11 亿元，保障性住房租金 0.71 亿元。公司多数物业月均租金水平保持稳定或呈现一定增长，但广怡大厦平均租金有所波动，主要因个别餐饮业租户退出产生空置期所致。

图表 15. 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 (含物管费, 元/平方米)			
	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
中澳皮具城	100.00	100.00	100.00	100.00	1,379.40	1,353.19	473.00	95.23	210.90	210.90	215.00	215.00
新东豪商贸城	100.00	100.00	100.00	100.00	1,211.05	1,403.11	203.00	112.42	264.50	262.00	269.00	269.00
蓝宝石大厦	87.54	86.46	85.00	84.00	897.00	864.27	655.00	212.45	98.66	100.48	100.00	100.00
珠江新岸公寓客房 (104 间房)	100.00	100.00	100.00	0.00	445.23	457.15	157.31	0.00	77.59	79.76	81.23	0.00
上市公司长沙酒店部分	100.00	96.00	96.00	96.00	2,798.26	2,568.52	1,993.44	392.84	81.00	84.00	84.00	84.00
好世界大厦 (写字楼)	96.00	98.00	96.00	97.00	2,872.00	4,525.00	2,593.00	752.00	134.00	136.00	146.80	145.00
世贸大厦 (商铺)	100.00	100.00	100.00	100.00	8,935.00	9,250.00	9,267.00	2,615.00	337.00	347.00	393.31	405.00
世贸大厦 (写字楼)	98.00	96.00	95.00	100.00	328.00	330.00	287.00	60.00	122.00	122.00	131.00	131.00
世贸大厦 (9-12 层写字楼)	91.04	92.87	91.00	94.00	735.00	754.00	622.00	179.00	97.72	94.16	123.00	123.00
好世界大厦 (商铺) 201、203 铺	100.00	100.00	100.00	100.00	229.00	236.00	216.00	54.00	186.98	181.37	217.00	204.00
广怡大厦	96.98	93.95	86.00	79.00	418.00	385.00	325.00	87.00	252.69	219.61	254.00	229.00
珠江颐德大厦 (商铺、写字楼)	83.00	87.00	95.00	94.00	1,193.81	3,315.82	3,074.40	328.00	96.82	141.00	154.00	171.00
珠江颐德大厦 (停车场)	100.00	100.00	100.00	100.00	48.58	155.57	219.71	42.00	17.79	56.97	80.47	61.53

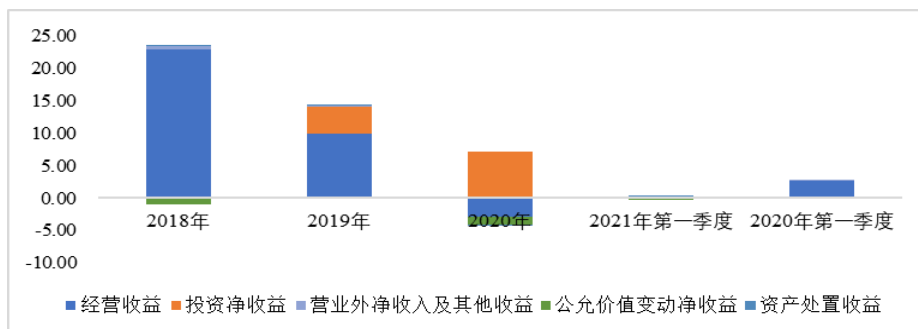
注 1: 根据珠实集团提供的资料整理、绘制。

注 2: 2020 年的月平均租金已剔除租金减免影响。

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。目前除好世界大厦及珠江颐德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 16. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据珠实集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业总收入-营业总成本<sup>8</sup>

2018-2020年该公司营业毛利分别为55.41亿元、51.07亿元和30.04亿元，2020年房地产开发销售业务营业毛利占比降至65%左右。同期，公司期间费用分别为20.35亿元、27.43亿元和21.09亿元，其中2019年增量较大主要系财务费用增长所致，2020年期间费用有所回落，主要系因资本化利息支出增加，财务费用有所下降；期间费用率分别为11.10%、14.96%和17.23%，逐年上升。税金及附加分别为12.13亿元、11.85亿元和6.44亿元，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。2018-2020年公司确认资产减值损失及信用减值损失分别为0.09亿元、1.88亿元和5.36亿元，其中2020年金额较大，主要因预计对东湛公司和亿华公司的债权投资无法全额收回，分别计提其他应收款坏账准备1.44亿元及3.37亿元。同期，公司经营收益分别为22.84亿元、9.90亿元和-2.85亿元，2019年受结转的房地产项目毛利率下降、期间费用增加和资产减值损失增加等综合因素影响，公司经营收益同比大幅减少；2020年主要因会计政策调整，当年房地产开发销售结转毛利减少，加之计提大额资产减值损失，公司经营收益转负。

2021年第一季度，该公司实现营业毛利7.68亿元，同比减少0.95亿元，主要因房地产开发业务结转规模缩减，加之因当期合同完工量减少，建筑工程总承包及施工服务业务毛利减少所致；另外，期间费用同比增加0.21亿元至5.06亿元，加之税金及附加同比增加1.49亿元至2.69亿元，以致当期公司经营收益同比减少2.67亿元至-0.06亿元。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
营业收入合计（亿元）	183.31	183.38	122.39	19.26	32.43
毛利（亿元）	55.41	51.07	30.04	7.68	8.63
其中：房地产开发销售（亿元）	39.95	35.95	19.36	3.80	4.93
建筑工程总承包及施工服务（亿元）	4.93	3.96	3.11	1.33	2.13

<sup>8</sup> 为保持口径一致性，2019年以来营业总成本包括资产减值损失及信用减值损失。

公司营业利润结构	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
物业经营管理（亿元）	5.42	6.54	4.98	2.27	0.97
期间费用率（%）	11.10	14.96	17.23	26.27	14.95
其中：财务费用率（%）	2.57	4.84	3.77	8.15	5.73
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>22.80</b>	<b>29.55</b>	<b>34.59</b>	-	-
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	<b>16.08</b>	<b>16.17</b>	<b>25.86</b>	-	-

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

2018-2020年，该公司分别确认投资净收益0.14亿元、4.12亿元和7.11亿元，主要来源于其处置长期股权投资产生的投资收益及持有各类金融资产期间产生的投资收益，2019年金额较大主要系公司转让所持海南锦绣实业有限公司51%股权获得收益2.96亿元，2020年金额较大主要系公司处置广州天晨房地产开发有限公司（简称“天晨公司”）、陕西跃邦置业有限公司（简称“陕西跃邦”）、西安虹瑞置业有限公司（简称“西安虹瑞”）49%的股权，分别获得投资收益2.08亿元、2.13亿元和0.25亿元，加之公司持有交易性金融资产期间获得收益1.66亿元和确认其他权益工具投资中广州农村商业银行股份有限公司股利收入0.68亿元。2018-2020年营业外净收入及其他收益合计金额分别为0.49亿元、0.26亿元和-0.06亿元，系以拆迁补偿和地方政府补贴为主的政府补助，2020年金额为负主要系拆迁补偿减少而违约金和罚款滞纳金增加所致。同期，公允价值变动损益分别为-0.95亿元、0.01亿元和-1.19亿元，2020年损失较大主要系公司将东湛公司和亿华公司的长期股权投资重分类至其他非流动金融资产，并对二者投资成本（0.47亿元和0.65亿元）全额确认公允价值变动损失。2021年第一季度，公司投资净收益为0.11亿元，营业外净收入及其他收益合计金额为0.08亿元，公允价值变动损益为-0.04亿元。整体看，2019年以来因陆续退出“股权+债权”项目而产生的较大金额投资收益对公司盈利形成补充，但2020年因对东湛公司及亿华公司债权及股权投资计提大额减值对当年利润影响较大。

