



内部编号:2024060313

广州珠江实业集团有限公司
及其发行的 18 珠实专项债与 21 珠江 01
定期跟踪评级报告

分析师: 周文哲 吴晓丽 吴晓丽
zwz@shxsj.com wxl@shxsj.com

评级总监: 张明海

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

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

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2024)100222】

评级对象：广州珠江实业集团有限公司及其发行的 18 珠实专项债与 21 珠江 01

	18 珠实专项债	21 珠江 01
主体/展望/债项/评级时间	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 25 日
本次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 25 日
前次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 25 日
首次评级：	AAA/稳定/AAA/2018 年 7 月 2 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 5 月 31 日

跟踪评级观点

主要优势：

- 股东支持。珠实集团为广州市人民政府指定的全市范围内七家城中村改造主体之一，主要改造区域包括罗冲围片区、环东片区、华观路片区及聚龙湾周边片区等，公司在重大项目获取方面可得到股东资源倾斜。此外，2022 年公司亦获得股东资金注入支持。
- 业务协同性较强。珠实集团已形成了建筑施工、工程服务、房产开发、物业出租以及旅游酒店等多业务协同发展的格局，综合经营能力较强，在华南地区具有一定的竞争优势。
- 经营性物业资产质量较好。珠实集团持有的多处经营性物业位于广州市核心地段，大部分以成本法入账，潜在价值较高。

主要风险：

- 房地产业务风险。受全国及区域房地产市场下行等影响，2022 年以来珠实集团销售去化整体明显放缓，去化压力加大且计提了一定金额的存货跌价损失。与此同时，公司在建地产开发项目及城市更新项目建设规模大，待投入金额大，面临的资金平衡压力大。
- 工程业务回款压力。珠实集团近年承接的工程项目业主方主要为国企及政府相关机构，受行业惯例及宏观经济等影响，面临回款压力。
- 债务负担较重。珠实集团已积聚较大规模刚性债务，利息负担较为沉重，面临较大债务偿付及滚续压力。
- 债权投资款本息及预付股权转让款回收风险。珠实集团下属珠江股份部分非并表“股权+债权”项目存在债权款项本息未按合同支付以及预付股权款未按约定退还的情形。虽然针对上述债权投资及预付股权款项，对手方提供了抵/质押担保，但仍需关注后续抵/质押权的实现及相关款项回收情况。

跟踪评级结论

通过对珠实集团主要信用风险要素及影响其发行的上述债券偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持公司 AAA 主体信用等级；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

未来展望

本评级机构预计珠实集团信用质量在未来 12 个月持稳，维持其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标

项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
<i>母公司口径数据：</i>				
货币资金[亿元]	29.68	32.20	29.75	27.18
刚性债务[亿元]	309.45	360.08	400.85	416.66
所有者权益[亿元]	158.95	158.18	159.08	158.57

主要财务数据及指标

项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
经营性现金净流入量[亿元]	-19.37	-45.86	-3.59	-8.18
合并口径数据及指标:				
总资产[亿元]	1400.31	1361.64	1297.68	1337.70
总负债[亿元]	1069.73	1018.05	959.33	1000.45
刚性债务[亿元]	530.93	596.42	602.18	656.46
所有者权益[亿元]	330.58	343.58	338.35	337.24
营业收入[亿元]	192.23	292.57	281.25	28.89
净利润[亿元]	2.88	0.39	2.20	0.05
经营性现金净流入量[亿元]	10.12	-2.22	23.91	-20.02
EBITDA[亿元]	21.32	23.70	32.99	—
经调整的资产负债率[%]	71.63	71.45	71.95	72.73
权益资本与刚性债务比率[%]	62.27	57.61	56.19	51.37
流动比率[%]	156.20	167.86	153.60	166.53
现金比率[%]	24.89	24.23	20.86	25.33
利息保障倍数[倍]	0.52	0.55	0.66	—
净资产收益率[%]	0.98	0.11	0.64	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.64	-0.33	3.73	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.22	-1.58	1.91	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.65	0.66	0.86	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.06	—

注：根据珠实集团经审计的 2021-2023 年度及 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）

评级要素		结果	
个体信用	业务风险	3	
	财务风险	4	
	初始信用级别		aa-
	调整因素	合计调整（子级数量）	↑ 1
		其中：①流动性因素	/
		②ESG 因素	/
		③表外因素	/
④其他因素	↑ 1		
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	↑ 2	
主体信用级别		AAA	

调整因素：（↑1）

该公司房地产开发与工程服务业务、物业管理业务等具有一定协同效应。公司物业管理、场馆运营、商业物业经营等多项业务在分散主业经营风险的同时，亦可对其营收和现金流起到一定支撑作用。

支持因素：（↑2）

该公司控股股东及实控人均均为广州市国资委，近年来在业务获取、资金等方面获得股东支持。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26742&mid=4&listype=1
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023年宏观经济分析与2024年展望（国内篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29959&mid=5&listype=1
《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023年宏观经济分析与2024年展望（国际环境篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29960&mid=5&listype=1
《2023年房地产行业信用回顾与2024年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29782&mid=5&listype=1

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照广州珠江实业集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）与 2018 年广州珠江实业集团有限公司社会领域产业政府和社会资本合作(PPP)项目专项债券（分别简称“21 珠江 01”与“18 珠实专项债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据珠实集团提供的经审计的 2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务报表及相关经营数据，对珠实集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证券监督管理委员会（证监许可[2021]2723 号）核准，该公司于 2021 年 9 月发行了 21 珠江 01，发行规模为 13.10 亿元，期限为 3+2 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，所募资金已用于偿还债务融资工具。

经中华人民共和国国家发展和改革委员会（发改企业债券[2018]75 号）核准，该公司于 2018 年 7 月发行了 18 珠实专项债，发行规模为 10.20 亿元，发行期限为 5+5+5 年，所募资金中 5.10 亿元用于开封市体育中心 PPP 项目，5.10 亿元用于补充公司流动资金。所募集资金已使用完毕。

截至 2024 年 6 月 11 日，该公司待偿还债券本金余额共计 201.10 亿元，付息情况（如有）正常。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

本评级报告的数据来自于该公司提供的 2021-2023 年财务报表及 2024 年第一季度财务报表，以及相关经营数据。广东中职信会计事务所（特殊普通合伙）对公司 2021-2023 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。

2021 年该公司以 23.58 亿元认购苏交科集团股份有限公司（简称“苏交科”，证券代码 300284.SZ）定向增发的 2.91 亿股（占发行后总股本的 23.08%），成为其第一大股东并将其纳入合并范围。当年公司 8 家二级子公司（以本部为一级计）变更为三级子公司；此外，公司注销了二级子公司 1 家。2022 年公司合并范围未发生变化。2023 年公司投资新设二级子公司 1 家（广州珠实地产有限公司，简称“珠实地产”），划出二级子公司 1 家（广州珠江住房租赁发展投资有限公司，简称“珠江租赁”），注销清算二级子公司 1 家，将 4 家二级子公司转为三级子公司，截至当年末公司合并范围共有二级子公司 28 家，除上市公司广州珠江发展集团股份有限公司（简称“珠江股份”，证券代码 600684.SH）及苏交科以外，公司持股比例低于 50%的子公司共 2 家。2024 年第一季度公司投资新设子公司 4 家，注销子公司 1 家，因引入合作方转为合资公司的 1 家。总体上，近三年一期公司财务数据具有一定可比性。

本评级报告将该公司计入 2021 年末其他权益工具投资的 8 亿元 19 粤珠江 MTN001（于 2022 年 4 月 25 日兑付）调整至一年内到期的非流动负债科目，相关负债、权益科目及指标与公司 2021 年财务报表口径存在差异。

2. 业务

近年来该公司地产开发和工程业务主要在广东省内展业，区域内具有一定市场地位，知名度高。在楼市较低迷背景下，公司房产开发项目整体面临去化压力。目前公司在手的重点开发项目开发周期长，单体体量大，资金回笼或有一定不确定性；城市更新项目建设体量大，在保证公司业务持续开展的同时，亦对公司资金平衡能力提出更高要求。工程业务上公司以建筑总承包类工程为主，支撑业绩的同时也存在回款压力。2022-2023 年公司持续对多个项目计提存货跌价准备，对当期账面净利润形成较大侵蚀。

