

信用评级公告

联合〔2021〕5134号

联合资信评估股份有限公司通过对广东珠江投资股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广东珠江投资股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“20珠投01”“21珠投01”“21珠投02”“21珠投03”和“21珠投04”信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十八日

广东珠江投资股份有限公司 公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
广东珠江投资股份有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 珠投 01	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21 珠投 01	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21 珠投 02	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21 珠投 03	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21 珠投 04	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 珠投 01	5.50	5.50	2025/10/19
21 珠投 01	9.70	9.70	2026/01/11
21 珠投 02	16.91	16.91	2026/02/19
21 珠投 03	10.03	10.03	2026/03/11
21 珠投 04	13.00	13.00	2026/03/29

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺		评级结果	AA ⁺	
评价内容	评价结果		风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域 风险		2
			行业风险		3
		自身 竞争力	基础素质		2
			企业管理		2
			经营分析		1
财务 风险	F1	现金流	资产质量		2
			盈利能力		2
			现金流量		1
		资本结构			1
		偿债能力			2
调整因素和理由					调整子级

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

2020 年，广东珠江投资股份有限公司（以下简称“公司”）作为一家综合实力较强的房地产开发企业，在业务规模、品牌知名度和区域布局等方面仍具有较强的优势。公司土地一级开发业务中北京分钟寺项目一期已经上市挂牌出让，回款规模较大，经营活动净现金流大幅上升，公司相应偿还部分债务，有息债务及债务负担均有所减轻。公司房地产业务经营状况良好，协议销售金额保持增长，销售回款率保持较高水平，自持物业经营状况良好，对现金流形成有益补充。目前公司土地储备充足，且区位优势显著。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司土地储备中工业和仓储用地占比依然较大、在建项目及城市更新项目尚需投资规模较大、预付款项和其他应收款对资金形成占用、资产受限比例较高、投资性房地产评估增值率高、对外担保规模较大以及面临一定的集中偿付压力等因素对其信用水平产生的不利影响。

未来，随着上海安康苑项目进入预售以及北京分钟寺一级土地开发业务剩余地块逐步上市，公司现金流状况将保持良好，并将保持一定的债务偿还力度，偿债压力将进一步下降，公司经营状况有望保持良好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 珠投 01”“21 珠投 01”“21 珠投 02”“21 珠投 03”和“21 珠投 04”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 土地储备充足，区位优势显著。截至 2020 年底，公司土地储备及项目主要分布在一二线城市，土地获取时间早，成本较低，土地储备充足且质量较好。
2. 营业收入和协议销售额均保持增长，自持物业经营良好，对现金流形成有益补充。2020 年，公司营业收入和协议销售额同比分别增长 80.09%和 10.12%；公司自持物业经营良好，对现金流形成有益补充。
3. 城市更新项目规模较大且取得较大突破，北京分钟寺项目一期上市；债务规模下降，债务负担有所减轻。

分析师：闫 欣

王 彦

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

公司持有的城市更新项目规模较大，北京分钟寺项目一期已实现挂牌出让，收到土地整理返还款；公司债务规模下降，整体债务负担有所下降。

关注

1. **土地储备中工业和仓储用地占比依然较大。**截至 2020 年底，公司在北京和天津的土地储备中工业和仓储用地的规模较大，该类土地流动性和去化方式存在较大的不确定性。
2. **在建和城市更新项目尚需投资规模较大。**截至 2020 年底，公司在建项目和城市更新项目尚需投资规模较大，未来面临较大的资本支出压力。
3. **预付款项和其他应收款规模大，对资金形成占用；资产受限比例较高。**截至 2020 年底，公司预付款项 188.81 亿元，占流动资产的比例为 13.87%，规模较大；其他应收款 189.75 亿元，占流动资产的比例 13.94%，预付款项和其他应收款对资金形成一定占用；公司受限资产占总资产的比例为 36.42%，资产受限比例较高。
4. **投资房地产评估增值率较高，面临公允价值波动风险；对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险；公司面临一定的集中偿付压力。**截至 2020 年底，公司投资性房地产评估增值率为 3.40 倍，增值率较高，面临公允价值波动风险；公司对外担保 102.36 亿元，占净资产的比重为 20.44%，存在一定的或有负债风险；考虑债券回售，公司 2021 年和 2023 年到期的债务规模分别为 149.04 亿元和 219.78 亿元，面临一定的集中偿付压力。

主要财务数据：

项 目	合并口径		
	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	70.52	160.76	114.34
资产总额（亿元）	1612.01	1792.30	1816.87
所有者权益（亿元）	403.98	426.82	500.87
短期债务（亿元）	96.53	137.66	129.04
长期债务（亿元）	720.36	701.03	485.81
全部债务（亿元）	816.89	838.69	614.85
营业收入（亿元）	86.56	123.30	222.05
利润总额（亿元）	12.00	20.12	29.95
EBITDA（亿元）	29.63	40.81	48.94
经营性净现金流（亿元）	5.84	125.95	167.92
营业利润率（%）	33.69	26.43	22.81
净资产收益率（%）	2.21	3.79	4.90
资产负债率（%）	74.94	76.19	72.43

全部债务资本化比率(%)	66.91	66.27	55.11
流动比率(%)	285.34	230.89	179.11
经营现金流负债比(%)	1.39	21.14	22.09
现金短期债务比(倍)	0.73	1.17	0.89
EBITDA 利息倍数(倍)	0.52	0.37	0.64
全部债务/EBITDA(倍)	27.57	20.55	12.56
公司本部(母公司)			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额(亿元)	874.80	979.97	961.54
所有者权益(亿元)	56.31	57.76	54.73
全部债务(亿元)	159.79	131.78	128.71
营业收入(亿元)	1.38	1.03	1.01
利润总额(亿元)	1.54	0.26	-4.18
资产负债率(%)	93.56	94.11	94.31
全部债务资本化比率(%)	73.94	69.53	70.17
流动比率(%)	96.19	92.59	83.51
经营现金流负债比(%)	14.46	4.18	0.45

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币。
资料来源：联合资信根据公司财务报告计算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 珠投 04	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/3/24	闫欣、王彦	联合资信评估股份有限公司房地产企业信用评估方法(V3.0.201907)/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
21 珠投 03	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/3/5	闫欣、王彦	联合资信评估股份有限公司房地产企业信用评估方法(V3.0.201907)/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
21 珠投 02	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/1/15	闫欣、王彦	联合资信评估股份有限公司房地产企业信用评估方法(V3.0.201907)/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
21 珠投 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/12/18	闫欣、王彦	联合资信评估股份有限公司房地产企业信用评估方法(V3.0.201907)/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
20 珠投 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/8/10	闫欣、王彦	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法/评级模型(2018年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由广东珠江投资股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司



广东珠江投资股份有限公司

公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)关于广东珠江投资股份有限公司(以下简称“公司”)及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为广东珠江投资公司,于 1993 年 2 月取得了广东省工商行政管理局核发的《企业法人营业执照》(注册号 19035303-3)。1993 年 5 月,广东省建设委员会出具了《关于同意广东珠江投资公司兼营房地产业务的批复》(粤建函〔1993〕202 号),同意广东珠江投资公司兼营房地产业务。

2007 年 12 月,广东珠江投资有限公司改制为股份有限公司,公司名称变更为现名,注册资本变更为人民币 320000 万元。

经数次增资及股权转让等,截至 2020 年底,公司注册资金和股本均为 42.00 亿元,广东韩建投资有限公司(以下简称“广东韩建”)持有公司 83% 股份,为公司的控股股东。朱伟航为公司实际控制人。公司股权结构图见附件 1-1。

2020 年,公司经营范围较上年未发生变化。

2020 年,公司组织架构较上年未发生变化,公司组织架构图见附件 1-2。截至 2020 年底,公司合并范围内子公司 173 家;截至 2021 年 3 月底,公司员工总数 1702 人。

截至 2020 年底,公司合并资产总额 1816.87 亿元,所有者权益 500.87 亿元(含少数股东权益 186.87 亿元);2020 年,公司实现营业收入 222.05 亿元,利润总额 29.95 亿元。

公司注册地址:广东省广州市天河区珠江东路 421 号 601 房;法定代表人:郑晨光。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底,公司由联合资信评级的存续债券见下表,募集资金均已按指定用途使用完毕。截至本报告出具日,存续债券尚未到付息日。

表 1 截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
20 珠投 01	5.50	5.50	2020/10/19	5 年 (2+2+1)
21 珠投 01	9.70	9.70	2021/01/11	5 年 (2+2+1)
21 珠投 02	16.91	16.91	2021/02/19	5 年 (2+2+1)
21 珠投 03	10.03	10.03	2021/03/11	5 年 (2+2+1)
21 珠投 04	13.00	13.00	2021/03/29	5 年 (2+2+1)

资料来源:联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年,新冠肺炎疫情全球大流行,对各国经济和贸易造成严重冲击,全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响,以“六稳”“六保”为中心,全力保证经济运行在合理区间。在此背景下,2020 年我国经济逐季复苏,GDP 全年累计增长 2.30%¹,成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家,GDP 首次突破百万亿大关,投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度,我国经济运行持续恢复,宏观政策整体保持了连贯性,稳健的货币政策灵活精准、合理适度,把服务实体经济放到更加突出的位置;积极的财政政策提质增效,推