图表 18. 影响公司盈利的其他关键因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
投资净收益	0.14	4.12	7.11	0.11	0.01
其中：持有可供出售金融资产、交易性金融资产及其他权益工具期间取得的投资收益	1.66	1.46	2.62	-	-
处置长期股权投资产生的投资收益	-	3.19	4.92	-	-
营业外净收入及其他收益	0.49	0.26	-0.06	0.08	0.05
其中：拆迁补偿	0.84	0.17	0.01	-	-
公允价值变动损益	-0.95	0.01	-1.19	-0.04	-0.10

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

注：因无明细数据，第一季度投资收益构成及政府补助金额缺失。

2018-2020年，该公司分别实现利润总额22.52亿元、14.30亿元和2.99亿元，净利润分别为16.13亿元、9.30亿元和0.32亿元，盈利规模持续缩减。2021

年第一季度，主要因经营收益减少，公司利润总额和净利润同比分别减少 2.48 亿元和 1.27 亿元至 0.09 亿元和 0.50 亿元。

### (3) 运营规划/经营战略

目前该公司房地产业务拓展和布局重点已回归粤港澳大湾区，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，2021 年 4-12 月、2022 年和 2023 年主要在建项目拟投资金额分别为 77.48 亿元、102.13 亿元和 89.56 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。

该公司拟将主业延伸至城市开发运营领域。根据当前规划，公司将自身定位为广州城市更新与智慧城市综合运营的核心平台，未来核心业务板块将包括城市开发建设、产业园建设经营以及城市运营服务。未来业务定位调整情况有待进一步观察。

根据该公司于 2020 年 8 月 19 日发布的《广州珠江实业集团有限公司关于筹划认购资产的公告》，苏交科集团股份有限公司（简称“苏交科”，证券代码 300284.SZ）拟向公司非公开发行 2.91 亿股（占发行后总股本的 23.08%）。根据苏交科发布的相关公告，上述增发拟以锁价方式实施，股票认购价格不超过 23.90 亿元；另外，苏交科原实际控制人符冠华和王军华拟向广州市国资委实际控制的广州国资产业发展并购基金合伙企业（有限合伙）（简称“广州国发基金”）转让所持苏交科 0.49 亿股（占发行后总股本的 3.85%）。若上述增发及股权转让事项完成，公司与广州国发基金将形成一致行动关系，公司能够对苏交科实施控制。苏交科主营业务涉及工程设计、检测、咨询、监理和施工总承包等业务，公司将利用其业务优势，服务于城市及产业园区开发建设等未来公司业务重点发展板块。目前本次发行方案已获苏交科股东大会通过，2021 年 4 月国家市场监督管理总局决定对本次发行不实施进一步审查。但本次发行仍需深交所及中国证监会审核，新世纪评级将予以持续关注。

## 管理

**跟踪期内，该公司产权结构未发生变化，且仍由广州市国资委直管。公司组织结构有所变动；监事会成员及高管人员发生一定变化。**

跟踪期内，该公司产权结构未发生变化，控股股东仍为广州市水务投资集团有限公司（简称“水投集团”），实际控制人仍为广州市国资委，并仍由广州市国资委直管。公司组织结构有所变动，公司成立了集团房地产业务管理委员会，下设城市更新业务中心、房地产开发业务中心和商业经营业务中心，负责房地产业务长期战略规划的制定、重大融资和担保、相关二级公司的管理、项目投资决策等事项。公司组织架构详见附录二。2020 年以来公司董事会成员未发生变化，监事会成员及高管人员发生一定变化。2020 年 6 月 19 日，广州市纪委监委发布公告，公司党委委员、副总经理罗小钢涉嫌严重违纪违法，目

前正接受广州市纪委监委纪律审查和监察调查。公司已经另行安排高级管理人员履行其相应的职责。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。

根据审计报告的认定标准，该公司关联方主要系合、联营企业。2020 年末公司作为担保人向关联方提供的担保余额为 1.00 亿元。2020 年末，公司应收关联方款项 0.83 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 2.18 亿元，其中应付广州南沙城市建设投资有限公司（简称“南沙城投”，系子公司少数股东）金额 1.99 亿元，系项目资金拆借款。

图表 19. 2018-2020 年末公司关联交易情况

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
<b>关联担保（作为担保人）余额（亿元）</b>	<b>6.00</b>	<b>6.00</b>	<b>1.00</b>
其中：广州斯博瑞酒店有限公司	1.00	1.00	1.00
安徽中侨	5.00	5.00	-
<b>其他应收款余额（亿元）</b>	<b>0.83</b>	<b>0.83</b>	<b>0.83</b>
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
<b>其他应付款余额（亿元）</b>	<b>7.32</b>	<b>3.34</b>	<b>2.18</b>
其中：南沙城投	7.13	3.14	1.99

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》（2021 年 5 月 8 日），公司本部近三年不存在借款违约及欠息情况。根据审计报告所载，截至 2020 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 2021 年 5 月 16 日），公司本部不存在行政处罚信息，亦未被列入经营异常及严重违法失信名单。

## 财务

2020 年主要得益于广州市国资委及财政局持续向该公司无偿划转物业资产并拨付财政资金，公司所有者权益得到补充，财务杠杆保持相对稳定。公司债务负担较重，2021 年到期或行权债券待偿还本金余额较大，公司面临一定的集中偿付压力，债务滚续易受债券市场环境的影响。2020 年以来公司业务现金流表现较好，2020 年主要因缴纳项目购地保证金及向合作项目拆借资金，公司经营性现金流呈净流出状态。公司货币资金较为充裕且基本不受限，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。得益于较强的股东背景，公司融资渠道较为畅通，再融资能力较强，可对债务的偿付提供一定的保障。



## 1. 数据与调整

大信会计师事务所对该公司 2018-2019 年的财务报表进行了审计，广东中诚信会计事务所（特殊普通合伙）对公司 2020 年的财务报表进行了审计，并均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 2018 年度和 2019 年度财务报表的编制分别遵循财政部发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）和《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）文件的要求。因分析开展需要，本评级报告所列示的“其他应付款”不包含“应付利息”和“应付股利”；并将“应付利息”纳入刚性债务核算。2020 年起公司执行财政部 2017 年修订的《企业会计准则第 22 号金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号金融资产转移》、《企业会计准则第 24 号套期会计》、《企业会计准则第 37 号金融工具列报》和《企业会计准则 14 号收入（2017 年修订）》，调整了房地产销售收入确认条件及金融工具确认、计量条件，对 2019 年及以前年度已收款确认收入但未交付房屋的部分予以冲回，调整期初数及留存收益，不调整可比报表。本评级报告以 2020 年审计报告调整后的年初数为依据，对 2019 年相关数据及指标进行列示及计算。

