



信用等级通知书

信评委函字[2018]G112-1号

广州珠江实业开发股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“广州珠江实业开发股份有限公司公开发行2018年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年三月七日

广州珠江实业开发股份有限公司 公开发行 2018 年公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	广州珠江实业开发股份有限公司
申请规模	不超过14亿元（含14亿元），本次债券拟分期发行。
债券期限	本次债券发行期限为5年期，债券存续期的第3个计息年度末设发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
偿还方式	本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息。本次债券本息支付将按照本次债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，本息支付方式及其他具体安排按照债券登记机构的相关规定办理。

概况数据

珠江实业	2014	2015	2016	2017.Q3
所有者权益（亿元）	25.01	34.75	37.93	38.00
总资产（亿元）	67.72	103.48	125.55	130.75
总债务（亿元）	28.88	42.16	57.69	67.15
营业总收入（亿元）	21.30	33.29	41.01	31.29
营业毛利率（%）	42.38	33.30	25.84	37.67
EBITDA（亿元）	4.43	5.44	5.89	7.08
所有者权益收益率（%）	10.68	10.50	9.22	16.30
资产负债率（%）	63.06	66.42	69.79	70.94
净负债率（%）	85.16	83.04	91.00	111.85
总债务/EBITDA（X）	6.52	7.75	9.80	7.11
EBITDA 利息倍数（X）	1.80	2.18	1.56	2.64

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2017 年三季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经过年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“广州珠江实业开发股份有限公司公开发行 2018 年公司债券”信用级别为 **AA**，该级别反映了本次债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定发行主体广州珠江实业开发股份有限公司（以下简称“珠江实业”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定。该级别反映了发行主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司股东背景雄厚、在区域内拥有较高的品牌认可度及经营业绩保持增长等因素对公司信用质量的支持。同时，我们也关注到公司土地储备规模相对较小、资本性支出压力较大、或有负债风险等因素可能对公司信用质量产生的影响。

正 面

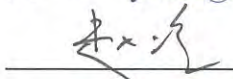
- 雄厚的股东背景。公司控股股东广州珠江实业集团有限公司是广州市国有资产监督管理委员会直管的 32 家国有企业之一，是我国最早从事建筑工程总承包的企业之一，在华南地区具有一定的市场地位，综合实力雄厚。
- 良好的品牌声誉。公司致力于打造人居精品，以高品质的产品和服务作为经营承诺，在广州市房地产行业中树立了良好的品牌形象。公司在广州、长沙和海口等地深耕多年，所开发的项目在区域内拥有较高的品牌认可度。
- 公司经营业绩保持增长。近年来公司房地产签约销售面积和销售金额保持增长，促使公司收入规模逐年上升。同时，其物业经营及管理业务收入亦有所增长，对公司经营业绩形成较好补充。

分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn



赵屹 yzhao@ccxr.com.cn



Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2018年3月7日

关注

- 土地储备规模较小。2016年以来公司未取得新的土地储备项目，截至2017年9月末土地储备总建筑面积为72.98万平方米，土地储备规模较小，对未来发展形成一定限制。
- 资本性支出压力较大。公司拟开发的华英以及五源河休闲度假村等项目的投资体量较大，未来面临较大的资本性支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

发行主体概况

广州珠江实业开发股份有限公司（以下简称“珠江实业”或“公司”）前身为广州珠江房地产公司，成立于 1985 年 4 月，后于 1992 年 10 月经广州市经济体制改革委员会改股字【1992】10 号文件批准，由广州珠江实业总公司（后更名为广州珠江实业集团有限公司，以下简称“珠实集团”）作为发起人，由全民所有制企业改组成立的股份有限公司。改组后公司的注册资本为人民币 67,574,654.00 元，其中广州市国有资产管理局（后更名为广州市人民政府国有资产监督管理委员会，以下简称“广州市国资委”）持股比例为 9.11%；珠实集团持股比例为 82.01%；个人持股比例为 8.88%。1993 年 10 月 28 日，珠江实业在上海证券交易所上市，股票代码为 600684。后经过多次派送红股、配售新股、转增股本，截至 2017 年 9 月末，公司总股本为 853,460,723.00 元，其中珠实集团直接持有公司股份 265,409,503.00 元，占总股本的 31.10%，系公司第一大股东；广州市国资委直接持股 38,569,408.00 元，占总股本的 4.52%。由于珠实集团为广州市国资委的全资子公司，故广州市国资委为公司实际控制人。

公司主要从事房地产开发经营业务，具有房地产开发二级资质，目前主要负责商业和住宅性房地产的开发和销售，项目覆盖广州、长沙和海口等城市，辅以小部分持有性物业经营业务和健康咨询管理业务。

截至 2016 年 12 月 31 日，公司资产总额 125.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 37.93 亿元，资产负债率为 69.79%；2016 年全年公司实现营业收入 41.01 亿元，净利润 3.50 亿元，经营活动净现金流 11.27 亿元。

另截至 2017 年 9 月 30 日，公司资产总额 130.75 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 38.00 亿元，资产负债率为 70.94%；2017 年 1~9 月公司实现营业收入 31.29 亿元，净利润 4.64 亿元，经营活动净现金流 4.39 亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
发行主体	广州珠江实业开发股份有限公司
债券名称	广州珠江实业开发股份有限公司公开发行 2018 年公司债券
发行规模	不超过 14 亿元（含 14 亿元），本次债券拟分期发行。
债券期限	本次债券发行期限为 5 年期，债券存续期的第 3 个计息年度末设发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
偿还方式	本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息。本次债券本息支付将按照本次债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，本息支付方式及其他具体安排按照债券登记机构的相关规定办理。
募集资金用途	拟全部用于偿还公司债务。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

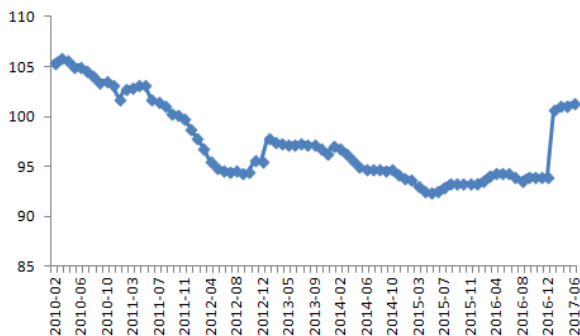
行业分析

房地产行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。此后，受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年随着国家出台的信贷宽松政策，商品房销售情况有所好转；2010 年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升，2013 年房地产市场延续上升势头，期内国房景气指数呈波动上升态势；2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入 2015 年，随着一系列宽松的行业政策出台，中国房地产市场总体上呈现回暖趋势，国房景气指数自 2015 年 6 月始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至 2016 年上半年。2016 年 10 月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较

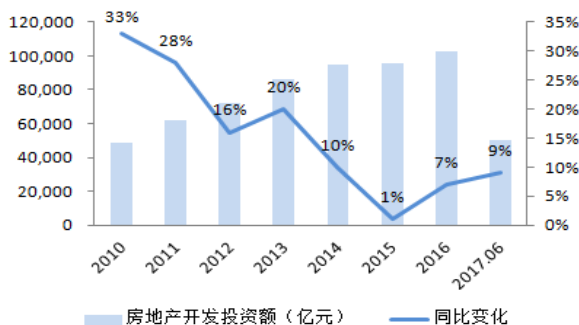
上年同期均有所上升。2016 年房地产市场的明显回暖使得当年房地产业对 GDP 增长贡献率达 7.8%，较上年增加了 5.4 个百分点，房地产业增加值占 GDP 的比重亦达到历史最高位的 6.47%。2017 年上半年国房景气指数持续上行，于 2017 年 6 月达到 101.37，但 3 月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。

图 1：2010~2017.06 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 2：2010~2017.06 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，近年来房地产开发投资额保持增长，但增速有所放缓。根据国家统计局数据显示，2014 年全年完成房地产开发投资 95,036 亿元，同比增长 10.5%，增速下降 9.3 个百分点；2015 年房地产行业投资增速延续回落态势，当年全国房地产开发投资 95,979 亿元，同比增长仅 1.0%；2016 年，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年上涨 5.9 个百分点。自 2016 年 10 月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍保持在较高水平；2017 年 1~6 月，全国累计完成房地产开发投资 50,610 亿元，同比增长 8.5%，增速较上年同期上升 2.4 个百分点。