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速,下同。

动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），

第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程

中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019

年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0,较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点,处于低位。2021年一季度,全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨2.10%,呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格,带动PPI持续上行,加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末,社融存量同比增速为12.30%,较上年末下降1个百分点,信用扩张放缓;2021年一季度新增社融10.24万亿元,虽同比少增0.84万亿元,但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值,反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看,信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素,企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面,截至2021年一季度末,M2余额227.65万亿元,同比增长9.40%,较上年末增速(10.10%)有所下降。同期M1余额61.61万亿元,同比增长7.10%,较上年末增速(8.60%)也有所下降,说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正,收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元,同比增长24.20%,是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元,占一般公共预算收入的85.31%,同比增长24.80%,同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动,反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元,同比增长6.20%,其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域,债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元,缺口较2020年和2019年同期值有所收窄,可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元,同比增长47.90%,主要是由于国有土地出

让收入保持高速增长;政府性基金支出1.73万亿元,同比减少12.20%,主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解,但依然存在结构性矛盾,居民收入保持稳定增长。2021年1-3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1-2月受春节因素影响,加上年初局部性疫情的影响,失业率有所上升;而3月随着疫情形势好转,企业复工复产进度加快,用工需求增加,就业压力有所缓解。2021年一季度,全国居民人均可支配收入9730.00元,扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%,延续了上年一季度以来逐季走高的趋势,且与消费支出增速的差值进一步缩小,居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策环境

2021年4月30日政治局会议强调,要精准实施宏观政策,保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性,不急转弯,把握好时度效,固本培元,稳定预期,保持经济运行在合理区间,使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细,兜牢基层“三保”底线,发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”,减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕,强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时,因地制宜增加经济困难省份信贷投放,支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓,主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大,而随着疫苗的推广,疫情对经济的影响减弱,服务业有

望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

1. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业

业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 1 2019 年—2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增

长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完

成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

2. 土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1—3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从2019年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9月全面降准+LPR降息，11月MLF降息，房地产政策向“宽松对冲”过渡。2019年11月16日，央行发布

《2019年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020年以来，“房住不炒”多次被强调，2020年2月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表4。

表4 2020年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年2月	央行	2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年5月	央行	央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年5月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020年7月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在

高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020年以来房地产融资相关政策具体内容见表5。

表5 2020年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年1月	央行	2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020年2月	央行	2020年金融市场工作电视电话会议要求，2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020年5月	央行	《2020年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年6月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020年10月	央行	重点房企资金监测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020年12月	人民银行、银保监会	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》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自2021年1月1日起实施

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。广东韩建持有公司 83.00% 股份，为公司的控股股东。朱伟航为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司房地产开发经验丰富，开发实力较强，项目区位优势明显，具有一定的行业竞争力，公司开发项目拥有较好的影响力和较高的品牌知名度。

公司房地产开发经验丰富，截至2020年底，公司累计销售面积近1200万平方米，储备建筑面积超2000万平方米。

公司以广州、北京、深圳、上海等一线城市以及成都、西安、天津等二线中心城市为发展的战略重心，经过多年发展，已经形成以房地产开发、土地一级开发、规划设计、建筑施工、物业管理在内的“一体化”产业链优势。公司目前拥有房地产开发一级资质，下属子公司拥有房屋建筑工程施工总承包壹级资质、公路路基工程专业承包贰级资质、建筑工程设计甲级资格等多项资质。经过27年的发展，公司累计完成开发建筑面积超过1200万平方米，开发产品涵盖住宅、公寓式酒店、酒店式公寓、别墅、大型购物中心、会展中心、星级酒店、写字楼、商业街及工业厂房等多种类型，积累了丰富的房地产开发经验。公司拓展一级开发的空间，形成一二级联动的开发模式，多年的发展使“珠江”系列品牌楼盘在区域内尤其在珠三角地区具有较高的知名度和品牌认可度。在中国房地产业协会发布的《2021中国房地产开发企业综合实力TOP500测评研究报告》中排名第84位。

3. 企业信用记录

根据公司提供的人民银行征信报告（统一社会信用代码：91440000190353033D），截至2021年5月10日，公司未结清信贷业务无不良和关注类记录；已结清信贷业务中有16笔关注类记录，主要有两种情况：（1）银行贷款还旧

借新按照其银行贷款要求需要调整为关注类别；

（2）公司早年在中国农业银行申报的珠投大厦经营性物业贷款因租赁方大多数为公司关联企业，租金低于周边市场平均水平，中国农业银行据此将此笔贷款调整为关注类别。按照中国农业银行贷款规定，同一客户名下贷款需保持同一贷款级别，故当时同时存在的其他贷款亦调整为相应级别。上述贷款存续期间公司均按时还本付息，无不良行为。公司过往实际履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司修改了公司章程，法定代表人和经理发生变动，其他董事、监事和高级管理人员无变化。公司主要管理制度连续，管理运作正常。

跟踪期内，公司修改了公司章程，法定代表人和经理发生变动，其余董事、监事及高管未发生变动。

公司于2021年4月召开股东大会，审议通过了公司新章程，同时根据董事会决议，张国强不再担任公司经理职务，聘任郑晨光为公司经理。根据公司新章程，公司经理担任法定代表人，公司法定代表人由朱伟航变更为郑晨光。

郑晨光先生，男，汉族，1988年生，硕士研究生学历，现任公司董事兼经理，负责集团中台管理工作。2018年入职公司后，曾负责集团运营、人力、信息化等工作。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，受北京分钟寺项目一期土地上市收到土地整理返还款影响，公司营业收入同比增幅较大，房地产业务收入占比提升，仍是公司主要收入来源；受土地一级开发业务毛利率较低影响，公司房地产开发业务毛利率有所下降，整体毛利率较2019年有所下降。

2020年，公司继续以房地产开发业务为主业。

2020年，公司实现营业收入222.05亿元，同

比增长80.09%，主要系收到北京分钟寺项目一期土地整理返还款112.80亿元所致。利润总额29.95亿元，同比增长48.84%，增幅小于营业收入，主要系北京分钟寺土地一级整理毛利率较低以及投资收益减少所致。

收入构成方面，房地产销售收入仍为公司最主要的收入来源，2020年房地产业务收入同比增长128.46%，收入占比有所提升，主要系北京分钟寺项目一期土地上市收到土地整理返还款（约为112.80亿元）所致，若将该收入从房地产业务收入中剔除，公司房地产业务收入较2019年小幅下降。建筑施工业务收入继续保持增长，由于公司建筑施工业务收入亦包含公司内部涉及的建筑施工、装饰装修等业务收入，该部分收入在合并时予以抵消。房地产销售佣金同比下降74.02%，主要系子公司优选好生活科技（珠海）有限公司（以下简称“优好生活”）于2020年7月对外转让，不再纳入公司合并范围

所致，未来将不再从事该业务。受疫情影响公司租赁服务收入略有下降。公司其他业务收入规模较小，对营业收入影响较小。

毛利率方面，2020年，公司房地产毛利率同比下降4.37个百分点，主要系北京分钟寺的一级土地整理业务毛利率较低（约为8.47%）所致，去除土地一级整理影响，公司房地产业务毛利率约为37.00%，较上年提升较大，主要系结转的番禺铂世湾和从化珠江国际城毛利率较高所致。建筑施工业务的毛利率同比变化不大，公司建筑施工业务采取总承包项目管理经营模式，主要进行项目承揽然后分包建造，因此毛利率水平较高。房地产销售佣金毛利率同比有所上升，公司投资性房地产采用公允价值计量，不对投资性房地产进行摊销计入成本，2020年租赁服务业务毛利率仍为100%。综上，公司综合毛利率较2019年下降5.80个百分点。

表6 2018—2020年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	47.64	55.04	35.82	79.62	64.57	24.15	181.90	81.92	19.78
建筑施工	47.82	55.24	21.73	52.92	42.92	25.15	64.52	29.06	26.66
房地产销售佣金	8.76	10.12	13.94	14.09	11.43	5.61	3.66	1.65	10.38
租赁服务	5.15	5.95	100.00	6.01	4.87	100.00	5.40	2.43	100.00
特许专柜销售佣金	0.86	0.99	10.41	0.46	0.37	10.87	0.03	0.02	8.82
酒店服务	1.62	1.87	86.43	1.48	1.20	85.81	0.92	0.41	83.70
建筑设计	1.75	2.02	90.40	1.13	0.92	69.03	1.63	0.73	84.05
物业管理	0.97	1.12	4.89	1.07	0.87	9.35	1.25	0.56	5.60
其他	0.55	0.63	85.82	1.06	0.86	80.19	0.77	0.35	68.83
抵消	-28.55	-32.98	--	-34.54	-28.01	--	-38.03	-17.13	--
合计	86.56	100.00	38.78	123.30	100.00	32.12	222.05	100.00	26.32