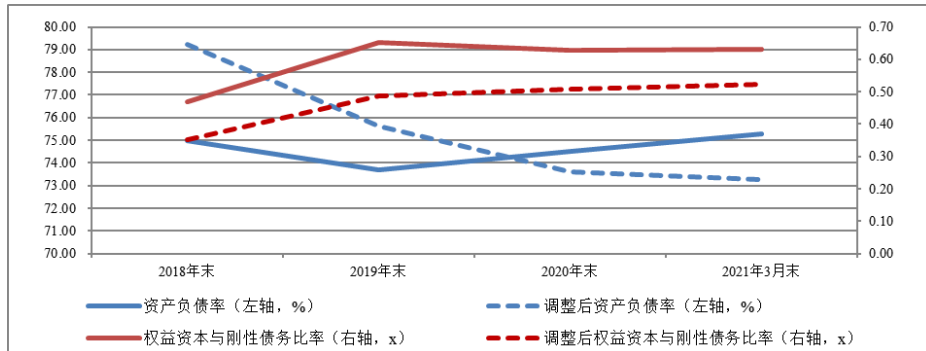
2018 年末，该公司合并范围共有二级子公司（以本部为一级起计）39 家。2019 年，公司投资设立了广州珠实捷丰置业发展有限公司和陕西珠江房地产开发有限公司；以 0.05 亿元对价收购了西安荣泽置业有限公司（简称“西安荣泽”）49%的股权，并将其纳入合并范围；因开发项目清盘，处置了西安龙盛置业有限公司 51.00%的股权。截至 2019 年末，公司合并范围共有二级子公司 41 家。2020 年，公司投资设立了广州珠江商业经营管理有限公司、广州珠江产业园投资发展有限公司和广州珠实通投资发展有限公司三家二级子公司。此外，广州市国资委将广州市建设工程拆迁有限公司和广州市悦华物业管理有限公司全部股权无偿划转至公司。公司于 2020 年 4 月处置西安虹瑞和陕西跃邦 49%的股权，成交价格均为 2.18 亿元；于 9 月处置所持肇庆市宏利高投资发展有限公司（简称“肇庆宏利高”）43.82%的股权，成交价格为 0.78 亿元，上述公司不再纳入公司合并范围。此外，万众集团、西安荣泽和西安隆顺置业有限公司（简称“西安隆顺”）经股东会决议通过，于 2020 年 1 月将章程中董事会决议表决程序，从“从董事会作出决议后须经全体董事超过 1/2 通过为有效”调整为“董事会作出决议后须经全体董事超过 2/3 通过方为有效”。因公司对上述公司持股比例均为 49%，董事会成员 7 人中，公司均占 4 席，公司对上述公司不具有实质控制权，故自 2020 年起不再将上述公司纳入合并范围。截至 2020 年末，公司合并范围共有二级子公司 40 家，其中全资子公司共 29 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 2 家。

截至 2021 年 3 月末，该公司计入“其他权益工具”的永续债务金额共计 33.00 亿元。以下财务分析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 20. 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。

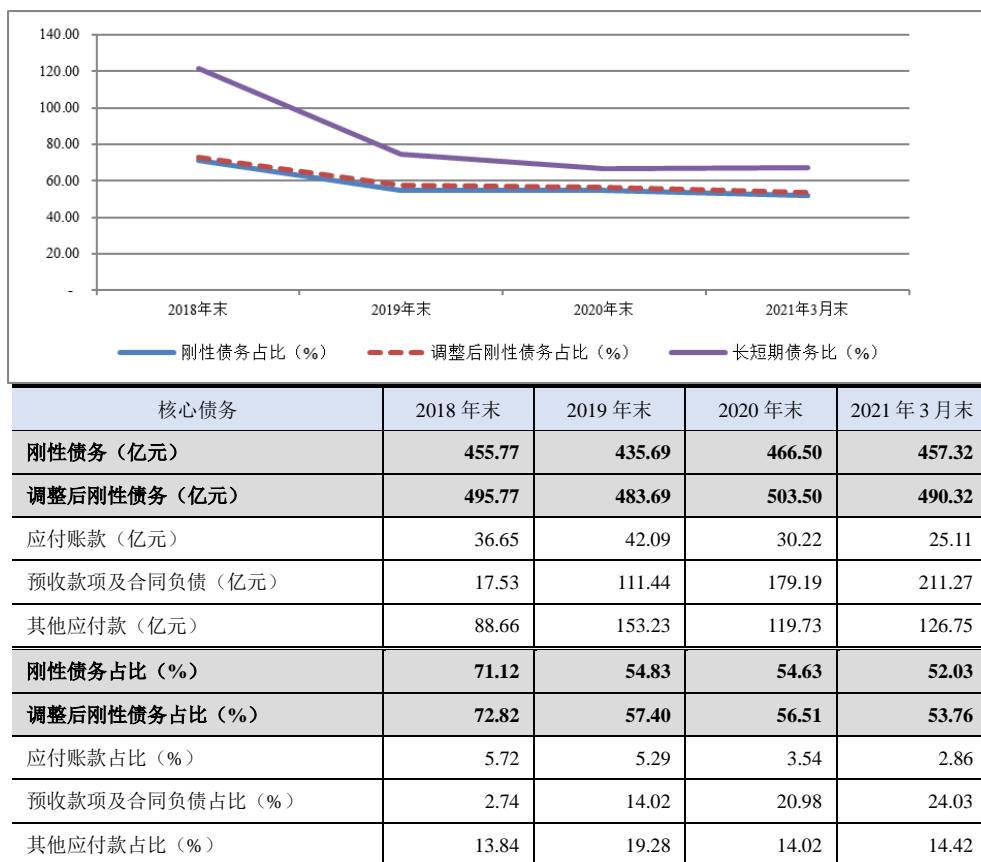
注：“调整后”指标根据将永续债调整为债务，并剔除预收款项及合同负债影响后的数据计算。