(1) 外部环境

宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

行业因素

近年我国房地产行业供求关系发生重大变化。2022 年我国商品房销售面积和销售金额分别为 13.58 亿平方米和 13.33 万亿元，同比下降 24.3%和 26.7%。2023 年 1-5 月我国商品房销售面积同比增速收窄，销售额方面累计同比增速一度由负转正，但回升趋势自下半年起再次调转向下，至年末累计销售面积和销售金额分别为 11.17 亿平方米和 11.66 万亿元，同比下降 8.5%和 6.5%。市场景气度持续弱化，行业投资收缩。2022-2023 年我国房地产开发投资完成额分别为 13.29 万亿元和 11.09 万亿元，同比下降 10.0%和 9.6%。其中，住宅开发投资完成额分别为 10.06 万亿元和 8.38 万亿元，同比下降 9.5%和 9.3%。实物工作量方面，2022-2023 年我国房屋新开工面积分别为 12.06 亿平方米和 9.54 亿平方米，同比下降 39.4%和 20.4%；竣工面积分别为 8.62 亿平方米和 9.98 亿平方米，同比下降 15.0%和增长 17.0%；施工面积分别为 90.50 亿平方米和 83.84 亿平方米，同比下降 7.2%和 7.2%。在“保交楼”压力以及融资政策宽松利好下，行业优先推动存量项目建设完工，对增量项目则持谨慎态度。

展望 2024 年，我们预计在销售端复苏总体仍承压且库存处于高位、行业整体运行效率明显弱化的情形下，房地产开发投资规模或将进一步下滑，但降幅将在保障房建设力度显著加大前提下进一步收窄。短期而言，在积极稳妥化解房地产风险的政策导向下，融资端支持举措有望加大力度，有助于房企融资环境的边际改善；但受益范围或相对有限，行业整体流动性得到实质性改善尚待持续观察。这对房企安全边际提出更高的要求，自身财务健康程度和项目布局的重要性凸显。在行业风险有序出清和“保障房+商品房”、“租售并举”的新发展模式积极推进下，房地产开发行业仍具长期高质量发展空间。

详见：《2023 年房地产行业信用回顾与 2024 年展望》。

区域市场因素

开发投资方面，2021-2023 年广州市房地产开发投资额增速分别为 10.10%、-5.40%和-8.7%。施工方面，2021-2023 年广州市房屋施工面积分别为 1.28 亿平方米、1.29 亿平方米和 1.27 亿平方米，其中商品住宅面积分别为 0.74 亿平方米、0.76 亿平方米和 0.74 亿平方米，增长率分别为 7.10%、2.10%和-2.53%。2021 年地产企业加快推进存量项目以加速资金回笼，房地产开发投资额增速上升，房屋施工面积增加。2022 年以来在行业整体下行背景下，地产开发投资增速持续为负。

商品住宅市场供给方面，根据 Wind 显示，2021-2023 年广州市商品住宅批准预售面积分别为 991 万平方米、802 万平方米和 541 万平方米，呈下降趋势；2024 年第一季度，广州市住宅批准预售面积为 95 万平方米（上年同期为 136 万平方米）。交易方面，2021-2023 年广州市商品住宅成交面积分别为 1,267.50 万平方米、791.01 万平方米和 827.00 万平方米，2022 年明显减少，2023 年有所回升；2024 年第一季度，商品住宅成交面积 125.79 万平方米（上年同期为 231.01 万平方米）。成交价格方面，2019 年以来广州商品住宅成交均价持续上升，2020-2023 年成交均价分别为 2.96 万元/平方米、3.41 万元/平方米、3.76 万元/平方米和 3.84 万元/平方米；2024 年 1-4 月，

广州商品住宅成交均价为 3.92 万元/平方米。

(2) 业务运营

图表 1. 公司业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
营业收入（亿元）	192.23	292.57	281.25	28.89
其中：（1）房地产（亿元）	96.97	182.45	145.12	6.02
在营业业务收入中所占比重（%）	50.45	62.36	51.60	20.84
（2）工程服务业务（亿元）	75.35	89.40	112.09	17.04
在营业业务收入中所占比重（%）	39.20	30.56	39.85	58.99
（3）物业管理（亿元）	11.34	9.79	9.83	2.48
在营业业务收入中所占比重（%）	5.90	3.35	3.50	8.59
毛利率（%）	26.24	25.54	26.30	28.08
其中：（1）房地产开发销售（%）	31.95	25.78	27.91	33.94
（2）工程服务（%）	16.42	28.69	22.16	25.77
（3）物业经营管理（%）	23.12	7.70	18.18	12.79

注：①根据珠实集团所提供数据整理、计算；②公司房地产收入包含房产开发销售收入、保障性住房租赁及运营管理收入。

该公司营业收入主要来自房地产开发、工程服务和物业管理业务，2021-2023 年三者占公司营收的比重在 95% 上下。具体看，房地产业务收入对公司营收贡献最大，但 2023 年贡献占比有所下降；公司于 2021 年 9 月末收购苏交科¹后将其纳入合并范围，随后工程服务业务规模呈较明显增长态势；物业管理业务主要系公司地产开发业务的延伸，该业务收入对公司营收亦有一定补充。2023 年公司营收同比有所下降，主要系商品房开发销售结转收入同比较大幅度下降所致。

① 经营状况

房地产开发业务

该公司以往在深耕广州市市场的同时，积极拓展广东省其他城市及外省市市场，项目拓展主要通过“股权+债权”的模式，即入股项目公司后同时向其提供一定规模债权资金（主要以往来款及委托贷款形式投入），并按合同约定收取 10%-15% 的利息。近年来，因调整经营策略，加之部分非并表“股权+债权”项目存在债权款本息未按合同约定支付以及预付股权款未按约定退还的情形，公司陆续退出部分项目。截至 2024 年 3 月末，公司主要“股权+债权”项目共 7 个，债权投资余额合计 82.82 亿元。截至 2023 年末，公司对东湛公司和亿华公司其他应收款计提的坏账准备余额分别为 3.06 亿元及 5.81 亿元。

图表 2. 截至 2024 年 3 月末公司主要“股权+债权”项目情况（单位：亿元）

项目	股权取得时间	持股比例	股权收购对价	债权余额	债权投资利率	备注
中侨项目	2015.01	50.71%	8.50	-	12%	纳入合并范围
美林湖项目	2016.12	49.25%	20.96	59.37	10%	纳入合并范围
景豪坊西区项目（亿华项目）	2018.01	41.00%	0.47	19.45	12%	-
翰林国际公馆项目（从化项目）	2018.05	51.00%	0.16	0.65	15%	纳入合并范围
韶关瑞枫项目	2018.06	49.50%	2.33	-	12%	纳入合并范围
颐和盛世项目（东湛项目）	2018.06	30.23%	0.65	3.35	12%	-
合计	-	-	33.07	82.82	-	-

注：根据珠实集团所提供数据整理。

目前该公司房地产业务重点布局粤港澳大湾区，2021 年公司主要推进存量在建项目建设，新开工面积较上年有所减少，但主要因当年加大拿地力度，拿地支出大幅增加，开发投资金额较上年有所增加。2022 年以来公司进

¹ 苏交科主营业务包括工程咨询和工程承包两大类，其中，工程咨询业务是苏交科的核心业务，2023 年占其营业收入的比重约 93%。苏交科致力于为客户提供一站式综合解决方案，下游涉及公路、市政、水运、铁路、城市轨道交通、环境、航空和水利、建筑、电力等行业，提供包括投融资、项目投资分析、规划咨询、勘察设计、施工监理、工程检测、安全咨询、数字化智能化、项目管理、运营养护、资产管理、新材料研发的全产业链服务。