注：由于优好生活于2020年7月对外出售，只合并2020年1—6月的收入
资料来源：公司提供

2. 房地产开发

（1）土地储备

2020年，公司主要通过旧改拿地，获取土地3块；公司土地储备区域分布以北京和广州等一线城市、珠三角和长三角的二线城市及部分热点三线城市为主，期末土地储备较为充裕。但公司土地储备中仓储、工业等用地占有一定

比例，该性质土地流动性和去化方式都存在一定的不确定性。

公司大多数土地储备在2010年前获取，获取时间较早，主要通过协议出让形式获得，成本较低。2020年，公司获取土地储备3块，主要通过招拍标（旧改）和招拍挂获取，保持一定的拿地节奏。

表 7 公司 2020 年新获取土地储备（单位：万平方米）

项目名称	取得时间	所处城市	取得方式	土地用途	储备土地面积	储备建筑面积
广州增城长岗旧改项目	2020 年	广州	招拍标	旧改	30.72	96.96
深圳布心旧改项目	2020 年	深圳	招拍标	旧改	0.56	8.05
奉化花园商业广场项目	2020 年	奉化	招拍挂	商业	0.72	1.08
合计	--	--	--	--	32.00	106.09

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司全口径土地储备较 2019 年有所增长，土地储备规模较大，具体情况如表 8 所示。从土地用途来看，除北京、天津、广州和深圳储备中有部分工业和仓储用地外（其中北京和天津工业和仓储用地占比较高），其余各城市储备主要为住宅、商业和综合用地。公司土地储备中，仓储、工业等用地占有一定比

例，该性质土地流动性和去化方式都存在一定的不确定性。公司土地取得时间较早，由于规划变更及分期开发等原因，部分项目开发周期较长。由于公司获取土地时间较早以及部分土地为工业、仓储用地，公司土地储备成本相对较低。

表 8 截至 2020 年底公司全口径土地储备情况（单位：万平方米）

序号	区域	项目名称	取得时间	土地用途	储备土地面积	储备建筑面积	项目状态
1	广州	番禺珠江项目	1999	住宅	28.74	68.37	在建
2	北京	北京分钟寺棚改项目	2000	棚改（一级土地开发）	30.77	85.31	在建
3	广州	广州南沙项目	2000	居住、商业、金融	29.01	63.01	在建
4	广州	天力项目	2002	住宅	2.01	14.67	拟建
5	北京	国际城 1#西地块	2004	住宅、商业	1.96	8.61	在建
6	北京	北京上城项目	2004	住宅配套	70.14	42.87	在建
7	西安	西安帝景山庄项目	2004	住宅	25.00	25.00	拟建
8	北京	北京中关村项目	2005	商业	21.51	52.19	在建
9	北京	张家湾棚改项目	2005	棚改（一级土地开发）	53.60	71.90	拟建
10	西安	西安珠江新城项目	2005	住宅	4.11	9.93	在建
11	北京	张家湾一期	2006	工业综合	11.72	16.52	在建
12	北京	张家湾二期	2006	工业	39.55	40.22	在建
13	北京	张家湾四期	2006	工业	26.03	28.70	在建
14	北京	北京马驹桥科研 A 北 D 北	2006	研发	13.40	52.19	在建
15	天津	天津宝坻 551 项目	2006	商务金融	36.75	90.20	在建
16	天津	天津宝坻建材城项目	2006	工业、仓储	41.67	24.38	在建
17	惠州	惠州珠江东岸项目	2006	住宅、商业	42.35	85.00	在建
18	北京	北京马驹桥物流 B06/08 项目	2007	仓储	27.54	51.94	在建
19	北京	永乐开发区 1#2#3#地块	2007	工业	16.21	19.44	在建
20	成都	成都花博会项目 A 地块	2007	商业	6.90	38.58	在建
21	成都	成都花博会项目 B 地块	2007	商住、办公	10.97	83.56	拟建
22	成都	成都花博会项目 D 地块	2007	商住、办公	3.11	27.70	在建
23	成都	成都花博会项目 E 地块	2007	住宅配套	6.75	41.52	拟建
24	广州	总部商务区	2009	住宅、商业、金融	19.32	31.85	在建
25	北京	国际城 9#地块	2010	住宅混合公建用地	0.87	4.85	在建
26	上海	上海安康苑项目	2010	综合	12.09	100.12	在建
27	北京	北京金路项目	2011	仓储	9.81	14.53	在建

28	珠海	珠海金融中心项目	2014	住宅、商业	2.64	27.80	在建
29	深圳	华谊文化城项目	2014	商业、新型产业、工业	13.65	48.78	在建
30	北京	房山西潞北三村改造项目	2017	综合	286.47	220.00	拟建
31	上海	复兴东路旧改项目	2017	住宅	1.08	4.25	拟建
32	广州	珠江智能科技产业园	2017	工业	34.24	89.90	在建
33	江门	开平项目	2018	住宅、商业	4.91	37.51	拟建
34	珠海	南屏项目	2019	商务金融	15.28	47.47	在建
35	广州	增城长岗旧改项目	2020	旧改	30.72	96.96	在建
36	广州	广州五凤村旧改项目	2020	综合	88.90	388.00	拟建
37	深圳	布心 04 地块旧改项目	2020	旧改	0.56	8.05	在建
38	北京	万福项目	1996、2001	住宅、商业	26.21	109.61	拟建
39	北京	御景湾项目	2000、2003	住宅、商业	6.68	61.46	在建
40	广州	广州珠江国际城	2003、2004	住宅	66.42	117.58	在建
41	广州	广州夏湾拿	2003、2004、2005	住宅、商业	34.43	20.33	在建
42	宁波	奉化花园地块项目	2019、2020	住宅	3.93	30.34	在建
合计				--	1208.01	2501.20	--

注：1. 上述工业性质用地项目中，未做规划的按土地面积计算建筑面积；2. 对于分期开发的地块，上表中土地储备面积暂按建筑面积比例分摊，对于功能属性不同的项目会存在一定误差；3. 公司土地储备中包含未开工面积和部分在建未完工面积；4. 公司分钟寺项目为一级开发项目、上海安康苑项目和复兴东路项目为旧改项目、房山西潞北三村改造项目为集体土地改造项目

资料来源：公司提供

从土地储备区域来看，公司房地产项目的开发区域定位以一线城市为核心、辅以经济较为发达的省会城市或重点二线城市及部分热点三线城市。公司的储备用地主要分布于北京、广州、上海、深圳、成都和天津等城市，土地储备建筑面积在一线城市（北京、上海、广州、深圳）

和二线城市（成都、天津、西安、珠海、宁波）的占比分别为 77.25% 和 17.85%，在一线城市的占比有所提升，2020 年公司在广州获取两个项目，在广州的土地储备建筑面积占比提升较大（2019 年为 20.96%）。

表 9 截至 2020 年底公司土地储备城市分布（单位：万平方米、%）

城市	土地储备面积	占比	储备建筑面积	占比
北京	642.47	53.18	880.34	35.20
广州	333.79	27.63	890.67	35.61
上海	13.17	1.09	104.37	4.17
深圳	14.21	1.18	56.83	2.27
天津	78.42	6.49	114.58	4.58
成都	27.73	2.30	191.36	7.65
西安	29.11	2.41	34.93	1.40
珠海	17.924	1.48	75.27	3.01
惠州	42.35	3.51	85	3.40
江门	4.91	0.41	37.51	1.50
宁波	3.93	0.33	30.34	1.21
合计	1208.01	100.00	2501.20	100.00

资料来源：公司提供

（2）项目开发建设

2020 年，公司新开工面积下降较大，在建

项目规模较大，地理位置好；公司在建项目尚需投资规模大，未来资本支出压力较大。

从开发数据看，2020 年，公司新开工面积面积同比下降 61.99%，主要系公司根据前期开工面积、规划情况、项目进度和达开发要求的项目进行调整所致；竣工面积同比略有增长；截至 2020 年底，公司在建面积略有增长。

表 10 公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新开工面积	72.99	274.54	104.36
竣工面积	153.57	86.57	91.36
期末在建面积	584.82	772.79	785.79

注：在建项目包含城市更新项目，竣工面积不含一级开发项目
资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司在建项目总建筑面积（含一级土地开发项目）2168.03 万平方米，较 2019 年有所下降。公司在建项目主要位于北京、上海和粤港澳大湾区，以一二线城市为主。从投资额上看，公司在建项目尚需投资额 1240.99 亿元，尚需投资资金规模较大，公司面临较大的资本支出压力。

