

信用评级公告

联合〔2022〕5053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”“21珠投04”和“21珠投05”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：

二〇二二年六月二十三日

广东珠江投资股份有限公司

2022 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
21 珠投 05	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
21 珠投 05	10.00	10.00	2026/10/26

注：1. 上述债券均含第 2 年末和第 4 年末投资者回售选择权；2. 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：2022 年 6 月 23 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	V3.1.202205
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

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

评级观点

跟踪期内，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、区域布局和开发经验等方面仍具有较强的优势。公司土地储备充足且区位优势显著，协议销售额保持增长，城市更新项目规模较大且取得较大突破，对未来的销售有一定支撑，自持物业区位优势显著，对现金流形成有益补充。同时联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到未来房地产市场运行存在一定不确定性、公司土地储备中工业及仓储用地占有一定比例、在建项目尚需投入较大规模资金、预付款项和其他应收款对资金形成占用、关联方交易规模较大、少数股东权益占比较高、投资的合伙企业较多、2023 年一季度债券回售金额较大、面临较大集中偿付压力及对外担保规模较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着上海安康苑项目逐步预售以及北京分钟寺一级土地开发业务剩余地块的上市，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，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”“21 珠投 04”和“21 珠投 05”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；城市更新项目规模较大且取得较大突破，对未来销售有一定支撑。截至 2021 年底，公司土地储备及项目主要分布在一二线城市，土地储备充足且质量较好。此外，公司城市更新取得较大突破，北京分钟寺项目二期预计于 2022 年 9—10 月上市；安康苑项目位于上海内环核心区域，首期基本售罄，二期将于 2022 年 7 月份推出；公司城市更新项目所处区位较好，对未来销售有一定支撑。

2. 协议销售额保持增长，自持物业经营良好，对现金流形成有益补充。2021 年，公司协议销售额同比增长

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	3
			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		
--				--

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

分析师：卢瑞 曹梦茹

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

38.50%；公司自持物业经营良好，对现金流形成有益补充。

关注

1. 2021 年下半年以来房地产市场出现较大波动，长期来看行业高速增长阶段已经结束。2021 年下半年以来房地产市场大幅降温，长期看房地产行业高速增长阶段已经结束，伴随行业调控政策趋于长期化，未来房地产市场运行存在一定不确定性。

2. 在建及城市更新项目尚需投资规模较大，土地储备中部分非住宅及商业地块有一定占比。公司在建房地产项目和城市更新项目规模较大，未来资金需求较大，面临一定融资压力。截至 2021 年底，公司北京和天津的土地储备中工业、仓储用地规模有一定占比，该性质的土地流动性和去化方式存在一定的不确定性。

3. 预付款项和其他应收款规模较大，对资金形成一定占用，且关联方交易规模较大，加大了资金管理难度。截至 2021 年底，公司预付款项和其他应收款占总资产的 18.91%，对资金形成一定占用；且关联方交易规模较大，加大公司资金管理难度。

4. 少数股东权益占比较高，其他非流动金融资产有一定规模。截至 2021 年底，公司少数股东权益占 33.01%，其他非流动金融资产达 51.64 亿元，主要为投资的合伙企业份额。

5. 公司存在一定的或有负债风险，且长期偿债指标偏弱，2023 年一季度面临债券集中回售，存在较大集中偿付压力。公司 2022 年内到期债务规模较小，但 2023 年一季度信用债回售金额较大，且在 2023—2024 年存在一定的集中兑付压力；公司 EBITDA 对利息的覆盖倍数不足；对外担保占净资产比重较高，存在一定或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿元）	160.76	114.34	108.22
资产总额（亿元）	1792.30	1817.11	1879.07
所有者权益（亿元）	426.82	500.87	506.16
短期债务（亿元）	137.66	129.14	55.90
长期债务（亿元）	701.03	485.95	553.86
全部债务（亿元）	838.69	615.08	609.77
营业总收入（亿元）	123.30	222.05	141.24
利润总额（亿元）	20.12	29.95	15.14
EBITDA（亿元）	40.81	48.94	20.13
经营性净现金流（亿元）	125.95	167.92	42.97
营业利润率（%）	26.43	22.81	31.49
净资产收益率（%）	3.79	4.90	2.15
资产负债率（%）	76.19	72.44	73.06
全部债务资本化比率（%）	66.27	55.12	54.64
流动比率（%）	230.89	179.09	190.87
经营现金流负债比（%）	21.14	22.09	5.75
现金短期债务比（倍）	1.17	0.89	1.94
EBITDA 利息倍数（倍）	0.37	0.64	0.44
全部债务/EBITDA（倍）	20.55	12.57	30.29
公司本部（母公司）			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	979.97	961.54	1075.40
所有者权益（亿元）	57.76	54.73	49.71
全部债务（亿元）	131.78	128.71	118.36
营业收入（亿元）	1.03	1.01	0.89
利润总额（亿元）	0.26	-4.18	-6.71
资产负债率（%）	94.11	94.31	95.38
全部债务资本化比率（%）	69.53	70.17	70.42
流动比率（%）	92.59	83.51	89.78
经营现金流负债比（%）	4.18	0.45	1.43

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；3. 公司 2019 年和 2020 年财务数据分别使用 2020 年和 2021 年年初数据

资料来源：公司财务报告

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	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 05	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/09/29	闫欣 卢瑞	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 21 珠投 01 21 珠投 02 21 珠投 03 21 珠投 04	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/06/28	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 04	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/03/24	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	2021/03/05	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	2021/01/15	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	2020/08/10	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

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受广东珠江投资股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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

2022 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 月成立。经数次增资及股权转让等，截至 2021 年底，公司注册资本和实收资本均为 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，为公司控股股东，其持有公司股份无质押，朱伟航为公司实际控制人（详见附件 1-1）。

2021 年，公司经营范围和组织架构较上年无变化，公司组织架构图见附件 1-2。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 1879.07 亿元，所有者权益 506.16 亿元（含少数股东权益 167.07 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 141.24 亿元，利润总额 15.14 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 2022 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，除“21 珠投 05”未到付息日外，其余债券均在付息日正常付息。