房地产开发投资资金的到位情况方面，近年来我国房地产开发企业的到位资金规模逐年增长，2014~2016 年房地产开发企业到位资金分别为 121,991 亿元、125,203 亿元和 144,214 亿元，年均复合增长率 8.73%。从资金来源来看，随着房地产市场的回暖，房企资金来源中预收账款以及客户购房贷款规模及其占比呈快速上升态势，2014~2016 年房企资金来源中预收账款以及客户购房贷款合计分别为 43,903 亿元、49,182 亿元和 66,355 亿元，其中 2016 年市场成交的明显提升及信贷政策的宽松使得其预收账款和客户购房贷款的规模同比上涨 34.92%，占当期房企资金总额的比重亦提升至 46.01%；而 2014~2016 年房企自筹资金和国内贷款规模有所波动，分别为 71,661 亿元、69,252 亿元和 70,645 亿元，占比分别为 58.74%、55.31%和 48.99%，占比逐年下降。2017 年 1~6 月，房地产开发企业到位资金 75,765 亿元，同比增长 11.2%。受按揭贷款利率持续上行影响，其他来源中个人按揭贷款资金增速明显放缓，上半年新增个人按揭贷款 12,000 亿元，同比增长 6.7%，增速较去年同期下降 50.3 个百分点，占当期房企资金来源总额的比重亦下降至 15.84%。同期房企自筹资金和国内贷款规模分别为 23,273 亿元和 13,352 亿元，占比分别为 30.72%和 17.62%，随着金融监管的不断加强，自筹资金比例不断下降，房企融资渠道逐步由直接融资转向银行贷款、信托等传统融资渠道。

表 2: 2014~2017.06 房地产开发投资资金来源

单位: 亿元、%

指标	2014	2015	2016	2017.06
资金来源合计	121,991	125,203	144,214	75,765
同比增长	-0.1	2.6	15.2	11.2
其中:				
自筹资金	50,419	49,038	49,133	23,273
占比	41.33	39.17	34.07	30.72
同比增长	6.3	-2.7	0.2	-2.3
国内贷款	21,242	20,214	21,512	13,352
占比	17.41	16.14	14.92	17.62
同比增长	8	-4.8	6.4	22.1
利用外资	639	297	140	104
占比	0.52	0.24	0.10	0.14
同比增长	19.7	-53.6	-52.6	58.9
其他来源	49,689	55,655	73,428	39,035
占比	40.73	44.45	50.92	51.52
同比增长	-8.8	12	31.9	17.2
其中: 定金及预收款	30,238	32,520	41,952	23,226
同比增长	-12.4	7.5	29.0	22.7
个人按揭贷款	13,665	16,662	24,403	12,000
同比增长	-2.6	21.9	46.5	6.7

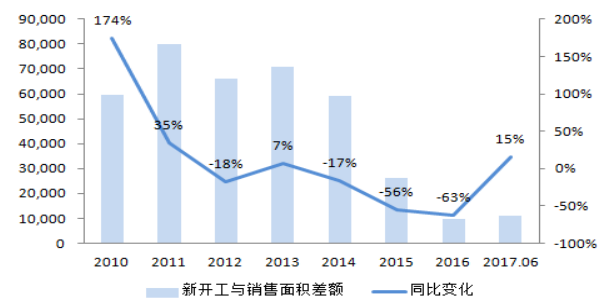
资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

施工方面, 近年房地产新开工面积呈现波动下滑态势。具体来看, 2014 年房地产销售形势不佳使得房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度, 有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出, 当年房地产新开工面积 179,592 万平方米, 同比下降 10.7%。2015 年, 房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米, 同比进一步下降 14.0%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下, 房地产新开工面积同比下降导致短期内新增供给量的下滑, 有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。2016 年, 在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下, 房企纷纷加速开发节奏以及及时补充可售货源, 全国房地产当年累计新开工面积 166,928 万平方米, 同比上升 8.1%。从新开工面积与销售面积的差额来看, 近年来商品房新开工面积始终高于同年商品房销售面积, 但新开工面积与销售面积差额呈逐年收窄态势。2016 年, 全国商品房新开工面积与销售面积差额 (差额=新开工

面积-销售面积)9,579 万平方米, 同比下降 63.10%, 商品房库存去化压力有所减轻。2017 年 1~6 月, 房企商品房新开工面积 85,720 万平方米, 同比增长 10.6%, 同期新开工面积与销售面积差额 11,058 万平方米。

图 3: 2010~2017.06 商品房新开工与销售面积差额

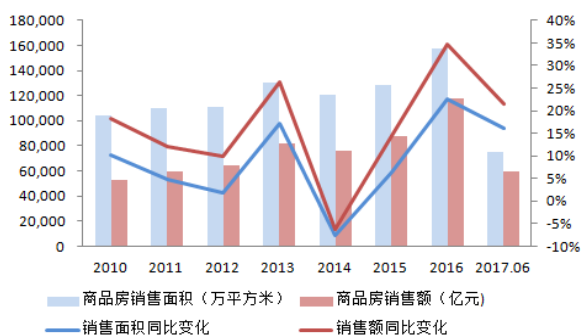
单位: 万平方米



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

从销售情况看, 受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响, 2014 年全国商品房销售量有所下滑, 当年全国商品房销售面积和销售额分别为 120,649 万平方米和 76,292 亿元, 同比分别下降 7.6%和 6.3%; 其中商品住宅销售面积和销售额分别同比下降 9.1%和 7.8%。进入 2015 年, 得益于频出的利好政策, 全年销售面积和销售额均有所上升, 2015 年全国商品房销售面积与销售额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元, 同比分别增长 6.5%和 14.4%; 其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长 6.9%和 16.6%。2016 年, 在宽松的行业政策带动下, 我国商品房成交量大幅提升, 当年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元, 同比分别增长 22.4%和 34.8%; 其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长 22.4%和 36.1%。2017 年 1~6 月, 全国商品房销售面积和销售额分别为 74,662 万平方米和 59,152 亿元, 同比分别增长 16.1%和 21.5%; 但受 2016 年 10 月及 2017 年 3 月连续出台的房地产调控政策影响, 增速均有所放缓。值得注意的是, 2017 年上半年办公楼及商业营业用房销售增长速度均高于住宅, 其中住宅销售面积及销售额同比分别增长 13.5%和 17.9%; 办公楼销售面积及销售额同比分别增长 38.8%和 38.9%; 商业营业用房销售面积及销售额同比分别增长 32.5%和 41.7%。

图 4：2010~2017.06 商品房销售情况



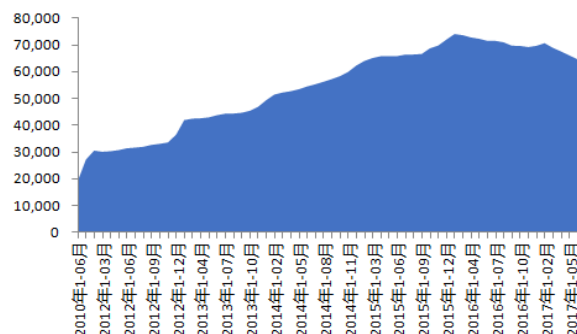
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，2016 年东部地区商品房销售额 72,331 亿元，同比增长 38.7%，销售额占比达 61.49%；同期中部地区商品房销售额 25,250 亿元，同比增长 38.7%；西部地区商品房销售额 20,046 亿元，同比增长 18.3%，2016 年西部地区销售额增幅落后于全国平均水平，去库存进度仍有待提升。从价格来看，2016 年 1~11 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2016 年 11 月全国 100 个城市住宅成交均价达 12,938 元/平方米，较年初增长 17.34%。分城市能级来看，2016 年 11 月末，一线城市住宅均价达 40,441 元/平方米，较年初增长 20.60%；同期二线城市住宅均价达 11,697 元/平方米，较年初增长 17.03%；而三线城市住宅均价达 7,359 元/平方米，较年初增长 8.82%¹。2017 年 1~6 月，东部地区商品房销售额 34,695 亿元，同比增长 14.4%，销售额占比达 58.65%；中部地区商品房销售额 11,398 亿元，同比增长 31.4%；西部地区商品房销售额 10,930 亿元，同比增长 37.7%。2017 年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售情况明显改善。从价格来看，2017 年 6 月末各能级城市商品住宅销售均价较年初均有所提升，其中一线城市住宅均价 31,764 元/平方米，较年初增长 16.58%；二线城市住宅均价 10,315 元/平方米，较年初增长 7.25%。

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

图 5：2010~2017.06 全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

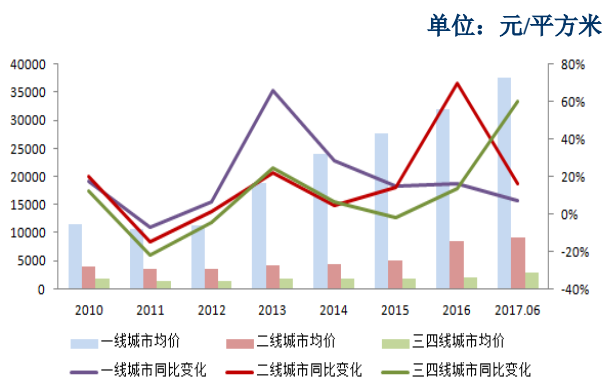
商品房库存方面，近年来我国商品房库存量连续攀升，截至 2014 年末，全国商品房待售面积 6.22 亿平方米，较 2013 年末增加 1.29 亿平方米；其中，住宅待售面积 4.07 亿平方米，较 2013 年末增加 0.83 亿平方米。2015 年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况亦有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面继续存在，截至 2015 年末，全国商品房待售面积 7.19 亿平方米，同比增长 15.58%，增速较上年末收窄 10.54 个百分点。2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降。截至 2016 年末，全国商品房待售面积 6.95 亿平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。从去化周期来看，以 2016 年商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期约 5.30 个月，较 2015 年缩短 1.41 个月，但不同城市分化情况仍较为明显，部分二线及三、四线城市仍存在库存压力。截至 2017 年 6 月末，全国商品房待售面积 6.46 亿平方米，环比减少 1,441 万平方米，同时较上年同期减少 9.58%；以 2017 年 1~6 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期进一步缩短至 4.32 个月。