表 11 截至 2020 年底公司在建项目情况（单位：亿元、万平方米）

序号	项目名称	所在地	规划用途	总建筑面积	预计总投资	已投资	尚需投资	工程进度
1	国际城 1#西	北京	住宅、商业	18.81	12.84	5.62	7.22	剩余商业楼待建
2	国际城 9#地	北京	住宅混合公建用地	18.60	15.50	13.92	1.58	剩余商业楼待建
3	北京金路项目	北京	仓储用地	22.03	13.22	6.72	6.50	工程进度完成 50%
4	御景湾项目	北京	住宅、商业	61.46	71.00	25.35	45.65	北区已预售，南区施工中
5	北京上城项目	北京	住宅配套	69.60	85.56	48.95	36.61	五期项目建设中
6	中关村项目	北京	商业	90.34	86.80	64.58	22.22	第三期项目已开工，部分已实现预售
7	张家湾项目一期	北京	工业综合	43.22	26.30	11.35	14.95	整体进度完成 50%
8	张家湾项目二期	北京	工业	50.82	22.41	5.41	17.00	整体进度完成 35%
9	张家湾项目四期	北京	工业	28.70	17.40	3.21	14.19	整体进度完成 15%
10	北京马驹桥物流 B06/08 项目	北京	仓储用地	51.94	20.15	1.88	18.27	整体进度完成 10%
11	北京马驹桥 A 北 D 北科研项目	北京	研发	16.82	16.98	1.95	15.03	整体进度完成 10%
12	永乐开发区 1#2#3# 地块	北京	工业	31.00	6.40	1.58	4.82	一期竣工验收完成，二三期待建
13	天津宝坻 210 居住项目	天津	住宅	31.85	19.39	8.50	10.89	二期建设中，已取得预售
14	天津宝坻 551 项目	天津	商业金融	90.20	45.00	7.73	37.27	整体进度完成 25%
15	天津宝坻建材城项目	天津	工业、仓储	24.38	9.80	4.12	5.68	整体进度完成 45%，部分封顶
16	上海方家窑项目	上海	商业金融	66.38	55.00	36.99	18.01	四期已开工
17	昆山御景花园三期	昆山	住宅、商业	26.24	20.56	8.61	11.95	住宅实现部分预售
18	奉化花园地块项目	宁波	商住	30.34	34.40	27.22	7.18	一期住宅已售罄，二期待建
19	广州珠江国际城	广州	住宅	249.77	253.00	61.26	191.74	整体进度完成 47%
20	广州夏湾拿	广州	住宅、商业	88.38	82.84	37.49	45.35	整体进度完成 50%
21	从化商务区	广州	商业金融、住宅用地	43.26	51.90	9.19	42.71	部分住宅开始预售
22	清远众康项目	清远	住宅	9.70	6.52	4.47	2.05	工程封顶，商业和车位待售
23	成都花博会项目 A 地块	成都	商业用地	72.15	55.67	35.03	20.64	整体进度完成 70%
24	成都花博会项目 D 地块	成都	商业用地	27.70	16.45	8.04	8.41	工程进度达 50%，公寓开始预售
25	西安珠江新城项目	西安	住宅用地	68.54	28.00	21.20	6.80	七组团待建
26	番禺珠江项目	广州	商品住宅用地	84.75	188.00	28.04	159.96	滚动开发
27	珠江智能科技产业园	广州	工业	89.90	55.00	15.97	39.03	一二期已开工，商业部分正在招商

28	广州南沙项目	广州	居住、商业、金融	115.09	109.00	59.40	49.60	整体进度完成 50%
29	珠海金融中心	珠海	住宅、商业	27.80	98.35	27.94	70.41	住宅部分已预售
30	珠海南屏项目	珠海	商务金融	47.47	45.15	14.80	30.35	项目一期部分开工
31	惠州珠江东岸项目	惠州	商品住宅用地	123.31	87.97	28.64	59.33	项目教学区已开工，住宅预售中
32	深圳华谊项目	深圳	商业、新型产业、工业	65.98	73.03	34.89	38.14	项目第一期部分竣备，正在销售中。
33	深圳布心 04 地块旧改项目	深圳	旧改综合	8.05	12.05	3.14	8.91	拆迁阶段
34	北京分钟寺棚改	北京	棚改综合	173.33	384.00	325.00	59.00	回迁楼正在建设中，第一期地块完成上市
35	上海安康苑旧改	上海	旧改综合	100.12	425.00	312.36	112.64	项目总规已确定，第一期建设中
合计				2168.03	2550.64	1310.55	1240.09	--

资料来源：公司提供

(3) 销售情况

2020 年，受销售均价上涨影响，公司协议销售金额有所上升，公司回款率依然保持在较高水平；受北京分钟寺项目一级土地整理业务纳入影响，公司结转收入增幅较大；公司达预售状态的待售面积规模一般，考虑到公司在建面积及土地储备规模大，公司未来可售面积尚可。

从销售数据来看，2020 年，公司销售面积同比变化不大，受公司推出楼盘位于一二线城市的占比提升影响，公司销售均价有所提升，销售金额较 2019 年小幅增长 10.12%，公司销售回款率依然保持在较高水平。从结转情况来看，2020 年，公司结转面积和结转收入均有所增长，主要系公司将北京分钟寺的一级土地整理业务

纳入所致。

表 12 公司项目销售情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
协议销售面积（万平方米）	50.96	62.11	62.88
协议销售金额（亿元）	74.31	140.47	154.68
协议销售均价（元/平方米）	14582.76	22616.37	24599.24
回款率（%）	97.23	97.89	98.41
结转收入面积（万平方米）	52.14	32.03	47.23
结转收入（亿元）	47.64	79.62	181.90

注：结转收入中包含北京分钟寺项目的土地一级开发收入

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司在建项目中，已销售面积 426.43 万平方米，已达预售条件待售面积 72.70 万平方米，整体去化率较好。

表 13 截至 2020 年底公司在建项目销售情况（单位：万平方米）

序号	项目名称	所在地	规划用途	总建筑面积	已竣工面积	已销售面积	已达预售条件待售面积	备注
1	国际城 1#西	北京	住宅、商业	18.81	10.20	18.11	0.11	--
2	国际城 9#地	北京	住宅混合公建用地	18.60	13.75	14.10	0.08	--
3	北京金路项目	北京	仓储用地	22.03	7.50	--	--	出租经营
4	御景湾项目	北京	住宅、商业	61.46	--	5.51	0.90	--
5	北京上城项目	北京	住宅配套	69.60	26.73	24.35	--	--
6	中关村项目	北京	商业	90.34	38.15	17.17	13.34	--
7	张家湾项目一期	北京	工业综合	43.22	26.70	--	--	出租经营
8	张家湾项目二期	北京	工业	50.82	10.60	--	--	出租经营
9	张家湾项目四期	北京	工业	28.70	--	--	--	--
10	北京马驹桥物流 B06/08 项目	北京	仓储用地	51.94	--	--	--	--
11	北京马驹桥 A 北 D 北科研项目	北京	研发	16.82	--	--	--	--
12	永乐开发区 1#2#3# 地块	北京	工业	31.00	11.56	--	--	出租经营

13	天津宝坻 210 居住项目	天津	住宅	31.85	9.30	7.69	3.98	--
14	天津宝坻 551 项目	天津	商业金融	90.20	--	--	--	--
15	天津宝坻建材城项目	天津	工业、仓储	24.38	--	--	--	--
16	上海方家窑项目	上海	商业金融	66.38	39.03	11.63	1.24	--
17	昆山御景花园三期	昆山	住宅、商业	26.24	--	4.40	0.31	--
18	奉化花园地块项目	宁波	商住	30.34	--	12.37	0.60	--
19	广州珠江国际城	广州	住宅	249.77	106.10	66.03	24.08	--
20	广州夏湾拿	广州	住宅、商业	88.38	68.05	49.50	5.34	--
21	从化商务区	广州	商业金融、住宅用地	43.26	11.41	--	3.11	--
22	清远众康项目	清远	住宅	9.70	--	6.24	1.32	--
23	成都花博会项目 A 地块	成都	商业用地	72.15	33.57	11.31	2.56	--
24	成都花博会项目 D 地块	成都	商业用地	27.70	--	1.14	1.24	--
25	西安珠江新城项目	西安	住宅用地	68.54	58.61	51.24	0.62	--
26	番禺珠江项目	广州	商品住宅用地	84.75	16.38	18.29	0.73	--
27	珠江智能科技产业园	广州	工业	89.90	--	--	--	--
28	广州南沙项目	广州	居住、商业、金融	115.09	52.08	55.32	7.18	--
29	珠海金融中心	珠海	住宅、商业	27.80	--	3.60	2.75	--
30	珠海南屏项目	珠海	商务金融	47.47	--	--	--	--
31	惠州珠江东岸项目	惠州	商品住宅用地	123.31	36.10	48.35	0.33	--
32	深圳华谊项目	深圳	商业、新型产业、工业	65.98	17.20	0.08	2.88	--
33	深圳布心 04 地块旧改项目	深圳	旧改综合	8.05	--	--	--	--
34	北京分钟寺棚改	北京	棚改综合	173.33	--	--	--	一级开发
35	上海安康苑旧改	上海	旧改综合	100.12	--	--	--	旧城改造
合计				2168.03	593.02	426.43	72.70	--

资料来源：公司提供

3. 城市更新改造

2020 年，公司新增城市更新业务 2 个，位于广州和深圳，公司北京分钟寺土地一级整理项目一期已挂牌出售，已经收到上述地块的政府返还款；公司上海安康苑项目一期已进入二级开发阶段，预计 2021 年可实现预售。公司其他城市更新项目位置优越、体量大，若能顺利进行，将对公司土地储备形成有力支撑，对公

