



格力地产股份有限公司2022年面向专业 投资者公开发行人公司债券(第一期)信用评 级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

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

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

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

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

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



格力地产股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券 (第一期) 信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AA+
评级日期	2022-2-28

评级观点

- 中证鹏元评定格力地产股份有限公司（以下简称“格力地产”或“公司”，股票代码：600185.SH）本期拟面向专业投资者公开发行不超过 4.00 亿元（含）公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到公司在售及储备项目规模尚可，项目区域布局较好，业务发展较有保障，且土地使用权抵押担保有效地提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司房地产项目区域集中度较高，易受单一区域楼市政策变化影响，部分项目去化周期较长，公司面临较大的资本开支压力及偿债压力等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 4.00 亿元（含）
 发行期限：设两个品种（两个品种之间可全额双向互拨）；品种一为 2 年期，品种二为 3 年期
 偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
 发行目的：扣除发行费用后拟用于偿还到期公司债券
 增信方式：土地使用权抵押担保

未来展望

- 公司拥有一定的房产项目储备，随着在建及拟建项目的开发及销售，未来营业收入和经营现金流有望保持稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

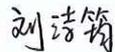
项目	2021.9	2020	2019	2018
总资产	330.85	374.70	326.63	296.69
归母所有者权益	90.54	84.23	78.54	81.96
总债务	187.90	217.65	199.30	185.31
剔除预收款项的资产负债率	71.01%	75.74%	74.20%	71.92%
净负债率	191.16%	223.79%	216.32%	201.56%
营业收入	61.69	63.89	41.93	30.78
EBITDA 利息保障倍数	--	0.81	0.72	0.67
净利润	6.39	5.58	5.26	5.12
经营活动现金流净额	26.78	18.20	17.25	-12.17
OCF/净债务	15.46%	9.65%	10.14%	-7.36%
销售毛利率	28.58%	30.01%	30.07%	34.28%
EBITDA 利润率	--	17.56%	22.47%	24.26%
总资产回报率	--	3.45%	2.60%	2.58%
速动比率	0.20	0.27	0.42	0.46
现金短期债务比	0.24	0.37	0.71	0.63

注：2020 年及 2021 年 9 月末预收款项以合同负债替代。

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：刘洁筠
 liujy@cspengyuan.com



项目组成员：陈思敏
 chensm@cspengyuan.com



联系电话：0755-82872897

优势

- **公司在售及储备房产项目规模尚可，项目区域布局较好，业务发展较有保障。**公司房产项目位于珠海、上海及重庆等能级较高城市，楼市交易相对活跃，区域布局较好；截至 2021 年 9 月末，公司主要在售房地产项目待售面积合计 34.72 万平方米；拥有土地储备规划建筑面积约 74 万平方米，可满足未来 3 年左右的开发需求。
- **土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平。**公司拟将其子公司持有的 17.59 万平方米的土地使用权用于本次债券抵押担保，其评估价值合计 6.54 亿元（评估基准日为 2021 年 9 月 30 日），有效地提升了本期债券的信用水平。

关注

- **公司房产项目区域集中度较高，易受单一区域楼市政策变化影响。**截至 2021 年 9 月末，公司主要在售房产项目 90% 以上集中于珠海市，区域内楼市调控政策变动可能对公司经营业绩产生较大影响。
- **部分项目去化周期较长。**公司格力海岸项目定位于中高端，部分去化周期相对较长；位于三亚及珠海的部分地产项目拿地成本较高，投资规模较大，需关注土地成本上升带来的项目去化风险。
- **公司面临较大的资本开支压力。**截至 2021 年 9 月末，公司主要在建房地产项目至少尚需投资 65.58 亿元，随着在建项目的推进及土储项目的开发，后续公司将面临较大的资本开支压力。
- **公司面临较大的偿债压力。**截至 2021 年 9 月末，公司总债务规模为 187.90 亿元，债务规模较大；期末公司剔除预收款项的资产负债率和净负债率分别为 71.01% 和 191.16%，负债经营程度较高。2021 年以来公司现金保有量有所下降，截至 2021 年 9 月末公司现金短期债务比下降至 0.24，货币资金对短期债务的保障程度较弱。

同业比较（单位：亿元）

指标	格力地产	广西荣和	美好置业
总资产	374.70	362.98	283.14
营业收入	63.89	42.06	42.07
净利润	5.58	12.47	-4.47
销售毛利率	30.01%	44.29%	20.03%
剔除预收款项的资产负债率	75.74%	50.17%	75.83%
全口径合同销售金额	81.16	-	61.21

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：公开资料

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
房地产开发企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	较小
	经营状况	强		净负债率	3
	经营规模	3		EBITDA 利息保障倍数	3

产品、服务和技术	6	剔除预收款项的资产负债率	4
品牌形象和市场份额	4	OCF/净债务	4
经营效率	3	杠杆状况调整分	1
业务多样性	5	盈利状况	中
		盈利趋势与波动性	中等
		盈利水平	3

业务状况评估结果	强	财务状况评估结果	较小
指示性信用评分			aa
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021-6-22	陈刚、郜宇鸿	房地产开发企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AAA	2017-12-15	刘佳龄、钟继鑫	房地产行业企业主体长期信用评级模型 (py_mx_2016V1.0)	阅读全文

一、发行主体概况

公司原名为西安海星现代科技股份有限公司（以下简称“海星科技”），于1999年5月26日向社会公开发行A股股票，股票代码为600185.SH。2008年9月18日，经中国证券监督管理委员会核准，公司与珠海格力集团有限公司（以下简称“格力集团”）通过资产置换和非公开发行的方式进行重大资产重组。2009年9月1日，公司非公开发行24,000万股股票，公司股本总额变更为57,759.44万元，格力集团持有公司51.94%的股份，系公司控股股东。2012年2月1日，公司更名为现用名。2015年5月15日，根据公司发布的《格力地产股份有限公司关于国有股权无偿划转完成过户的公告》，格力集团将持有的公司3亿股股份无偿划转至珠海投资控股有限公司（以下简称“珠海投控”），珠海投控成为公司控股股东，持有公司51.94%的股份。珠海投控成立于2014年3月，是珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”）设立的全资子公司，定位为大型国有资本运营平台型公司，主要职能是根据珠海市国资委授权对部分珠海市属国有企业行使出资人职责，并按照要求进行政策性和策略性投资等，以整合相关国有资产资源。

经多次资本公积金转增股本、增发、股权激励及股份回购等，截至2021年9月末，公司总股本为194,468.69万元，珠海投控持有公司84,733.98万股股份，占公司总股本的比例为43.57%，为公司控股股东，公司实际控制人为珠海市国资委，公司股权关系见附录二。截至2021年9月末，珠海投控累计质押其持有的公司股份总数为4.20亿股，占其持有公司股份比重49.57%，未来需持续关注公司控股股东股权质押可能引发的风险。

公司主营房地产开发与销售业务、受托项目开发以及提供配套物业出租、管理业务等。截至2021年9月末，纳入公司合并报表范围的一级子公司共13家，具体见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：格力地产股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）；

发行规模：本期债券发行金额为不超过4.00亿元（含）；

债券期限和利率：本期债券共设两个品种（两个品种之间可全额双向互拨）；品种一为2年期固定利率，品种二为3年期固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；

增信方式：公司以其子公司持有的评估价值为6.54亿元的土地使用权为本期债券提供抵押担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券发行总额不超过4.00亿元（含），募集资金扣除发行费用后拟用于偿还到期公司债券。

四、运营环境

中央层面“房住不炒”总基调延续，长效机制持续完善，地方层面热点城市调控政策持续加码

全国政策方面，房地产政策持续收紧，继续夯实“三线四档”，强调长效机制。2021年年初央行和自然资源部相继出台“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”和“22城住宅用地集中供地”政策，分别从融资端和投资端限制房地产行业扩张，与2020年8月出台的“三道红线”共同成为房地产行业的三大长效调控机制。3月，政府工作报告再次强调房住不炒，银保监会等多部门联合出台《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》。6月，国务院办公厅出台“关于加快发展保障性租赁住房的意见”。7月，住房和城乡建设部等8部门联合发布《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，重申“房住不炒”和“三稳”目标；7月22日，电视电话会议中重申房地产调控长效机制，并提出建立有效的企业购地资金审查制度。8月9日，央行发布《2021年第二季度中国货币政策执行报告》，再次强调坚持“房住不炒”，明确提出要保持房地产金融政策的连续性。9月27日，央行货币政策委员会第三季度例会召开，会议提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。9月29日，人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。10月23日，第十三届全国人民代表大会常务委员会决议授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作，试点地区房地产税征税对象为居住用和非居住用等各类房地产，不包括依法拥有的农村宅基地及其上住宅房地产税。从长期来看，房地产税有助于引导住房合理消费和土地资源节约集约利用，促进房地产市场平稳健康发展。