土地市场方面，在去库存的大背景下，近三年全国房地产用地供给逐年收紧。根据国土资源局数据显示，2014~2016 年全国房地产建设用地供应面积分别为 15,470 万平方米、11,970 万平方米及 10,750 万平方米。土地成交面积受供应减少的影响亦逐年下降，而供应的减少加剧了房企在土地市场的竞争，加之房地产开发企业购置土地区域转向土

地价格较高的一、二线城市，土地成交均价呈现上升趋势。2014~2016 年，我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 33,383 万平方米、22,811 万平方米和 22,025 万平方米，同期土地成交价款分别为 10,020 亿元、7,622 亿元和 9,129 亿元。受此影响，2016 年房地产企业土地购置成本涨至 4,144.84 元/平方米，近三年年均复合增长率为 17.51%。2017 年 1~6 月，房地产开发企业土地购置面积 10,341 万平方米，同比增长 8.8%；土地成交价款 4,376 亿元，同比增长 38.5%，土地购置成本进一步增至 4,231.70 元/平方米。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。其中，一线城市土地成交均价涨幅在 2013 年达到近年顶点后，2014 年和 2015 年呈现下降态势，而 2016 年一线城市土地成交均价涨幅小幅回升，同时平均溢价率达 47.06%，较上年提升 19.16 个百分点；二线城市土地成交均价涨幅 2013~2015 年间小幅波动，而 2016 年则大幅增加 70.2%，较 2015 年提升了 56.2 个百分点，且平均溢价率同比上升 34.84 个百分点至 52.55%，土地市场热度明显上涨；三线城市成交土地均价涨幅近年来有所波动，2016 年提升至 13.5%，平均溢价率升至 19.85%。2017 年上半年，各能级城市土地成交均价均呈现持续上涨，但受土拍限价影响，一、二线城市成交均价增速有所回落，且平均溢价率较上年同期分别下降 42.78 个百分点和 15.77 个百分点；三四线城市平均溢价率则进一步升至 45.55%。

图 6：2010~2017.06 各能级城市成交土地成交情况



资料来源：中指数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，随着一系列宽松的行业政策出台，近年来房地产市场总体上呈现回暖趋势，商品房销售量价齐升，但随着 2016 年四季度以来一系列房地产调控政策出台，一二线城市商品房销售均价增速有所放缓。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个大幅增加近 50 个。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。具体来看，2015 年 3 月底，国土部、住建部联合发文，提出缩减土地供应规模以减少商品房供应量，当年全国 300 多个城市土地供应量同比大幅下滑 36%，政策效果显著；同时中央及地方各管理部门及职能机构从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限外等多手段并施，提升居民的购房能力及意愿。

2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。从全国层面来看，依旧维持去库存的政策目标，2016 年 2 月份，政府新出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%，同时调整契税税率，降低

购房成本等；3月份，政府出台二手房营改增政策，以降税的方式引导改善性住房需求；6月份国家又出台新政鼓励租赁业务的发展，进一步推动房地产市场去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策的同时，部分重点城市推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨，2016年3月，上海和深圳率先出台房地产调控政策，提高购房首付比例及非本市户籍居民购房门槛。而其他三四线城市则继续以“去库存”为主基调，2016年3月沈阳市政府下发《沈阳市人民政府办公厅关于促进房地产市场健康发展的实施意见（试行）》，发布对毕业不超过5年的高校学生实行“零首付”政策、对个人购买住房市区两级给予奖励政策、公积金最高贷90万、土地供应减半、降低二手住房交易税费、鼓励农民进城买房居住等22项鼓励性房产新政，此外，2016年上半年西安、广西、山东等省市均出台各类宽松政策以消化商品房库存。

2016年上半年整体房地产政策较为宽松，居民购房预期仍较乐观，因此2016年前三季度房价总体上持续上涨，部分重点一、二线城市房价涨幅较大，调控范围也随之扩大。2016年8月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等21个城市相继出台了限购限贷政策。其中，深圳出台了最严限购限贷政策，要求本市户籍成年单身人士（含离异）限购1套住房；连续缴纳5年以上个人所得税或社保的非户籍居民家庭，限购1套住房；对已有1套住房的，首付提高到七成以上；北京通州对商品住房也进行了限购，对于本市户籍居民已拥有1套住房的，且落户3年（含）以上的，限购1套通州区商品住房；已拥有1套住房、近3年在通州连续缴纳社保或个税的本市其他区县户籍居民家庭，限购1套通州区商品住房。各地十一期间密集出台调控政策后，2016年11月~12月杭州、苏州、上海等重点城市又加大了调控力度，一、二线城市房地产政策基调明显趋严。2017年上半年房地产行业在因城施策的导向下仍稳步推进

去库存工作。从全国层面来看，2017年2月份，中国人民银行、银监会公布通知，在不实施限购措施的城市，家庭首套房商业性个人住房贷款首付款比例可向下浮动5个百分点；对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，二套房再次申请商业性个人住房贷款的最低首付款比例调整为不低于30%。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求，2017年3月北京市住房和城乡建设委员会联合四部门发布《关于完善商品住房销售和差别化信贷政策的通知》，将二套房贷最低首付款比例（普通自住房提高至60%，非普通自住房提高至80%），同时降低住房贷款期限至25年。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线城市周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。同月南京市政府办公厅出台《关于进一步调整我市住房限购政策的通知》，暂停向已拥有2套及以上住房的本市户籍居民家庭出售住房，包括新建商品住房和二手住房；2017年4月海南省住建厅、省国土资源厅、中国人民银行海口中心支行联合发布全省限购通知，暂停向在海南已拥有1套及以上商品住宅的本省户籍居民出售新建商品住宅。截至2017年6月末，全国共有超过30个城市实行限售措施，从限售年限来看，广州、青岛、福州、扬州、无锡、承德、芜湖、厦门等城市均要求新购买住房的，取得不动产权证未满2年的，不得上市交易；珠海、惠州、成都、南京、郑州等地则要求满3年；三亚和琼海禁止期房转让和限制现房转让。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017年7月，住房城乡建设部、国家发展改革委、公安部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局、证监会等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要

支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市作为住房租赁首批试点；当月广州市人民政府公布《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，赋予符合条件的

承租人员子女享有就近入学等公共服务权益，保障租购同权。北京也推出共有产权住房，在产权比例确定、购房资格以及退出机制等多个方面均有所规定。多层次住房体系的加速推进，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

表 3：2016 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2016.02	财政部、国家税务总局、住房城乡建设部	财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》调减房地产契税营业税，对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税。
2016.03	财政部、国家税务总局	自 5 月 1 日起，个人购买不足 2 年的住房对外销售的，按照 5% 的征收率全额缴纳增值税，个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征增值税。对北上广深四市，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，按照 5% 的征收率全额缴纳增值税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的非普通住房对外销售的，以销售收入减去购买住房价款后的差额按照 5% 的征收率缴纳增值税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征增值税。
2016.03	上海、深圳市政府	上海、深圳市政府率先出台楼市调控政策，调整非本地居民购房资格要求，上海将缴纳社保年限由 3 年调增至 5 年，深圳由 1 年调增至 3 年；两地均调增居民购房首付比例。
2016.03~06	沈阳、大连等市政府	以沈阳、大连市为代表的各地政府陆续推出购房优惠政策以实现去库存目标，具体包含大学生购房补贴、公积金贷款额度上涨、农民购房补贴、购房税费减免等利好政策。
2016.06	国务院办公厅	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出，实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，是深化住房制度改革的重要内容，是实现城镇居民住有所居的重要途径。要以建立购租并举的住房制度为主要方向，健全以市场配置为主、政府提供基本保障的住房租赁体系，支持住房租赁消费，促进住房租赁市场健康发展。
2016.08~09	武汉、厦门、苏州、杭州、南京市政府	部分重点二线城市出台限购、限贷以及土地调控等政策以抑制房价、地价的过快上涨。
2016.10	北京、天津、苏州、郑州等 21 个城市政府	十一期间一、二线重点城市密集出台房地产调控政策，在土地、购房资格、首付比例等方面出台严格调控政策，部分城市在前期调控政策的基础上加大调控力度。
2016.11~12	上海、杭州、武汉、郑州、成都等市政府	在前期调控政策的基础上，部分重点城市继续加大调控力度，上海在首套房的认定上认房又认贷，普通住房首付比例增至五成，非普通住房首付增至七成；杭州扩大限购范围，对不能提供自购房之日起前 2 年内在本市连续缴纳 1 年以上个人所得税或社会保险证明的非本市户籍居民家庭全面限购。
2017.02	中国人民银行、银监会	中国人民银行、中国银监会要求在不实施“限购”的城市，居民家庭购买首套普通住房的商业性个人住房贷款，在最低首付 25% 的基础上可再下浮 5 个百分点；对拥有 1 套住房且房贷未结清的家庭，再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于 30%。
2017.03	国务院办公厅	《2017 年两会政府工作报告》指出，因城施策去库存，坚持住房的居住属性，落实地方政府主体责任，加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制；加强房地产市场分类调控，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为。
2017.03~06	南京、广州、青岛、厦门、福州、珠海、惠州、成都等市政府及海南省住建厅	继地方政府相继出台限购、限贷政策后，部分城市出台限售令，规定新购买住房的，取得不动产权证未满 2 年的，不得上市交易，不得办理转让公证手续；或新购买的住房须在取得不动产权证满 3 年之后才能上市交易。
2017.07	住房城乡建设部、国家发展改革委、公安部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局、证监会等九部门	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，以充分发挥国有企业在稳定租金和租期，积极盘活存量房屋用于租赁，增加租赁住房有效供给等方面的引领和带动作用。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