司收入与利润形成重要贡献；但是项目投入周期长、不确定性较大，未来仍需较大的投资规模，面临较大的资金需求。

2020 年，公司新获取 2 个城市更新业务，位于广州和深圳。截至 2020 年底，公司分别在上海、北京、广州和深圳参与了城市更新改造项目，具体情况如表 14 所示。

表 14 截至 2020 年底公司城市更新项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	占地面积	建筑面积	总投资额	已投资额	待投资额
北京分钟寺项目	150.60	225.00	384.00	325.00	59.00
北京张家湾棚改项目	53.60	71.90	66.22	51.88	14.34
房山西潞项目	286.47	220.00	210.00	77.36	132.64
上海安康苑项目	12.09	100.12	425.00	312.36	112.64
上海复兴东路项目	1.08	4.25	30.00	2.09	29.91
深圳布心项目	0.56	8.05	12.05	3.14	8.91

增城长岗旧改项目	30.72	96.96	170.00	5.15	164.85
合计	535.12	726.28	1297.27	776.98	522.29

注：1.增城长岗旧改项目由公司与上海升龙投资集团有限公司合作开发，双方各占 50% 的权益，上表该项目数据为权益数据。2.上表部分项目数据与 2020 年 6 月底相比有较大变动，主要系旧改项目规划指标不稳定，上表数据为最新的规划方案

资料来源：公司提供

上海安康苑旧改项目总占地面积为 12.09 万平方米，拟建建筑面积约 100 万平方米（具体以批复的规划为准）。截至 2020 年底预计该项目总投入约为 425 亿元，于 2015 年启动拆迁改造，项目累计投入约 312.36 亿元，后续预计还需投入 112.64 亿元（根据进度逐步投入）。该项目于启动之初获得 227 亿元的银团贷款用于拆迁和项目建设，剩余资金缺口主要依靠销售回款。该项目拆迁工作现已基本完成，政府已完成三个地块的交付工作，项目一期已四证齐全，进入二级开发建设阶段，预计 2021 年四季度可实现预售，其他地块正在规划中。

北京张家湾棚改项目位于北京通州工业开发区南扩区，公司于 2016 年取得了项目棚改授权。张家湾棚改项目占地面积约 53.6 万平方米，计划总投入 66.22 亿元，目前公司正在对该项目开发方案进行规划。

北京分钟寺项目总占地面积 151 公顷，其中建设用地 58.00 公顷，绿化代征面积 62.00 公顷，道路代征面积 30.00 公顷，项目规划容积率 3.87，总建筑面积 225.00 万平方米，共由五个地块组成，规划打造成为北京 CBD 副中心区。项目总投资预计为 384 亿元（根据拆迁补偿动态调整），截至 2020 年底已投入约 325 亿元，目前项目主要地块拆迁工作基本完成，第一期地块完成上市，收到土地整理款 112.80 亿元，回迁楼项目正在建设中。二期地块预计将于 2021 年 10 月推出。

北京房山西潞北三村改造项目占地面积 286.47 万平方米，项目计划总投 210 亿元，目前项目处于拆迁阶段；截至 2020 年底，累计投入 77.36 亿元，总体规划正在设计和制定中。

上海复兴东路旧改项目总占地面积 1.08 万平方米，土地性质为商住。项目属于一二级联动的改造项目，预计总征收面积约 13907 平方米

（最终以四清摸底为准），计划总投资 30.00 亿元，截至 2020 年底，已投入 2.09 亿元。该项目处于改造前期。

深圳布心项目系公司于 2020 年获得，位于深圳市罗湖区东晓街道布心工业区，东邻荣晓路（规划），南临围岭中路，西临东昌路，北邻鹏晓路。项目总占地面积 0.56 万平方米，规划建筑面积为 8.05 万平方米，土地用途为新型产业用地。公司拟将该项目打造为罗湖商业次中心。该项目计划总投资 12.05 亿元，截至 2020 年底，已累计投入 3.14 亿元。该项目处于拆迁腾退初期。

增城长岗旧改项目系公司于 2020 年获得，位于广州市增城区“粤港澳大湾区国际科创城”区域，东至永和河，西至碧桂园凤凰城和岗丰村界，北至简村村界，南至广园路。该项目的总占地面积 30.72 万平方米，建筑面积 96.96 万平方米，该项目定位为“粤港澳大湾区国际科创城”中重要的现代化国际大型商住综合体。该项目计划改造投资总额约 170 亿元（最终改造成本以实施方案批复为准），截至 2020 年底，公司已投入 5.15 亿元。项目正在制定拆迁方案阶段。

4. 自持物业

公司自持物业集中于一二线城市，物业地理位置较好，2020 年，自持物业收入小幅下降，但整体经营情况良好；但投资性房地产增值率较高，公允价值存在一定波动风险。

2020 年公司新增自持物业上海吴淞路雅诗阁项目，主要为商业。截至 2020 年底，公司主要自持物业（不含自用面积）建筑面积共 174.40 万平方米，自持物业整体出租率为 84.52%，出租率良好，其中上海方家窑米格天地、张家湾创展家居项目正在升级改造中，北京永乐项目、从化商务区和上海吴淞路雅诗阁项目正在招租。

表 15 截至 2020 年底公司主要自持物业情况（单位：万平方米、%、亿元）

项目名称	建筑面积	物业概况	2020 年出租率	账面净值	评估价值
广州珠投大厦	1.41	商业、写字楼	100.00	0.31	7.12
北京中关村商业项目	22.68	商业	100.00	12.57	78.57
张家湾创展家居项目	21.10	商业	-	4.02	14.77
天津轻纺城项目	16.52	商业	85.00	5.62	9.09
上海方家窑项目	13.44	商业	70.00	4.97	37.37
深圳珠江广场	9.29	商业、写字楼	90.00	3.70	17.77
成都国际花园商业项目	2.61	商业	98.00	0.62	8.96
成都珠江广场	16.21	商业	97.00	9.33	62.45
西安珠江时代广场	10.70	商业	100.00	7.81	31.59
马驹桥物流基地	4.32	仓储	100.00	2.56	3.33
广州信华商业项目	1.06	商业	80.00	0.83	3.92
广州增城珠江创业中心	29.34	商业、写字楼	60.00	11.14	32.90
北京路丰通达物流园	0.33	仓储	100.00	0.11	0.25
北京永乐一期	11.81	仓储	--	2.53	3.60
从化商务区奥特莱斯	10.61	商业	--	3.73	15.36
上海吴淞路雅诗阁项目	2.13	商业	--	7.81	10.81
广州其他物业	0.84	商业、写字楼	100.00	0.03	4.21
合计	174.40	--	84.52	77.69	342.07

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司投资性房地产账面价值 344.83 亿元，评估增值率为 3.40 倍，相对于公司租金收入，自持物业增值较大，投资性房地产公允价值存在一定的波动风险。2020 年，公司自持物业租金水平略有下降，疫情对公司影响较小。

表 16 公司自持物业租金情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
平均租金水平 (元/平方米·天)	1.24	1.21	1.20
租赁收入(亿元)	5.15	6.01	5.40

资料来源：公司提供

5. 其他业务

公司建筑板块主要是公司房地产业务及关联方的总包方，2020 年建筑业务板块收入继续增长，成为营业收入的补充；2020 年，公司出售子公司优好生活，未来将不再从事房地产代理销售业务；公司其他业务规模较小，对公司影响不大。

(1) 建筑施工板块

公司建筑施工业务收入主要是下属子公司珠江工程的收入，来自于公司内部总包工程、装

饰装修工程的业务收入也以市场公允价格计价，在公司合并报表时，该部分收入被抵消。2020 年，公司实现建筑施工业务收入 64.52 亿元，公司建筑施工业务内部抵消金额 35.63 亿元。

(2) 房地产代理销售板块

2020 年 7 月，公司将原从事房地产代理销售的子公司优好生活全部股权转让给同一控制下的关联方广东元知科技集团有限公司（曾用名：广东元知科技有限公司），转让对价为 120 万元，截至 2021 年 5 月底，公司尚未收到股权转让款，此后公司将不再从事房地产代理销售业务。2020 年公司房地产代理销售业务收入为 3.66 亿元，合并收入时间为 2020 年 1—6 月。

公司其他业务收入规模较小，对公司影响不大。

6. 经营效率

2020 年，受营业收入大幅增长影响，公司经营指标大幅提升，但与同行业上市公司相比，公司整体经营效率依然偏低。

2020年,受营业收入大幅增长影响,公司存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率均有大幅提升。与同行业上市公司相比,公司整体经营效率指标偏低,主要系公司项目体量较大且从事土地一级开发,投资规模较大,收入与投入错配所致。

表 17 2020 年同行业公司运营指标情况

(单位:次)

公司简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
海伦堡地产	0.25	0.23	0.19
花样年	0.43	0.32	0.25
大华集团	0.12	0.19	0.18
祥生地产	0.36	0.32	0.31
南湖中宝	0.16	0.16	0.10
珠江投资	0.20	0.16	0.12

注:Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异,为便于与同行业上市公司进行比较,本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源:Wind