表 1 截至 2022 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)
21 珠投 05	10.00	10.00	2021/10/26	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分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

¹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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同。

表 2 2021 一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，

猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般

公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间；部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定；着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求

端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 房地产行业概况

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方

米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017—2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021 年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021 年 7—12 月，全国商品房单月销售面积同比增速连续 6 个月为负；但得益于上半年销售增长，2021 年全年全国商品房销售面积 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，增速较 2020 年下降 0.7 个百分点；住宅销售面积 15.65 亿平方米，同比增长 1.1%。

2. 土地市场与信贷环境

2021 年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021 年土地购置面积 2.16 亿平方米，同比下降 15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021 年土拍市场出现了新景象；2021 年上半年的第一轮集中

供地，百强民营房企获取近 50% 的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021 年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长 23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021 年 7—12 月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9 月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此 2021 年下半年房地产开发到位资金同比下降 10.51%。2021 年全年房地产开发到位资金合计 20.11 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年下滑 3.4 个百分点。

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	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021年初严查经营贷，2021年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但2022年3月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021年初，房地产市场延续上年底热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策坚

定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。2021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 2021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
2021年2月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动
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
2021年7月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021年9月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年2-3月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证

交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表5 2021年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年3月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021年6月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021年7月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制

2021 年 9 月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021 年 10 月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021 年 12 月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

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区域品牌知名度。

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战略重心，已经形成房地产开发、土地一级开发、规划设计、建筑施工和物业管理等在内的“一体化”业务布局。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。经过多年的发展，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，公司近年来在一线城市的核心区位获取多个城市更新项目，保持了较低的土地成本，同时能够获得核心区域的优质土地储备。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《2022 中国房地产开发企业综合实力 TOP500 测评研究报告》中排名第 78 位。

3. 企业信用记录

公司过往债务实际履约情况良好。

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 2022 年 5 月 18 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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2022 年 6 月 14 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

公司主要管理制度连续，董事、监事及高级管理人员未发生变化，管理运作正常。

跟踪期内，公司主要管理制度未发生变化，董事、监事及高级管理人员稳定。

八、经营分析

1. 经营概况

2021 年，房地产销售收入仍为公司主要收

入来源；因未确认毛利率较低的土地一级整理收入，公司营业收入下降，综合毛利率提升。

近年来公司主要通过城市更新拿地，单个项目投资规模大，土地出让时间不确定，收入和现金流不稳定。在开发产品上，公司以改善型和高端住宅为主，项目周转较慢。公司房地产项目以独立开发为主，少量投资较大的项目采用合作开发。

2021年，公司仍以房地产销售为主业且占比有所提高。2021年，公司实现营业收入141.24亿元，同比下降36.39%，主要系当年无一级土地整理项目上市所致；公司利润总额15.14亿

元，同比下降49.45%，主要系收入下降以及当期对外捐赠和公允价值变动损失较大所致。

从毛利率看，2021年，公司房地产销售毛利率同比增长11.21个百分点，主要系2020年分钟寺一级土地整理业务毛利率较低（约为8.47%）所致，若不考虑土地一级整理业务，公司房地产业务毛利率同比下降约6个百分点，主要系结转项目的结构性差异所致。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。综上，公司综合毛利率较2020年上升12.12个百分点。

表6 2019-2021年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019年			2020年			2021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	79.62	64.57	24.15	181.90	81.92	19.78	123.36	87.34	30.99
建筑施工	52.92	42.92	25.15	64.52	29.06	26.66	58.99	41.76	19.41
房地产销售佣金	14.09	11.43	5.61	3.66	1.65	10.38	--	--	--
租赁服务	6.01	4.87	100.00	5.40	2.43	100.00	5.96	4.22	100.00
特许专柜销售佣金	0.46	0.37	10.87	0.034	0.02	8.82	--	--	--
酒店服务	1.48	1.20	85.81	0.92	0.41	83.70	1.41	1.00	83.53
建筑设计	1.13	0.92	69.03	1.63	0.73	84.05	1.02	0.72	73.19
物业管理	1.07	0.87	9.35	1.25	0.56	5.60	1.81	1.28	23.12
其他	1.06	0.86	80.19	0.77	0.35	68.83	0.85	0.60	66.08
抵消	-34.54	-28.01	--	-38.03	-17.13	--	-52.15	-36.92	--
合计	123.30	100.00	32.12	222.05	100.00	26.32	141.24	100.00	38.44

注：1. 公司于2020年出售房地产经纪业务，故2021年没有该业务收入；2. 公司2021年取消联销商户业务，故不产生特许专柜销售佣金
资料来源：公司提供

2. 房地产开发

（1）土地储备

2021年，公司保持一线城市的投资布局，新增广深旧改和二级开发项目；公司土地储备区域以北京和广州等一线城市为主，珠三角和长三角的二线城市及部分热点三线城市为辅，土地储备充足，但工业及仓储用地占有一定比

例，该性质土地流动性和去化方式存在一定的不确定性。

2021年，公司获取土地储备4块，主要通过招拍挂和旧改获取，保持一定的拿地节奏。其中广州的两个招拍挂项目楼面地价均为10000元/平方米左右，较为合理。

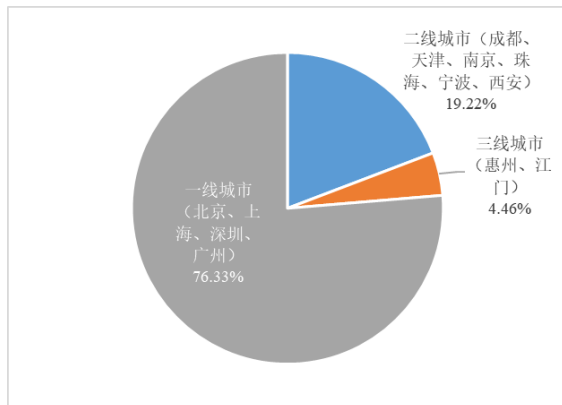
表7 公司2021年新获取土地储备（单位：万平方米、亿元）

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	地价
广州市海珠区五凤村旧改项目	2021年	广州	协议出让	商住	88.97	308.89	--
广州增城荔湖街项目	2021年	广州	招拍挂	住宅	8.68	31.51	21.70
广州增城石滩镇项目	2021年	广州	招拍挂	住宅	8.64	37.90	26.00
深圳老墟镇旧改项目	2021年	深圳	股权收购	商住	5.25	32.89	--
合计	--	--	--	--	111.54	411.19	--