一步减少新开工规模，主要推进存量项目的建设完工。2022-2023 年公司签约销售额较 2021 年有较明显下滑。

图表 3. 公司房地产开发业务基本情况（单位：万平方米，亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度	2023 年第一季度
新开工面积	125.13	67.94	52.97	6.12	22.81
竣工面积	44.73	167.09	74.88	26.06	--
开发投资额	114.91	116.90	115.80	26.60	13.35
合并口径签约销售面积	67.40	39.52	48.68	6.59	10.45
合并口径签约销售金额	186.10	109.76	111.71	15.30	29.99
权益口径签约销售面积	65.03	36.72	47.40	6.32	9.47
权益口径签约销售金额	162.84	88.78	102.40	13.44	22.89

注：①根据珠实集团所提供数据整理；②以上销售数据含住宅、车库及商铺。

a) 项目开发投资

该公司项目开发业态涵盖住宅、商业和办公，以住宅为主。开发物业以出售为主，个别项目如白云湖项目中少量住宅出租，广州捷星项目则完全自持。截至 2024 年 3 月末，公司主要在建房产开发项目共 20 个，计划投资额合计 1,787.33 亿元，累计投资合计 865.95 亿元，尚待投入逾 920 亿元。其中，汽车小镇、白云湖、珠江花城及美林湖项目计划投资额合计 1,337.25 亿元，累计投资合计 540.93 亿元，为公司重点开发建设项目。

b) 项目销售

截至 2024 年 3 月末，该公司主要在售项目共 25 个，主要集中在广州，少量布局在长沙、韶关、清远和合肥，清远项目为美林湖项目，单体体量较大。其中，已完工在售项目 9 个，累计投资合计 171.22 亿元，累计签约销售金额合计 218.42 亿元；在建在售项目计划投资合计 1,676.37 亿元，累计投资合计 802.49 亿元，累计签约销售金额 733.18 亿元。按照已取得预售证面积计算，公司在售项目待售面积（含住宅、车位和商铺，下同）合计 121.56 万平方米，其中美林湖待售面积为 50.28 万平方米，广州市内待售面积合计 53.31 万平方米。

该公司主要在售项目中，2022 年下半年开盘销售的广钢花城、花城云著和 2023 年下半年开盘的嘉悦湾和南岸路项目受广州地区楼市较低迷影响，去化率²较低，截至 2024 年 3 月末四者待售面积合计约 12 万平方米；白云湖项目二期于 2021 年 6 月推盘，受市场因素影响，整体去化率约 63%，待售面积约 11 万平方米；梅州广梅·珠江花城项目因目标客户群体主要为周边园区企业员工，而园区企业投产及招工进度滞缓，去化率低；安徽中侨写字楼项目推盘时间较长，去化率约 60%；其余项目去化率在 70%以上。

c) 重点开发项目

广州珠江花城项目位于广州市天河区奥体板块，项目土地面积为 18.29 万平方米，规划可售建筑面积为 62.07 万平方米，可售部分业态以高层洋房为主，配套设施面积为 4.36 万平方米，涵盖教育、商业、公建、社区服务等。该项目土地获取时间为 2014 年 4 月，土地成本为 61.50 亿元。项目计划总投资 210 亿元，于 2017 年开工，截至 2024 年 3 月末累计投资 161.00 亿元。项目计划分六期开发，一至六期分别于 2018 年 5 月、2019 年 4 月、2019 年 9 月、2021 年 12 月、2022 年 12 月和 2024 年 3 月开盘，其中：一至四期已基本售罄；五期规划可售面积 9.67 万平方米，均已取得预售证，已售 4.17 万平方米；六期规划可售面积为 9.95 万平方米，已取得预售证面积 2.51 万平方米，已售 0.13 万平方米。截至 2024 年 3 月末，珠江花城累计签约销售金额为 189.61 亿元，销售均价为 4.99 万元/平方米。

白云湖项目位于广州市白云区，业态包括住宅、租赁住宅、商业及其他公建配套。项目规划建筑面积为 76.49 万平方米，其中可售住宅部分为 42.51 万平方米，自持租赁住宅为 0.69 万平方米，地下车库 22.54 万平方米，商业 1.82 万平方米，公建配套 5.09 万平方米。该项目计划总投资 155.81 亿元，截至 2024 年 3 月末累计投资 128.10 亿元（其中土地成本为 73.20 亿元）。该项目分四期开发，其中一至三期已分别于 2020 年 6 月、2021 年 6 月和 2022 年 5 月开盘，四期预计于 2025 年 3 月开盘。截至 2024 年 3 月末，项目已获预售证建筑面积合计 31.07 万平方米，已签约销售面积 19.65 万平方米，累计签约销售金额 77.15 亿元。

汽车小镇项目位于广州市番禺区化龙镇，番禺汽车城产业集群核心发展带金山大道和化龙大道沿线。该项目规

² 本报告去化率以项目累计签约销售面积除以已取得预售证面积计算。截至 2024 年 3 月末上述项目去化率依次为 34.56%、38.18%、16.49% 和 19.31%。

划建筑面积为 58.88 万平方米，计划总投资为 105.00 亿元，截至 2024 年 3 月末累计投资 101.48 亿元。项目开发 37 栋住宅，其中 25 栋定向出售给该汽车城相关人才，面积占比约 70%，剩余 12 栋市场化销售。截至 2024 年 3 月末该项目定销房部分已取得预售证面积为 37 万平方米，基本售完，累计签约销售金额为 60.2 亿元，销售均价为 1.63 万元/平方米；市售房部分已取得预售证面积为 16 万平方米，已签约销售面积为 12 万平方米，累计签约销售金额为 31.1 亿元，销售均价为 2.6 万元/平方米。

美林湖项目位于广东清远市，依托广清一体化发展政策和区位优势，打造为区域高端国际社区。该项目公路交通较为便利，同时轨道交通广清城轨一期已通车。项目占地 537.72 万平方米，涉及土地证 232 个，规划建筑面积为 850.00 万平方米，业态包括别墅、洋房、商铺、公寓等，共分为 76 个组团。预计总投资 866.44 亿元，截至 2024 年 3 月末已完成投资 150.35 亿元。同期末项目已竣工组团 41 个，用地面积 293.62 万平方米，建筑面积 375.68 万平方米；在建组团 2 个，用地面积 14.35 万平方米，建筑面积 31.12 万平方米。截至 2024 年 3 月末，项目已获预售证建筑面积合计 328.80 万平方米，已签约销售面积 278.52 万平方米，累计签约销售金额 227.70 亿元。由于推盘体量大，广州外溢需求不足，销售去化速度相对较慢，目前去化率约 85%。

d) 城市更新项目

目前该公司主要城市更新项目共 4 个，总投资金额合计约 440 亿元，其中：广州聚龙湾项目西至芳村大道东，北至信联路，东至珠江，南至荔湾区环保局房改房，毗邻白鹅潭商务核心区，距广州市政府约 5 公里，用地面积为 25.18 公顷。该项目是广州正在推动的珠江沿岸高质量发展而打造的 12 个滨江高端产业园之一，改造范围以工业和仓储建筑为主，还有部分旧城居住、旧村物业和历史保护建筑，已于 2022 年 9 月动工，计划于 2030 年完工；罗冲围片区改造项目是广州市首批 4 个重点片区做地试点项目之一，西临珠江西航道，背靠广州白云站，北承白云湖数字科技城，南接白鹅潭商务区，总用地面积约 2,280 公顷，分为 9 个片区，首开区位于松溪片区（整体改造范围约 353 公顷）和潭村片区（整体改造范围约 219.78 公顷）。该项目由公司下属子公司广州城市更新集团有限公司（简称“城更集团”）与广州城市更新投资发展有限公司、广州白云城市置地投资有限公司设立合资公司合作开发，公司持股 55%。目前项目已获得国开行和农发行 431 亿元城中村改造专项借款同意贷款意向函。

图表 4. 截至 2024 年 3 月末公司主要城市更新项目（单位：亿元，万平方米）

项目名称	开工时间	预计竣工时间	计划总投资额	累计投资额	规划建筑面积	计划投资额	
						2024 年 4-10 月	2025 年
夏茅村级工业园改造项目	2020.8	2025.5	10.87	0.63	21.46	1.58	2.00
广州聚龙湾项目	2022.9	2030.1	237.98	39.87	75.35	18.93	30.00
罗冲围片区改造首开区	2024.4	2028.3	152.60	-	492.48	9.74	21.58
京溪广智片区改造项目	2025.1	2030.8	38.54	-	29.16	2.70	-
合计	-	-	439.99	40.50	618.45	32.95	53.58