2018-2020 年末，该公司负债总额分别为 640.80 亿元、794.68 亿元和 853.97 亿元，其中 2020 年增长主要因预收房款增加所致。同期末，公司所有者权益分别为 213.87 亿元、283.65 亿元和 292.40 亿元，若剔除永续债则分别为 173.87 亿元、235.65 亿元和 255.40 亿元，权益增长主要得益于广州市财政局及广州市国资委陆续将保障性住房、商铺及车位等资产无偿划转至公司，另外 2020 年公司收到广州市财政局拨付的较大金额政府项目财政资金（8.34 亿元）。2019-2020 年因上述相关资产划转及资金拨付事项分别增加资本公积 64.70 亿元和 22.94 亿元。整体看，公司资本补充情况较好。权益构成方面，2018-2019 年末公司实收资本均为 7.21 亿元；2020 年 12 月广州市国资委同意公司以资本公积 72.79 亿元转增资本，当年末公司实收资本增至 80.00 亿元。2018-2020 年末，公司资产负债率分别为 74.98%、73.70% 和 74.49%，若将永续债纳入债务核算，同时剔除预收款项及合同负债的影响，公司调整后的资产负债率分别为 79.23%、75.63% 和 73.59%。同期末，公司权益资本与刚性债务比率分别为 0.47 倍、0.65 倍和 0.63 倍，若将永续债纳入刚性债务核算，调整后的权益对刚性债务比率分别为 0.35 倍、0.49 倍和 0.51 倍，权益资本对刚性债务的覆盖能力有所提升。

2021 年 3 月末，该公司负债总额较上年末增加 25.05 亿元至 879.01 亿元；公司所有者权益较上年末减少 3.68 亿元至 288.71 亿元。同期末公司资产负债率为 75.28%，将其他权益工具调整为债务并剔除预收款项及合同负债影响后，调整后的资产负债率为 73.26%，较上年末下降 0.33 个百分点；权益资本与刚性债务比率为 0.63 倍，将其他权益工具调整为债务后的比率微升至 0.52 倍。

## (2) 债务结构

图表 21. 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；“调整后”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，2019 年以来占比维持在 50% 左右；除刚性债务外公司负债主要由应付账款、预收款项及合同负债以及其他应付款构成。应付账款主要系未结算的工程款，2018-2020 年末分别为 36.65 亿元、42.06 亿元和 30.22 亿元，其中账龄在一年以内的金额占比分别为 49.75%、70.05% 和 55.53%。预收账款及合同负债主要系由房地产项目预售形成，同期末分别为 17.53 亿元、111.44 亿元和 179.19 亿元，其中 2020 年预收房款增量大于结转收入金额，故余额大幅增长。其他应付款主要包括往来款、工程款、预提税金及应付其他杂项，其中往来款分别为 28.29 亿元、119.71 亿元和 93.74 亿元，主要系应付公司子公司少数股东的往来款，其中 2019 年增量较大主要因白云湖项目的项目公司广州市品实房地产开发有限公司（简称“品实公司”）纳入合并范围，而合作方广州地铁集团有限公司（简称“广州地铁”）对品实公司拆借款增加所致，2020 年应付往来款规模有所缩减，主要系 5 家西安项目公司及肇庆宏利高不再纳入合并范围所致。

2021 年 3 月末，该公司应付账款较上年末减少 5.11 亿元至 25.11 亿元，其他应付款较上年末增加 7.03 亿元至 126.75 亿元；主要因预收房款增加，公司预收款项及合同负债较上年末增加 32.08 亿元至 211.27 亿元。

从负债期限结构来看，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末长短期债务比分别为 121.45%、74.76%、66.70% 和 67.29%，2020 年主要因合同负债及短期刚性债务增加，长短期债务比有所下降。

### (3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>126.94</b>	<b>119.07</b>	<b>149.11</b>	<b>129.86</b>
其中：短期借款	68.85	67.38	83.85	84.96
一年内到期的长期借款	5.77	9.89	1.12	1.11
应付短期债券	25.00	20.00	-	10.00
应付票据	0.50	0.46	0.60	-
应付利息	3.83	3.34	3.41	3.37
一年内到期的应付债券	23.00	18.00	60.13	30.41
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>328.83</b>	<b>316.62</b>	<b>317.39</b>	<b>327.46</b>
其中：长期借款	195.63	174.80	167.73	177.60
应付债券	133.20	141.83	149.66	149.86
融资租赁款	-	0.001	0.001	-
<b>综合融资成本（年化）</b>	<b>5.57%</b>	<b>6.63%</b>	<b>5.21%</b>	<b>5.30%</b>

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理、计算。

注：2018-2020 年综合融资成本系根据财务报表数据估算；2021 年第一季度综合融资成本系根据公司提供的银行借款和存续债券明细计算填列。

2018-2020 年末，该公司刚性债务余额分别为 455.77 亿元、435.69 亿元和 466.50 亿元（若将永续债纳入核算，则金额分别为 495.77 亿元、483.69 亿元和 503.50 亿元）。从期限结构方面看，公司刚性债务以中长期刚性债务为主，同期末占比分别为 72.15%、72.67% 和 68.04%。从融资渠道方面看，2018-2020 年末金融机构借款（含短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款）融资余额分别为 270.24 亿元、252.06 亿元和 252.70 亿元，占刚性债务总额的比重分别为 59.29%、57.85% 和 54.17%，虽因债券等直接融资产品的发行而小幅下降，但整体看间接融资占比仍较高。借款类型方面，短期借款中信用及保证借款占比超过 90%，长期借款主要为项目开发贷款，大部分为抵质押借款。从承债主体分布看，2018-2020 年末本部刚性债务余额分别为 186.25 亿元、181.98 亿元和 235.29 亿元，占合并口径刚性债务余额的比重分别为 40.86%、41.77% 和 50.44%，债券的发行主体主要为公司本部，项目贷款等间接融资主要由子公司承担，随着直接融资规模的扩大，公司本部债务占比有所上升。

2021 年 3 月末，该公司刚性债务较上年末减少 9.18 亿元至 457.32 亿元（若将永续债纳入核算，则金额为 490.32 亿元，较上年末减少 13.18 亿元）。同期末，公司中长期刚性债务占比小幅升至 71.60%。若假设特殊期限债券均在首个行权日赎回到期，2021 年 4-12 月到期债券待偿还本金余额合计 65.40 亿元（其中含永续债 25.00 亿元），公司面临一定的集中偿付压力，债务滚续易受

债券市场环境的影响。

融资成本方面，根据该公司财务数据及提供的资料显示，2018-2020 年及 2021 年第一季度公司综合融资成本分别为 5.57%、6.63%、5.21% 和 5.30%。

图表 23. 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%~4%（不含 4%）	112.30	20.00	15.00	-	-
4%~5%（不含 5%）	14.63	14.10	57.40	5.00	28.21
5%~6%（不含 6%）	21.05	52.05	4.70	26.51	10.20
6%~7%（不含 7%）	24.00	8.00	10.00	-	-
7% 及以上	2.95	45.83	23.00	5.00	-
<b>合计</b>	<b>174.92</b>	<b>139.98</b>	<b>110.10</b>	<b>36.51</b>	<b>38.41</b>

资料来源：珠实集团（截至 2021 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 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
营业周期（天）	1,168.40	1,372.90	2,344.96	-
营业收入现金率（%）	100.44	121.47	185.42	339.08
业务现金收支净额（亿元）	35.03	33.42	44.38	12.86
其他因素现金收支净额（亿元）	-64.67	-5.30	-48.99	-1.59
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-29.64	28.12	-4.61	11.27
EBITDA（亿元）	36.27	36.24	16.68	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.09	0.08	0.04	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.59	1.23	0.48	-