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司全口径土地储备 2803.76 万平方米（含未开工面积、旧改项目和部分规模较小的在建未完工面积），以一线城市为主，在目前房地产市场行业下行背景下，一线城市的项目销售去化受影响较小，对公司的销售形成有力支撑。从土地用途看，公司土地储备建筑面积中，仓储、工业和研发等用地占 10.19%，该性质土地流动性和去化方式存在一定的不确定性，分布在北京、天津、广州和深圳（其中北京和天津工业和仓储用地分别占对应城市土地储备建筑面积的 21.46%和 21.28%）；其余各城市储备主要为住宅、商业和综合用地。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，加之部分土地为工业、仓储用地，公司土地储备成本相对较低；由于规划变更及分期开发等原因，部分项目开发周期较长。

图 1 截至 2021 年底公司土地储备分布



资料来源：公司提供、联合资信整理

（2）项目开发建设

2021 年，公司新开工面积规模较大，竣工面积保持增长；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，公司 2021 年新开工面积同比增长 172.13%，主要系当年获取的招拍挂项目开工以及新开工的广州南沙项目规模较大所致；竣工面积继续增长。公司保持一定的开发节奏。

表 8 公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
新开工面积	274.54	104.36	284.00
竣工面积	86.57	91.36	110.00

注：数据口径为全口径，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 2021 年底，公司在建项目总建筑面积 2223.11 万平方米，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。从投资额来看，公司在建项目尚需投资金额 1207.94 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。

（3）房产销售情况

2021 年，公司协议销售面积保持增长，受益于当期安康苑销售均价较高，公司协议销售金额同比增幅较大。公司在建项目剩余可售面积主要分布在北京和广州等一二线城市，部分二线城市或将面临一定的去化压力。

从销售数据看，2021 年，公司协议销售面积小幅增长 9.61%，受益于公司当期新推盘的上海安康苑项目售价较高，2021 年公司销售均价同比增长 26.30%；协议销售金额同比增长 38.50%。2021 年，公司销售回款率有所下降，主要系公司安康苑项目销售规模较大且于年底上市，部分回款在 2022 年所致，但公司销售回款率依然保持在较高水平。结转收入方面，2021 年，公司结转面积同比增长 44.97%，但因结转的区域差异，结转的楼面均价较低，结转收入同比下降 32.18%。

表 9 公司项目销售情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
协议销售面积（万平方米）	62.11	62.88	68.92
协议销售金额（亿元）	140.47	154.68	214.23
协议销售均价（元/平方米）	22616.37	24599.24	31067.97
回款率（%）	97.89	98.41	92.79
结转收入面积（万平方米）	32.03	47.23	68.47
结转收入（亿元）	79.62	181.90	123.36

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司全口径在建项目剩余可售面积²（总可售面积扣减累计已销售面积）102.80 万平方米，主要分布在北京、广州、成都和珠海等一二线城市，其中一线城市占 61.17%，二线城市占 38.80%，项目类型以住宅和商业为主。公司在建在售项目整体去化率为 83%，销售去化良好。但目前房地产行业下行，部分二线城市项目可能面临一定的去化压力。

3. 城市更新改造

公司城市更新项目位置优越、体量大，若能顺利转化，将对公司土地储备形成有力支撑；但项目投入周期长、不确定性较大，对资金占用明显，未来仍需较大的投资规模，资金压力较大，未来债务或将上升。

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10所示。

表 10 截至 2021 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	最新进度
北京分钟寺项目	57.92	173.33	457.74	288.46	--	一期已上市，通过政府专班尽快完成规综方案编制工作，二期准备中
北京张家湾棚改项目	53.60	69.91	40.88	31.24	--	张家湾五期东地块已发布用地预告，继续跟踪地块摘牌情况
北京房山西潞项目	286.47	220.00	83.93	65.89	--	法院指定第三方审计单位介入审计
上海安康苑项目	11.97	55.27	276.16	180.50	95.66	一级土地权益结算推进中，同步推进 23#24#25#土地手续办理及 21#22#26#上市摘牌工作
上海复兴东路项目	1.08	1.40	33.46	23.09	10.37	01 及 02 地块拔钉清零工作推进中，待完成签约搬迁工作后启动交地手续办理等
深圳布心项目	6.60	37.89	44.04	4.90	39.14	项目一期已拆平，待补交出让金后取得国土证转在建，后续期区拆迁谈判推进中
增城长岗旧改项目	35.87	72.63	52.32	2.76	49.56	已完成改造方案初稿编制，待政府批复后实施
广州五凤村旧改项目	88.90	309.00	292.00	10.75	281.25	已完成合作企业中标，目前正在片区策划方案审批，控规调整批复及公示等工作
深圳老墟项目	2.71	24.69	28.48	7.41	21.07	项目已取得专规批复，目前拆迁签约率为 75%
合计	545.12	964.12	1309.01	615.00	497.05	

注：1. 北京分钟寺和张家湾项目为纯一级开发项目，房山西潞为村集体改造项目，公司尚不确定是否从事二级开发，故不计算待投资金额；2. 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
资料来源：公司提供

上海安康苑项目属于一二级联动的改造项目，于启动之初获得 227 亿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，一期已于 2021 年 12 月上市，截至 2021 年底已基本去化完毕，销售金额约 66 亿元，二期项目预计于 2022 年 7 月上市，2022 年计划推盘货值 128 亿元。