短期内，在周期性力量以及政策作用下，房地产行业发展或将再次进入短期调整阶段，金融市场防风险政策亦或对短期流动性产生一定的影响。

从国内来看，2017 年上半年经济延续企稳向好态势，但短期的下行压力和长期的结构性问题依然存在，房地产调控趋严对投资以及相关产业的影响将逐渐显现。考虑到资产泡沫和金融风险，中国的宏观经济调控基调持续由“稳增长”向“防风险、稳增长”转换，将防流动性风险、去杠杆作为宏观经济调控的重要方向。在此背景下，货币政策将保持中性偏紧，财政政策更为强调结构性调控，通过减税降费减少企业负担。同时继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换。整体来看，2017 年中国经济增长将呈现前高后稳态势。

与此同时，去杠杆背景下房地产调控政策趋严。从全国层面来看，2017 年房地产行业政策将围绕两会政府工作报告中提出的“回归居住属性”、“加强房地产市场分类调控”、“建立长效机制”为基调展开；地方政府层面则在“因城施策”、“分类调控”的背景下进一步加大对一、二线城市政策调控力度，同时环一线城市周边三四线城市亦陆续出台调控政策以抑制投机性需求，且限购范围更加细化。此外，货币政策中性偏紧，金融监管趋严，房地产信贷将受到影响，房地产行业面临一定的短期流动性压力；同时房企资金链承压，通过兼并收购优化资源配置日趋明显。

2017 年以来我国房地产行业政策普遍收紧，全国商品房销售面积及销售金额增速均放缓。2017 年 1~6 月，商品房销售面积 74,662 万平方米，同比增长 16.1%，增速同比下降 11.8 个百分点；其中，住宅销售面积增长 13.5%，增速同比下降 15.1 个百分点。同期，商品房销售额 59,152 亿元，增长 21.5%，增速同比回落 20.6 个百分点；其中，住宅销售额增长 17.9%，增速同比回落 26.5 个百分点。土地购置方面，2017 年 1~6 月，房地产开发企业土地购置面积 10,341 万平方米，同比增长 8.8%，增速比 1~5 月提高 3.5 个百分点；土地成交价款 4,376 亿元，同比增长 38.5%，增速较 1~5 月提高 6.2 个百分点。

2017 年住建部和国土部要求合理安排住宅用地供应，随后多数地方政府提出增加住宅用地供应；同时房地产企业补库存意愿明显加强，预计未来土地购置面积增速将持续。

总的来看，在一线及重点二线城市调控力度不断加大，环一线城市周边三四线城市陆续加入“限购”、“限贷”，以及收缩信贷杠杆、引导社会资金流向实体经济的政策环境下，房地产销售增速预计将持续回落。在周期性力量以及政策作用下，房地产行业发展或将再次进入短期调整阶段。

房地产企业利润空间持续收窄，行业兼并收购趋势明显，集中度进一步上升，优质资源将向具有规模优势的房地产企业倾斜。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。据不完全统计，2016 年销售额在 300 亿元以上百亿房企已完成及正在进行中的并购案例已近 100 起，占行业并购数量的 70%以上，资金、项目及资源等逐步向大型房企聚集。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2016 年 TOP100 房企上榜金额门槛从 2015 年的 104 亿元提高至 157 亿元，同比上升 51%，销售金额集中度亦提升 3.87 个百分点至 43.92%，占比接近一半；TOP20 销售门槛提升最快，由 2015 年的 358 亿元大幅增至 647 亿元，同比提升了 81%，销售金额集中度则上升 1.67 个百分点至 24.73%；而 TOP10 房企销售金额门槛达到 1,100.2 亿元，同比上涨 51.73%，占全国销售额的比重达到 18.35%，较上年提升 1.27 个百分点，千亿房企已达 12 家。2017 年 1~6 月，TOP100 房企销售额集中度较上年末上升 14.18 个百分点至 58.10%；同期 TOP100 房企销售面积集中度较上年末上升 5.71 个百分点至 33.20%，行业集中度和销售门槛均持续提升。

表 4：2014~2017.06 国内房企销售额集中度

	2014	2015	2016	2017.01~06
TOP3	7.47%	7.67%	8.88%	-
TOP10	16.92%	17.05%	18.35%	26.60%
TOP20	22.79%	23.06%	24.73%	35.60%
TOP50	31.15%	32.07%	34.59%	49.10%
TOP100	37.78%	40.05%	43.92%	58.10%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

表 5：2014~2017.06 国内房企销售面积集中度

	2014	2015	2016	2017.01~06
TOP3	4.80%	5.37%	6.99%	-
TOP10	10.44%	11.31%	12.54%	15.80%
TOP20	13.65%	14.62%	16.21%	20.60%
TOP50	18.72%	19.94%	22.05%	28.10%
TOP100	22.30%	24.65%	27.49%	33.20%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

竞争实力

雄厚的股东背景

公司的控股股东为珠实集团，珠实集团是广州市国资委直管的32家国有企业之一，成立于1979年，是我国最早从事建筑工程总承包的企业之一。经过多年的发展，珠实集团已成为一家以建筑施工和工程总承包、房地产开发为主、物业经营和工程服务业务为支柱、旅游酒店业务等业务协调发展的国有大型企业集团。珠实集团拥有建筑工程总承包一级资质、房地产开发二级资质、甲级工程监理和物业管理一级资质。

近年来珠实集团以施工总承包业务为主，逐步延伸至工程服务、房地产开发、物业经营管理以及旅游酒店等多项业务领域，已形成一条相对完整的

业务链。公司作为珠实集团旗下房地产业务的子公司之一，一直秉承集团“一核两翼”的区域发展格局。

良好的品牌声誉

公司成立即以房地产开发作为主业，目前拥有房地产开发二级资质。经过近三十年的发展，公司致力于打造人居精品，以高品质的产品和服务作为珠江实业品牌的承诺，在此基础上构建公司和项目的知名度和美誉度。公司在广州、长沙和海南等地深耕多年，相继开发了华乐大厦、淘金北小区、站前路小区、昌岗中路小区、百事佳新村、文昌南路建筑组团、金山阁、金威大厦、金昌大厦、淘金华庭、金盛大厦、珠江新岸公寓、颐德公馆、珠江嘉园和湖南长沙珠江花城、珠江郦城等项目，其中颐德公馆被誉为广州经典高端楼盘的代表作，被评为2012年度中国十大宜居楼盘和2012亚洲国际住宅人居环境范例，2017年颐德公馆荣膺“广东绿色住区”（五星级）殊荣，公司所开发的项目在区域内拥有较高的品牌认可度。

业务运营

公司主营业务主要包括房地产开发和物业经营与管理等。2014~2016年，公司实现主营业务收入分别为21.29亿元、33.28亿元和40.99亿元，增长速度较快，复合增长率达38.76%，2017年1~9月公司实现主营业务收入31.15亿元。在业务收入构成方面，房地产业务为公司收入最主要来源，占总收入比均保持在95%以上。

表 6：2014~2017.Q3 公司主营业务收入中各板块收入及占比

业务	2014		2015		2016		2017.Q3	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
房地产开发	202,874.77	95.29	321,794.24	96.70	397,852.50	97.07	301,856.76	96.91
物业经营与管理	10,011.21	4.70	10,772.25	3.24	11,702.39	2.86	9,434.01	3.03
健康管理咨询	20.35	0.01	217.14	0.07	303.75	0.07	180.33	0.06
合计	212,906.33	100.00	332,783.63	100.00	409,858.64	100.00	311,471.10	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从收入区域来看，2014年公司业务主要集中于广州区域和长沙区域，2015年公司将业务扩展至安徽省合肥地区，2016年公司将业务扩展至海南省三