地方政策方面，部分房价涨幅较大的城市限购限贷政策再度升级。2021年以来地方调控政策不断加码，上海、北京、广东多地监管摸底经营贷资金流向，严防违规流入房地产市场；住建部约谈广州、合肥、宁波、东莞、南通等5个城市政府，要求坚决遏制投机炒房；除新房限价限购外，深圳、上海等多个城市相继对二手房出台了指导价，以抑制部分城市的房价上涨压力。同时，江阴、沈阳、桂林、昆明、唐山等城市，曾先后发布房价“限跌令”；哈尔滨出台“哈16条”，从给予购房补贴、放宽公积金贷款政策、降低预售许可标准等多个方面缓解房企流动资金压力和促进购房需求释放。除销售端政策外，2021年下半年以来北京、天津、成都、重庆等多个城市出台商品房预售资金管理办法，加强对房企端的商品房预售款项监管，以保障预售新房项目建设及交付、维护购房者合法权益。中证鹏元认为，由于供需结构失衡导致房价、地价过热的城市未来仍将出台调控政策以维持“三稳”目标，少量城市调控政策可能放宽以促进合理购房需求释放。

销售收紧政策效果显现，房企暴雷及房地产税试点影响消费者购房意愿，2021年房地产行业销售端受到一定抑制，不同能级城市商品房销售情况持续分化

自2016年国内房地产调控以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购、限贷政策；2017年政策调控继续坚持了分类调控、因城施策的原则，其中三、四线城市政策相对宽松，成为市场成

交主力。2018年中央继续强调房地产调控政策的稳定性和连续性，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，当年房地产市场成交主力的三四线城市明显降温，全国商品房销售面积同比增幅回落至 1.3%。受 2019 年下半年房企加大推盘力度、以价换量以及棚改货币化安置效果存在时滞等因素影响，2019 年房地产市场成交主力的三四线城市呈现一定的韧性，商品房销售面积 171,557.87 万平方米，同比下滑仅 0.1 个百分点。2020 年一季度，疫情冲击下商品房销售大幅下滑，随着疫情防控工作逐步见效，购房需求回补，二季度以来房地产销售情况有所好转，叠加房企持续加大推盘力度以达成全年销售目标，2020 年全国商品房销售额同比增长 8.70%，销售面积同比增长 2.60%。2021 年以来商品房销售增速逐月回落，但上半年整体数据表现仍强。2021 年 1-6 月，全国商品房累计销售面积 88,635.35 万平方米，同比增长 27.70%；累计销售额合计 92,931.31 亿元，同比增长 38.90%，主要系居民购房需求持续释放及房企整体加大供货量所致。随着地产调控政策持续加码，自 7 月以来，商品房销售面积及销售额单月同比增速均由正转负，单月商品房销售面积及销售额同比降幅持续扩大，2021 年 1-11 月，全国商品房累计销售面积及销售额同比增速分别下滑至 4.80%、8.50%，政策加码效果逐步显现。展望后市，从供给端来看，受宅地“两集中”供应政策及资金面收紧的影响，房企拿地减少影响后续的推货量；从需求端来看，近期房企信用风险事件频发以及房产税的出台影响购房者信心及购房意愿，此外，各地调控政策收紧及银行贷款额度吃紧也将制约需求端表现，综合影响下，预计销售增速或将持续回落，行业基本面承压。

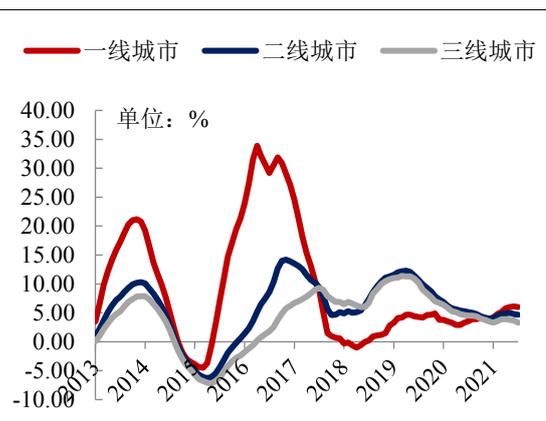
从不同类别城市表现来看，各能级城市成交变动情况分化显著。2021 年以来，高能级城市表现优于低能级城市，一线城市成交面积走高，二线城市成交面积二季度处于稳定水平，三线城市热度下降。新建商品房住宅价格方面，不同能级城市分化明显，一线城市热度不减，仍具韧性，二三线城市呈现下滑趋势。

图1 商品房销售情况（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 70城住宅价格指数同比变化情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

综合来看，随着销售端收紧政策显现，叠加房企暴雷及房地产税试点影响消费者购房意愿，2021 年下半年以来销售增速放缓，预计短期内行业销售端仍处于筑底阶段。此外，不同能级城市房地产市场表现将持续分化，核心区域都市圈协同效应显著。短期内房地产税试点工作的推进可能对核心一、二线城市

市销售情况形成一定扰动，但长期来看，受益于较强的经济恢复能力和人口吸附能力，一线城市销售面积及房价均有较好支撑；二线城市成交面积和价格变动持续分化，虹吸效应城市圈层外扩，长三角、粤港澳大湾区为代表的成熟都市圈价格支撑较强；三四线城市在地产调控持续加码及中长期不可逆的人口流出的背景下，整体缺乏房价上涨动力，在房地产税全面落地后，市场需求及购买力已明显透支的三、四线城市房价将面临更大的下行压力。

2021 年以来房地产开发投资规模增长韧性较强，土地市场受调控政策影响较大，不同能级城市市场行情继续分化

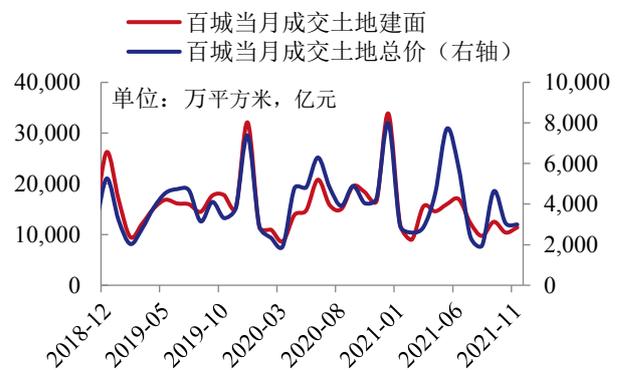
房屋新开工方面，一方面受“三条红线”等融资端收紧政策影响，部分房企削减非必要开工；另一方面，宅地“两集中”供应政策导致市场节奏变化，压制房企开工进度。自 2021 年 7 月起，房屋新开工面积累计同比增速由正转负，2021 年 1-11 月房屋新开工面积累计同比增速进一步下降至 9.10%，较 2019 年同期下降 17.7%。2021 年 1-11 月房地产投资同比增长 6.00%，增速持续收窄，较 2019 年同期下降 4.2%，在新开工及土地投资走弱的情况下，高强度建安投资形成一定支撑。展望后市，在流动性压力下房企优先保障存量项目交付，短期内新开工数据仍然承压。此外，销售端疲软背景下，房企补库意愿不强，预计土地市场总投热度将持续回落，未来房地产投资同比增速仍面临一定下行压力。

土地市场方面，受调控政策和宅地“两集中”供应政策的影响，房企拿地整体有所下滑。2021 年 1-11 月，房地产开发企业土地购置面积 18,287.48 万平方米，同比下降 11.20%，土地成交价款 14,519.47 亿元，同比增长 4.50%；百城成交土地规划建筑面积累计同比下降 15.31%，较 2020 年同期增速大幅下降。从重点城市第二轮集中供地情况来看，已完成第二轮集中土拍的城市土地成交溢价率较首次均有不同程度的下滑，土地流拍率亦有所走高，其中长沙、北京、沈阳、杭州、广州等城市第二轮集中土拍流拍率超过 50%，显示土地市场降温明显，高杠杆及民营房企参拍积极性有所下降。土地成交价格方面，受高能级城市成交占比提升及优质土地集中出让的影响下，土地市场价格整体呈增长态势，土地溢价率仍保持在高位。

图3 房屋新开工及房地产开发投资情况



图4 百城成交土地情况



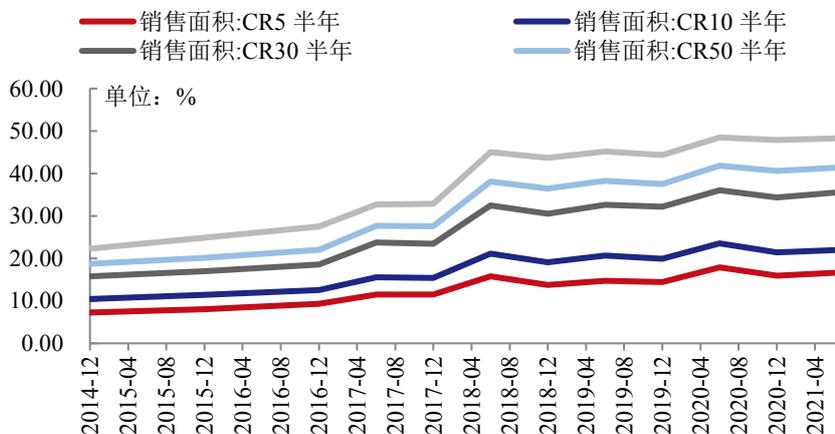
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