北京房山西潞项目占地面积 120 公顷，建筑规模 220.00 万平方米，计划总投 83.93 亿元。因 2021 年政策调整，该项目要求减用地至 103.54 公顷，总建筑规模调减至 155.84 万平方

米。上述调整与当初公司与房山区政府签署的协议要求存在较大出入，公司目前已发起诉讼，要求政府返还相关投资款项，目前双方正在做庭前调解中。

北京分钟寺项目是北京市棚户区改造项目，规划打造成为北京 CBD 副中心区。项目主要地块拆迁工作基本完成，第一期地块完成上市，收到土地整理返还款约 113 亿元，回迁楼项目正在建设中。分钟寺项目一级开发可实现收入由政府按“成本+利润”进行返还，其中成本由政府相关部门进行核定，利润根据成本的 8%~12% 核定。分钟寺二期项目预计在 2022 年

² 公司项目多分期开发，在建项目总可售面积仅统计已开工部分

9—10 月上市。

增城长岗旧改项目位于广州市增城区“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。该项目总投资 52.32 亿元，目前正在制定拆迁方案阶段。

广州五凤村旧改项目位于广州市海珠区核心位置，近地铁 2 号线江泰路站、地铁 8 号线中大站。该项目位于“中大国际创新谷”区域范围内，将会打造集合科研总部、科技孵化、商务配套功能于一体的“高品质创新科技企业集聚区”。该项目总投资 292 亿元，目前正在制定拆迁方案中。

深圳老墟位于龙岗大道与深汕公路交汇处，并紧邻轨道 3 号线与规划轨道 16 号线换乘站双龙站，深圳老墟项目处于拆迁谈判阶段，拆迁签约率已达 75%。

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，出租率情况良好；但投资性房地产公允价值存在一定波动风险。

公司自持物业以高端商城、写字楼以及综合体为主。截至2021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86.29%，出租率良好，广州增城珠江创业中心出租率为55%，主要系开业时间尚短，商业环境正处于培育过程中；上海方家窑项目出租率为82%，主要系该项目刚升级改造完成，目前正在招租过程中。

2021年，公司租金收入有所恢复，但单位租金水平有所下降，主要系2021年新增商业项目尚在培育期，租金不高所致。截至2021年底，公司投资性房地产账面价值356.44亿元，公司投资性房地产主要由公司市场部门根据市场法确定其市场价值，但公司租金收入对投资性房地产估值支撑不足，存在公允价值变动风险。

表 11 公司自持物业租金情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
平均租金水平（元/平方米·天）	1.21	1.20	1.13
租赁收入（亿元）	6.01	5.40	5.96

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2021年，公司经营效率有所下降，整体经营效率一般。

2021年，受一级开发未确认收入影响，公司存货周转次数、流动资产周转次数和总资产周转次数均有所下降。从同行业公司比较情况看，公司相关指标偏低，主要系公司项目体量较大且从事土地一级开发，投资规模较大且项目周期较长，收入与投入错配所致。

表 12 2021 年同行业公司运营指标情况（单位：次）

公司名称	存货周转次数	流动资产周转次数	总资产周转次数
广东海伦堡地产集团有限公司	0.25	0.22	0.18
大华（集团）有限公司	0.14	0.15	0.14
新湖中宝股份有限公司	0.26	0.22	0.13
公司	0.10	0.10	0.08

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

6. 关联交易

2021年，公司为同一控制下的关联方担保规模仍较大，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。

2021年，公司与同一控制下的关联方担保及往来款仍较多，具体情况如表13所示。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。

表 13 公司关联交易情况（单位：亿元）

项目	2019 年底	2020 年底	2021 年底
对关联方担保	111.79	102.11	145.05
关联方为公司担保	210.35	174.42	157.88
从关联方借款	159.95	63.40	22.48
其他应收款中的应收关联方款项	162.62	99.09	100.49
其他应付款中的应付关联方款项	84.71	101.15	86.87

资料来源：公司财务报告

7. 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。

公司将继续以房地产开发业务为核心，强化包括土地一级开发、规划设计、建筑施工、物业管理在内的“一体化”产业链优势。在区域布局上，公司将继续提升以北京、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。

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，加快项目预售和回款，实现资金早日回笼。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，中喜会计

师事务所(特殊普通合伙)对上述报表进行了审计并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2021年底，公司合并资产总额1879.07亿元，所有者权益506.16亿元(含少数股东权益167.07亿元)；2021年，公司实现营业总收入141.24亿元，利润总额15.14亿元。

2. 资产质量

截至2021年底，公司资产规模小幅增长。预付款项及其他应收款对公司资金形成一定占用；其他非流动金融资产有一定规模且主要投资合伙企业份额；投资性房地产存在高估风险；公司受限资产占比较高，资产质量尚可。

截至2021年底，公司合并资产总额保持增长，以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

表 14 2019 - 2021 年末公司资产主要构成(单位: 亿元、%)

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		增长率	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	三年复合增长率	2021 年底较年初增长率
流动资产	1375.27	76.73	1361.30	74.92	1426.00	75.89	1.83	4.75
货币资金	159.42	8.89	108.93	5.99	106.30	5.66	-18.34	-2.41
预付款项	180.22	10.06	188.81	10.39	169.24	9.01	-3.10	-10.36
其他应收款(合计)	231.34	12.91	189.75	10.44	186.05	9.90	-10.32	-1.95
存货	769.13	42.91	836.01	46.01	927.89	49.38	9.84	10.99
非流动资产	417.03	23.27	455.80	25.08	453.06	24.11	4.23	-0.60
其他非流动金融资产	--	--	70.48	3.88	51.64	2.75	--	-26.73
投资性房地产	333.42	18.60	344.83	18.98	356.44	18.97	3.39	3.37
资产总额	1792.30	100.00	1817.11	100.00	1879.07	100.00	2.39	3.41

注: 占比为占总资产的比例

资料来源: 公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2021年底，公司货币资金小幅下降，其中预售监管资金余额24.50亿元。货币资金中有32.33亿元受限资金(不含预售监管资金)，受限比例为30.40%，受限比例较高，主要为定期存单质押、按揭保证金、银行贷款保证金及票据保证金。