亚地区。

表 7：2014~2016 年公司各区域收入及占比

单位：亿元、%

区域	2014		2015		2016	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
广州	13.98	65.66	22.46	67.49	21.90	53.43
长沙	7.31	34.34	8.32	24.99	14.53	35.45
合肥	0.00	0.00	2.50	7.51	1.93	4.71
三亚	0.00	0.00	0.00	0.00	2.63	6.41
合计	21.29	100.00	33.28	100.00	40.99	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

房地产开发

公司作为广州市成立最早的房地产综合开发企业之一，自1985年开始从事房地产开发和管理业务，成为具有房地产开发企业二级资质的广东省房地产开发企业。

目前公司主要经营区域聚集于广东省、湖南省、海南省、安徽省等区域，产品业态涵盖了高层、公寓、类别墅、别墅、洋房等住宅产品，以及商场等商业地产的多种产品类型。

项目运营方面，公司根据市场环境变化及时调整项目新开工和建设进度。2014~2016年公司新开工面积分别为37.27万平方米、53.73万平方米和18.63万平方米；竣工面积分别为29.29万平方米、

32.19万平方米和35.48万平方米；期末在建面积分别为79.51万平方米、101.05万平方米和84.20万平方米。2017年1~9月，公司无新开工项目，竣工面积为53.83万平方米，期末在建面积进一步下降至42.99万平方米。

表 8：2014~2017.Q3 公司开工及竣工情况

单位：万平方米

	2014	2015	2016	2017.Q3
新开工面积	37.27	53.73	18.63	-
竣工面积	29.29	32.19	35.48	53.83
期末在建面积	79.51	101.05	84.20	42.99

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建及拟建项目情况方面，截至 2017 年 9 月末，公司在建项目共有 3 个，包括位于长沙的洋湖垸项目、位于三亚的金水湾项目以及位于合肥的中侨中心项目。同期，公司拟建项目为 2 个，分别为位于长沙的华英项目和位于海口的五源河项目，其中五源河项目尚处于前期策划和报建阶段，相关指标未最终确定。公司上述在建及拟建项目总建筑面积为 136.25 万平方米，计划投资额共计 122.24 亿元，尚需资金投入 79.81 亿元，后续仍有较大资金需求。

表9：截至2017年9月末公司主要控股在建及拟建项目明细

单位：万平方米、亿元

地区	名称	类型	持股比例	建筑面积	计划总投资	已投资额	累计竣工面积	可售建筑面积	剩余可售面积
长沙	华英项目	住宅、商业	100%	33.56	24.74	6.24	-	23.45	-
长沙	洋湖垸项目	住宅、商业	100%	23.22	27.22	8.96	-	18.51	-
海口	五源河项目	住宅、商业	51%	39.42	32.48	1.82	-	-	-
三亚	金水湾项目	住宅、商业	40.32%	15.69	20	13.58	1.96	11.59	8.65
合肥	中侨中心	商业	50.71%	24.36	17.8	11.83	11.94	18.5	2.58
合计				136.25	122.24	42.43	13.9	72.05	11.23

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来国内房地产市场整体向好，公司销售面积及销售金额均呈增长趋势。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司分别实现销售面积 12.25 万平方米、23.12 万平方米、30.39 万平方米和 15.62 万平方米；销售金额分别为 19.47 亿元、33.91 亿元、39.72 亿元和 26.16 亿元。从销售均价来看，2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司的销售均价分别为 1.59 万元/平方米、1.47 万元/平方米、1.31 万元/平方米和

1.67 万元/平方米。公司销售均价波动主要系受宏观调控政策以及区域销售结构变化的影响。

表 10：2014~2017.Q3 公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米

指标	2014	2015	2016	2017.Q3
销售面积	12.25	23.12	30.39	15.62
销售金额	19.47	33.91	39.72	26.16
结算面积	12.77	21.89	31.83	18.54
结算金额	20.29	32.18	39.78	30.19

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从结算情况来看，公司结算面积及结算金额呈大幅增加趋势。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司结算面积分别为 12.77 万平方米、21.89 万平方米、31.83 万平方米和 18.54 万平方米；结算金额分别为 20.29 亿元、32.18 亿元、39.78 亿元和 30.19 亿元。

表 11：2014~2017.Q3 公司项目收入确认情况

单位：亿元、%

项目	所在区域	业态	2014		2015		2016		2017.Q3	
			结算收入	占比	结算收入	占比	结算收入	占比	结算收入	占比
珠江璟园	广州	住宅	8.05	39.68	4.96	15.40	2.64	6.64	0.51	1.69
珠江嘉园	广州	商业、住宅	0.28	1.38	2.02	1.95	7.25	18.23	8.06	26.70
御东雅苑	广州	商业、住宅	4.57	22.52	6.31	22.88	3.48	8.75	-	-
珠江花城	长沙	商业、住宅、酒店	1.10	5.42	0.63	6.27	0.30	0.75	0.04	0.13
珠江郦城	长沙	商业、住宅	5.91	29.13	7.36	19.62	13.87	34.88	2.55	8.45
丽江国际花园	广州	商业、住宅	-	-	8.40	26.10	7.68	19.31	1.18	3.91
中侨中心	合肥	商业	-	-	2.50	7.77	1.93	4.85	2.15	7.12
金水湾	三亚	商业、住宅	-	-	-	-	2.62	6.59	15.7	52.00
旧有物业	-	-	0.38	1.87	-	-	-	-	-	-
合计			20.29	100.00	32.18	100.00	39.78	100.00	30.19	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

物业经营与管理业务

除房地产开发主业以外，公司还积极构建上下游联动的产业布局，以延长项目产品的服务链，提升项目品质。

酒店物业方面，截至 2017 年 9 月末公司全资持有广州珠江新岸酒店、广州珠江新岸公寓和长沙珠江花园酒店，酒店客房套数共计 241 套。广州珠江新岸酒店及广州珠江新岸公寓 2010 年开业，位于广州滨江东豪宅区运动休闲带东端，紧邻天河珠江新城商圈，地理位置优越。得益于良好的区位环

境，广州珠江新岸酒店、广州珠江新岸公寓经营情况较好，近年来平均入住率呈上升趋势。2016 年珠江新岸酒店收入锐减，主要系公司对酒店的经营模式由自主经营转变为物业出租，尚处于调整期所致。长沙珠江花园酒店坐落于长沙市开福区福元西路 99 号珠江花城，为集餐饮客房、娱乐休闲、商业会议接待等多种服务为一体的豪华商务酒店，为公司酒店物业收入的主要来源，近年来长沙珠江花园酒店平均入住率及收入亦呈上升趋势。

表 12：2014~2017.Q3 公司持有酒店、公寓情况

单位：万平方米、万元、%

经营性物业项目	业态	所在区域	持有面积	客房套数	收入				入住率			
					2014	2015	2016	2017.Q3	2014	2015	2016	2017.Q3
广州珠江新岸酒店	酒店	广州	0.13	23 套	275.62	250.97	28.16	69.23	86.63	83	100	100
广州珠江新岸公寓	公寓	广州	0.41	84 套	207.86	229.93	377.13	249.50	72.36	86	100	100
长沙珠江花园酒店	酒店	长沙	1.96	134 套	2,032.84	2,670.19	2,985.75	2,100.66	29.48	39.87	61.44	66.53
合计			2.50	241 套	2,516.32	3,151.09	3,391.04	2,419.39	-	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

商业物业方面，截至 2017 年 9 月末公司拥有两处商业板块，分别位于广州和长沙，2015 年商业物业湖南板块租金收入下降，主要系公司将部分物业出售所致；此外，公司还拥有一处位于广州的补偿被拆迁居民的安置房，租金按公房价格收取，价格较低，但收入较为稳定。另外，公司亦拥有分别

位于广州和长沙的两处停车场物业，2016 年停车场物业租金收入同比大幅上升 43.40%至 410.41 万元，主要因为广州自 2015 年 8 月 15 日起住宅小区停车场及商场、写字楼等配套停车场放开价格管理，实行市场调节价，单位平方租金上涨较多所致。