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。

2018-2020 年，该公司营业周期分别为 1,168.40 天、1,372.90 天和 2,344.96 天，其中 2020 年主要因变更执行收入准则，房地产结转规模大幅缩减，营业周期大幅延长。由于公司房地产及工程业务回款与收入的确认不同步，近年来公司营业收入现金率持续超过 100%。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司业务现金收支净额分别为 35.03 亿元、33.42 亿元、44.38 亿元和 12.86 亿元，其中主业现金流平衡情况良好。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 2018 年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，2020 年主要系缴纳项目购地保证金及向合作项目公司广州市城德房地产开发有限公司（简称“城德公司”）拆借资金所致。2018-2020 年，公司经营性现金流净额分别为-29.64 亿元、28.12 亿元和-4.61 亿元，2020 年因其他因素影响，经营性现金流净额为负；2021 年第一季度，公司主要因业务现金回笼金额增加，经营性现金流量净额同比增加 25.38 亿元至 11.27 亿元。

2018-2020 年，该公司 EBITDA 分别为 36.27 亿元、36.24 亿元和 16.68 亿元。2020 年因会计政策变更及减值的计提，公司利润总额同比大幅下降，且当年折旧和利息支出减少，EBITDA 大幅减少，EBITDA 对刚性债务及其孳息的覆盖倍数下降，当年 EBITDA 无法覆盖全部利息支出。

## （2）投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-31.81	24.85	16.95	-1.92
其中：理财产品投资回收与支付净额	2.75	-2.90	11.08	-0.18
取得投资收益收到的现金	1.80	4.70	7.32	0.15
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	-3.25	-12.45	-13.00	-1.23
其他因素对投资环节现金流量影响净额	3.45	12.35	0.43	0.85
投资环节产生的现金流量净额	-29.80	29.45	11.71	-2.16

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，2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司回收投资与投资支付净额分别-31.81 亿元、24.85 亿元、16.95 亿元和-1.92 亿元。2018 年，回收投资与投资支付净额为负，主要系合作项目债权投资增加；2019 年转正，主要系当年收回天晨公司等部分债权投资所致；2020 年净流入主要系因赎回理财及收回对肇庆宏利高、韶关市瑞枫投资有限公司及广州市东迅房地产发展有限公司（简称“东迅公司”）委托贷款。2018 年以来，公司购建与处置固定资长期资产产生的现金流净额均为负，其中 2018 年主要系万众项目 W 酒店装修所致，2019 年净流出金额增加主要系开封市体育中心项目和租赁公司项目支出，2020 年净流出主要系租赁公司保障房建设投入所致。另外，2019 年其他因素对投资环节现金流量影响净额年净流入较大，主要系租赁公司收到财政拨款及珠江实业收到房地产项目诚意金金额较大所致。2018-2020 年及 2021 年第一季度公司投资性现金净流量分别为-29.80 亿元、29.45 亿元、11.71 亿元和-2.16 亿元。

### (3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
权益类净融资额	23.14	13.24	3.17	-0.69
其中：永续债	25.00	8.00	-	-
债务类净融资额	63.93	-66.98	21.62	-18.27
其中：现金利息支出	-26.73	-33.77	-27.80	-4.69
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	0.41	1.05	11.03	0.41
筹资环节产生的现金流量净额	87.48	-52.69	35.82	-18.55

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

注：1) 现金利息支出以负数填列；2) 上表将永续债还本付息作为债务类融资核算。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司筹资性现金净流量分别为 87.48 亿元、-52.69 亿元、35.82 亿元和-18.55 亿元。同期，公司吸收投资收到的现金分别为 25.49 亿元、13.79 亿元、7.46 亿元和 0.003 亿元，其中子公司其他少数股东权益性现金注入产生的现金流入分别为 0.49 亿元、5.79 亿元、0.51 亿元和 0 亿元，另外 2018-2019 年因永续债发行产生的现金流入金额分别为 25.00 亿元和 8.00 亿元。扣除现金分红后，权益类净融资额分别为 23.14 亿元、13.24 亿元、3.17 亿元和-0.69 亿元。同期，公司债务融资净额分别为 63.93 亿元、-66.98 亿元、21.62 亿元和 18.27 亿元。

### 4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元）

主要数据及指标		2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产	金额	723.50	881.58	963.97	984.38
	在总资产中占比	84.65%	81.75%	84.09%	84.30%
其中：货币资金		116.17	120.98	163.84	154.32
应收账款		31.22	19.76	18.00	16.83
其他应收款		146.12	108.68	130.34	135.66
存货		393.68	564.85	593.24	608.66
一年内到期的非流动资产		-	7.91	12.64	11.54
其他流动资产		17.88	12.35	19.34	20.03
非流动资产	金额	131.18	196.76	182.39	183.35
	在总资产中占比	15.35%	18.25%	15.91%	15.70%
其中：可供出售金融资产		20.32	-	-	-
债权投资		-	11.96	3.93	3.10
其他权益工具投资		-	13.82	10.93	11.91
投资性房地产		38.95	102.44	104.74	111.15
固定资产		12.69	22.54	12.54	11.57
在建工程		22.48	16.30	24.35	24.97
其他非流动资产		19.89	0.03	0.05	0.11

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
期末全部受限资产账面金额	217.36	139.03	63.10	78.82
受限资产账面余额/总资产	25.43%	13.80%	5.50%	6.75%

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

2018-2020 年末，该公司资产总额分别为 854.67 亿元、1,078.34 亿元和 1,146.36 亿元，其中流动资产占资产总额的比重约为 80-85%。

该公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款、存货、其他流动资产及一年内到期的非流动资产。2020 年末，货币资金为 163.84 亿元，较上年末增长 35.43%，其中受限货币资金仅 0.23 亿元。应收账款主要产生于建筑施工业务，账面价值为 18.00 亿元，较上年末减少 8.93%；应收账款中采用账龄法计提坏账准备的应收账款余额为 18.76 亿元，其中账龄在一年内的部分占比为 43.82%，账龄相对较长；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 16.89%。其他应收款主要系往来款、工程保证金及担保款等，2018-2020 年末账面价值分别为 146.12 亿元、108.68 亿元和 130.34 亿元（占总资产的比重分别为 17.10%、10.79%和 11.37%），较上年末分别增长 87.93%、减少 25.63%和增长 21.66%，2018 年增量主要系公司与广州地铁因白云湖项目合作产生大额往来款，而项目公司品实公司尚未纳入公司合并范围，另外下属珠江实业对亿华公司债权投资增加；2019 年有所减少，主要系品实公司纳入合并范围，原因项目合作应收合作方广州地铁拆借款项合并抵消所致；2020 年增长主要因缴纳项目购地保证金、向城德公司拆借资金及因对广州中侨预付股权转让款核算科目调整所致。2020 年主要因预计对东湛公司和亿华公司的债权投资无法全额收回，公司对上述公司其他应收款计提了减值准备，截至当年末坏账准备余额分别为 1.44 亿元及 3.37 亿元；因广州中侨以安徽中侨股权向公司提供质押担保，相关股权估价超过应退还的股权转让款，故公司尚未对应收广州中侨的预付股权转让款计提减值准备。2020 年末一年内到期的非流动资产为 12.64 亿元，为对亿华公司、东迅公司及穗芳鸿华公司一年内到期的委托贷款，余额分别为 11.13 亿元、1.10 亿元和 0.41 亿元；公司依据上述公司提供抵押物的评估价值及登记顺位等情况，按照股权投资、直接贷款（其他应收款）及委托贷款（一年内到期的非流动资产）的顺序计提减值，经减值测试，截至 2020 年末尚未对上述公司委托贷款计提减值准备。2020 年末，存货账面价值为 593.24 亿元，占总资产的 51.75%，较上年末增长 5.03%，其中，开发成本和开发产品分别为 510.29 亿元和 77.15 亿元。其他流动资产为 19.34 亿元，主要系预缴和待抵税费，金额分别为 13.37 亿元和 4.80 亿元，因房地产和施工行业纳税时点与会计收入确认时间存在时间差异，导致公司预缴和待抵税费较多。