注：根据珠实集团所提供数据整理、计算。

e) 土地获取情况

2021-2022 年该公司分别获取土地 5 宗和 1 宗，均位于广州市，2023 年公司无新增拿地。与此同时，公司还通过小股比参股的方式与合作方联合拿地、合作开发，2024 年 2 月公司与华润置地控股有限公司等 3 家单位共同设立合资公司以 36.45 亿元竞拍广州市天河区吉仓山二期地块，该地块宗地面积 6.59 万平方米，公司对合资公司持股 10%。

图表 5. 2021 年以来公司合并范围内拿地情况（单位：亿元，万平方米）

地块名称	权益	地块性质	土地出让金	宗地面积	土地获取时间
白云区夏茅客运站一期地块 AB2503129	51%	住宅、商业	29.07	3.64	2021 年 4 月
白云区同嘉路 AB3803035 地块	99%	住宅、商业	3.95	0.54	2021 年 4 月
荷景路 AF060419 地块	100%	住宅、商业	24.40	4.77	2021 年 9 月
白云生物医药健康产业基地二期融资配建地块二	100%	住宅	19.81	8.52	2021 年 9 月
2021NJY-13 南沙区南沙湾地块	80%	住宅、商业	23.52	12.12	2021 年 9 月
南岸路地块	100%	住宅、商业	18.00	1.50	2022 年 7 月
合计	-	-	118.75	31.09	-

注：根据珠实集团所提供数据整理、计算。

工程服务业务

该公司工程业务开展历史长，施工经验丰富，在广东省内具有较高知名度。目前公司拥有房屋建筑工程施工总承包一级资质、建筑装饰装修工程专业承包一级资质、市政公用工程施工总承包二级资质、地基基础工程专业承包一级资质等。公司房产开发业务和工程业务具有一定协同优势，另外公司利用苏交科业务优势，服务于城市及产业园区开发建设等板块，对工程业务本身而言，可凭借内部项目建立市场口碑，助力外部业务的承接。

该公司新签合同以施工承包及工程咨询合同为主，工程监理、工程设计和工程装修合同金额占比较小。项目类型方面看，公司承接的项目类型覆盖商品房、酒店、厂房和保障房等。业主类型方面看，2023 年公司承揽项目业主方中，国企、政府相关机构、民企及外企占比分别为 58.14%、33.81%、4.30%和 3.75%，同年苏交科承揽的项目中业主方为国企、民企及政府相关机构占比分别为 15%、5%和 80%。截至 2024 年 3 月末公司在手未完工合同金额为 30.70 亿元。

图表 6. 公司合同承接情况（单位：亿元）

业务分类	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
建筑施工和总承包	89.06	102.74	75.22	12.72
工程监理	11.38	10.92	13.39	2.52
工程设计	3.79	5.70	6.27	1.79
工程装修	16.41	20.73	25.11	3.32
工程咨询	35.84	41.30	54.93	11.33
合计	156.48	181.38	174.91	31.69

注：①根据珠实集团所提供数据整理、计算；②合同承接及施工数据包含该公司合并范围内的工程项目。

苏交科工程咨询业务回款压力大，截至 2023 年末苏交科应收账款及合同资产账面价值合计 84.63 亿元，计提的坏账/减值准备合计 32.81 亿元。

物业管理及物业运营

该公司物业管理业务主要由下属广州珠江城市管理服务集团股份有限公司负责，在管物业分布于广东、海南、浙江、湖北、安徽、山东等多个省份，涉及政府（机关）办公大楼、甲级写字楼、星级酒店、高档商住楼宇等诸多领域。公司物业管理规模逐年增长，截至 2024 年 3 月末在管物业数量达 383 个，管理面积约 3,547.40 万平方米。

为实现资产的保值增值并提高中长期现金持续回笼能力，该公司保有部分经营性物业出租，其中创收能力较强的物业主要集中在广州地区。公司物业经营业务经营实体主要为下属广州珠江商业经营管理有限公司，主要经营性物业包括世贸大厦、珠江颐德大厦、好世界大厦等，可租面积合计约 269 万平方米，多处位于市区核心地段，潜在价值较高。2022 年中澳皮具城因整体出租到期而呈空置状态，2023 年内完成全部招租；2022 年中侨中心因部分商户租约到期出租率降至 23%，2023 年回升至 55%，公司其他经营性物业出租率在 87-100%区间。

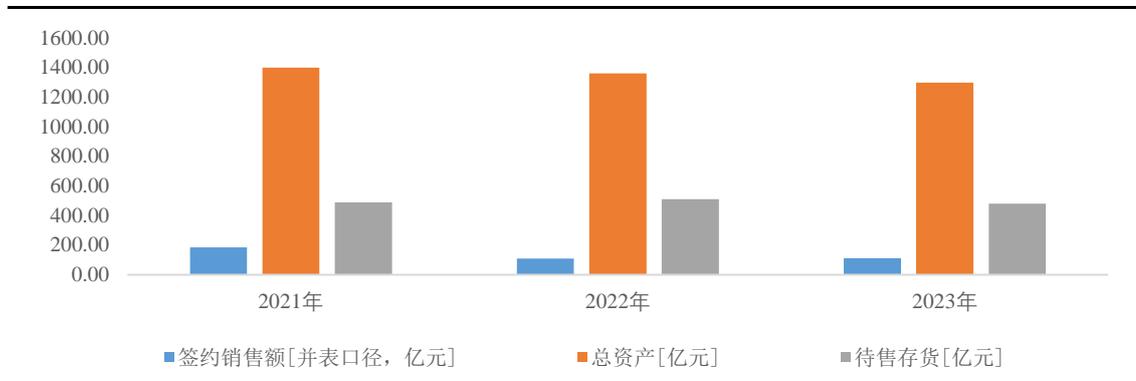
近年广州市政府将大量房产划拨至该公司下属子公司珠江租赁³，截至 2022 年末公司保障性住房面积合计 269.4 万平方米。保障性住房租赁收入需上缴财政，财政根据经营情况按 30-35%的比例返还运营管理费，2023 年珠江

³ 2019 年广州市政府划拨的房产主要包括聚德大厦、保障性住房、商铺及车位，位于广州市西片区（白云区、海珠区及荔湾区）。2020 年广州市政府划拨的房产主要包括保障性住房及车位。2022 年广州市政府将 7 套公房划拨至珠江租赁，面积合计 339.34 平方米。

租赁获得财政返还管理费 7,445 万元。2023 年 12 月公司将所持珠江租赁 100% 股权划至广州安居集团有限公司（简称“安居集团”），今后公司将不再开展保障性住房运营管理业务。

② 竞争地位

图表 7. 反映公司核心业务竞争地位要素的主要指标值及变化趋势



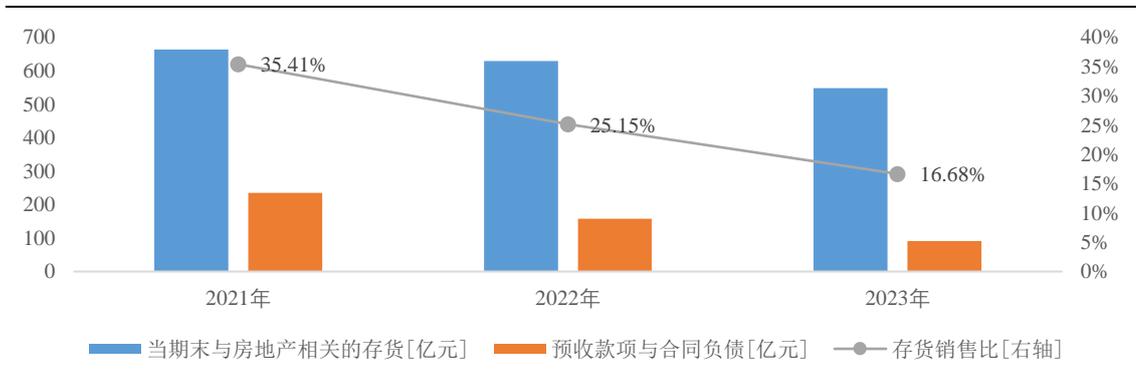
注：①根据珠实集团所提供数据整理、绘制；②待售存货=期末与房地产相关的存货-期末预收款项及合同负债×（1-三年加权平均综合毛利率），与房地产相关的存货包括开发成本、开发产品和尚未开发的土地储备。