截至2021年底，公司预付款项有所下降；公

司预付款项主要为一级开发及旧改业务合作保证金和预付工程款。

截至2021年底，公司其他应收款(合计)略有下降；其他应收款累计计提坏账准备70万元。公司其他应收款主要是同一控制下的关联方往来款，其中100.49亿元为应收关联方款项，占比为54.50%。此外非经营性往来款和资金拆借余额为58.68亿元，其中控股股东、实际控制人及

其他关联方占款或资金拆借合计36.33亿元。整体看，公司其他应收款规模较大，关联方往来款规模较大，且存在非经营性往来款或拆借，对公司资金形成一定占用。

截至2021年底，公司存货有所增长，截至2021年底，公司存货主要由在建开发产品（占95.57%）和已完工开发产品（占4.39%）构成。公司存货主要分布于一二线城市，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，项目流动性较差。公司存货区域分布较好，未计提跌价准备。截至2021年底，公司有271.84亿元的存货用于抵押贷款，占存货账面价值的29.30%。

（2）非流动资产

公司其他非流动金融资产主要为投资的合伙企业份额，主要底层资产为公司的旧改项目，如上海安康苑和北京分钟寺项目。截至2021年底，公司其他非流动金融资产较年初有所下降，主要系公司处置了部分对深圳力汇丰盈一号创业投资合伙企业（有限合伙）（底层资产为同程艺龙，处置10.06亿元）的投资所致。

公司投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量。截至2021年底，公司投资性房地产小幅增长，主要系公允价值变动及存货转入所致。公司投资性房地产租金收入（2021年为5.96亿元）对投资性房地产账面价值支撑不足，存在高估风险。截至2021年底，公司用于抵押贷款的投资性房地产为222.70亿元，受限比例为62.48%，受限比例高。

截至2021年底，公司受限资产609.58亿元，占总资产的32.44%，受限比例较高。

表 15 截至 2021 年底公司资产受限情况

（单位：亿元）

受限科目	受限账面价值	受限情况说明
货币资金	32.33	保证金及存单质押等
固定资产	6.45	子公司项目融资
投资性房地产	222.70	子公司项目融资
存货	271.84	子公司项目融资
公司股权	76.26	子公司项目融资
合计	609.58	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2021 年底，公司归属于母公司所有者权益有所增长，少数股东权益占比较高，所有者权益结构稳定性较弱。

截至2021年底，公司所有者权益506.16亿元，较年初增长1.06%。其中，归属于母公司所有者权益339.09亿元，较年初增长7.99%，占比为66.99%；少数股东权益167.07亿元，占比为33.01%，少数股东权益较年初下降10.60%，主要系公司收购了成都珠江润景房地产开发有限公司少数股东权益所致。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占8.30%、2.69%、8.77%和46.87%。所有者权益结构稳定性较弱。

（2）负债

截至2021年底，公司负债总额小幅增长，债务规模变动不大，以长期债务为主，公司债务负担一般，但2023-2024年到期债务规模较大，且2023年一季度回售债券金额较大，存在较大的集中偿付压力。公司部分项目合伙企业参与较多，存在一定表外债务风险。

截至2021年底，公司负债总额小幅增长，流动负债和非流动负债相对均衡，非流动负债占比有所增加。

表 16 2019 - 2021 年底公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年		2021 年		增长率	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	三年复合增长率	2021 年底较年初增长率
流动负债	595.63	43.62	760.12	57.75	747.12	54.42	12.00	-1.71
应付账款	160.76	11.77	172.79	13.13	196.14	14.29	10.46	13.52

其他应付款（合计）	191.87	14.05	295.19	22.43	247.44	18.02	13.56	-16.18
合同负债	--	--	152.45	11.58	208.22	15.17	--	36.58
非流动负债	769.85	56.38	556.11	42.25	625.79	45.58	-9.84	12.53
长期借款	606.62	44.43	460.34	34.97	473.73	34.51	-11.63	2.91
应付债券	94.41	6.91	25.48	1.94	80.07	5.83	-7.91	214.32
负债总额	1365.48	100.00	1316.24	100.00	1372.91	100.00	0.27	4.31

注：占比为占总负债的比例

资料来源：公司财务报告

截至2021年底，公司应付账款较年初有所增长，主要系项目建设规模扩大，应付工程款增加所致。

截至2021年底，公司其他应付款（合计）较年初下降16.18%，主要系同一控制下的关联方往来款下降所致。

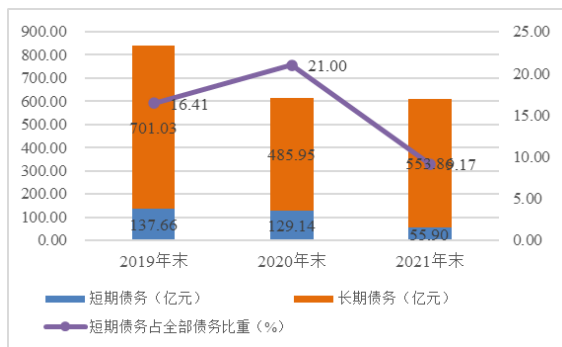
2021年，公司执行新收入准则，将原预收款项计入合同负债。截至2021年底，公司合同负债较年初增长36.58%，主要系当期新推盘项目销

售较好，预收售房款增加所致。

截至2021年底，公司长期借款较年初小幅增长；公司长期借款以银行借款为主。

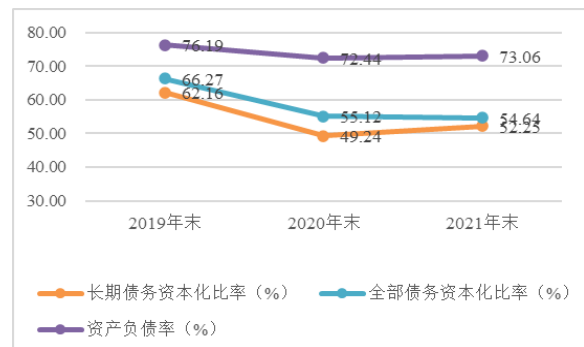
截至2021年底，公司应付债券较年初增幅较大，主要系当期新发行5期公司债所致。截至2021年底，公司存续债券中，于2023年到期或回售的本金余额为74.64亿元，其中2023年1—3月面临回售的本金为49.64亿元，集中偿付压力较大。