该公司非流动资产主要包括债权投资、其他权益工具投资、投资性房地产、固定资产和在建工程。2020 年末，债权投资为 3.93 亿元，较上年末减少 67.14%，主要系重分类至一年内到期的非流动资产。其他权益工具投资为 10.93 亿元，主要为广州农村商业银行股份有限公司股权。投资性房地产为

104.74 亿元（占总资产的比重为 9.14%），较上年末增长 2.24%，主要系政府划拨的保障房性住房和车位等资产入账所致；投资性房地产中以成本法计量的部分账面价值为 100.95 亿元，公允价值入账的部分仅包含好世界大厦，账面价值为 3.78 亿元，公司自持物业地理位置优越，且大部分以成本法计量，实际可变现价值较高。固定资产为 12.54 亿元，较上年末减少 44.39%，主要系万众集团不再纳入合并范围所致。在建工程为 24.35 亿元，较上年末增长 49.40%，主要系因政府项目投入增加所致。

2021 年 3 月末，该公司资产总额为 1,167.73 亿元，较上年末增长 1.86%。其中，货币资金减少 5.81%至 154.32 亿元；因缴纳项目购地保证金，其他应收款增长 4.08%至 135.66 亿元；因房地产项目开发投入增加，存货增长 2.60%至 608.66 亿元；主要因公司向下属珠江实业购买珠江颐德大厦后，该物业转为公允价值计量，投资性房地产增长 6.12%至 111.15 亿元。除上述科目外，其余主要资产科目变化较小。

2021 年 3 月末，该公司受限资产账面价值为 78.82 亿元，占总资产比重为 6.75%。其中，受限货币资金为 1.30 亿元，主要系作保函及按揭保证金，受限比率为 0.84%；存货、投资性房地产和固定资产受限金额分别为 46.38 亿元、28.77 亿元和 2.35 亿元，主要因作为借款抵质押物而受限。

## 5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率（%）	250.03	193.86	188.17	187.35
现金比率（%）	40.75	29.32	32.43	30.27

资料来源：根据珠江集团所提供数据整理。

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司流动比率分别为 250.03%、193.86%、188.17%和 187.35%，现金比率分别为 40.75%、29.32%、32.43%和 30.27%。其中 2019 年末因应付往来款增加，上述流动性指标略有下降；2020 年以来公司上述流动性指标保持相对稳定。

## 6. 表外事项

根据审计报告所载，截至 2020 年末该公司对外担保金额为 20.15 亿元，除包括前述对关联公司的担保（1.00 亿元）外，剩余系下属珠江实业对购房者提供的按揭贷款担保，此担保为阶段性担保，代偿风险较小。

根据审计报告所载，截至 2020 年末该公司下属珠江实业、广州珠江健康资源管理集团有限公司（简称“珠江健康”）、住建公司、惠州珠江实业有限公司（简称“惠州珠江”）、珠江装修和广东世外高人健康产业发展有限公司（简称“世外高人”）6 家子公司存在诉讼事项。其中公司系被告案件数量共 9 起，其中已明确涉诉金额合计 1.66 亿元；公司系原告案件数量共 67 起，其

中已明确涉诉金额合计 8.72 亿元，已获赔金额 0.66 亿元，其中珠江实业有 36 宗诉讼涉及对东湛公司的债权投资抵押物，涉案金额 4.87 亿元。

图表 29. 截至 2020 年末公司诉讼情况（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
珠江实业	-	-	-	36	48,694.09	-
珠江健康	1	4,001.60	-	21	16,327.28	1,228.44
住建公司	6	11,665.32	-	6	8,402.16	1,944.00
惠州珠江	-	-	-	2	9258.00	3414.43
珠江装修	2	890.49	-	-	-	-
世外高人	-	-	-	2	4,512.53	-
<b>合计</b>	<b>9</b>	<b>16,557.41</b>		<b>67</b>	<b>87,194.06</b>	<b>6,586.87</b>

资料来源：根据珠实集团 2020 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

该公司本部主要承担投融资及管理职能，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）。2020 年末，公司本部总资产为 477.85 亿元，除包括长期股权投资 180.88 亿元（主要系对子公司投资）之外，主要包括货币资金 43.51 亿元，存货 4.96 亿元，其他应收款 164.67 亿元（主要系以往来款形式拆借给子公司的资金），投资性房地产 3.89 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、颐德大厦等经营性物业），在建工程 1.66 亿元（主要系广州市财政局划转的企业家大厦），以及债权投资 43.22 亿元（主要系公司对子公司及联营公司的债权投资款项）。公司本部负债总额为 291.64 亿元，其中刚性债务余额为 235.29 亿元；所有者权益为 186.21 亿元（含 37 亿元其他权益工具）。2020 年公司本部实现收入 2.94 亿元，实现投资收益 7.38 亿元，净利润 9.73 亿元；经营性现金净流量为-28.96 亿元。公司偿债资金主要来源于自身业务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

该公司控股股东为水投集团，实际控制人为广州市国资委，目前公司仍受广州市国资委直管。近年来广州市国资委及广州市财政局陆续将企业家大厦、保障性住房、商铺及车位等物业资产无偿划转至公司，另外 2020 年拨付较大金额政府项目财政资金。2018-2020 年末相关划拨资产分别增加公司资本公积 7.11 亿元、64.70 亿元和 22.94 亿元。得益于上述资产的注入，公司资本实力有所增强。



## 2. 金融机构支持

该公司与金融机构保持良好的合作关系，截至 2021 年 3 月末公司共获得银行贷款授信 344.61 亿元，其中五大商业银行授信占比为 47.56%；剩余授信为 112.48 亿元，公司后续仍有一定的融资空间。

图表 30. 公司银行授信情况

机构类别	贷款授信	已使用授信	剩余授信
全部（亿元）	344.61	232.13	112.48
其中：国家政策性银行（亿元）	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	163.91	117.91	46.00
其中：政策性及五大商业银行占比	47.56%	50.79%	40.90%