行业内竞争格局分化，杠杆结构稳健的大中型房企资源优势更加集中，具备更强的竞争优势

截至2021年底，TOP10、TOP50、TOP100房企销售面积占比分别为21.96%、41.36%和48.30%，近年来行业集中度持续提升。房地产行业规模效应显著，强者恒强态势加剧，行业兼并整合的马太效应愈加明显。在集中供地制度下，密集的供地对房企的资金考验将会上升，因为房企需要在短时间内参与大量的土地竞拍，需要冻结更多的资金，对房企的现金流提出了更高要求。坚持高周转经营策略、杠杆结构稳健的大中型房企在销售、融资、拿地等方面竞争优势更强，资源优势更加集中，信用风险相对较低；高杠杆房企一旦融资不畅、销售去化不佳，很有可能面临流动性危机；中小民营房企不能够效仿此前的加杠杆冲规模方式，未形成规模的再难弯道超车，由于品牌影响力、融资能力有限，拿地能力较弱，若在重点城市业务持续性不足，将会导致偿付债务能力趋弱。

图5 房地产行业集中度持续提升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2018年以来珠海市商品房销售面积及成交均价波动上行；长期看来，得益于区域及生态环境优势，珠海市人口呈持续净流入状态，有利于支撑地产市场长期需求

珠海市地理位置优越，濒临南海，东与香港水路相距36海里，南与澳门陆地相连，是粤港澳大湾区重要节点城市。受益于良好的经济环境及地理位置，2012-2016年珠海市房地产市场保持较快发展。2017年4月8日，珠海市人民政府办公室印发《关于进一步做好我市房地产市场调控工作的通知》，强化“限购、限售、价格备案”政策，并加强差别化住房信贷政策，进一步加强房地产市场的调控。受此影响，珠海市房地产市场出现明显回落，2017-2018年全市商品房销售面积同比分别减少21.97%和40.80%，区域政策调控效果显著。为促进区域楼市的平稳发展，珠海市于2018年4月出台人才引进措施并放宽落户条件，并于2018年10月起放宽非珠海市户籍居民购房要求。另一方面，粤港澳大湾区规划落地直接利好珠海，在港珠澳大桥通车、香港及澳门客群外溢带来投资需求带动下珠海市楼市成交量明显放大，2019年珠海市商品房销售面积同比增长45.10%，房地产销售情况明显回暖。2020年伊始，受到疫情影响，珠海市房地产市场供应及销售情况同比均出现大幅缩减，珠海市适时调整房地产市场相关政策，通过优化预售资金管理、阶段性降低土地竞买履约保证金、分期缴纳土地出让价款等政策措施支持房地产企业经

营，此外，2020年11月，珠海市进一步放宽人才引进及入户条件。随着疫情防控形势改善，下半年各项目加快推盘，叠加深莞地区调控政策升级导致部分购房需求外溢，2020年珠海市商品房销售面积同比增长10.1%，商品房销售额同比增长8.9%，房地产市场销售情况保持了较强韧性。2021年上半年，珠海市房地产市场保持较高热度，2021年1-6月全市商品房销售面积同比增长90.40%，下半年以来受到政策调控及部分房企暴雷事件影响，市场预期有所回落，2021年1-11月，全市商品房销售面积累计同比增速回落至14.00%。

土地市场方面，2020年珠海市土地市场整体呈量跌价涨态势，全年珠海市共推出住宅用地21宗，住宅用地供应土地规划建筑面积298.72万平方米，同比减少45.76%；成交住宅用地20宗，共计284.02万平方米，同比减少35.3%，住宅土地成交量缩小。2020年流动性合理宽裕，叠加部分优质地块推动土地市场价格整体有所抬升，排除保障房等特殊用地后实际成交楼面均价为1.15万元/平方米，同比增长35.89%，2020年珠海市住宅土地成交溢价率为19.80%，依然保持在近年来高位水平。2021年珠海市优化供地结构，供应缩量明显，全年新增供应土地建筑面积同比下降33%。随着2021年下半年当地房地产市场热度回落，叠加珠海市自2021年9月起禁止同时违反“三道红线”房企参与土地竞拍，2021年全年土地市场成交建筑面积及成交金额同比分别下降20%及35%，平均溢价率亦有所下降。

受益于地理位置优势及宜居宜业的生态环境，近年来珠海市人口呈持续净流入状态，2018-2020年珠海市常住人口分别为189.11万人、202.37万人和243.96万人，呈逐年增长态势，有利于支撑地产市场长期需求。此外，珠海市作为较为发达的口岸经济城市，2021年实现GDP3,881.75亿元，同比增速为6.9%，人均GDP超17万元，地区经济发展水平较高。从长期来看，未来自贸区横琴片区的不断发展及粤港澳大湾区规划的逐步实施，可为区域房地产市场发展提供良好的外部环境。

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司章程指引》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》（2014年修订版）、中国证监会和上海证券交易所相关规定要求，设立股东大会、董事会、监事会及经营管理层。其中股东大会为公司的权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。公司制定了股东大会议事规则规范股东大会的召开和表决程序等。公司股东大会会议的筹备、召开及决议按照《股东大会议事规则》的规定进行，并邀请见证律师进行现场见证并出具了法律意见书，相关的决议公告均按上市公司信息披露规则公开披露。董事会对股东大会负责。董事会由9名董事组成，设董事长1名，董事会会议的筹备、召开及决议按照《董事会议事规则》的规定进行，相关的决议公告按上市公司信息披露规则公开披露。根据公司于2020年12月30日发布的《格力地产股份有限公司关于董事长收到中国证监会调查通知书的公告》，公司董事长收到中国证券监督管理委员会《调查通知书》，因其涉嫌证券内幕交易违法行为，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，中国证券监督管理委员会决定对其立案调查。根据公司于2021年10月22日发布的《格力地产股份有限公司关于控

股股东等收到广东证监局警示函的公告》，2016年8月，公司以非公开方式向6个定增对象发行4.42亿股新股，在非公开发行业股票实施过程中，公司控股股东珠海投资与相关定增对象签署《附条件远期购买协议书》且未将签署远期购买协议的非公开发行业股份重大事项及时告知公司，广东证监局决定对珠海投资、公司时任董事长兼总裁鲁君四采取出具警示函的行政监管措施。

公司设监事会，监事会由3名监事组成，设监事会主席1名。监事会制定了监事会议事规则，公司监事会会议的筹备、召开及决议按照《监事会议事规则》的规定进行，相关的决议公告按上市公司信息披露规则公开披露。公司设经营管理机构，主要负责公司的日常经营管理工作。公司高级管理人员由董事会聘任或者解聘，管理机构下设审计部、财务部、行政部、人力资源部等14个部门，此外，董事会下设董事会秘书处及董事长办公室。

截至2021年9月末，公司在岗员工共1,686人。从专业构成来看，技术类员工占比27.11%，销售类员工占比10.56%，其他员工占比为42.88%。从教育程度来看，本科及以上学历的员工占比为43.83%，员工学历水平尚可。总体来看，公司治理结构相对较合理，部门架构设置、内部管理制度建设及人员配置能够满足公司日常业务开展与经营管理的需要。

六、经营与竞争

经过多年发展，公司已成为集房地产业、口岸经济产业、海洋经济产业、服务业等于一体的集团化企业。其中房地产开发销售收入为公司最主要的收入来源，公司产品类型包括住宅、附属或配套商业、城市综合体等，已开发房产项目主要位于珠海市，此外，自2012年以来公司逐步确定拓围珠三角、长三角以及中西部等区域的发展战略，并陆续进入重庆市、上海市及三亚市。

随着业务规模扩张，近年来公司主营业务收入规模保持增长，2018-2020年年复合增速为44.45%；房地产开发与销售业务为公司最重要的收入来源，随着房产项目结转的增多，房地产收入保持较快增长；受托开发项目收入主要系公司受珠海市政府委托负责洪湾渔港项目投资建设获取的收入，近年来，受各期受托开发项目结转规模不同，收入规模有所波动；渔获销售收入主要系公司海产品贸易收入，得益于交易规模的扩大，近年来渔获销售收入增长较快；其他业务收入主要系物业服务收入、酒店餐饮服务收入、学费收入、口罩销售收入等。2021年1-9月，公司实现营业收入61.69亿元，较上年同期增长45.16%，主要系当期房地产收入增加所致。