7. 关联交易

公司与关联方的交易有一定规模,关联方担保规模较大,面临一定的或有负债风险,同时关联方往来款规模较大加大了公司资金管理难度。

关联交易方面,2020年,公司向关联方销售货物或提供劳务金额为14.19亿元,接受关联方的货物或劳务金额为7.04亿元,向关联方出租房产收入为0.41亿元。上述交易的定价均采用协议价。

截至2020年底,公司为关联方提供的借款担保余额为102.11亿元,接受关联方向公司提供的担保余额为174.42亿元;从关联方借款的余额为63.40亿元,应收关联方款项(其他应收款)为99.09亿元;应付关联方款项(其他应付款)为101.15亿元。整体看,公司关联方担保规模大,公司面临一定的或有负债风险,关联方往来款规模较大加大了公司资金管理难度。

8. 未来发展

公司战略清晰,未来发展区域定位于核心经济圈,有利于公司未来发展。

公司将继续坚持以房地产开发业务为核心,

贯彻包括土地一级开发、规划设计、建筑施工、物业管理在内的“一体化”产业链优势,在不断夯实和扩大以北京、上海、广州、深圳等核心城市为中心的区域发展规模、市场份额、品牌影响力和号召力的前提下,积极参与新型城镇化建设,探讨城镇集体土地利用和住房租赁市场创新,为各阶层的目标客户提供高性价比的产品。

地产业务方面,公司将继续坚持一线城市和核心区域的布局,加快现有项目建设和土地上市工作,丰富产品内容和设计,打造绿色人居生态,提升地产管理水平;继续按照国家政策导向和经营要求,推进各项目的开发建设进度,做好前期规划、设计、物业、招商等各项工作;根据市场需求合理促进房产的销售,加快项目预售和回款,实现资金早日回笼。

建筑施工方面,公司将继续坚持安全施工,严格把控工程成本和建筑质量,做好施工管理。

商业运营方面,公司将继续挖掘和提升持有型物业商业价值,优化和提升招商与运营水平,在保障出租率的基础上,逐步提升租金收益。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告,中喜会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并范围看,2020年,公司新增子公司16家,减少子公司9家,截至2020年底,纳入合并范围的子公司共173家。公司增加的子公司资产和权益规模较小。财务数据可比性较强。

截至2020年底,公司合并资产总额1816.87亿元,所有者权益500.87亿元(含少数股东权益186.87亿元);2020年,公司实现营业收入222.05亿元,利润总额29.95亿元。

2. 资产质量

截至2020年底,公司资产规模略有增长,公司预付款项和其他应收款占比较高,对公司资金形成较大占用;以公允价值计量的投资性

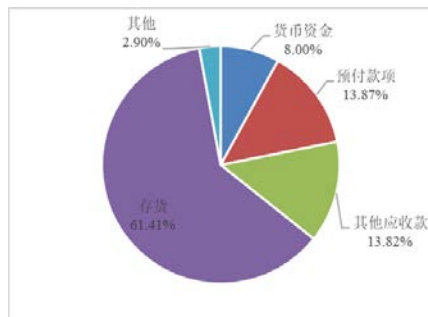
房地产规模较大，可能存在一定的公允价值波动风险，公司受限资产占比较高；整体看，公司资产质量尚可。

截至2020年底，公司合并资产总额1816.87亿元，较上年底增长1.37%。其中，流动资产占74.93%，非流动资产占25.07%，资产结构较上年底变化不大。

(1) 流动资产

截至2020年底，公司流动资产1361.30亿元，较上年底下降1.02%。公司流动资产构成如图2所示。

图2 截至2020年底公司流动资产主要构成



资料来源：公司财务报告

截至2020年底，公司货币资金108.93亿元，较年初下降31.67%，主要系当期拿地支出较多以及偿还债务增加所致。货币资金中有27.41亿元受限资金，受限比例为25.16%，主要为存单质押、按揭保证金、银行贷款保证金及票据保证金。

截至2020年底，公司预付款项188.81亿元，较上年底增长4.76%，占流动资产的比例为13.87%，主要系预付土地款和工程款增加所致。

截至2020年底，公司其他应收款189.75亿元，较上年底下降17.98%，占流动资产的比例13.94%，主要系与关联企业的往来款减少所致。其他应收款计提坏账准备270万元。从账龄看，1年以内的其他应收款占53.99%，未计提坏账准备；1~2年占比9.34%，未计提坏账准备；2~3年占比14.48%，未计提坏账准备；3年以上占比22.19%，计提坏账准备270万元。其他应收款中非经营性往来款和资金拆借合计58.68亿元，其中关联方余额为38.51亿元。整体看，公司其他

应收款规模较大，账龄较长，对公司资金形成一定占用。

截至2020年底，公司存货836.01亿元，较上年底增长8.70%，主要系在建项目持续投入所致。存货主要由在建开发产品（占92.29%）和已完工开发产品（7.35%）构成。公司存货主要分布于一二线城市，但目前一二线城市房地产调控政策较为严格，部分项目以旧改为主，同时部分项目为工业、物流用地，公司存货去化周期将受到一定影响，流动性存在较差的情况。公司存货区域分布较好，未计提跌价准备。截至2020年底，公司有334.37亿元的存货用于抵押贷款，占存货账面价值的比重为40.00%，受限比例较高。

(2) 非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产455.57亿元，较上年底增长9.24%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占15.47%）和投资性房地产（占75.69%）构成。

截至2020年底，公司可供出售金融资产70.48亿元，较上年底增长39.69%，主要系对外投资增加（新增嘉兴璟鑫投资合伙企业（有限合伙）约15亿元的份额）所致。

截至2020年底，公司投资性房地产344.83亿元，较上年底增长3.42%，主要系新增上海雅诗阁项目所致。公司投资性房地产采取公允价值计量，相对于公司的租金收入（2020年为5.40亿元），增值率较高，可能存在公允价值波动风险。截至2020年底，公司用于抵押的投资性房地产账面价值合计220.53亿元（占63.95%），受限比例高。

截至2020年底，公司受限资产661.69亿元，占总资产的比例为36.42%，受限比例较高。

表 18 截至 2020 年底公司资产受限情况

（单位：亿元、%）

受限科目	受限账面价值	占总资产的比例	受限情况说明
货币资金	27.41	1.51	子公司融资;预售房款、保证金等
存货	334.37	18.40	子公司项目融资
投资性房地产	220.53	12.14	子公司项目融资

固定资产	6.32	0.35	子公司项目融资
公司股权	73.06	4.02	子公司项目融资
合计	661.69	36.42	--

资料来源：公司年报

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2020年底，公司所有者权益继续保持增长，但所有者权益中未分配利润占比高，所有者权益稳定性依然较弱。

截至2020年底，公司所有者权益500.87亿元，较上年底增长17.35%，主要系少数股东权益和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为62.69%，少数股东权益占比为37.31%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占13.38%、0.99%、12.88%和72.16%。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较大，权益结构稳定性较弱。

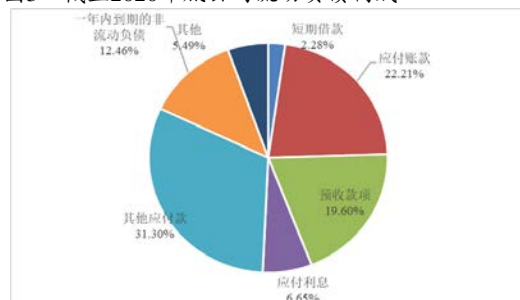
(2) 负债

截至2020年底，公司负债规模有所下降，债务负担减轻，整体债务负担一般；公司债务以长期债务为主，在2021年和2023年存在一定的集中偿付压力。

截至2020年底，公司负债总额1316.00亿元，较上年底下降3.62%，主要系偿还了部分债务所致。其中，流动负债占57.75%，非流动负债占42.25%。公司负债结构相对均衡，流动负债占比上升较快。

截至2020年底，公司流动负债760.03亿元，较上年底增长27.60%，主要系预收售房款以及其他应付款增加所致。公司流动负债主要构成如图3所示。

图3 截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司短期借款17.77亿元，较上年底下降78.66%，主要系公司压降有息负债，偿还了大额短期债务所致。

截至2020年底，公司应付账款172.79亿元，较上年底增长7.48%，主要系随着项目建设规模扩大应付工程款增加所致。

截至2020年底，公司预收款项152.45亿元，较上年底增长56.02%，主要系2020年预售项目（御景湾和番禺铂世湾等项目）销售较好，预收售房款增加所致。

截至2020年底，公司其他应付款243.47亿元，较上年底增长54.68%，主要系公司将原关联方借款计入往来款所致。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债96.90亿元，较上年底增长83.85%，主要系公司债临近到期，重分类至该科目所致。截至2021年3月底，公司到期的“16珠投01”“16珠投03”“16珠投04”均已如期兑付本金利息，且已发行新的公司债续接。

截至2020年底，公司非流动负债555.98亿元，较上年底下降27.78%，主要系公司压降有息债务所致。公司非流动负债主要由长期借款（占82.80%）和递延所得税负债（占12.61%）构成。