图2 近年来公司债务结构情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图3 近年来公司债务杠杆情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年底，公司全部债务609.77亿元，较年初下降0.86%。债务结构方面，以长期债务为主（占90.83%）。从债务指标来看，截至2021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73.06%、54.64%和52.25%，较上年底分别提高0.63个百分点、下降0.48个百分点和提高3.01个百分点。公司债务负担一般。截至2021年底，公司重要债务指标如下表所示。此外，公司上海安康苑和北京分钟寺等旧改项目中，合伙企业参与较多，公司持股比例

不高，存在一定的表外债务风险。

表17 截至2021年底公司重要债务指标情况

剔除合同负债的 资产负债率 (%)	净负债率 (%)	未受限现金短债 比 (倍)
69.25	99.09	1.36

注：剔除合同负债的资产负债率=（负债-预收款项-合同负债-待转销项税额）/（资产-预收款项-合同负债-待转销项税额）；净负债率=（全部债务-货币资金）/所有者权益；未受限现金短债比=未受限货币资金/短期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告计算

从债务期限看，考虑若债券全额回售，2023年及2024年公司集中偿付压力较大。

表18 截至2021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	3.47	--	--	--	3.47

一年内到期的非流动负债	45.06	--	--	--	45.06
长期借款	--	98.93	125.71	249.09	473.73
应付债券（假设债券全额回售）	10.50	74.64	--	--	85.14
合计	59.03	173.57	125.71	249.09	607.40

注：表中未包含应付票据，而联合资信计算的全部债务中包含应付票据，故有所差异

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

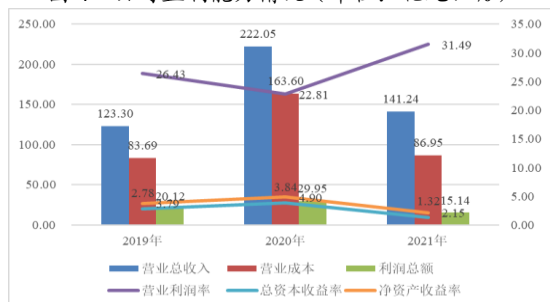
2021年，公司营业收入有所下降，费用总额略有增长，公允价值变动损失和营业外支出对利润有一定影响；公司盈利指标有所下降，与同行业公司相比，公司毛利率表现很好，但净资产收益率和总资产报酬率处于较低水平。

2021年，公司营业收入和利润总额分析见经营概况部分。

2021年，公司费用总额为22.76亿元，同比增长1.88%。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31.88%、43.47%、7.74%和16.91%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用同比增长3.87%，主要系销售规模增长所致；管理费用同比增长35.03%，主要系当年新开工项目较多，增配管理团队以及公司为应对2021年以来房地产市场下行冲击，增加了人员配置和激励所致；财务费用同比下降38.71%，主要系公司控制债务规模，置换高成本融资，利息支出减少所致。

非经常性损益方面，2021年，公允价值变动损失2.57亿元，主要系公司对平安健康医疗科技有限公司（股票简称：“平安好医生”，股票代码：1833.HK）和阅文集团（股票代码：0772.HK）的投资公允价值变动所致，占营业利润的13.24%；营业外支出4.57亿元，主要系公司捐款3.59亿元所致；整体看，公司2021年非经常性损益有一定规模，对利润有一定影响。

图4 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，受2021年公司收入减少以及对外捐赠和公允价值变动损失影响，公司净利润同比下降明显，总资本收益率和净资产收益率有所下降。与同行业公司相比，公司销售毛利率表现很好，净资产收益率和总资产报酬率处于较低水平。

表19 2021年公司盈利能力同行业对比情况

（单位：亿元、%）

公司名称	营业收入	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
广东海能堡地产集团有限公司	295.59	16.30	0.97	0.35
大华（集团）有限公司	261.59	35.41	7.24	2.43
新湖中宝股份有限公司	168.91	22.20	5.60	3.81
公司	141.24	38.44	2.15	1.01

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

2021年，公司经营活动现金仍为净流入但规模下降；投资活动现金转为净流入；筹资活动现金仍为净流出但规模下降，公司在建项目及城市更新项目所需资金较大，仍有较大的融资需求。

表20 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
经营活动现金流入小计	270.02	396.23	218.30
经营活动现金流出小计	144.07	228.32	175.34
经营活动现金流量净额	125.95	167.92	42.97
投资活动现金流入小计	5.37	16.78	30.15
投资活动现金流出小计	6.13	51.44	18.21
投资活动现金流量净额	-0.76	-34.66	11.94
筹资活动前现金流量净额	125.19	133.26	54.91
筹资活动现金流入小计	255.68	258.44	387.10
筹资活动现金流出小计	290.95	469.61	449.55
筹资活动现金流量净额	-35.27	-211.16	-62.45

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动看, 2021年, 公司经营活动现金流入同比下降44.91%, 主要系公司当年未有土地一级整理返还款和同一控制下的关联方往来款抵消所致; 经营活动现金流出同比下降23.20%, 主要为拿地、建设支出及旧改相关支出。综上, 2021年经营活动现金净额仍为净流入, 但净流入规模同比下降74.41%。

从投资活动看, 2021年, 公司处置了部分对外股权投资, 投资活动流入同比增长79.70%; 投资活动现金流出同比下降64.60%, 主要系公司当期对外股权投资规模较小所致。综上, 公司2021年投资活动现金转为净流入。