毛利率方面，2018-2020年公司房地产开发业务毛利率较为稳定，2020年受当期结转的平沙项目和重庆项目利润水平相对较低影响，当期房地产收入毛利率小幅下降至37.74%；同期结算的受托开发项目毛利率波动较大，2020年公司受托开发项目香洲港综合整治工程项目按照政府最新规划和要求提前移交清算，致使受托开发项目业务出现亏损，对当期毛利率水平形成一定拖累。近年来公司渔获销售毛利率有所提升但仍处于较低水平。整体看来，公司毛利率水平尚可。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
房地产收入	554,652.23	30.49%	529,950.06	37.74%	234,696.75	40.46%	238,935.02	40.34%
受托开发项目收入	21.47	100%	41,837.34	-46.48%	130,368.79	17.60%	51,305.74	3.56%
渔获销售	39,252.19	2.02%	37,869.02	1.79%	33,383.56	1.06%	2,516.77	0.45%
其他收入	21,601.86	23.74%	27,204.90	33.89%	17,707.19	33.64%	12,453.35	46.35%
合计	615,527.76	28.44%	636,861.32	29.91%	416,156.29	29.85%	305,210.88	34.07%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

公司系立足于珠海的地产开发商，近年逐步向重庆等高能级城市拓展；受益于区域政策的边际放松及投资需求刺激，2018年以来公司房产销售业绩持续改善，房产结转收益表现较好

公司房地产开发业务主要由子公司珠海格力房产有限公司（以下简称“格力房产”）负责运营。受益于政策的局部松绑，同时公司对符合珠海市引进人才提供一定优惠购房政策，2018年公司主力销售项目格力海岸S4及平沙九号二期销售情况改善，重庆新盘格力两江商住宅项目2018年销售情况表现较好，当年去化超过80.0%。综合影响下，2018年公司商品房合同销售面积及合同销售金额分别为13.85万平方米和27.57亿元，同比分别增长106.10%和40.52%；由于平沙九号二期及重庆项目销售均价相对较低，导致销售均价为1.99万元/平方米，较上年降低31.81%。在销售情况好转的带动下，2018年公司加大对珠国土储2016-12地块等项目开发，全年新开工面积为91.37万平方米，竣工面积60.44万平方米，较上年均有大幅增长。2019年公司分别实现商品房合同销售面积及合同销售金额23.80万平方米和49.74亿元，同比分别增长71.84%和80.41%。由于主力销售项目格力海岸项目售价较高，带动全年销售均价小幅上升至2.09万元/平方米。根据分区域开发计划，在销售改善的背景下，2019年公司对珠国土储2017-32等地块开发，全年新开工面积24.39万平方米。受益于疫情恢复后房产购置需求集中释放，加之回笼资金需要，2020年公司实现商品房销售面积及合同销售金额分别为23.21万平方米和81.16亿元，合同销售金额大幅增长；其中上海前滩38-01地块所在项目推盘销售，销售去化表现较好，平均售价超13万元/平方米，带动全年销售均价大幅增至3.50万元/平方米。

2021年1-9月，受三亚合联中央商务区项目及重庆P24-1项目开工建设影响，当期新开工面积上升至34.15万平方米；当期公司分别实现商品房销售面积及合同销售金额13.39万平方米和36.82亿元，主要来源于格力海岸项目六期及上海前滩38-01项目。

表2 公司房地产开发业务主要经营指标（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

指标名称	2021年1-9月	2020年	2019年	2018年
新开工面积	34.15	17.61	24.39	91.37
竣工面积	5.84	65.79	0.00	60.44
合同销售面积	13.39	23.21	23.80	13.85

合同销售金额	36.82	81.16	49.74	27.57
合同销售均价	2.75	3.50	2.09	1.99

资料来源：公司提供

从结转情况来看，2019年以来公司房地产结转项目主要来自格力海岸及平沙九号等项目，房产项目结转毛利率维持在35%以上，优于行业平均水平；其中2020年毛利率下滑主要系毛利率较低的平沙九号项目占比提升影响。2021年1-9月，格力海岸S5住宅及上海前滩38-01地块项目交付并结转收入及成本，带动当期房地产收入实现较好增长。

表3 公司主要房地产项目收入结转及资金回笼情况（单位：万元）

项目	2021年1-9月		2020年		2019年	
	结转	回笼	结转	回笼	结转	回笼
格力海岸项目	270,176.18	376,817.00	370,086.27	451,897.00	163,289.00	240,413.00
平沙九号项目	27,128.25	41,589.00	102,828.18	85,621.00	16,525.00	110,443.00
格力广场项目	3,753.48	3,492.00	10,556.76	10,173.00	21,114.64	22,237.00
重庆两江项目	12,948.74	1,635.00	44,822.39	1,243.77	-	72,287.80
上海项目	234,517.22	73,579.00	-	187,044.00	-	-
合计	548,523.87	497,112.00	528,293.60	735,978.77	200,928.64	445,380.80

资料来源：公司提供

公司在售及储备项目分布于珠海、上海及重庆等高能级城市，项目规模尚可，短中期房地产业务发展有保障，但去化周期较长；由于热点城市土地成本上升，公司部分地产项目开发与销售可能承压

2018-2020年公司房地产销售项目主要来自格力海岸、平沙九号及重庆两江项目。格力海岸项目位于珠海唐家湾，是由公司打造的集高端居住、旅游度假、休闲购物、商业办公、会议会展于一体的海湾中央居住区。项目总投资138.60亿元，共分为七期开发，其中格力广场三期、四期及格力海岸S1、S2项目为前期开发的主力项目，近年陆续实现一定销量，但受政策限购等影响，整体去化周期较长。格力海岸S4项目于2017年10月对外开售，主要定位于中高端改善型需求客户，整体去化尚可，格力海岸六期已于2021年7月开售。平沙九号项目位于珠海市高栏港经济区平沙镇升平大道，业态主要为高层住宅，其中项目一期已基本售罄，项目二期总投资14.00亿元，可售面积为13.98万平方米，于2017年10月开售。截至2021年9月末，公司主要项目剩余可售面积合计34.72万平方米，分布于珠海及重庆等经济较发达地区，房地产市场交易较活跃，对房产销售形成一定支撑；但同时中证鹏元关注到，公司主要在售资源中90%以上集中于珠海市，单一区域市场楼市政策等变动易对公司经营业绩产生较大影响，抵御单一城市的风险能力有待提升。

表4 2021年9月末公司主要房地产项目销售情况（单位：亿元、万平方米）

项目	总投资	已投资	可售面积	已售面积	累计销售金额	累计结转金额
格力海岸项目	138.60	140.18	86.61	67.51	198.06	162.75
平沙九号项目	33.44	31.98	37.39	33.68	38.6	31.07

上海项目	25.00	25.64	2.32	2.32	26.17	23.45
格力广场项目	17.30	20.08	16.82	14.94	32.48	31.44
重庆两江项目	18.78	12.25	15.14	8.12	7.74	5.78
斗门双子星项目	6.68	5.81	3.34	0.33	0.48	0.00
合计	239.80	235.94	161.62	126.90	303.53	254.49

资料来源：公司提供

2018年以来公司持续推进平沙九号广场等多个项目建设。其中，三亚合联中央商务区项目定位于高端滨海商业中心及商务办公区，项目业态涵盖写字楼、商场、公寓等，总投资33.61亿元，受益于海南自贸区自贸港规划的推进，可为未来项目销售及运营提供一定保障；但自贸港建设周期相对较长，短期周遭成熟商业配套难以落地，未来随着政策调整及房地产政策的波动，收益存在较大不确定性。前滩38-01地块、32-01地块以及松江泗泾均为住宅类项目，规划建筑面积合计20.76万平方米，位于上海市中心城区，地理位置较好，合计总投资83.00亿元，截至2021年9月末已累计投资83.09亿元，但限于当地楼市限价政策等影响，预售价不及预期，32-01地块以及松江泗泾项目推盘及销售时间存在不确定性。珠国土储2016-12地块为住宅项目，已投资规模较大，投入占总投资比例超过85%，尚未对外推盘销售；考虑到上述项目所在地块拿地成本较高，受区域楼市政策调控影响，未来需持续关注项目销售回款及收益情况。总体来看，公司同时在建房地产项目数量较多，尚需投资规模较大，随着项目建设进程的推进，公司面临较大的资金压力。此外，公司开发项目区域分布较为集中，受热点城市楼市政策持续加码影响，未来销售回款面临不确定性。