截至2020年底，公司长期借款460.34亿元，较上年底下降24.11%，主要系公司压降有息债务，偿还部分长期借款所致。

截至2020年底，公司应付债券25.48亿元，较上年底下降73.02%，主要系部分公司债券临期到期转入一年内到期的非流动负债所致。

截至2020年底，公司全部债务614.85亿元，较上年底下降26.69%，主要系公司主动压降有息债务所致。债务结构方面，短期债务129.04亿元（占20.99%），较上年底下降6.26%，主要系偿还大额短期借款所致；长期债务485.81亿元（占79.01%），较上年底下降30.70%，主要系偿还部分长期借款以及重分类至一年内到期的非流动负债所致。从债务指标来看，截至2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为72.43%、55.11%和49.24%，较上年底分别下降3.75个百分点、下降

11.17个百分点和下降12.92个百分点。公司债务负担有所下降，债务负担一般。从债务期限分布来看，公司2021年和2023年有一定的集中偿付压力。

表 19 截至 2020 年底公司有息债务到期分布

(单位：亿元)

项目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上	合计
短期借款	17.77	--	--	--	17.77
一年内到期的非流动负债	96.90	--	--	--	96.90
长期借款	--	109.34	219.78	131.19	460.31
应付票据	14.37	--	--	--	14.37
应付债券	--	5.00	15.00	5.50	25.50
债券全额回售	20.00	5.50	--	--	25.50
不考虑债券回售合计	129.04	114.34	234.78	136.69	614.85
考虑债券回售合计	149.04	114.84	219.78	131.19	614.85

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2020 年，公司收到北京分钟寺项目一期土地整理返还款，营业收入增幅较大，带动利润总额增长；公司盈利指标偏低，处于行业较低水平；公司在建项目规模较大，未来随着项目的逐步销售结转，公司盈利水平有望提升。

2020 年，公司实现营业收入 222.05 亿元，同比增长 80.09%，主要系当期收到北京分钟寺一期土地整理返还款所致；2020 年，公司利润总额 29.95 亿元，同比增长 48.84%，公司利润总额增长幅度小于营业收入增长幅度，主要系当期投资收益减少所致。

期间费用方面，2020 年，公司费用总额为 22.34 亿元，同比增长 20.06%，主要系财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 31.27%、32.80%、7.83% 和 28.10%。其中，销售费用为 6.99 亿元，同比增长 60.46%，主要系部分项目虽尚未销售，但相关宣传推广等费用已经发生所致；管理费用为 7.33 亿元，同比下降 6.65%；研发费用为 1.75 亿元，同比增长 5.55%；财务费用为 6.28 亿元，同比增长 32.23%，主要系当期对关联方的借款利息收入冲抵导致利息收入减少所致。

2020 年，公司实现投资收益 1.30 亿元，同比下降 78.57%，主要系 2019 年处置子公司股权而当期未发生所致，投资收益占营业利润比重为 4.29%，对营业利润影响不大；公允价值变动收益 0.41 亿元，对营业利润影响不大。

2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 3.84%、4.90%，同比分别提高 1.06 个百分点和 1.11 个百分点。公司各盈利指标有所提高。与同行业上市公司，2020 年公司销售毛利率处于行业一般水平，净资产收益率和总资产报酬率仍处于行业较低水平。

表 20 2020 年公司盈利能力同行业对比情况

(单位：亿元、%)

公司简称	营业收入	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
海伦堡地产	271.49	23.08	6.58	2.09
花样年	181.79	28.63	7.19	4.82
大华集团	251.32	56.62	15.44	6.04
祥生地产	457.26	15.71	9.21	2.34
新湖中宝	137.92	29.60	8.54	4.48
珠江投资	222.05	26.32	4.90	1.95

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

5. 现金流分析

2020 年，公司经营活动仍为净流入状态，且净流入规模有所增长；受对外投资增加以及新增股票投资影响，公司投资活动现金仍为净流出状态，且净流出规模大幅增长；受偿还债务规模增加影响，公司筹资活动现金为净流出状态，规模较大。

表 21 2018—2020 年公司现金流量情况

(单位：亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	99.88	270.02	396.23
经营活动现金流出小计	94.04	144.07	228.32
经营活动现金流量净额	5.84	125.95	167.92
投资活动现金流入小计	1.02	5.37	16.78
投资活动现金流出小计	78.30	6.13	51.44
投资活动现金流量净额	-77.28	-0.76	-34.66
筹资活动前现金流量净额	-71.44	125.19	133.26
筹资活动现金流入小计	270.54	255.68	258.44
筹资活动现金流出小计	161.34	290.95	469.61

筹资活动现金流量净额	109.19	-35.27	-211.16
------------	--------	--------	---------

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入同比增长46.74%，主要系收到北京分钟寺项目一期土地整理返还款所致；经营活动现金流出同比增长58.47%，主要系对在建项目投入增加以及新增拿地支出所致。综上，公司经营活动现金净流入同比增长33.33%。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入同比增长212.17%，主要系收回投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出同比增长739.03%，主要系对嘉兴璟鑫投资合伙企业（有限合伙）投资增加以及新增股票投资所致。2020年，公司投资活动现金净流出同比增长4484.57%。

2020年，公司筹资活动前现金流量净额为133.26亿元，同比增长6.44%。公司经营活动现金能够满足投资所需，对外融资需求有限。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入同比增长1.08%；筹资活动现金流出同比增长61.40%，主要系偿还债务增加所致。2020年，公司筹资活动现金净流出同比增长498.69%。

6. 偿债能力

2020年，公司短期偿债能力指标有所下降，长期偿债能力指标提升，对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险，考虑到公司在综合实力、品牌知名度以及土地储备等方面具有的竞争优势，公司整体偿债能力很强。

截至2020年底，公司流动比率与速动比率较年初均有所下降，主要系其他应付款增加所致，流动资产对流动负债的保障程度有所下降。公司经营现金流动负债比率同比提高0.95个百分点。截至2020年底，公司现金短期债务比较年初下降至0.89倍，主要系一年内到期的非流动负债增加所致，现金类资产对短期债务的保障程度有所下降。截至2021年3月底，公司已发行新的公司债续接到期的公司债，现金短期债务比可能较2020年底有所好转。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力来看，2020年，公司EBITDA同比增长19.94%。从构成看，公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占37.28%）和利润总额（占61.19%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数有所提高，但EBITDA对利息的覆盖程度偏弱；全部债务/EBITDA由年初的20.55倍下降至12.56倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

表22 2018—2020年公司偿债能力指标

项目	2018年	2019年	2020年
短期偿债能力指标			
流动比率（%）	285.34	230.89	179.11
速动比率（%）	119.30	101.76	69.12
经营现金流动负债比（%）	1.39	21.14	22.09
现金短期债务比（倍）	0.73	1.17	0.89
长期偿债能力指标			
EBITDA（亿元）	29.63	40.81	48.94
EBITDA 利息倍数（倍）	0.52	0.37	0.64
全部债务/EBITDA（倍）	27.57	20.55	12.56

资料来源：公司年报、联合资信整理

截至2020年底，公司对外担保102.36亿元。占净资产的比重为20.44%，主要为对关联方提供的担保，公司对外担保规模较大，若被担保方经营不善，公司存在一定的或有负债风险。

表23 截至2020年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保公司	担保余额	担保性质
广东珠江教育投资有限公司	4.01	关联方
广东合生泰景房地产有限公司	7.94	关联方
广东珠江纺织博览中心有限公司	25.59	关联方
上海合金材料总厂有限公司	6.20	关联方
上海宏兴房地产发展有限公司	27.97	关联方
林芝珠江投资有限公司	1.00	关联方
中山大学南方学院	3.35	关联方
广东航粤实业有限公司	9.13	关联方
恒赢投资有限公司	12.18	关联方
北京合美国际教育咨询有限公司	0.25	非关联方
广东省田园实业发展有限公司	0.98	关联方
泰隆投资有限公司	3.74	关联方
合计	102.36	--

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司无重大未决诉讼。
截至2020年底，公司已获授信总额618.85亿元，尚未使用授信164.09亿元。

7. 母公司财务分析

母公司营业收入和利润规模较小，资产主要为与子公司往来款以及持有的子公司股权，母公司债务负担重。

截至2020年底，母公司资产总额961.54亿元，较上年底下降1.88%，较上年底变化不大。其中，流动资产701.99亿元（占73.01%），非流动资产259.56亿元（占26.99%）。从构成看，流动资产主要为其他应收款（占94.32%）；非流动资产主要由可供出售金融资产（占14.80%）、持有至到期投资（占5.78%）和长期股权投资（占73.03%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为23.05亿元。

截至2020年底，母公司负债总额906.81亿元，较上年底下降1.67%。其中，流动负债840.62亿元（占比92.70%），非流动负债66.20亿元（占比7.30%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占91.95%）和一年内到期的非流动负债（占7.56%）构成，非流动负债主要由长期借款（占35.78%）和应付债券（占60.03%）构成。母公司2020年资产负债率为94.31%，较2019年提高0.20个百分点。截至2020年底，母公司全部债务128.71亿元。其中，短期债务占50.72%、长期债务占49.28%。截至2020年底，母公司短期债务为65.29亿元。母公司全部债务资本化比率70.17%，母公司债务负担重。