2021年, 公司筹资活动前现金流量仍为净流入, 但考虑到公司在建及旧改项目投资规模较大, 公司对外融资需求仍较大。

从筹资活动看, 2021年, 公司筹资活动现金流入同比增长49.78%, 主要系当期新发行公司债以及银行借款增加所致; 筹资活动现金流出同比下降4.27%。综上, 公司筹资活动现金仍为净流出, 但规模大幅下降。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标有所提升, 表现较好, 长期偿债指标较弱, 公司偿债能力指标表现一般。

从短期偿债指标看, 截至2021年底, 公司流动比率有所提升, 速动比率略有下降, 公司流动资产对流动负债的保障程度较好; 截至2021年底, 公司现金短期债务比为1.94倍, 现金类资产对短期债务的保障程度较好。整体看, 公司短期偿债指标较好。

从长期偿债指标看, 2021年, 公司EBITDA同比下降58.87%, EBITDA利息倍数同比下降明显, 全部债务/EBITDA同比大幅提高, EBITDA对利息及全部债务的覆盖程度偏弱。整体看, 公司长期债务偿债能力较弱。

表21 2019-2021年公司偿债指标

项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债指标			
流动比率(%)	230.89	179.09	190.87

速动比率(%)	101.76	69.11	66.67
经营现金/流动负债(%)	21.14	22.09	5.75
经营现金/短期债务(倍)	0.91	1.30	0.77
现金短期债务比(倍)	1.17	0.89	1.94

长期偿债指标

EBITDA(亿元)	40.81	48.94	20.13
全部债务/EBITDA(倍)	20.55	12.57	30.29
经营现金/全部债务(倍)	0.15	0.27	0.07
EBITDA/利息支出(倍)	0.37	0.64	0.44
经营现金/利息支出(倍)	1.16	2.20	0.95

资料来源: 公司财务报告、联合资信整理

截至2022年3月底, 公司共获得各家银行授信额度为851亿元, 尚未使用额度224亿元。

截至2021年底, 公司对外担保余额145.40亿元, 占净资产的比重为28.73%。公司对外担保主要是对同一控制下的关联方提供的担保, 所担保借款大都有抵押资产。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。

截至2022年3月底, 公司有一笔重大未决诉讼。1997年, 公司与广州耐火材料厂有限公司(以下简称“耐火厂”)签订合同, 将耐火厂名下一地块转让给公司进行开发, 后由于广州中轴线规划影响, 公司与耐火厂重新签订协议, 调减了交易对价。2017年, 耐火厂提出广州中轴线规划并未占用项目地块, 要求取回调减的交易对价4000万元及其违约金。2022年2月, 公司收到最高人民法院的终审判决, 支持耐火厂取回调减对价等主张。此后, 耐火厂向法院申请强制执行(原案号为(2022)粤执42号, 后变更为(2022)粤01执2757号), 申请执行金额约为5428万元。因判决存在重大错误, 公司已于2022年3月向最高人民法院申请再审, 最高人民法院已正式受理, 目前在审理中。同时, 公司已于6月1日主动向耐火厂支付了4387.5万元, 并向法院提出执行异议。该诉讼对公司经营影响不大。

7. 公司本部(母公司)财务分析

母公司资产构成主要为子公司往来款以及持有的子公司股权, 母公司债务负担较重, 盈利能力较弱。

截至 2021 年底，母公司资产总额 1075.40 亿元，较年初增长 11.84%。其中，流动资产 823.01 亿元（占 76.53%），非流动资产 252.39 亿元（占 23.47%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（合计）（占 95.84%）构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 17.75%）和长期股权投资（占 74.64%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 25.74 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 1025.69 亿元，较年初增长 13.11%。其中，流动负债 916.69 亿元（占 89.37%），非流动负债 109.00 亿元（占 10.63%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占 98.39%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 23.87%）和应付债券（占 73.46%）构成。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 95.38%，较 2020 年底提高 1.07 个百分点。截至 2021 年底，母公司全部债务 118.36 亿元。其中，短期债务占 10.36%、长期债务占 89.64%。截至 2021 年底，母公司全部债务资本化比率 70.42%，母公司债务负担较重。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 49.71 亿元，较年初下降 9.17%，所有者权益稳定性强。在所有者权益中，实收资本为 42.00 亿元（占 84.49%）、资本公积合计 0.16 亿元（占 0.32%）、未分配利润合计 4.42 亿元（占 8.90%）、盈余公积合计 1.87 亿元（占 3.77%）。

2021 年，母公司营业总收入为 0.89 亿元，利润总额为 -6.71 亿元。同期，母公司投资收益为 0.39 亿元。

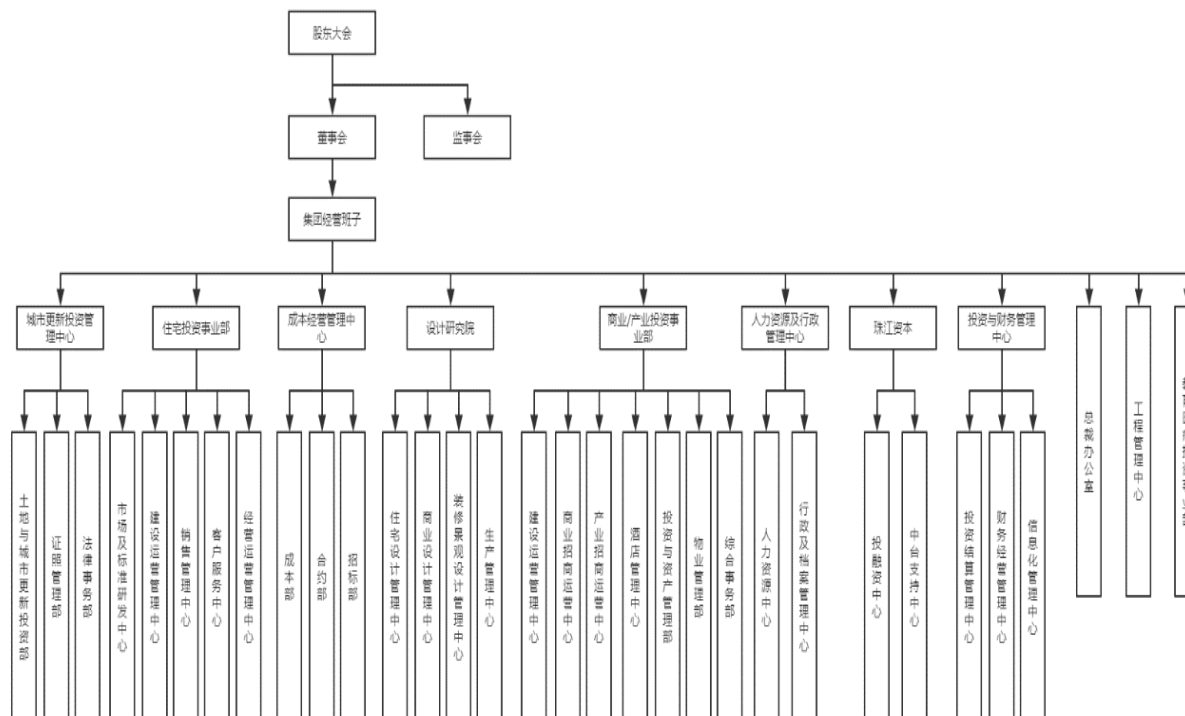
现金流方面，2021 年，公司母公司经营活动现金流净额为 13.14 亿元，投资活动现金流净额 12.50 亿元，筹资活动现金流净额 -21.08 亿元。