表5 2021年9月末公司主要在建房地产投资情况（单位：亿元、万平方米）

城市	项目名称	项目性质	规划建筑面积	计划总投资	已投资金额
三亚	三亚合联中央商务区项目	商务及商业	16.67	33.61	18.32
珠海	格力海岸 S6 地块	住宅	17.61	30.90	20.70
上海	前滩 32-01 地块	住宅	5.22	30.00	28.01
上海	松江泗泾 10-05 地块	住宅	10.59	28.00	29.45
上海	前滩 38-01 地块	住宅	4.95	25.00	25.63
珠海	格力海岸 S7 地块二三期	住宅	10.14	18.07	9.84
珠海	珠国土储 2016-12 地块	住宅	6.21	17.16	15.77
珠海	珠国土储 2017-36	商业	8.53	11.23	0.16
重庆	格力龙盛总部经济区-商业一期（P24-1/01）	住宅	14.68	8.35	3.83
珠海	珠国土储 2017-32	商业	6.49	6.79	0.40
珠海	珠海格力白蕉广场	住宅	4.64	6.68	5.81
重庆	格力龙盛总部经济区-商业一期（P22-2/02）	商业及商务	5.26	3.39	3.31
珠海	珠国土储 2017-33	商业	2.16	2.92	0.04
珠海	平沙九号花园二期 0406 地块（37#楼）	商业	3.87	2.63	2.13
珠海	格力海岸 S7 地块一期	公共配套建筑	1.18	2.29	1.69
珠海	珠国土储 2017-35	商业	1.33	1.60	0.03
珠海	珠国土储 2017-34	加油站及相关业务	0.05	0.36	0.36

合计	119.58	228.98	165.48
-----------	---------------	---------------	---------------

资料来源：公司提供

由于热点城市土地成本购置成本较高，以招拍挂为主公开市场拿地竞争压力较大。2018年公司仅以招拍挂形式获取一宗二类居住用地，即珠海市斗门区桥东开发区白蕉路（田家炳中学西侧）地块，项目占地面积1.38万平方米，计容建筑面积3.36万平方米，楼面成本均价为1.07万元/平方米。2019年公司未购置土地。2020年9月，公司以招拍挂形式购买位于三亚的YGHA3-2-03/05/06/07和YGHA3-2-10地块，占地面积为3.30万平方米，总价为16.51亿元，截至2021年11月末，上述土地款均已付清。中证鹏元关注到，三亚市房地产市场调控政策严厉，公司拿地成本相对较高，后续销售与盈利可能承压。2021年1月，公司通过招拍挂形式获取位于珠海口岸市政配套区内人工岛地块，类型为商务用地，土地占地面积1.50万平方米，项目规划建筑面积9.78万平方米，总价为8.80亿元，土地款已付清，楼面成本均价为0.90万元/平方米。

截至2021年9月末，公司拥有土地储备占地面积合计35.26万平方米，规划建筑面积合计74.26万平方米，土地类型以商业及其他商服用地为主，集中分布于重庆市及珠海市，按照公司目前的开发节奏，现有土地储备可满足未来3年左右的开发需求；但其在深耕城市珠海土储规划建筑面积仅5.38万平方米，未来存在补库存压力。

表6 截至2021年9月末公司土地储备情况（单位：万平方米）

城市	地块	土地占地面积	规划建筑面积	土地类型
珠海	格力海岸 S7（四期）	1.35	5.38	住宅、商业
重庆	JB-10-27（两江新区鱼复片区组团 P 标准分区 P15-1/01、P15-3/01、P18-1/01、P20-1/01 宗地）	9.94	22.72	其他商服
重庆	LJXQ-3-48（两江新区鱼复片区组团 P 标准分区 P13-1/01、P17-1/01 宗地）	5.57	13.06	其他商服
重庆	LJXQ-3-65（两江新区鱼复片区组团 P 标准分区 P16-4/01、P19-3/01 宗地）	6.45	10.13	住宅、商业
重庆	LJXQ-3-14（两江新区鱼复片区组团 P 标准分区 P12-2/02、P16-3/01、P19-1/01、P21-1/03 宗地）	9.64	16.42	其他商服
重庆	LJXQ-3-71（两江新区鱼复片区组团 P 标准分区 P26-2/03 宗地）	2.31	6.55	商业
合计		35.26	74.26	

资料来源：公司提供

总体来看，公司土储规模尚可，但土地类型以商业及商服用地为主，项目建成后将面临较大的招商及运营压力。此外，公司债务规模较大，负债经营程度高，在“三道红线”融资新规管控的背景下，需持续关注未来公司的拿地节奏及土地收储策略。

受项目进度等影响，公司受托开发结转收入波动较大，未来业务持续性不佳；非房地产在建项目均已竣工结转，后续不再投入

公司受托开发项目主要由子公司珠海保联国际物流合作园投资有限公司、珠海洪湾中心渔港发展有限公司及珠海香湾码头发展有限公司负责，受项目业主珠海大横琴城市新中心发展有限公司委托从事项

目代建，公司负责具体项目的投资建设和管理。实际操作中，待项目竣工后，项目业主在投资成本基础上根据项目的差异加成不同的收益比例进行回购，随着受托开发项目的完工结算。受项目进度及结算时间影响，2018-2020年公司受托开发项目收入呈现较大波动；受项目结转周期及利息成本等影响，结转毛利率亦呈现较大变动。受政府规划调整等影响，公司不再承做前期承建的香洲港综合整治工程，未来业务持续性较差。此外，受托开发项目回款受项目业主资金安排等影响较大，资金回笼滞后时间相对较长，未来需持续关注项目回款情况。

依托珠海的地理优势，公司相继开发海岛旅游、游艇码头等非房地产项目。其中竹洲水乡工程位于斗门区白蕉镇，系国家级水利风景区，将打造成为立体化生态文化旅游综合体。万山二期为海岛酒店项目，位于大万山岛。游艇码头为公司格力海岸房地产项目的配套项目，将用于游艇的码头停靠以及高端客户群体游艇消费，项目于2014年开工建设。截至2021年9月末，万山二期项目及游艇码头项目均已竣工结转，竹洲水乡工程受政府规划调整影响，后续不再投入，前期投入金额转入长期待摊费用。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告及致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告及未经审计的2021年1-9月财务报表，报告均采用新会计准则编制。近年公司合并范围变化情况见下表。

表7 公司合并范围子公司数量变动表（单位：家）

项目	2021年1-9月	2020年	2019年	2018年
其中：新增家数	3	23	4	6
减少家数	0	0	3	3

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司房地产项目主要位于珠海、上海及重庆等能级较高城市，资产质量较好，但受限资产规模较大，整体资产流动性一般

截至2021年9月末，公司资产总额合计330.85亿元，其中流动资产占总资产的比重为79.06%。

截至2020年末，公司货币资金余额为30.43亿元，主要为银行存款。2021年1-9月，受公司陆续偿还到期债务影响，期末货币资金余额下降至15.56亿元，其中562.89万元使用受限，主要为履约保证金。随着项目开发投入，2018年以来公司存货账面价值保持增长，截至2020年末公司存货账面价值增至257.35亿元，主要包括开发成本、开发产品及受托开发项目投入。其中，开发成本主要包括格力海岸项目35.90亿元、上海项目79.01亿元和重庆项目17.98亿元；开发产品主要包括格力海岸42.66亿元和平

沙项目 7.40 亿元；公司在建及在售项目位于上海、珠海及重庆等高能级城市，项目区域布局较好；但公司部分项目去化周期较长，且项目区域集中度较高，易受单一地区房地产市场景气度影响。受托开发项目仍系渔港项目开发成本，2020 年部分项目结转，期末规模有所减少。2021 年 1-9 月，公司完工项目结转规模较大，期末存货账面价值下降至 238.42 亿元，其中已用于抵押借款的存货账面价值为 121.43 亿元。

长期股权投资主要系对上海科华生物工程股份有限公司（002022.SZ，以下简称“科华生物”）的投资，2020 年 5 月公司子公司珠海保联资产管理有限公司（以下简称“保联资管”）通过协议方式购买科华生物 658.63 万股股份，占其总股本的 18.63%，计入长期股权投资并采取权益法核算。投资性房地产采用公允价值计量，2020 年账面价值小幅增至 26.93 亿元。公司投资性房地产主要为已开发项目周边自持商业，由于周边配套措施尚不完善、招租商户处于培育阶段，出租收益规模仍较小。截至 2021 年 9 月末，公司受限资产规模为 154.91 亿元，占总资产的比重为 46.82%，受限比例较高。

整体看来，近年来公司资产规模呈波动增长态势，其中存货占总资产比重较高，公司房地产项目主要位于珠海、上海及重庆等经济能级较高城市，资产质量较好，但公司部分项目去化周期较长，且受限资产占比较高，整体流动性一般。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 9 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.56	4.70%	30.43	8.12%	30.14	9.23%	20.60	6.94%
存货	238.42	72.06%	257.35	68.68%	237.53	72.72%	214.39	72.26%
流动资产合计	261.57	79.06%	298.84	79.75%	273.80	83.83%	241.72	81.47%
长期股权投资	19.53	5.90%	18.43	4.92%	0.00	0.00%	0.01	0.00%
投资性房地产	26.93	8.14%	26.93	7.19%	25.82	7.91%	24.83	8.37%
非流动资产合计	69.28	20.94%	75.86	20.25%	52.83	16.17%	54.97	18.53%
资产总计	330.85	100.00%	374.70	100.00%	326.63	100.00%	296.69	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