截至2020年底，母公司所有者权益为54.73亿元，较上年底下降5.25%。在所有者权益中，实收资本为42.00亿元（占76.74%）、资本公积合计0.16亿元（占0.29%）、未分配利润合计9.44亿元（占17.25%）、盈余公积合计1.87亿元（占3.42%），所有者权益稳定性较好。

2020年，母公司营业收入为1.01亿元，利润总额为-4.18亿元。同期，母公司投资收益为1.33亿元。

现金流方面，2020年，公司母公司经营活动

现金流净额为3.78亿元，投资活动现金流净额1.26亿元，筹资活动现金流净额-28.32亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2020年底，公司对存续债券的保障程度强。

截至2020年底，公司存续债券余额共76.89亿元。其中本年度应到期债券余额（考虑债券全额回售）为71.39亿元，达到存续债券待偿本金峰值。截至2020年底，公司现金类资产114.34亿元。公司对存续债券保障情况如表24所示。

表 24 截至 2020 年底公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

项 目	指标值
本年度应到期债券余额（考虑债券全额回售）	71.39
未来待偿债券本金峰值	71.39
现金类资产/本年度应到期债券余额	1.60
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	5.55
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	2.35
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.69

注 1. 现金类资产使用最新一期财务数据（2020 年底）；2. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用 2020 年度数据
资料来源：联合资信整理

总体看，公司现金类资产对一年内到期债券保障能力强；经营活动现金流入量和经营活动现金流净额对待偿债券本金峰值保障能力强，EBITDA对未来待偿债券本金峰值一般，整体看公司对存续债券的保障程度强。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 珠投 01”“21 珠投 01”“21 珠投 02”“21 珠投 03”和“21 珠投 04”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

```

graph TD
    ZWH[朱伟航] -- 100% --> SJWT[深圳伟杰投资有限公司]
    ZWH -- 99% --> GDMJ[广东韩建投资有限公司]
    LH[刘惠英] -- 1% --> GDMJ
    ZWH -- 99% --> GZHC[广州华城置业有限公司]
    Z[朱的] -- 1% --> GZHC
    GDMJ -- 83% --> GZSJ[广东珠江投资股份有限公司]
    GZHC -- 17% --> GZSJ
  
```

```

graph TD
    A[股东大会] --> B[董事会]
    A --> C[监事会]
    B --> D[集团经营班子]
    D --> E[城市更新投资中心]
    D --> F[住宅投资事业部]
    D --> G[成本运营管理中心]
    D --> H[设计研究院]
    D --> I[商业/产业投资事业部]
    D --> J[人力资源及行政管理中心]
    D --> K[珠江分支]
    D --> L[投资与财务管理中心]
    D --> M[ ]
    D --> N[ ]
    D --> O[ ]
    E --> E1[城市更新投资中心]
    E --> E2[城市更新投资中心]
    E --> E3[城市更新投资中心]
    F --> F1[住宅投资事业部]
    F --> F2[住宅投资事业部]
    F --> F3[住宅投资事业部]
    F --> F4[住宅投资事业部]
    F --> F5[住宅投资事业部]
    G --> G1[成本运营管理中心]
    G --> G2[成本运营管理中心]
    G --> G3[成本运营管理中心]
    H --> H1[设计研究院]
    H --> H2[设计研究院]
    H --> H3[设计研究院]
    H --> H4[设计研究院]
    I --> I1[商业/产业投资事业部]
    I --> I2[商业/产业投资事业部]
    I --> I3[商业/产业投资事业部]
    I --> I4[商业/产业投资事业部]
    I --> I5[商业/产业投资事业部]
    I --> I6[商业/产业投资事业部]
    I --> I7[商业/产业投资事业部]
    J --> J1[人力资源及行政管理中心]
    J --> J2[人力资源及行政管理中心]
    K --> K1[珠江分支]
    K --> K2[珠江分支]
    L --> L1[投资与财务管理中心]
    L --> L2[投资与财务管理中心]
    L --> L3[投资与财务管理中心]
    M --> M1[ ]
    N --> N1[ ]
    O --> O1[ ]
  
```

26

附件 1-3 截至 2020 年底广东珠江投资股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	享有表决权 比例 (%)	主营业务
1	广东珠江工程总承包有限公司	26500.00	100.00	100.00	房屋建筑工程施工总承包壹级、公路路基工程专业承包贰级。
2	北京嘉富龙房地产开发有限公司	47138.88	62.14	62.14	房地产开发;销售商品房;房地产信息咨询;家居装饰。
3	上海超盛房地产开发有限公司	464578.43	43.35	43.35	在静安区北站街道 21-26 街坊地块从事房地产开发、经营,建筑装饰材料批发,物业管理。
4	北京顺开房地产开发有限公司	288686.98	50.00	50.00	房地产开发;销售商品房、建筑材料、五金交电。
5	上海珠江投资集团有限公司	186602.00	94.32	94.32	实业投资;投资策划、信息咨询、电子产品及通信设备、房地产领域内的四技服务及相关产品的销售(除专控项目);五金交电、建筑材料销售;6 房地产开发。
6	广州市从化珠江房地产开发有限公司	60000.00	100.00	100.00	房地产开发经营;五金产品批发;五金零售;电工器材的批发;电工器材零售;开关、插座、接线板、电线电缆、绝缘材料零售;建材、装饰材料批发;园林绿化工程服务。
7	北京珠江投资开发有限公司	28000.00	100.00	100.00	生产、加工家具、建材;货物运输;包装印刷;餐饮服务、住宿。(仅限分支机构经营);项目投资;房地产开发;销售自行开发的商品房、建筑材料、机电设备及日用品;仓储服务等。
8	广州珠江房地产开发中心有限公司	20000.00	100.00	100.00	房地产开发经营;五金产品批发;五金零售;建材、装饰材料批发;园林绿化工程服务;风景园林工程设计服务。
9	北京中关村国际商城发展有限公司	27000.00	75.93	75.93	房地产开发;销售自行开发的商品房;商业管理;投资管理;投资咨询;货物进出口、技术进出口、代理进出口;设计、制作、代理、发布广告;物业管理;热力供应;机动车公共停车场服务。
10	北京中天城市更新投资有限公司	99010.00	50.50	50.50	项目投资;专业承包;劳务分包;施工总承包;工程勘察、设计;建筑工程设计;投资咨询(中介除外);房地产开发;家居装饰。

资料来源:公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	70.52	160.76	114.34
资产总额 (亿元)	1612.01	1792.30	1816.87
所有者权益 (亿元)	403.98	426.82	500.87
短期债务 (亿元)	96.53	137.66	129.04
长期债务 (亿元)	720.36	701.03	485.81
全部债务 (亿元)	816.89	838.69	614.85
营业收入 (亿元)	86.56	123.30	222.05
利润总额 (亿元)	12.00	20.12	29.95
EBITDA (亿元)	29.63	40.81	48.94
经营性净现金流 (亿元)	5.84	125.95	167.92
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	8.07	6.42	9.64
存货周转次数 (次)	0.08	0.11	0.20
总资产周转次数 (次)	0.06	0.07	0.12
现金收入比 (%)	99.14	146.59	133.39
营业利润率 (%)	33.69	26.43	22.81
总资本收益率 (%)	2.11	2.78	3.84
净资产收益率 (%)	2.21	3.79	4.90
长期债务资本化比率 (%)	64.07	62.16	49.24
全部债务资本化比率 (%)	66.91	66.27	55.11
资产负债率 (%)	74.94	76.19	72.43
流动比率 (%)	285.34	230.89	179.11
速动比率 (%)	119.30	101.76	69.12
经营现金流动负债比 (%)	1.39	21.14	22.09
现金短期债务比 (倍)	0.73	1.17	0.89
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.52	0.37	0.64
全部债务/EBITDA (倍)	27.57	20.55	12.56

资料来源：公司财务报告

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	39.80	35.61	27.21
资产总额（亿元）	874.80	979.97	961.54
所有者权益（亿元）	56.31	57.76	54.73
短期债务（亿元）	8.70	15.10	65.29
长期债务（亿元）	151.09	116.68	63.42
全部债务（亿元）	159.79	131.78	128.71
营业收入（亿元）	1.38	1.03	1.01
利润总额（亿元）	1.54	0.26	-4.18
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	96.17	33.53	3.78
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.40	1.78	1.78
存货周转次数（次）	-0.09	0.03	0.01
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
现金收入比（%）	100.76	100.62	91.78
营业利润率（%）	103.47	74.91	66.71
总资本收益率（%）	0.92	0.10	-1.65
净资产收益率（%）	3.55	0.34	-5.54
长期债务资本化比率（%）	72.85	66.89	53.68
全部债务资本化比率（%）	73.94	69.53	70.17
资产负债率（%）	93.56	94.11	94.31
流动比率（%）	96.19	92.59	83.51
速动比率（%）	95.58	92.07	82.98
经营现金流动负债比（%）	14.46	4.18	0.45
现金短期债务比（倍）	4.58	2.36	0.42
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：“/”代表数据不可得，“-”代表数据不适用

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。