该公司是广州市属企业，目前以房地产开发和工程服务为主业。公司多年来深耕广州地区房地产市场，并逐步将业务拓展至省内的清远市、梅州市、韶关市以及省外的长沙市、合肥市等。近年公司项目拓展趋于谨慎，新拓项目较少且将重心回归广州，其他城市均为存量项目的持续建设和销售。2023 年公司入榜中指研究院广东省房地产企业综合竞争力百强第 9 名，作为广州本土老牌房企，公司在展业区域内知名度高。

2021-2023 年末该公司待售存货占资产总额的比重在 35% 以上。2023 年末公司待售存货为 480.53 亿元，当年实现合并口径签约销售额 111.71 亿元。

③ 营运效率

图表 8. 反映公司经营效率要素的主要指标值



注：①根据珠实集团所提供数据整理、绘制；②存货销售比=期末预收款项及合同负债之和/期末与房地产相关的存货。

2022 年以来该公司并表范围内新增土地大幅缩减，同时随着项目较大规模的竣工结转，公司与房地产相关的存货规模逐年收缩。受楼市较低迷影响，公司签约销售规模较之前有较大幅度下滑，因结转大于签约销售额，其预收款项与合同负债逐年下降。综合影响下，近三年公司存货销售比呈下滑趋势。2024 年第一季度公司签约销售业绩同比有较明显下滑，项目去化速度呈现弱化。

④ 盈利能力

图表 9. 反映公司盈利能力要素的主要指标值及变化趋势

公司利润结构	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
营业毛利 (亿元)	50.43	74.72	73.96	8.11
期间费用 (亿元)	28.16	35.50	42.45	8.56

公司利润结构	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
期间费用率 (%)	14.65	12.14	15.09	29.65
其中：财务费用率 (%)	3.79	2.70	4.75	10.64
资产及信用减值损失 (亿元)	8.70	20.68	14.46	0.03
公允价值变动收益 (亿元)	0.48	-0.53	-0.12	-0.24
投资收益 (亿元)	0.99	3.56	4.43	0.13
资产处置收益 (亿元)	-0.01	0.20	1.26	1.97
营业外收支净额及其他收益 (亿元)	-0.21	0.28	0.60	-0.13
净利润 (亿元)	2.88	0.39	2.20	0.05

公司利润结构	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
营业毛利 (亿元)	50.43	74.72	73.96	8.11
期间费用 (亿元)	28.16	35.50	42.45	8.56
期间费用率 (%)	14.65	12.14	15.09	29.65
其中：财务费用率 (%)	3.79	2.70	4.75	10.64
资产及信用减值损失 (亿元)	8.70	20.68	14.46	0.03
公允价值变动收益 (亿元)	0.48	-0.53	-0.12	-0.24
投资收益 (亿元)	0.99	3.56	4.43	0.13
资产处置收益 (亿元)	-0.01	0.20	1.26	1.97
营业外收支净额及其他收益 (亿元)	-0.21	0.28	0.60	-0.13
净利润 (亿元)	2.88	0.39	2.20	0.05

注：根据珠实集团所提供数据整理、计算。

2021-2023 年该公司营业毛利呈一定波动性，综合毛利率分别为 26.24%、25.54%和 26.30%。按业务划分，公司房地产业务毛利贡献最大，工程服务业务次之，2023 年二者占营业毛利的比重合计约 88%。近三年公司期间费用逐年递增，以管理费用和财务费用为主，2023 年分别为 17.40 亿元和 13.35 亿元，同年公司销售费用和研发费用分别为 7.27 亿元和 4.43 亿元。2021-2023 年公司确认一定金额的资产及信用减值损失，其中确认坏账损失 4.15 亿元、4.09 亿元和 6.35 亿元，主要系计提对东湛公司和亿华公司等的往来拆借款以及应收工程款⁴；2021 年公司对投资性房地产计提减值准备 3.49 亿元，主要系对下属广州富旭教育咨询有限公司清远大卫城项目物业计提减值准备；2022-2023 年公司分别计提存货跌价损失 13.29 亿元和 6.77 亿元，涉及项目包括汽车小镇子项目、增城花屿花城、时光雅苑等。

该公司盈利主要来自经营收益，投资收益对利润亦形成一定补充。2022-2023 年公司投资收益主要来自因权益法核算确认对广州农村商业银行股份有限公司、广州市城德房地产开发有限公司的投资收益，此外 2023 年公司处置西安隆顺置业有限公司等股权获得收益 1.77 亿元。同年公司获得聚龙湾项目做地补偿收益 1.20 亿元，计入资产处置收益。2023 年公司实现净利润 2.20 亿元，同比呈现大幅增长。

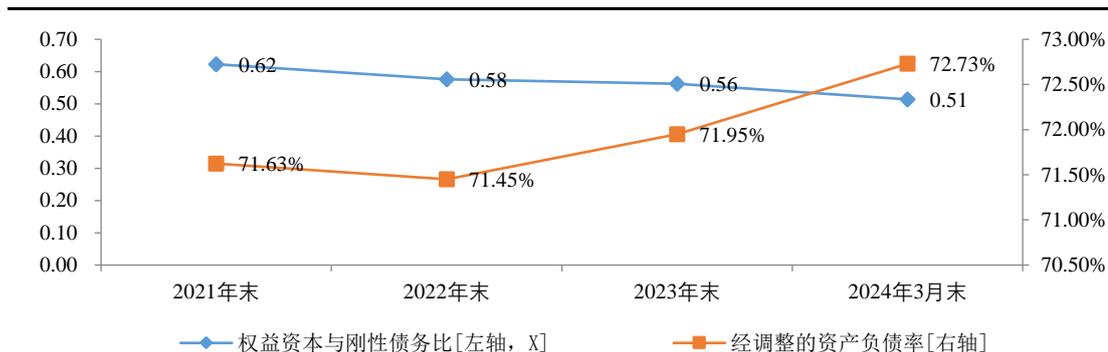
3. 财务

2023 年该公司刚性债务持续增加，期限偏向于中短期；整体债务负担较重，利息支出数额大。在地产开发业务销售放缓下，公司现金类资产对短期刚性债务的覆盖能力有所弱化。基于公司可动用货币资金较充裕，持有上市公司股票，同时自持物业区位较好，实际可变现价值较高，且公司融资渠道较通畅，可对债务偿付提供一定的保障。

⁴ 2023 年苏交科计提信用减值损失 6.34 亿元，其中应收账款坏账损失 6.43 亿元。

(1) 财务杠杆

图表 10. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：①根据珠实集团所提供数据整理、绘制；②经调整的资产负债率=(期末负债总额-期末预收款项或合同负债)/(期末资产总额-期末预收款项或合同负债)×100%。

2021年以来该公司经调整的资产负债率先降后升，权益资本与刚性债务比呈波动向下，目前公司财务杠杆处于偏高水平。

① 资产

图表 11. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元，%）

主要数据及指标		2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动资产	金额	1,123.99	1075.34	984.67	1,017.35
	在总资产中占比	80.27	78.97	75.88	76.05
其中：货币资金		174.66	141.25	129.58	148.84
应收账款（含合同资产）		93.88	105.95	124.92	119.46
其他应收款		127.34	124.74	126.27	126.49
存货		668.15	632.42	560.61	574.08
其他流动资产		31.97	31.35	22.11	24.29
非流动资产	金额	276.33	286.29	313.01	320.35
	在总资产中占比	19.73	21.03	24.12	23.95
其中：长期股权投资		6.04	49.12	161.28	168.16
投资性房地产		104.87	109.29	59.77	59.74
固定资产		18.72	19.58	21.04	20.55
无形资产		18.58	18.92	18.93	18.83
递延所得税资产		13.19	13.23	15.11	15.18
期末全部受限资产账面价值		78.30	113.79	137.32	92.65
受限资产账面价值/总资产		5.59	8.36	10.58	6.93