近年来公司营业收入规模增长较快，公司在售及储备项目规模尚可，未来收入有一定保障，但需关注土地成本上升及单一区域房地产市场变化带来的项目去化风险

2018-2020 年公司分别实现营业收入 30.78 亿元、41.93 亿元及 63.89 亿元，其中房地产开发业务为公司主要的收入来源，占同期营业收入的比重平均为 72%。随着结算项目增多，公司营业收入逐年呈增长态势，2018-2020 年年复合增速为 44.06%。2021 年 1-9 月，受房地产收入增加影响，公司营业收入同比增长 45.16% 至 61.69 亿元。截至 2021 年 9 月末，公司合同负债规模 18.31 亿元，在售项目剩余可售面积合计 34.72 万平方米，已售待结转及待售资源尚可，可为营业收入提供一定保障；此外，公司土地储备可满足

足未来3年左右的开发需求，整体业务可持续性较好。但中证鹏元也关注到，由于热点城市土地成本持续增加，公司在三亚及珠海的部分房产项目未来或将面临一定的去化压力，且公司项目在单一区域集中度较高，易受当地房地产市场景气度影响。

受结转房产项目不同影响，近年来公司销售毛利率有所波动。期间费用方面，受债务规模增加影响，公司利息支出规模快速增长，2020年公司财务费用快速增长；受广告及营销推广费用增加影响，公司销售费用亦有所增加，综合影响下，2020年公司期间费用率由上升至13.01%，对利润形成一定侵蚀。

2020年及2021年1-9月，公司分别实现投资收益1.14亿元及1.32亿元，主要系对科华生物的股权投资收益，对公司利润水平形成一定补充。科华生物主营诊断试剂生产与销售，2020年及2021年1-9月科华生物利润总额同比分别增长312.47%及73.32%。同时，中证鹏元关注到，科华生物与控股子公司西安天隆科技有限公司和苏州天隆生物科技有限公司少数股东的有关争议仍处于仲裁程序中，后续需关注相关事项可能对科华生物合并财务报表业绩及公司投资收益带来的影响。受主营业务毛利率变动影响，近年来公司EBITDA利润率呈下降趋势，2020年公司EBITDA利润率及总资产回报率分别为17.56%及3.45%，盈利能力尚可。

图 6 公司收入及利润情况（单位：亿元）

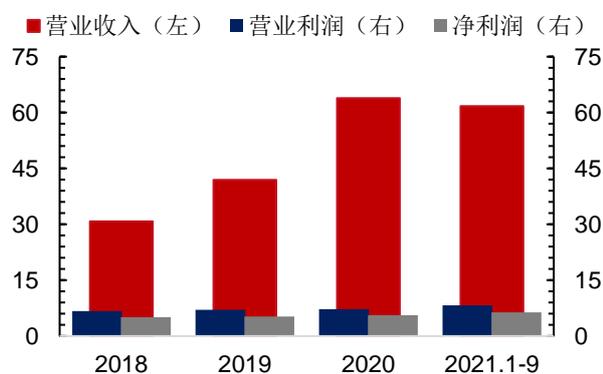
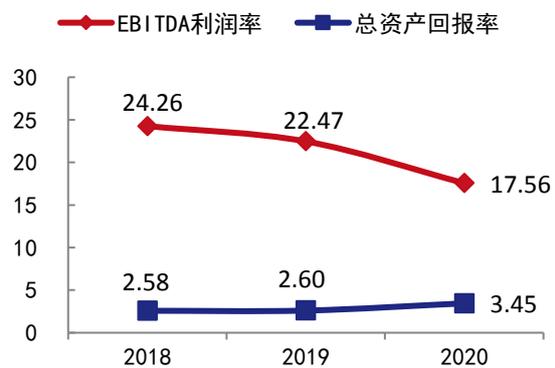


图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

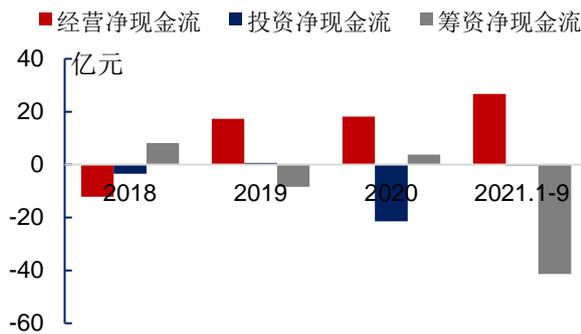
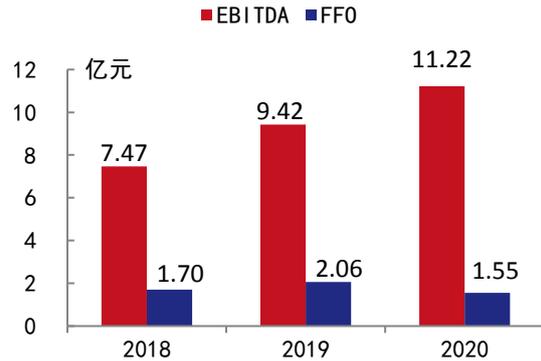
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现略改善，在建及拟建房产项目所需资金规模大，面临较大的资金压力

公司经营活动现金流入以合同销售回款为主，收到其他与经营活动有关的现金主要系押金、保证金及利息收入；经营活动现金流出主要为拿地及项目开发建设支出，以及部分支付的保证金及代垫款。2019 年以来，受益于项目销售回款增加，公司经营活动现金流呈持续净流入状态。随着收入和利润规模的增加，2018-2020 年公司 EBITDA 逐年增长。2020 年公司投资活动净额大幅净流出主要系子公司保联资管购买科华生物的股份的现金支出。

近年公司房产销售回款有所波动，叠加房产等项目资金需求量大，公司先后通过发行私募债及委托贷款方式筹集资金。2021年1-9月，公司筹资活动产生的现金呈大幅净流出状态，主要系当期公司归还债务规模较大所致。截至2021年9月末，公司主要在建房地产项目至少尚需投资65.58亿元，随着在建项目的推进及储备项目的开发，后续公司面临较大的筹资压力。

图 8 公司现金流结构

图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况


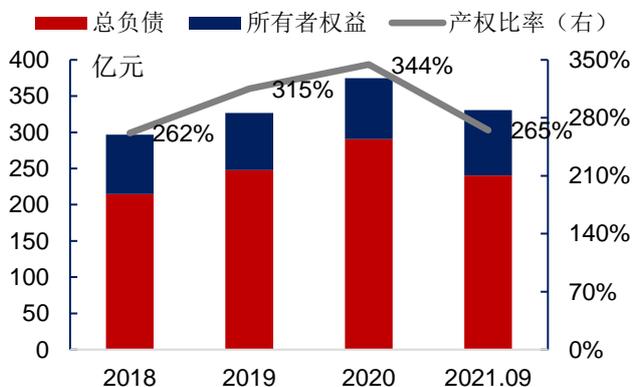
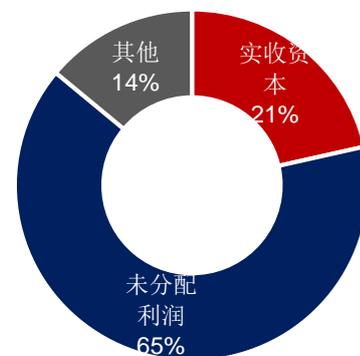
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司杠杆水平高，总债务规模大，面临较大的债务压力

随着获取土地和房地产开发项目的推进，公司资金需求加大，负债水平持续攀升，2020年末负债总额增至290.39亿元。2021年1-9月，随着公司陆续偿还有息债务，期末总负债规模下降至240.25亿元。受益于经营积累，公司所有者权益呈增长态势，截至2021年9月末，公司所有者权益增至90.60亿元，其中所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性不足。综合影响下，2021年9月末公司产权比率下降至265.17%，所有者权益对债务的保障程度有所提升，但依然处于较弱水平。

图 10 公司资本结构

图 11 2021 年 9 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

负债结构方面，近年来公司流动负债占比有所提升，截至2021年9月末流动负债占总负债比重较2018年末增加19.96个百分点。短期借款主要为保证借款及信用借款，2021年以来公司短期借款增长较快。预收账款主要为公司预收售楼款，2020年公司按照新收入准则要求调整报表，相关款项转入合同负债列示。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款及应付债券。

长期借款主要为保证借款及保证加抵押借款。2021年9月末，公司长期借款较2020年末降幅较大，主要系1年内到期部分转入一年内到期的非流动负债所致。应付债券主要为公司发行的公司债券。截至2021年末，公司存续债券共5期，债务余额合计34.20亿元，票面利率处于3.50%-6.50%区间。其他非流动负债主要系公司于2020年发行的债权融资计划产品，截至2021年9月末账面余额合计7.80亿元。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