十、结论

基于对公司经营风险和财务风险等方面的综合分析评估，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”“21 珠投 04”和“21 珠投 05”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

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

附件 1-2 截至 2021 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底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（%）
1	广东珠江工程总承包有限公司	26500.00	100.00	100.00
2	北京嘉富龙房地产开发有限公司	47138.88	62.14	62.14
3	上海超盛房地产开发有限公司	564578.43	43.35	43.35
4	北京顺开房地产开发有限公司	288686.98	44.88	44.88
5	上海珠江投资集团有限公司	186602.00	94.32	94.32
6	广州市从化珠江房地产开发有限公司	60000.00	100.00	100.00
7	北京珠江投资开发有限公司	28000.00	100.00	100.00
8	广州珠江房地产开发中心有限公司	20000.00	100.00	100.00
9	北京中关村国际商城发展有限公司	27000.00	75.93	75.93
10	北京中天城市更新投资有限公司	99010.00	50.50	50.50

注：广东韩建投资有限公司承诺，于协议约定到期日后自其他股东购买北京嘉富龙房地产开发有限公司 37.86% 股权、上海超盛房地产开发有限公司 15% 股权、上海珠江投资集团有限公司 5.68% 股权、北京顺开房地产开发有限责任公司 5.12% 的股权、北京中关村国际商城发展有限公司 24.07% 股权、上海珠江创展投资有限公司 24.39% 股权以及西安珠江时代广场投资有限公司 32.43% 股权；广东珠江商贸物流投资有限公司承诺，于协议约定到期日后自其他股东购买北京中天城市更新投资有限公司 49.50% 股权

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	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	160.76	114.34	108.22
资产总额 (亿元)	1792.30	1817.11	1879.07
所有者权益 (亿元)	426.82	500.87	506.16
短期债务 (亿元)	137.66	129.14	55.90
长期债务 (亿元)	701.03	485.95	553.86
全部债务 (亿元)	838.69	615.08	609.77
营业总收入 (亿元)	123.30	222.05	141.24
利润总额 (亿元)	20.12	29.95	15.14
EBITDA (亿元)	40.81	48.94	20.13
经营性净现金流 (亿元)	125.95	167.92	42.97
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	6.42	9.64	7.41
存货周转次数 (次)	0.11	0.20	0.10
总资产周转次数 (次)	0.07	0.12	0.08
现金收入比 (%)	146.59	133.39	149.14
营业利润率 (%)	26.43	22.81	31.49
总资本收益率 (%)	2.78	3.84	1.32
净资产收益率 (%)	3.79	4.90	2.15
长期债务资本化比率 (%)	62.16	49.24	52.25
全部债务资本化比率 (%)	66.27	55.12	54.64
资产负债率 (%)	76.19	72.44	73.06
流动比率 (%)	230.89	179.09	190.87
速动比率 (%)	101.76	69.11	66.67
经营现金流动负债比 (%)	21.14	22.09	5.75
现金短期债务比 (倍)	1.17	0.89	1.94
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.37	0.64	0.44
全部债务/EBITDA (倍)	20.55	12.57	30.29

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；3. 公司 2019 年和 2020 年财务数据分别使用 2020 年和 2021 年期初数据

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	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	35.61	27.21	26.56
资产总额 (亿元)	979.97	961.54	1075.40
所有者权益 (亿元)	57.76	54.73	49.71
短期债务 (亿元)	15.10	65.29	12.26
长期债务 (亿元)	116.68	63.42	106.09
全部债务 (亿元)	131.78	128.71	118.36
营业收入 (亿元)	1.03	1.01	0.89
利润总额 (亿元)	0.26	-4.18	-6.71
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	33.53	3.78	13.14
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	1.78	1.78	1.67
存货周转次数 (次)	0.03	0.01	*
总资产周转次数 (次)	*	*	*
现金收入比 (%)	100.62	91.78	109.49
营业利润率 (%)	74.91	66.71	93.53
总资本收益率 (%)	/	/	/
净资产收益率 (%)	0.34	-5.54	-10.10
长期债务资本化比率 (%)	66.89	53.68	68.09
全部债务资本化比率 (%)	69.53	70.17	70.42
资产负债率 (%)	94.11	94.31	95.38
流动比率 (%)	92.59	83.51	89.78
速动比率 (%)	92.07	82.98	89.28
经营现金流动负债比 (%)	4.18	0.45	1.43
现金短期债务比 (倍)	2.36	0.42	2.17
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注：由于未获取母公司折旧、摊销等数据，故不计算 EBITDA，“/”表示数据未获取，“*”表示数据过大或过小

资料来源：公司财务报告

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持