表 13：2014~2017.Q3 公司持有商业及其他物业情况

单位：万平方米、万元、%

经营性物业项目	业态	所在区域	持有面积	可租面积	租金收入				出租率			
					2014	2015	2016	2017.Q3	2014	2015	2016	2017.Q3
商业物业 广州板块	商业	广州	6.77	6.63	2,589.93	2,670.19	2,690.47	2,341.48	100	100	100	100
商业物业 长沙板块	商业	长沙	3.37	1.63	953.48	669.29	777.44	633.13	95.59	93.41	95	100
住宅	住宅	广州	0.53	0.53	46.54	45.81	43.83	34.20	100	100	100	100
停车场及其他	停车场及其他	广州、长沙	6.62	1.56	260.8	286.2	410.41	341.71	100	100	100	100
合计			17.29	10.35	3,850.75	3,671.49	3,922.08	3,350.52	-	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司物业管理的运营主体为其子公司广州珠江物业管理有限公司，主要负责公司所开发物业的管理工作。随着公司房地产开发规模和竣工交付项目的持续增加，公司物业管理面积不断扩大，业务收入稳步增长。2016 年全年，公司实现物业管理收入 4,680.64 万元，同比增长 15.84%。

土地储备

公司项目开发主要以滚动开发模式进行，配合房地产市场走势、自身的资金情况等因素，合理地调整开发进度。2016 年以来公司无新增土地储备项目，截至 2017 年 9 月末，公司拥有土地储备规划建筑面积总计 72.98 万平方米。

表 14：2014~2017.Q3 公司土地储备情况

单位：万平方米

指标	2014	2015	2016	2017.Q3
新增土地储备	7.13	0.27	0	0
土地储备总面积	62.61	62.88	62.88	55.83

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从土地储备的区域分布来看，两个项目分别位于湖南省长沙市和海南省海口市。其中英项目位于长沙市开福区，南邻福元西路，东邻新欣路，西邻珠江花城幼儿园，北邻珠江花城，有效用地面积约 77.4 亩，规划商业比例将不低于 30%，将与长

沙珠江花园酒店共同打造大型城市综合体；五源河休闲度假村项目位于海口市秀英区南海大道北侧，占地面积约 740 亩，定位为集办公、度假酒店、酒店公寓、高端低层、多层住宅、商业及餐饮等为一体的高品质休闲度假项目，是海南省重点项目、海口市十二五规划的重点项目、秀英区重点项目。商业物业预计将视市场情况按一定比例采取租、售结合的经营模式。此外，2017 年 7 月，公司参股子公司广州天晨房地产开发有限公司竞得广州市昌岗中路项目地块，地块面积 1.45 万平方米，该地块未纳入公司合并报表范围。

表 15：截至 2017 年 9 月末公司土地储备区域分布

单位：个、万平方米

区域	数量	宗地面积	规划建筑面积
湖南长沙	1	6.55	33.56
海南海口	1	49.28	39.42
合计	2	55.83	72.98

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，近年来公司房地产开发业务收入保持增长，酒店物业、商业物业以及物业管理业务亦对公司提供较为稳定的现金流，但公司土地储备面积相对较小，中诚信证评对其未来业务发展保持关注。

公司治理

治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等要求，规范运作，建立了股东会、董事会、监事会、经营管理层的法人治理结构，并依照法规和治理规则，各司其职、互相协调。公司股东大会是公司的权利机构；董事会由 11 名董事组成，其中独立董事 4 名，超过董事会总人数的三分之一；监事会由 5 名监事组成，其中职工代表监事 2 人，股东代表监事 3 人，对公司的财务以及公司董事、高管人员履行职责的合法、合规性进行有效监督，维护公司及股东的合法权益。

内部控制

在内部控制方面，公司内控规范实施工作于 2009 年起进行，已成立由董事会风险管理委员会指导下的内部控制管理委员会。另外，公司在财务管理、资金管理、对外担保管理等方面建立了一系列的规章制度。在财务管理方面，为了加强公司的财务管理工作，规范公司的财务管理行为，根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国会计法》等国家相关法律法规以及《企业会计准则》、《企业会计制度》及公司章程等管理规定，结合公司实际情况，制定了财务管理制度。公司的财务管理工作实行统一管理、分级负责原则，对公司范围内财务工作统一管理、统一指导的基础上，财务管理体系中各层级、各岗位按照相应的职责和权限履行财务管理职责，承担相应的责任。

在资金管理方面，公司制定了募集资金管理制度，募集资金到位后，公司及时办理验资手续，由具有证券从业资格的会计师事务所出具验资报告，并立即按照招股说明书、募集说明书等信息披露文件所承诺的资金使用计划，组织募集资金的使用工作。

在对外担保管理方面，公司对外担保由公司统一管理，未经公司批准，子公司不得对外提供担保，不得相互提供担保，也不得请外单位为其提供担保，公司为其他机构或个人提供担保应由公司董事会或股东大会决定。

总体看，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

未来公司将主动适应经济发展新常态，以“结构优化、突出主业”为主线，以“改革创新、转型升级”为动力，狠抓改革攻坚，突出创新驱动，强化风险防控，推进公司有质量、有效益、可持续发展。凭借公司的自身优势，巩固主营业务、推进健康产业与主营业务有机结合发展，密切关注市场，抢抓行业调整阶段中的并购发展机遇，最大限度利用宏观政策调整的红利。在行业调整期内，第一抢抓机遇，推进主营业务发展，深入挖掘住宅领域发展空间，争取实现房地产开发项目销售有增长、规模有提升；第二科学谋划，创新经营发展模式，积极调整结构，整合资源，开创新的利润增长点，力求实现健康管理等新业务有成果；第三强化管理，进一步完善公司治理，通过精细化管理的相关举措，严格控制利润率、回款率和负债率等重点指标；第四扎实开展党建与纪检监察工作，为企业在地产白银时代的做大做强、持续发展保驾护航。

业务上，公司将坚持以住宅、商业地产开发为主，同时积极发展健康养生、健康旅游等“大健康地产”，推进落实战略转型。地域上，公司将坚持“一核两翼”，即以广州区域为核心，以湖南、海南为两翼的投资布局，依托物业经营为房地产发展提供稳定现金流的发展模式，创新融资渠道，缩短开发周期，灵活应对市场变化。

总体看，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较为稳健，其发展战略有望逐步实现。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年、2015 年和 2016 年年度审计报告以及未经审计的 2017 年 9 月份财务报表。

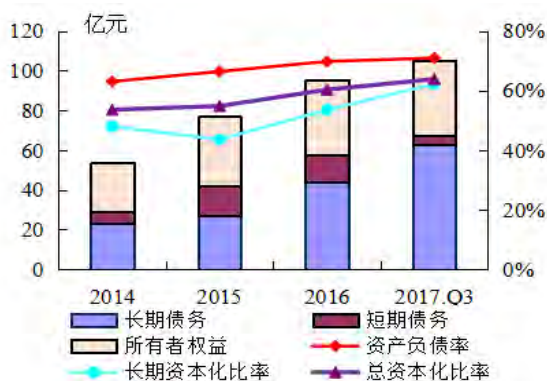
资本结构

近年来随着房地产开发业务规模的扩张，公司资产规模呈持续增长态势。2014~2016 年末及 2017

年9月末,公司资产总额分别为67.72亿元、103.48亿元、125.55亿元和130.75亿元;同期负债总额分别为42.71亿元、68.73亿元、87.62亿元和92.75亿元。所有者权益方面,公司通过增资扩股、股权收购等方式获得中侨置业50.71%和创基房地产57.33%的股权,加之公司自身利润不断累计,2014~2016年末及2017年9月末所有者权益分别为25.01亿元、34.75亿元、37.93亿元和38.00亿元,自有资本实力不断增强。

2014~2016年末及2017年9月末,公司资产负债率分别为63.06%、66.42%、69.79%和70.94%,总资本化比率分别为53.59%、54.82%、60.33%和63.86%,净负债率分别为85.16%、83.04%、91.00%和111.85%。2016年末,公司总资本化比率和净负债率上升较多,主要来源于新增长期债务。其中公司新增长期借款17.17亿元,主要为湖南珠江实业投资有限公司信托借款12.50亿元,主要用于房地产项目开发建设;新增应付债券15亿元,为“广州珠江实业开发股份有限公司非公开发行2016年公司债券”,存续期为5年,募集资金拟用于补充公司运营资金及偿还公司债务。

图7: 2014~2017.Q3 公司资本结构分析



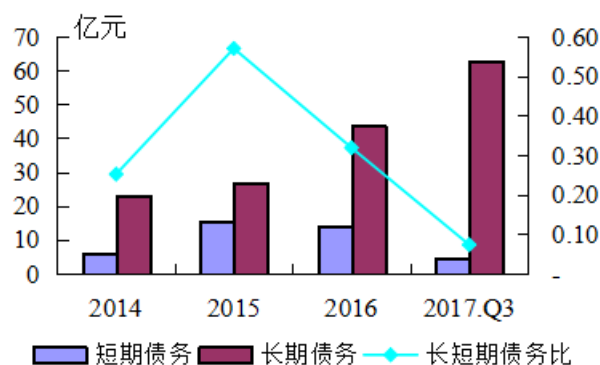
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