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理（截至 2021 年 3 月末）。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 1. 18 粤珠江 MTN001、18 粤珠江 MTN002 和 19 粤珠江 MTN001：发行人赎回权、票面利率调整和递延支付利息

18 粤珠江 MTN001、18 粤珠江 MTN002 和 19 粤珠江 MTN001 系永续中期票据，主要涉及条款包括发行人赎回权、票面利率调整和递延支付利息条款。公司有权于第 3 个及其后每个付息日赎回，在公司行使赎回权之前长期存续。若公司不行使赎回权，第 4 个计息年度其票面利率每 3 年重置一次，重置后的票面利率为当期基准利率加初始利差加上调基点（300BP）。另外，除非发生强制付息事件，该期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制，利息递延不构成公司的违约事件。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

由于上述中期票据涉及上调票面利率幅度较大，该公司赎回可能性大。另根据广州市国资委对国有企业分红的要求，国有企业分红将以上年度合并财务报表归属母公司所有者的净利润为基础，在抵扣以前年度亏损和计提法定公积金及其他国家规定允许扣除的项目后，按 20% 计缴申报。近年来公司归母净利润逐年增加，每年均进行分红。若非发生亏损，公司持续分红可能性大，根据上述中期票据相关条款，公司递延支付利息可能性小。整体看，上述中期票据债性较强。

### 2. 18 珠实专项债：发行人调整票面利率选择权、投资者回售选择权、交叉违约和加速到期

18 珠实专项债附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权：该公司有权决定在本次债券存续期第 5、第 10 个计息年度末调整本次债券其后 5 个

计息年度的票面利率，公司可选择在原债券票面年利率基础上上调或下调 0-300 基点；在公司发布关于是否调整本次债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的 18 珠实专项债按票面金额全部或部分回售给公司。18 珠实专项债另设置交叉违约和加速到期条款。交叉违约：公司或合并范围内子公司的债务出现违约（本金、利息逾期或债务已被宣告加速到期或其他附加加速到期宣告权认定的违约形式）或宽限期到期后应付未付，视同本次债券发生违约，需启动投资者保护机制。加速到期：出现启动加速到期条款的情形时，公司应在知悉该情形后立即通知债权代理人；债权代理人应根据《债券持有人会议规则》的规定召开债券持有人会议，经债券持有人会议讨论通过后，可提前清偿部分或全部债券本金。公司在接到债权代理人的本次债券加速到期通知后履行本次债券提前清偿部分或全部本金的义务。

## 跟踪评级结论

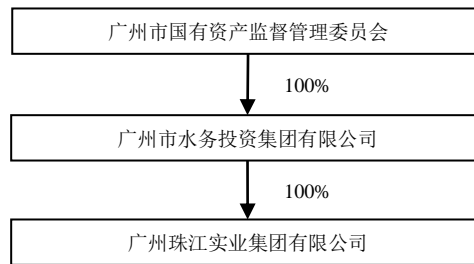
跟踪期内，该公司控股股东仍为水投集团，实际控制人为广州市国资委但目前公司仍由广州市国资委直管。广州市国资委等政府单位持续向公司注入大规模保障性住房、商铺和车位等物业资产并向公司划拨财政资金，体现了较强的支持意愿。公司主营业务突出，并形成一定的产业链优势，各业务之间协同效应较好。公司房地产开发和建筑施工业务在广东省内具有一定的市场地位。近年来，公司房地产业务重点布局在粤港澳大湾区，并陆续退出了部分“股权+债权”项目。2020 年新开工规模持续扩大，全年项目整体签约销售规模亦有所增加，2021 年第一季度销售额同比大幅增长，投资开发资金平衡情况良好。鉴于公司存量项目后续还将产生较大规模资金需求，需关注开发推盘进度及项目去化情况。因会计政策变更，2020 年房地产收入结转规模同比大幅下降。2020 年以来因施工进度影响，建筑业务收入有所波动。因政府划拨物业入账，公司自持物业规模持续增加，但 2020 年受新冠疫情期间租金减免影响，物业经营业务收入小幅减少。2020 年主要因会计政策变更，加之债权及股权投资减值准备的计提，公司净利润大幅减少。公司拟收购苏交科，拓展工程咨询业务，城市及产业园区开发建设等未来公司业务重点发展板块，关注后续进展。

2020 年主要得益于广州市国资委及财政局持续向该公司无偿划转物业资产并拨付财政资金，公司所有者权益得到补充，财务杠杆保持相对稳定。公司债务负担较重，2021 年到期或行权债券待偿还本金余额较大，公司面临一定的集中偿付压力，债务滚续易受债券市场环境的影响。2020 年以来公司业务现金流表现较好，2020 年主要因缴纳项目购地保证金及向合作项目拆借资金，公司经营性现金流呈净流出状态。公司货币资金较为充裕且基本不受限，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。得益于较强的股东背景，公司融资渠道较为畅通，再融资能力较强，可对债务的偿付提供一定的保障。

同时，我们仍将持续关注：（1）房地产行业调控政策风险；（2）公司经营策略及业务定位调整情况；（3）公司房产项目建设规划、投融资安排、销售去化及业务整体现金流平衡情况；（4）公司债务滚续情况；（5）公司债权款项和预付股权转让款回收情况；（6）公司收购苏交科进展情况。