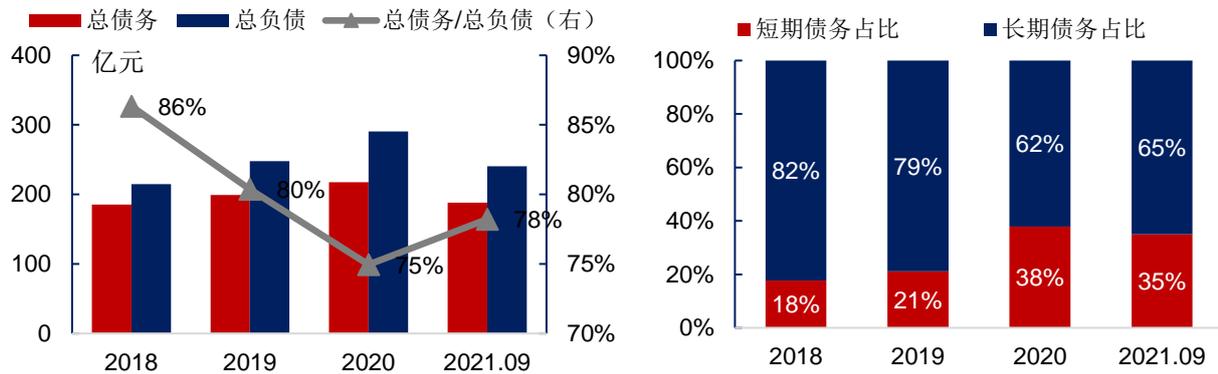
项目	2021年9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	16.21	6.75%	4.55	1.57%	0.76	0.31%	2.00	0.93%
预收款项	0.01	0.01%	0.01	0.00%	21.86	8.81%	4.48	2.09%
合同负债	18.31	7.62%	27.12	9.34%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
一年内到期的非流动负债	43.01	17.90%	69.03	23.77%	27.34	11.02%	16.08	7.49%
流动负债合计	113.88	47.40%	150.86	51.95%	87.20	35.16%	58.89	27.44%
长期借款	84.28	35.08%	101.48	34.95%	79.21	31.94%	76.21	35.51%
应付债券	29.94	12.46%	25.81	8.89%	69.73	28.12%	67.74	31.56%
其他非流动负债	7.80	3.25%	7.85	2.70%	8.08	3.26%	8.50	3.96%
非流动负债合计	126.37	52.60%	139.53	48.05%	160.79	64.84%	155.75	72.56%
负债合计	240.25	100.00%	290.39	100.00%	247.99	100.00%	214.64	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

截至2021年9月末，公司总债务合计为187.90亿元，债务规模较大。债务期限结构方面，2018-2020年公司短期债务占比持续上升，2021年1-9月公司陆续归还到期债务，期末短期债务占比小幅下降至35%，但短期债务占比依然偏高，债务结构有待改善。

图 12 公司债务占负债比重

图 13 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，截至2021年9月末公司剔除预收款项的资产负债率和净负债率分别为71.01%和191.16%，负债经营程度仍较高。由于利润规模增加，2020年公司EBITDA同比有所增加，EBITDA利息保障倍数有所增加，但盈利对利息支出的保障程度仍较弱。公司经营活动现金流表现尚可，能够对债务形成一定的保障，但考虑到后续债务偿还和项目开发建设投入，未来仍面临很大的债务偿还压力。

表10 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年9月	2020年	2019年	2018年
剔除预收款项的资产负债率	71.01%	75.74%	74.20%	71.92%
净负债率	191.16%	223.79%	216.32%	201.56%
EBITDA 利息保障倍数	--	0.81	0.72	0.67
OCF/净债务	15.46%	9.65%	10.14%	-7.36%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

短期偿债指标方面，由于短期债务占比较高，叠加2021年以来公司现金保有量有所下降，截至2021年9月末公司现金短期债务比下降至0.24，货币资金对短期债务的保障程度较弱，公司面临较大的即期偿付压力。截至2021年9月末，公司获得的授信总额合计254.01亿元，其中尚未使用的银行授信额度72.98亿元，可为公司提供一定流动性支持。此外，公司作为上市公司，具备较好的直接融资能力。整体看来，公司融资渠道相对畅通，但短期债务规模较大，未来若销售回款不及时或再融资政策收紧时，导致现金流与到期债务不匹配，将造成较大短期流动性压力。

图 14 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

八、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2022年1月19日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

根据子公司格力房产提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2022年1月20日），子公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

（二）或有事项分析

公司子公司格力房产按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保。担保类型为阶段性担保。阶段性担保的担保期限自保证合同生效之日起，至商品房承购人所购住房的《房地产权证》办出及抵押登记手续办妥后并交银行执管之日止，截至2021年9月末公司承担阶段性担保余额为10.64亿元。

九、抗风险能力分析

经过多年发展，公司已成为集房地产业、口岸经济产业、海洋经济产业、服务业等于一体的集团化企业。其中房地产开发销售收入为公司最主要的收入来源，公司已开发项目主要分布于珠海市、上海市、重庆市及三亚市，项目区域布局较好，公司在售及储备房产项目规模尚可，业务发展较有保障。

公司与多家银行均建立了长期稳定的信贷业务关系，截至2021年9月末，公司已获得未使用的银行授信额度合计72.98亿元。此外，公司作为A股上市公司，具备较好的直接融资能力，公司融资渠道较为通畅。

同时中证鹏元注意到，公司主要在售房产项目区域集中度较高，易受单一区域楼市政策变化影响。

公司部分项目去化周期较长，主要在建房地产项目尚需投资规模较大，后续将面临较大的资本开支压力。公司债务规模较大，负债经营程度较高，公司面临较大的偿债压力。

总体来看，公司抗风险能力尚可。

十、本次债券偿还保障分析

（一）本次债券偿债资金来源及其风险分析

公司营业收入主要来自房地产业务和受托开发项目业务；截至 2021 年 9 月末，公司在售及储备房产项目规模尚可，分布于珠海、上海及重庆等经济较发达地区，房地产市场发展较有支撑，未来若顺利销售回款，可为本次债券偿付提供一定保障。值得注意的是，公司主要在售房产项目集中于珠海市，受单一区域楼市调控政策影响较大；加之公司房产定位中高端、整体去化周期相对较长，未来房地产销售回款可能存在较大波动。截至 2021 年 9 月末，公司未抵押存货及投资性房地产账面价值较大，必要时可通过资产处置筹集偿债资金。但中证鹏元关注到，该部分资产实际变现时可能受到房地产市场波动的影响而存在不确定性。

此外，公司作为上市公司，必要时可通过资本市场其他渠道筹集资金以确保本次债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营状况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

（二）本次债券保障措施分析

公司以其子公司持有的土地使用权为本次债券提供抵押担保，有效提升了本次债券的信用水平，但极端情况下相关资产能否及时变现以及变现金额存在不确定性

1、资产抵押概况

为保障本次债券持有人的利益，公司拟以其子公司重庆两江新区格力地产有限公司及珠海保联供应链管理有限公司持有的8宗土地使用权为本次债券提供抵押担保，土地登记用途主要为其他商务用地，面积合计17.59万平方米。

表11 拟用于本次债券抵押的土地明细（单位：平方米、万元）

土地证编号	土地位置	用途	土地面积	评估价值
108房地证2013字第02411号	两江新区鱼嘴组团P标准分区	其他商务用地	30,383.00	18,813.15
108房地证2014字第14063号	两江新区鱼嘴组团P标准分区P19-3/01	城镇住宅用地、商业用地	15,290.00	7,717.37
108房地证2014字第00906号	两江新区鱼嘴组团P标准分区	其他商务用地	16,171.00	3,096.10
108房地证2014字第00907号	两江新区鱼嘴组团P标准分区	其他商务用地	28,652.00	5,485.71
108房地证2014字第00908号	两江新区鱼嘴组团P标准分区	其他商务用地	19,259.00	8,841.04

渝（2016）两江新区不动产权第 000400408 号	两江新区鱼嘴组团 P 标准分区 P26-2/03 地块	商业用地、商务用地	23,147.00	15,400.46
粤（2021）珠海市不动产权第 0013572 号	珠海市横琴、保税区、洪湾片区一体化发展改革新拓展区磨刀门水道东侧、挂锭山南侧、环港西路北侧地块 1	仓储用地	29,959.39	4,230.27
粤（2021）珠海市不动产权第 0013573 号	珠海市横琴、保税区、洪湾片区一体化发展改革新拓展区磨刀门水道东侧、挂锭山南侧、环港西路北侧地块 2	仓储用地	13,052.70	1,843.04
合计			175,914.09	65,427.14