资产构成方面, 公司资产以流动资产为主。2016年末公司流动资产占总资产的89.03%, 主要由货币资金和存货构成, 分别占流动资产的20.73%和68.25%。2016年末公司货币资金余额为23.17亿元, 同比增长74.20%, 主要系销售回笼资金、银行借款及发行债券的增加。同期末公司存货余额76.28亿元, 主要为房地产开发成本和开发产品等。另截至2017年9月末, 公司流动资产余额为111.06亿元, 占总资产的84.94%。

负债构成方面, 2016年末公司流动负债主要包括短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债等, 其中短期借款3.50亿元, 均为公司抵押借款; 应付账款1.13亿元, 主要为公司应付工程款等; 预收款项为9.74亿元, 主要系商品房销售的预收售房款; 其他应付款为12.98亿元, 主要为珠江璟园项目和御东雅苑项目应交土地增值税; 一年内到期的非流动负债10.43亿元, 为1年内到期的长期借款。公司非流动负债主要为长期借款和应付债券, 2016年末, 公司长期借款28.75亿元, 主要为抵押借款和信用借款; 应付债券15.00亿元, 为公司2016年发行的“广州珠江实业开发股份有限公司非公开发行2016年公司债券”。另截至2017年9月末, 公司流动负债余额为27.15亿元, 非流动负债余额为65.60亿元。

2014~2016年末及2017年9月末, 公司总债务分别为28.88亿元、42.16亿元、57.69亿元和67.15亿元。从债务期限结构看, 近年来公司债务期限结构以长期债务为主, 长短期债务比(短期债务/长期债务)呈波动趋势, 2014~2016年末及2017年9月末, 长短期债务比分别为0.25倍、0.57倍、0.32倍和0.07倍, 以长期债务为主的债务期限结构较为符合公司房地产项目开发周期长的特点。

图8: 2014~2017.Q3 公司债务结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 近年来公司房地产开发业务规模的扩张使得其资产与负债规模均有所上升, 且得益于股东增资和利润积累, 公司资本实力不断增强, 债务期限结构安排较为合理, 但公司债务规模增长较快, 近年来其财务杠杆水平有所提升。

流动性

近年来公司流动资产规模持续稳步上升，截至 2016 年末，公司流动资产为 111.78 亿元，同比上升 12.50%；期末流动资产占总资产的比重为 89.03%，同比下降 6.99 个百分点。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，2016 年末上述两项占流动资产的比重合计为 88.98%。另截至 2017 年 9 月末，公司流动资产在总资产中占比为 84.94%，存货和货币资金在流动资产中占比分别为 51.84%和 22.20%。

表 16：2014~2016 年末公司存货结构分析

	2014	2015	2016
存货（亿元）	51.78	76.16	76.28
存货同比增长率	76.46%	47.09%	0.16%
开发成本（亿元）	43.23	68.01	73.90
开发成本/存货	83.49%	89.30%	96.92%
开发产品（亿元）	8.50	8.12	2.35
开发产品/存货	16.42%	10.67%	3.08%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，公司近年来新开工面积有所下滑，且无新增土地储备，存货规模保持稳定。截至 2016 年末公司存货余额为 76.28 亿元，同比仅增长 0.16%。从存货的构成来看，2016 年末公司存货中开发成本和开发产品占存货总额的比例分别为 96.92%和 3.08%。中诚信证评关注到，公司存货主要沉淀于开发成本，对公司未来业绩增长提供支撑的同时，亦对公司形成一定的资金支出压力。

受限资产方面，截至 2016 年末公司及并表子公司受限资产余额合计 58.37 亿元，占资产总额的 46.49%，受限规模高。其中，公司及子公司持有的土地、存货等受限金额为 53.50 亿元，主要用于抵押借款；公司持有的部分子公司股权受限金额为 4.87 亿元，主要用于质押借款。

资产周转效率方面，2014~2016 年，公司存货周转率分别为 0.30 次、0.35 次和 0.40 次；总资产周转率分别为 0.35 次、0.39 次和 0.36 次，与同行业相比，公司的资产周转速度较好。

表 17：公司 2014~2016 年周转率相关指标

	2014	2015	2016
存货周转率（次/年）	0.30	0.35	0.40
总资产周转率（次/年）	0.35	0.39	0.36

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2014~2016 年公司经营性净现金流分别为-10.94 亿元、3.81 亿元和 11.27 亿元。2016 年，公司经营性净现金流大幅增加，同比增长 195.76%，主要系当期销售回笼资金增加所致。2017 年 1~9 月，公司经营性净现金流为 4.39 亿元，较 2016 年同期有较大增长。

货币资金方面，2014~2016 年末，公司货币资金占流动资产比例成整体上升趋势，货币资金对短期债务的覆盖比例（货币资金/短期债务）分别为 1.31 倍、0.87 倍和 1.66 倍。2016 年公司货币资金对短期债务的覆盖比例上升幅度较大，主要由于当期公司通过长期借款和发行长期债券，增加了货币资金的储备，提高了公司偿还短期债务的能力。另截至 2017 年 9 月末，公司货币资金对短期债务的覆盖比例进一步提升至 5.41 倍。

表 18：2014~2017.Q3 公司部分流动性指标

	2014	2015	2016	2017.Q3
货币资金（亿元）	7.58	13.30	23.17	24.65
经营活动现金流净额（亿元）	-10.94	3.81	11.27	4.39
经营净现金流/短期债务（X）	-1.89	0.25	0.81	1.28
货币资金/短期债务（X）	1.31	0.87	1.66	5.41

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：2017 年 1~9 月经营净现金流/短期债务指标经过年化处理。

总体来看，近年来公司存货规模持续增长，资产周转效率处于较好水平，经营性净现金流持续改善，货币资金能对短期债务形成保障。

盈利能力

公司收入主要来源于房地产开发业务和物业经营与管理业务，其中房地产开发业务是其收入和利润的主要来源。2014~2016 年，公司分别实现营业收入 21.30 亿元、33.29 亿元和 41.01 亿元，呈快速增长态势，主要原因为近年国内房地产市场整体向好以及公司并表范围增加。营业毛利率方面，由于公司区域销售结构的变化，公司近三年毛利水平有所下降，2014~2016 年，公司营业毛利率分别为

42.38%、33.30%和 25.84%。2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 31.29 亿元，同比增长 2.43%，营业毛利率为 37.67%，有所回升，主要是由于当期结算项目主要位于广州和三亚所致。

期间费用方面，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。随着业务规模扩大，其销售及管理费用相应增加，2016 年公司的销售及管理费用分别为 1.16 亿元和 0.82 亿元。2016 年公司财务费用为 0.44 亿元，较 2015 年同比增长 96.91%，主要系当期费用化利息支出增加及其他融资手续费增加所致。2016 年公司期间费用合计 2.43 亿元，占营业收入的比重为 5.92%，期间费用控制情况良好。

表 19：2014~2017.Q3 公司期间费用分析

	2014	2015	2016	2017.Q3
销售费用（亿元）	0.53	0.65	1.16	1.05
管理费用（亿元）	0.71	0.72	0.82	0.71
财务费用（亿元）	0.31	0.22	0.44	0.09
三费合计（亿元）	1.55	1.60	2.43	1.84
营业总收入（亿元）	21.30	33.29	41.01	31.29
三费收入占比（%）	7.26	4.80	5.92	5.90

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。虽然公司营业收入呈快速增长趋势，但公司毛利率逐年下降，故公司经营性业务利润存在小幅波动，2014~2016 年分别为 3.81 亿元、4.83 亿元和 4.55 亿元，公司利润总额亦呈现波动态势，2014~2016 年公司利润总额分别为 3.79 亿元、4.84 亿元和 4.74 亿元。2017 年 1~9 月，公司经营性业务利润为 5.20 亿元，利润总额为 6.10 亿元。

总体来看，近年来公司营业收入规模增长较快，但中诚信证评也关注到，受销售结构变化以及营业成本增加的影响，公司毛利水平和利润总额呈现一定的波动，且其项目储备规模较小，或将对其未来经营业绩产生影响。

偿债能力

从债务规模来看，近年来随着公司项目开发规模的扩大，债务规模整体呈上升趋势。2014~2016 年末公司总债务分别为 28.88 亿元、42.16 亿元和 57.69 亿元。2017 年 9 月末，公司总债务进一步上升至 67.15 亿元。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要来自于利润总额，2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司 EBITDA 分别为 4.43 亿元、5.44 亿元、5.89 亿元和 7.08 亿元，呈增长趋势。2016 年公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数分别为 9.80 倍和 1.56 倍，公司 EBITDA 仍能对债务利息形成覆盖。

表 20：2014~2017.Q3 公司部分偿债指标

项目	2014	2015	2016	2017.Q3
短期债务（亿元）	5.80	15.30	13.93	4.56
长期债务（亿元）	23.08	26.86	43.76	62.59
长短期债务比	0.25	0.57	0.32	0.07
总债务（亿元）	28.88	42.16	57.69	67.15
经营净现金流/短期债务（X）	-1.89	0.25	0.81	1.28
经营净现金流/总债务（X）	-0.38	0.09	0.20	0.09
EBITDA（亿元）	4.43	5.44	5.89	7.08
总债务/EBITDA（X）	6.52	7.75	9.80	7.11
EBITDA 利息倍数（X）	1.80	2.18	1.56	2.64