注：根据珠实集团所提供数据整理、计算。

2021-2023 年末，该公司资产总额分别为 1,400.31 亿元、1,361.64 亿元和 1,297.68 亿元，其中流动资产占资产总额的比重在 7 至 8 成。公司流动资产主要包括货币资金、应收账款（含合同资产）、其他应收款、存货和其他流动资产。公司货币资金以银行存款为主，2023 年末作为担保和承兑汇票、保函、借款、履约保证金等受限部分为 13.07 亿元；应收账款及合同资产主要产生于工程业务；其他应收款主要系往来款、合作项目约定的预分配利润、预支付的土地价款、工程保证金等。主要因预计对东湛公司和亿华公司的债权投资无法全额收回，公司对上述公司其他应收款计提了减值准备，截至 2023 年末坏账准备余额分别为 3.06 亿元及 5.81 亿元。因广州中侨以安徽中侨股权向公司提供质押担保，相关股权估价超过应退还的股权转让款，公司尚未对应收广州中侨的预付股权转让款计提减值准备；存货以开发成本、开发产品和拟开发土地为主；其他流动资产主要为预缴税金和待抵税费。此外，2023 年末公司交易性金融资产主要因苏交科赎回理财产品同比下降 71.91%至 3.87 亿元，预付款

项因收到前期预付款的采购材料同比下降 61.76%至 5.25 亿元。

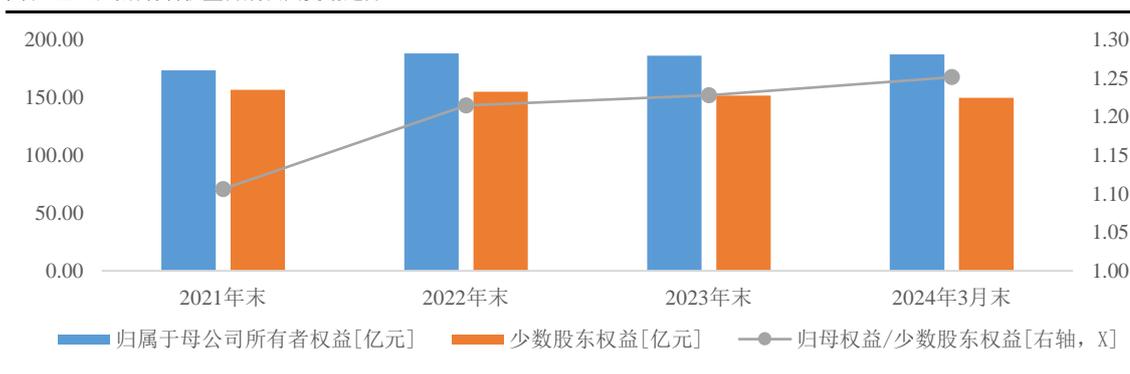
该公司非流动资产主要包括长期股权投资、投资性房地产、固定资产及无形资产。2022 年公司下属城更集团对广州农商行投资由其他权益工具投资调整至长期股权投资核算，当年末长期股权投资同比增长 713.46%至 49.12 亿元。2023 年公司以股权入股方式参股组建安居集团，当年末长期股权投资同比增长 228.34%；投资性房地产以成本法计量为主，以公允价值入账的物业主要为好世界大厦和珠江颐德大厦，截至 2023 年末为 3.58 亿元。公司自持物业地理位置优越，大部分以成本法计量，实际可变现价值或高于账面金额。固定资产以自用的商业物业和自营酒店场地为主，无形资产以特许权、专利权、商标权等为主。此外，公司其他权益工具投资主要包括对江苏苏宁银行股份有限公司、人才资本投资（广州）有限公司等多家企业的投资，2023 年末为 8.03 亿元；其他非流动金融资产主要为对广州国资国企创新投资基金合伙企业（有限合伙）等多个基金的投资，2023 年末为 9.68 亿元。

2024 年 3 月末，该公司资产总额为 1,337.70 亿元，较上年末增长 3.08%，货币资金增至 148.84 亿元（预售账户监管资金 16.75 亿元），应收账款（含合同资产）将至 119.46 亿元，其余主要资产科目则无显著变化。

2024 年 3 月末，该公司受限资产账面价值为 92.65 亿元。除受限货币资金外，公司存货、固定资产、投资性房地产和无形资产受限金额分别为 34.43 亿元、6.35 亿元、29.09 亿元和 11.49 亿元，因作为借款抵押物或保函保证金而受限。

② 所有者权益

图表 12. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据珠实集团所提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年末，该公司所有者权益分别为 330.58 亿元、343.58 亿元和 338.35 亿元。公司权益主要包括实收资本、资本公积金、未分配利润和少数股东权益，2023 年末上述科目分别为 81.00 亿元、49.42 亿元、50.56 亿元和 151.86 亿元。因公司对上市子公司珠江股份、苏交科以及清远市广州后花园有限公司等的持股比例较小，公司少数股东权益金额较大。2023 年末公司权益资本同比下降 1.52%，主要系利润分配下未分配利润和少数股东权益减少所致。2021-2023 年公司分别计提现金分红 5.18 亿元、5.62 亿元和 7.93 亿元。2024 年 3 月末公司所有者权益为 337.24 亿元，较上年末变化不大。

③ 负债

图表 13. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
刚性债务	530.93	596.42	602.18	656.46
其中：短期刚性债务	212.46	245.32	312.46	295.23
中长期刚性债务	318.47	351.11	289.72	361.22
应付账款	49.75	62.46	81.43	68.08
预收款项与合同负债	235.25	158.20	91.43	101.06
其他应付款	156.09	119.16	104.32	100.15
综合融资成本（年化，%）	5.17	4.56	4.07	3.94

注：①根据珠实集团所提供数据整理、计算；②综合融资成本为该公司提供；③其他应付款不含应付股利和应付利息，下同。

2021-2023 年末该公司负债总额分别为 1,069.73 亿元、1,018.05 亿元和 959.33 亿元，持续收缩；期限结构方面，同期末公司长短期债务比分别为 0.49、0.59 和 0.50，负债偏于短期。负债结构方面，公司负债主要包括刚性债务、应付账款、预收款项与合同负债以及其他应付款。公司刚性债务自 2021 年以来逐年上升，以金融机构借款及发行债券为主，2023 年末公司金融机构借款为 399.02 亿元，其中长期借款为 195.62 亿元（年利率在 3.1%-10% 之间），短期借款（含一年内到期）为 203.40 亿元（年利率在 1.95%-4.65% 之间）；同期末公司应付债券（包括一年内到期）为 115.49 亿元，品种涵盖中期票据、公司债、超短期融资券及债权投资计划。公司应付账款主要系未结算的工程款；预收款项与合同负债主要由房地产项目预售和工程业务形成，2023 年预收房款同比减少 67.34 亿元主要系当年房地产项目结转收入大于签约销售额所致，同期末预收工程款同比增加 4.50 亿元至 13.80 亿元；其他应付款主要包括往来款、保证金及押金、工程款及应付其他杂项。

融资成本方面，经该公司测算，2021-2023 年公司融资成本呈下降趋势。

图表 14. 截至 2024 年 3 月末公司存续债务期限结构（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年及以后	合计
合并口径	213.12	150.31	49.51	243.62	656.56
母公司口径	160.78	102.50	28.10	120.59	411.97