附录一：

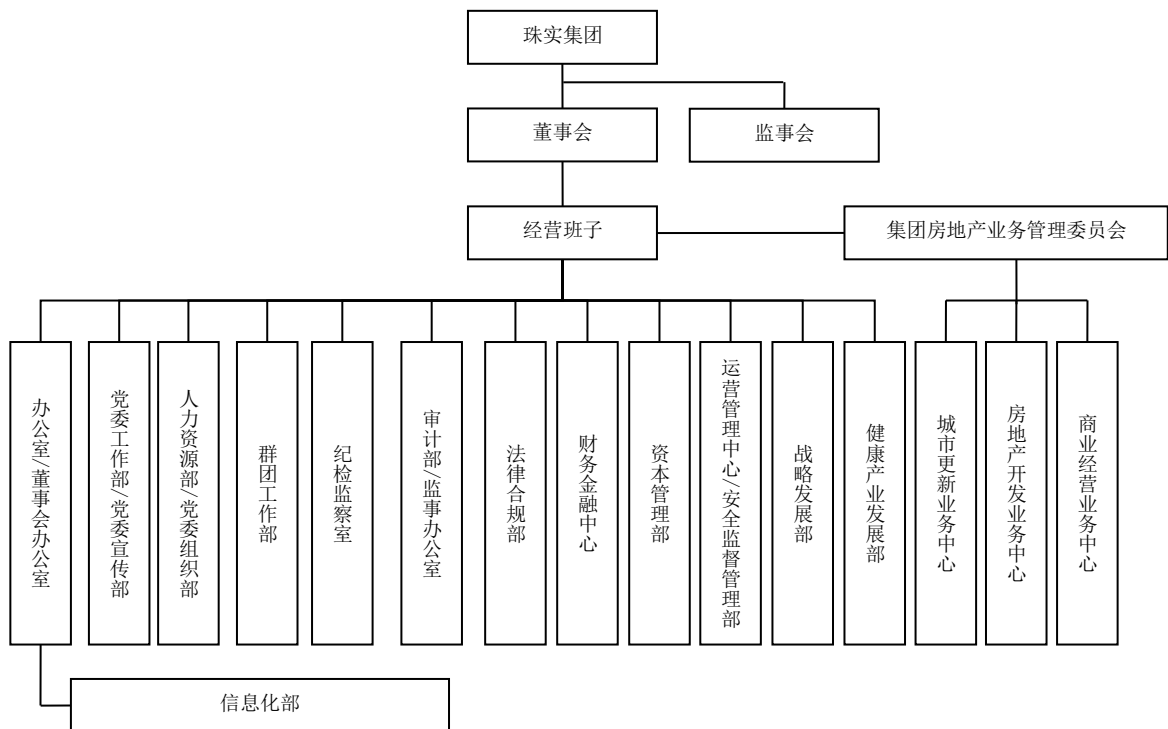
### 公司与实际控制人关系图



注：根据珠实集团提供的资料绘制（截至 2021 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 2021 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	2020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	685.96	569.05	217.36	3.63	27.98	
<b>广州珠江实业集团有限公司</b>	<b>珠实集团</b>	<b>本级</b>	<b>-</b>	<b>房地产开发、物业投资及经营管理等</b>	<b>235.29</b>	<b>186.21</b>	<b>2.94</b>	<b>9.73</b>	<b>-28.96</b>	<b>本部口径</b>
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	84.44	31.48	24.75	-6.17	7.03	
清远市广州后花园有限公司	清远后花园	核心子公司	49.25	房地产开发	105.81	34.27	21.19	2.87	6.01	
广州市城实投资有限公司	城实投资	核心子公司	92.03	房地产开发	22.08	11.01	-	-0.67	14.02	
广州城市更新集团有限公司	城新集团	核心子公司	100.00	房地产开发	25.87	9.91	3.76	0.07	2.33	
广州珠江建设发展有限公司	珠江建设	核心子公司	100.00	建筑施工及工程服务	12.89	10.69	48.30	0.17	4.85	

注：根据珠实集团 2020 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]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	854.67	1,078.34	1,146.36	1,167.73
货币资金 [亿元]	116.17	120.98	163.84	154.32
刚性债务[亿元]	455.77	435.69	466.50	457.32
所有者权益[亿元]	213.87	283.65	292.40	288.71
营业收入[亿元]	183.31	183.38	122.39	19.26
净利润[亿元]	16.13	9.30	0.32	0.50
EBITDA[亿元]	36.27	36.24	16.68	—
经营性现金净流入量[亿元]	-29.64	28.12	-4.61	11.27
投资性现金净流入量[亿元]	-29.80	29.45	11.71	-2.16
资产负债率[%]	74.98	73.70	74.49	75.28
权益资本与刚性债务比率[%]	46.93	65.10	62.68	63.13
流动比率[%]	250.03	193.86	188.17	187.35
现金比率[%]	40.75	29.32	32.43	30.27
利息保障倍数[倍]	1.28	0.94	0.34	—
担保比率[%]	10.51	8.67	6.89	3.64
营业周期[天]	1,168.40	1,372.90	2,344.96	—
毛利率[%]	30.23	27.85	24.55	39.89
营业利润率[%]	12.53	7.82	2.63	0.28
总资产报酬率[%]	3.73	2.86	1.05	—
净资产收益率[%]	8.42	3.74	0.11	—
净资产收益率*[%]	9.16	5.86	1.93	—
营业收入现金率[%]	100.44	121.47	185.42	339.08
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-11.07	7.56	-0.95	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.02	8.02	0.86	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.59	1.23	0.48	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.08	0.04	—

注：表中数据依据珠实集团经审计的2018-2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。因会计政策变更，公司对2020年审计报告中的年初数进行了追溯调整，本报告2019年数据根据2020年审计报告调整后的年初数进行列示及计算。

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 级、CCC 级及以下等级外，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。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	4
		市场竞争	2
		盈利能力	8
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	2
		会计政策与质量	1
		现金流状况	8
		负债结构与资产质量	3
		流动性	1
	个体风险状况		2
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		2	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AAA

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级对象	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	-	历史首次评级	2010年12月20日	AA/稳定	戴志刚、覃斌	-	<a href="#">报告链接</a>
		评级结果变化	2014年7月24日	AA+/稳定	王明君、陆劭骏	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2014）</a> <a href="#">通用版评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
			2017年6月28日	AAA/稳定	覃斌、杨亿	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015版）</a> <a href="#">房地产开发行业评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
		前次评级	2021年4月8日	AAA/稳定	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015版）</a> <a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
		本次评级	2021年5月31日	AAA/稳定	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015版）</a> <a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a>	-
债项评级	16粤珠江MTN001	历史首次评级	2016年6月3日	AA+	欧莲珠、石月	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015版）</a> <a href="#">房地产开发行业评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
		评级结果变化	2017年6月28日	AAA	覃斌、杨亿	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015版）</a> <a href="#">房地产开发行业评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
		前次评级	2020年6月29日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015版）</a> <a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
		本次评级	2021年5月31日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015版）</a> <a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a>	-

评级类型	评级对象	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
债项评级	18粤珠江MTN001	历史首次评级	2018年10月8日	AAA	覃斌、杨亿	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">房地产开发行业评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		前次评级	2020年6月29日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		本次评级	2021年5月31日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	-
债项评级	18粤珠江MTN002	历史首次评级	2018年12月3日	AAA	覃斌、杨亿	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">房地产开发行业评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		前次评级	2020年6月29日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		本次评级	2021年5月31日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	-
债项评级	19粤珠江MTN001	历史首次评级	2019年2月21日	AAA	覃斌、杨亿	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">房地产开发行业评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		前次评级	2020年6月29日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		本次评级	2021年5月31日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	-
债项评级	20粤珠江MTN001	历史首次评级	2019年9月19日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		前次评级	2020年6月29日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		本次评级	2021年5月31日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	-
债项评级	20粤珠江MTN002	历史首次评级	2020年3月18日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		前次评级	2020年6月29日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		本次评级	2021年5月31日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	-
债项评级	20粤珠江MTN003	历史首次评级	2020年7月29日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		本次评级	2021年5月31日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	-
债项评级	20粤珠江MTN004	历史首次评级	2020年7月29日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		本次评级	2021年5月31日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	-
债项评级	16珠江02	历史首次评级	2016年9月8日	AA+	黄蔚飞、张潇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">房地产开发行业评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		评级结果变化	2017年6月28日	AAA	覃斌、杨亿	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a>	<a href="#">报告链接</a>

评级类型	评级对象	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
		前次评级	2020年6月29日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">房地产开发行业评级模型(参见注册文件)</a> <a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		本次评级	2021年5月31日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	-
债项评级	18珠实专项债	历史首次评级	2018年7月2日	AAA	覃斌、杨亿	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">房地产开发行业评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		前次评级	2020年6月29日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		本次评级	2021年5月31日	AAA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法(2015版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。



## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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。