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2017 年 9 月 30 日，公司无对外担保。

财务弹性方面，公司与多家银行保持良好的合作关系，截至 2017 年 9 月 30 日，公司在各大银行获得综合授信额度为 79.08 亿元，其中未使用授信额度为 5.33 亿元。

整体来看，近年来公司债务规模持续上升，毛利率水平和利润总额有所波动。但考虑到公司较强的股东背景，以及不断增长的收入规模、充裕的货币资金、持续改善的经营性现金流，其整体偿债能力较强。

结 论

综上，中诚信证评评定广州珠江实业开发股份有限公司主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定；评定“广州珠江实业开发股份有限公司公开发行 2018 年公司债券”信用级别为 **AA**。

关于广州珠江实业开发股份有限公司 公开发行2018年公司债券跟踪评级安排

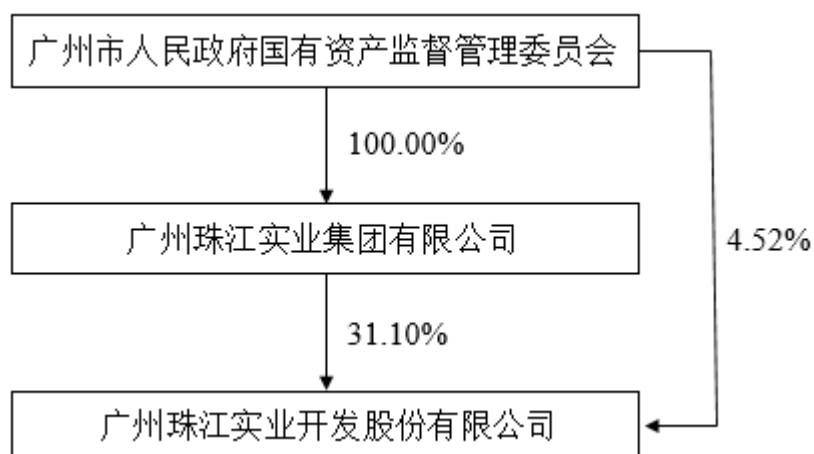
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

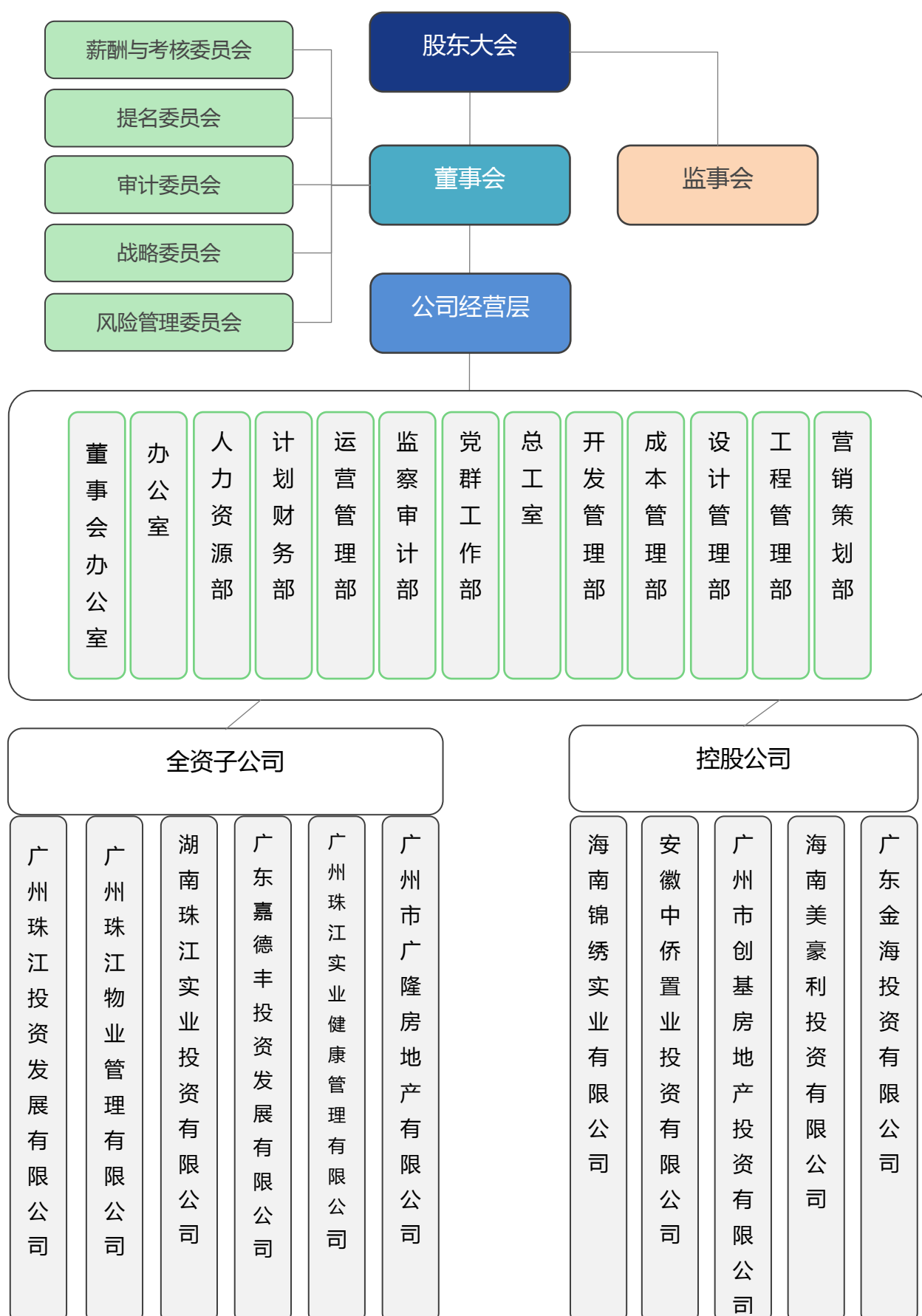
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：广州珠江实业开发股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 9 月 30 日）



附二：广州珠江实业开发股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 9 月 30 日）



附三：广州珠江实业开发股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q3
货币资金	75,783.45	133,032.46	231,739.82	246,519.90
应收账款净额	13.97	22.60	67.22	102.16
存货净额	517,781.21	761,614.69	762,843.57	575,693.86
流动资产	639,207.07	993,616.36	1,117,782.61	1,110,586.40
长期投资	5,656.47	5,656.47	24,856.47	62,476.47
固定资产合计	31,202.70	33,818.26	67,171.57	101,166.44
总资产	677,230.82	1,034,847.55	1,255,516.90	1,307,481.66
短期债务	58,000.00	153,000.00	139,300.00	45,604.00
长期债务	230,800.00	268,633.82	437,592.96	625,930.00
总债务（短期债务+长期债务）	288,800.00	421,633.82	576,892.96	671,534.00
总负债	427,094.04	687,307.76	876,212.75	927,483.73
所有者权益（含少数股东权益）	250,136.78	347,539.80	379,304.16	379,997.92
营业总收入	213,035.03	332,913.14	410,103.13	312,873.84
三费前利润	53,548.60	64,248.54	69,759.23	70,421.62
投资收益	26.46	128.47	2,664.48	10,109.84
净利润	26,709.70	36,492.13	34,985.70	46,443.53
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	44,297.49	54,401.37	58,877.38	70,789.53
经营活动产生现金净流量	-109,357.00	38,119.20	112,740.19	43,856.16
投资活动产生现金净流量	-27,554.47	-928.69	-129,655.32	-106,166.37
筹资活动产生现金净流量	44,825.50	22,861.81	112,034.52	80,981.14
现金及现金等价物净增加额	-92,085.98	60,052.31	95,119.39	18,670.94
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q3
营业毛利率（%）	42.38	33.30	25.84	37.67
所有者权益收益率（%）	10.68	10.50	9.22	16.30
EBITDA/营业总收入（%）	20.79	16.34	14.36	22.63
速动比率（X）	0.69	0.61	0.88	1.97
经营活动净现金/总债务（X）	-0.38	0.09	0.20	0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	-1.89	0.25	0.81	1.28
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.35	1.53	2.99	1.64
EBITDA 利息倍数（X）	1.80	2.18	1.56	2.64
总债务/EBITDA（X）	6.52	7.75	9.80	7.11
资产负债率（%）	63.06	66.42	69.79	70.94
总债务/总资本（%）	53.59	54.82	60.33	63.86
长期资本化比率（%）	47.99	43.60	53.57	62.22
净负债率（%）	85.16	83.04	91.00	111.85

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

2、2017 年三季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他一年内到期的付息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期付息债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。