注：根据珠实集团所提供数据整理。

(2) 偿债能力

① 现金流量

图表 15. 公司现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额	10.12	-2.22	23.91	-20.02
其中：业务现金收支净额	-14.31	9.15	16.45	-18.17
其他因素现金收支净额	24.43	-11.37	7.46	-1.85
投资环节产生的现金流量净额	-22.09	-14.27	-5.06	-3.37
其中：回收投资与投资支付净流入额	-18.14	-7.33	8.32	-4.86
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-11.08	-6.89	-4.82	1.48
其他因素对投资环节现金流量影响净额	7.13	-0.04	-8.57	-0.0002
筹资环节产生的现金流量净额	18.94	-19.15	-38.18	44.35
其中：权益类净融资额	-0.45	3.84	-7.37	-0.905
债务类净融资额	9.90	-10.44	-19.73	44.87
其中：现金利息支出	33.05	32.77	28.69	5.67
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	9.50	-12.55	-11.08	0.39

注：①根据珠实集团所提供数据整理、计算；②业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额，其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

近三年该公司经营环节现金流波动较大。2021 年公司销售额虽有所增长，但因项目持续投入及拿地力度加大，业务现金呈净支出；2022-2023 年公司压缩拿地支出，业务现金收支净额为正。公司收到其他与经营活动有关的现金流主要包括收回押金、工程暂扣款及集团外往来款收到的现金；支付其他与经营活动有关的现金流主要包括支付保证金、押金、集团外往来款及其他应付杂项等支出的现金。投资环节方面，公司回收投资及投资支付的现金收支主要包括理财产品的申赎、股权投资支出等，2021 年公司回收投资与投资支付净额为-18.14 亿元，主要系认购广州农商行定增的股份；2022 年为-7.33 亿元，主要系当年公司结构性存款净支出；2023 年因赎回理财产品及取得相关投资收益该项回正。2021 年以来公司因各项在建工程持续投入，购建与处置固定资产等长期资产产生的现金流净额均为负。

除投资净支出外，2022-2023 年该公司筹资环节亦呈现现金净流出状态。公司筹资环节以债务类融资为主，每年债务滚续和付息金额较大。近两年公司支付其他与筹资活动有关的现金分别为 20.99 亿元和 24.08 亿元，主要系偿付非标支出所致，进一步增加当年筹资净流出额。

② 偿债能力

图表 16. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）
EBITDA（亿元）	21.32	23.70	32.99
EBITDA/刚性债务（倍）	0.04	0.04	0.06
EBITDA/利息支出（倍）	0.65	0.66	0.86
现金短债比（倍）	0.84	0.63	0.43

注：①根据珠实集团所提供数据整理、计算；②现金短债比=（期末货币资金+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票）/期末短期刚性债务。

2021-2023 年该公司 EBITDA 逐年递增，其对刚性债务及其孳息的覆盖程度趋于上升。同期末，因货币资金有所消耗加之短期刚性债务有所增长，公司现金短债比有所下降，即期债务偿付压力有所加大。

4. 调整因素

该公司房地产开发与工程服务业务、物业管理业务等具有一定协同效应。公司以城市综合运营商为自身发展定位，物业管理、场馆运营、商业物业经营等多项业务在分散主业经营风险的同时，亦可对其营收和现金流起到一定支撑作用。

(1) 流动性/短期因素

该公司与多家银行建立了良好的合作关系。截至 2024 年 3 月末，该公司共获得银行综合授信 830.81 亿元，未使用授信额度为 400.36 亿元。

除经营性开支外，该公司资金主要流向房地产项目和城市更新项目的建设，其在建项目后续仍有较大规模的资金投入需求。除项目销售去化外，经营性物业租赁收入和物管费收入亦可为其流动性提供一定保障。公司融资渠道较为多元，目前公司未使用授信额度较充裕，在融资渠道较为畅通的情况下总体上公司流动性压力尚可控。

图表 17. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动比率 (%)	156.20	167.86	153.60	166.53
现金比率 (%)	24.89	24.23	20.86	25.33

注：根据珠实集团所提供数据整理、计算。

(2) 业务多元化

经过多年发展，该公司形成了涵盖房产投资开发、设计勘察、城乡规划、总包建设、建筑设计、建筑装饰、施工监理、商业物业经营、物业管理服务、城市设施安全监控、大型体育场馆运营管理等产业链条相对完整的业务体系，公司多项业务之间具有一定协同效应。公司以成为中国领先的智慧城市综合运营商为发展定位，2023 年在房地产行业下行背景下，其城市运营与服务板块快速发展，收入从 2022 年的 4.98 亿元升至 7.22 亿元，多元业务在分散经营风险的同时，对公司营收及现金流亦起到一定支撑作用。

(3) ESG 因素

根据该公司根据《公司法》及有关规定制定了《公司章程》并设立了由股东会、董事会、监事会和经营管理层组成的治理结构体系。按照《公司章程》规定公司董事会由 7 名成员组成。监事会由 5 人组成，其中外派监事 3 人，由广州市国资委委派；职工监事 2 人，由公司职工代表大会选举产生并报出资人备案，监事会主席由市国资委从监事会成员中指定。公司设总经理 1 名，副总经理若干名。总理由出资人提出人选，按程序报批后，董事会聘任或解聘。其他高级经营管理层则由总经理提名后，由董事会任命。2023 年以来公司先后共 3 名董事、1 名监事和 1 名副总经理因工作原因或到龄退休而有所变动，目前公司董事会成员 6 名，董事长一席暂缺；监事会成员 3 名，高管人员共 4 名。

2021 年以来，该公司未出现延期披露财务报表，已披露财务报表未出现重大会计差错，在信息透明度方面不存在重大缺陷；同期，公司在环境保护、社会责任履行方面无行政处罚或负面信息事件。

(4) 表外事项

根据金融机构贷款政策和商业惯例，该公司为房屋承购人提供阶段性连带保证责任，截至 2024 年 3 月末担保金额合计 33.57 亿元；此外，同期末公司无对合并范围外企业借款提供担保。

未决诉讼方面，该公司本部及主要子公司存在较多业务相关诉讼事项，但诉讼事项单体涉案金额较小。

(5) 其他因素

关联交易方面，该公司以关联资金拆借和担保为主。截至 2023 年末公司应收关联方款项合计 91.67 亿元，应付关联方（广州瑜丰投资有限公司）款项 4.57 亿元。

图表 18. 公司关联交易情况

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
债权投资（亿元）	2.98	--	--
其他应收款余额（亿元）	91.32	89.11	91.67
其中：清远市美林基业房地产经营管理有限公司	39.07	40.42	42.16
广州市城市建设投资集团有限公司	17.90	17.90	17.90
广州市城德房地产开发有限公司	14.71	9.75	5.53
广州岭实投资开发有限公司	12.35	14.97	15.89
广东亿华房地产开发有限公司	--	9.26	9.26
其他应付款余额（亿元）	0.79	0.68	4.57

注：根据珠实集团所提供数据整理。

根据该公司提供的本部 2024 年 5 月 13 日《企业信用报告》，公司本部近三年不存在借款违约及欠息情况。根据公开渠道查询（查询日为 2024 年 6 月 2 日），公司本部不存在重大行政处罚信息，亦未被列入经营异常及严重违法失信名单。

5. 外部支持

该公司控股股东及实际控制人均为广州市国资委。结合广州市国资委及公司“十四五”战略总体规划，公司以广州智慧城市综合运营的核心平台为自身发展定位。广州市人民政府将公司指定为全市范围内七家城中村改造主体之一，主要改造区域包括罗冲围片区、环东片区、华观路片区及聚龙湾周边片区等，其中 2023 年参与的罗冲围片区改造项目亦是广州市首批 4 个重点片区做地试点项目之一，公司在重大项目获取方面可得到股东资源倾斜。2022 年广州市国资委向公司拨付 1 亿元用于聚龙湾片区启动区项目，在资金方面股东亦给予公司一定支持。

6. 同业比较分析

新世纪评级选取了上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司、北京北辰实业股份有限公司和苏州新区高新技术产业股份有限公司作为该公司的同业比较对象。上述主体均以房地产开发为主业，同时持有一定规模的经营性物业，与公司具有较高的可比性。