资料来源：公司提供

2、抵押相关法律手续及抵押资产的监管

根据公司与其子公司重庆两江新区格力地产有限公司及珠海保联供应链管理有限公司（抵押人）和海通证券股份有限公司（抵押权益代理人/债券受托管理人）签订的《格力地产股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）土地抵押合同》（以下简称“土地抵押合同”），公司以其子公司持有的8宗土地使用权抵押给本次债券持有人，为其履行本次债券还本付息义务提供抵押担保；公司及抵押人应在本次债券发行工作结束后的30个工作日内办理抵押登记手续。土地抵押合同担保的担保债务包括应向全体债券持有人偿还或支付的所有本金、及累计未付利息（包括但不限于法定利息、约定利息、逾期利息、展期利息及罚息）手续费及其他收费、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应付款项。

在本次债券存续期间，抵押人应聘请经抵押权人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值每年进行跟踪评估，评估基准日为每年12月31日，评估报告出具时间为应为每年4月30日前。在抵押权存续期间内，抵押权人有权在抵押期间内对抵押资产进行动态监督，跟踪抵押资产的价值变动情况。

此外，在本次债券存续期间，如果本期债券担保资产评估价值的总和减少至低于本期债券未偿本金及当年应付利息的1.5倍，抵押人应按照债券受托管理人的要求提供债券受托管理人认可的其他担保（包括但不限于土地使用权或者房屋使用权等），以保证担保资产评估价值总和及其他保证金额之和不低于本期债券未偿还本金及当年应付利息的1.5倍。

根据北京华亚正信资产评估有限公司于2022年2月11日出具的华亚正信评报字【2022】第A02-0006号资产评估报告（评估基准日为2021年9月30日），抵押土地评估价值共计65,427.14万元，为本期债券融资规模和1年期利息（假设本期债券发行利率为6.5%）的1.54倍，可有效提升本期债券的信用水平。

但由于抵押的土地使用权规模较大，极端情况下，能否及时变现以及变现金额具有一定的不确定性，成交价格可能无法达到评估价值，存在一定的处置风险。

十一、结论

综上，中证鹏元评定格力地产股份有限公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

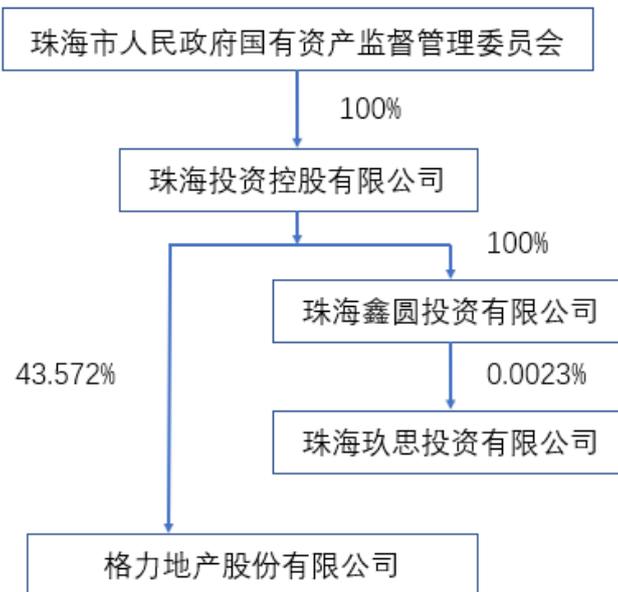
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年9月	2020年	2019年	2018年
货币资金	15.56	30.43	30.14	20.60
存货	238.42	257.35	237.53	214.39
流动资产合计	261.57	298.84	273.80	241.72
非流动资产合计	69.28	75.86	52.83	54.97
资产总计	330.85	374.70	326.63	296.69
短期借款	16.21	4.55	0.76	2.00
一年内到期的非流动负债	43.01	69.03	27.34	16.08
流动负债合计	113.88	150.86	87.20	58.89
长期借款	84.28	101.48	79.21	76.21
应付债券	29.94	25.81	69.73	67.74
长期应付款（合计）	1.24	1.27	1.27	1.18
非流动负债合计	126.37	139.53	160.79	155.75
负债合计	240.25	290.39	247.99	214.64
总债务	187.90	217.65	199.30	185.31
归属于母公司的所有者权益	90.54	84.23	78.54	81.96
营业收入	61.69	63.89	41.93	30.78
净利润	6.39	5.58	5.26	5.12
经营活动产生的现金流量净额	26.78	18.20	17.25	-12.17
投资活动产生的现金流量净额	-0.31	-21.44	0.64	-3.45
筹资活动产生的现金流量净额	-41.34	3.74	-8.43	8.19
财务指标	2021年9月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	28.58%	30.01%	30.07%	34.28%
EBITDA 利润率	--	17.56%	22.47%	24.26%
总资产回报率	--	3.45%	2.60%	2.58%
产权比率	265.17%	344.44%	315.36%	261.59%
剔除预收款项的资产负债率	71.01%	75.74%	74.20%	71.92%
净负债率	191.16%	223.79%	216.32%	201.56%
OCF/净债务	15.46%	9.65%	10.14%	-7.36%
EBITDA 利息保障倍数	--	0.81	0.72	0.67
速动比率	0.20	0.27	0.42	0.46
现金短期债务比	0.24	0.37	0.71	0.63

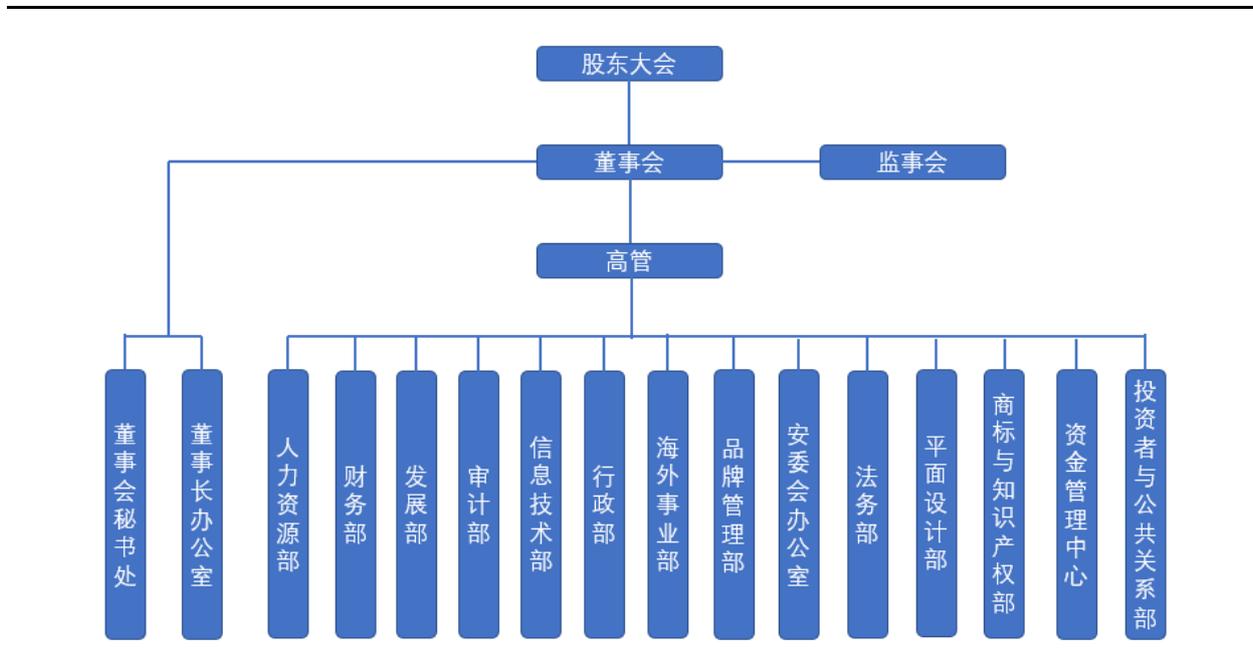
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：公开资料

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 9 月）



资料来源：公司提供

附录四 2021年9月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

序号	子公司名称	注册资本（万元）	业务性质	持股比例(%)	
				直接	间接
1	珠海格力房产有限公司	12,688.20	房地产开发	100	
2	珠海保联国际物流合作园投资有限公司	3,000.00	物流园建设与经营	100	
3	珠海海控金融服务有限公司	5,000.00	非银行金融信息服务	100	
4	格力地产（香港）有限公司	20,000.00 万港币	咨询及推广	100	
5	珠海海控远洋渔业投资有限公司	5,000.00	渔业投资	100	
6	珠海保联资产管理有限公司	5,000.00	资产管理、投资管理	100	
7	珠海高栏陆海联线发展有限公司	3,000.00	填海工程、项目投资	100	
8	珠海万联海洋发展有限公司	3,000.00	海洋工程项目投资	100	
9	上海海控商业保理有限公司	5,000.00	保理	100	
10	珠海高格企业管理有限公司	5,000.00	企业管理	100	
11	格力地产（美国）有限公司	3,000.00 万美元	房地产开发	100	
12	格力地产（英国）有限公司	5,000.00 万英镑	房地产开发	100	
13	珠海海控科技有限公司	1,000.00	技术开发、信息服务	100	

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

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