与同业对比，2023 年该公司销售去化相对较好，毛利率处于适中水平。但公司财务杠杆处于较高水平，即期债务偿付压力相对较大，存量货币资金对短期债务覆盖程度较弱。

债项信用跟踪分析

1. 18 珠实专项债：发行人调整票面利率选择权、投资者回售选择权、交叉违约和加速到期

18 珠实专项债附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权：该公司有权决定在本债券存续期第 5、第 10 个计息年度末调整本债券其后 5 个计息年度的票面利率，公司可选择在原债券票面年利率基础上上调或下调 0-300 基点；在公司发布关于是否调整本债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的 18 珠实专项债按票面金额全部或部分回售给公司。18 珠实专项债另设置交叉违约和加速到期条款。交叉违约：公司或合并范围内子公司的债务出现违约（本金、利息逾期或债务已被宣告加速到期或其他附加加速到期宣告权认定的违约形式）或宽限期到期后应付未付，视同本债券发生违约，需启动投资者保护机制。加速到期：出现启动加速到期条款的情形时，公司应在知悉该情形后立即通知债权代理人；债权代理人应根据《债券持有人会议规则》的规定召开债券持有人会议，经债券持有人会议讨论通过后，可提前清偿部分

或全部债券本金。公司在接到债权代理人的本债券加速到期通知后履行本债券提前清偿部分或全部本金的义务。

2. 21 珠江 01：发行人调整票面利率选择权、投资者回售选择权

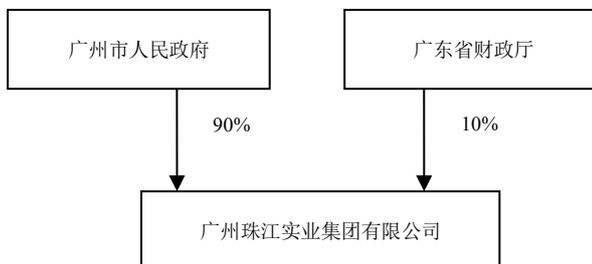
21 珠江 01 附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权：该公司有权决定在本债券存续期的第 3 年末调整后 2 年的票面利率，投资者有权选择在本债券的第 3 个计息年度付息日将其持有的本债券全部或部分按面值回售给公司。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定珠实集团主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

附录一：

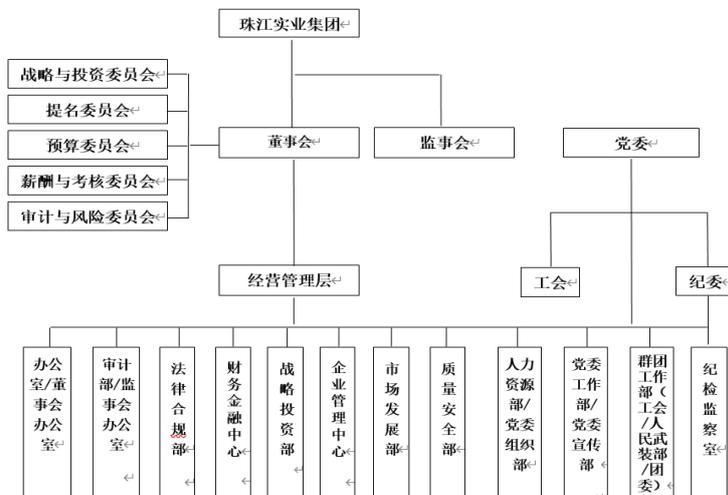
公司与实际控制人关系图



注：根据珠实集团提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据珠实集团提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况					2023年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
广州珠江实业集团有限公司	珠实集团	本级	-	房地产开发、物业投资及经营管理等	400.85	159.08	2.01	4.31	-3.59	母公司口径
广州珠实地产有限公司	珠实地产	核心子公司	100.00	房地产开发	56.66	83.41	90.38	5.44	23.88	
广州珠江发展集团股份有限公司	珠江股份	核心子公司	31.10	物业租赁、物业管理等	11.00	4.74	32.72	-0.15	-1.29	-
苏交科集团股份有限公司	苏交科	核心子公司	23.08	工程咨询	22.45	87.26	52.78	3.07	3.07	-
清远市广州后花园有限公司	清远后花园	核心子公司	49.25	房地产开发	67.57	21.57	11.60	-7.16	3.10	-
广州城市更新集团有限公司	城更集团	核心子公司	100.00	房地产开发	2.70	65.60	21.79	1.81	3.81	-
广州珠江建设发展有限公司	珠江建设	核心子公司	100.00	建筑施工及工程服务	17.14	12.52	77.08	0.36	3.94	-

注：根据珠实集团2023年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：房地产开发 归属行业：房地产开发

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	最近一年（末）经营数据				最近一年（末）财务数据				
		合同销售额 （亿元）	总资产 （亿元）	待售存货 （亿元）	存货销售比 （倍）	毛利率 （%）	经调整的资产负 债率（%）	权益资本/刚性 债务（倍）	现金短债比 （倍）	EBITDA/利息支 出（倍）
苏州新区高新技术产业股份有限公司	AAA/稳定	38.22	716.17	259.96	0.16	13.11	77.57	0.38	1.66	0.95
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	AAA/稳定	69.64	1,256.97	337.28	0.18	41.22	68.41	0.59	0.43	2.03
北京北辰实业股份有限公司	AAA/稳定	52.78	562.25	293.11	0.07	27.38	71.23	0.64	1.49	1.26
珠实集团	AAA/稳定	111.71	1,297.68	480.53	0.17	26.30	71.95	0.56	0.43	0.86

注：上表中苏州新区高新技术产业股份有限公司、北京北辰实业股份有限公司和珠实集团采用 2023 年（末）数，上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司采用 2022 年（末）数。

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年 第一季度/末
资产总额[亿元]	1,400.31	1,361.64	1,297.68	1,337.70
货币资金[亿元]	174.66	141.25	129.58	148.84
刚性债务[亿元]	530.93	596.42	602.18	656.46
所有者权益[亿元]	330.58	343.58	338.35	337.24
营业收入[亿元]	192.23	292.57	281.25	28.89
净利润[亿元]	2.88	0.39	2.20	0.05
EBITDA[亿元]	21.32	23.70	32.99	—
经营性现金净流入量[亿元]	10.12	-2.22	23.91	-20.02
投资性现金净流入量[亿元]	-22.09	-14.27	-5.06	-3.372
经调整的资产负债率[%]	71.63	71.45	71.95	72.73
权益资本与刚性债务比率[%]	62.27	57.61	56.19	51.37
流动比率[%]	156.20	167.86	153.60	166.53
现金比率[%]	24.89	24.23	20.86	25.33
利息保障倍数[倍]	0.52	0.55	0.66	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	1,693.73	1,158.57	1,125.91	—
毛利率[%]	26.24	25.54	26.30	28.08
营业利润率[%]	3.52	2.56	2.72	3.10
总资产报酬率[%]	1.34	1.41	1.92	—
净资产收益率[%]	0.98	0.11	0.64	—
净资产收益率*[%]	2.72	3.94	0.41	—
营业收入现金率[%]	133.93	75.38	71.98	138.61
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.64	-0.33	3.73	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.22	-1.58	1.91	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.65	0.66	0.86	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.06	—

注：①根据珠实集团经审计的 2021-2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算；②根据实质重于形式原则，珠实集团发行的其他权益工具在本次评级中被调整至相应的债务科目，具体调整情况详见“数据基础”。

指标计算公式

经调整的资产负债率(%)=(期末负债总额-期末预收账款或合同负债)/(期末资产总额-期末预收账款或合同负债)×100%

权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%

流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%

现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%

利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)

担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%

营业周期(天)=365/{报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2}+365/{报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2}

毛利率(%)=(1-报告期营业成本/报告期营业收入)×100%

营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%

总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%

净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%

净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%

营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%

经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%

非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%

EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)

EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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

附录七：
发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2010年12月20日	AA/稳定	戴志刚、覃斌	-	报告链接
	前次评级	2023年6月25日	AAA/稳定	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月25日	AAA/稳定	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	-
21 珠江 01	历史首次评级	2021年5月31日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 房地产开发行业信用评级方法（2015版） 工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023年6月25日	AAA	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月25日	AAA	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）	-
18 珠实专项债	历史首次评级	2018年7月2日	AAA	覃斌、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 房地产开发行业信用评级方法（2015版） 房地产开发行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2023年6月25日	AAA	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月25日	AAA	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。