



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪218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已发行的“广州珠江实业开发股份有限公司公开发行2018年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持“广州珠江实业开发股份有限公司公开发行2018年公司债券（第一期）”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

二零一八年五月二十八日

广州珠江实业开发股份有限公司 公开发行 2018 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2018）

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（第一期）		
债券代码	143549.SH		
债券简称	18 珠实 01		
发行规模	14.00 亿元		
存续期限	2018/04/02-2023/04/02		
上次评级时间	2018/03/07		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定

基本观点

作为广州珠江实业集团有限公司（以下简称“珠实集团”）旗下房地产业务唯一上市公司，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”）持续拥有较为雄厚的股东背景及较大力度的支持。2017 年，珠江实业依然延续其稳健的经营策略，同时受益于成本优势及结算项目均价上升，其获利能力显著提升，偿债能力有所增强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到珠江实业 2017 年销售规模有所下降，存货去化压力上升，且面临一定资本支出压力等因素对公司整体经营及信用水平带来的不利影响。

综上，中诚信证评评定珠江实业主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“广州珠江实业开发股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”信用等级为 AA。

正 面

- 股东背景雄厚，持续为公司业务开展提供支持。公司控股股东珠实集团是广州市国有资产监督管理委员会直管的国有企业之一，是我国最早从事建筑工程总承包的企业之一，在华南地区具有较强的市场地位，综合实力雄厚，能够在业务资源获取和融资方面持续给予公司支持。
- 经营较为稳健，具有较强的流动性。作为珠实集团旗下房地产业务唯一上市公司，公司一直秉承集团“一核两翼”的区域发展格局，2017 年公司持续保持稳健及审慎的土地获取策略，债务期限结构不断优化，货币资金充裕，流动性表现较好。
- 获利能力提升，偿债能力增强。受益于公司项目结算均价提升和土地成本优势，2017 年公司初始获利空间大幅提升，经营性业务盈利能力提升，主要偿债指标表现进一步增强。

概况数据

珠江实业	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	34.75	37.93	38.69	40.98
总资产（亿元）	103.48	125.55	136.44	148.49
总债务（亿元）	42.16	57.69	67.96	77.25
营业总收入（亿元）	33.29	41.01	42.40	7.95
营业毛利率（%）	33.30	25.84	37.28	57.18
EBITDA（亿元）	5.44	5.89	8.20	-
所有者权益收益率（%）	10.50	9.22	13.59	22.33
资产负债率（%）	66.42	69.79	71.64	72.40
总债务/EBITDA（X）	7.75	9.80	8.29	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.18	1.56	2.50	-
净负债率（%）	83.04	91.00	115.56	137.43

注：1、上述所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2018 年第一季度所有者权益收益率指标经过年化处理。

分 析 师

周莉莉 lizhou@ccxr.com.cn赵屹 yzhao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月28日

关 注

- 销售规模有所下降。受房地产市场调控政策及公司推盘节奏的影响，2017年公司共实现销售面积 25.93 万平方米，同比下降 14.68%，实现销售金额 35.74 亿元，同比下降 10.02%。
- 存货去化压力上升。截至 2017 年末，公司存货中开发产品占比为 24.52%，同比大幅上升，开发产品主要分布于广州和长沙，在区域房地产市场调控的背景下，存货去化情况值得关注。
- 资本支出压力。近年来公司财务杠杆水平持续上升，且截至 2017 年末，其在建及拟建项目待投资规模较大，后续仍有一定资本支出压力。

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期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，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。

募集资金使用情况

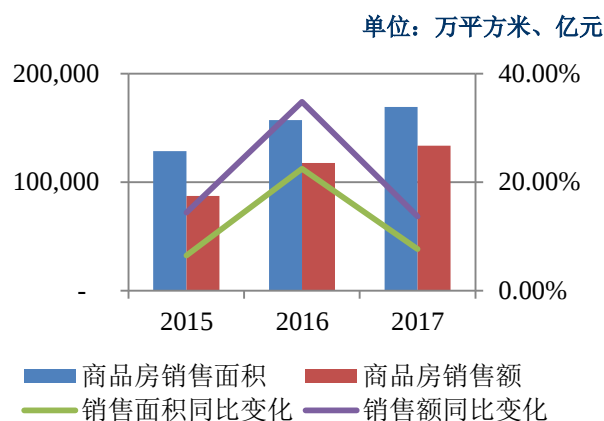
广州珠江实业开发股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）（债券简称为“18 珠实 01”，债券代码为 143549，以下简称“本期债券”）于 2018 年 4 月 2 日完成发行，最终发行规模为 14.00 亿元，票面利率为 6.93%，兑付日为 2023 年 4 月 2 日，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

行业分析

受房地产调控政策持续升级影响，2017 年以来我国房地产行业步入阶段性下行周期，商品房销售增速下滑明显，三四线城市成为新增长点。

自 2016 年 10 月以来，我国房地产市场调控政策持续收紧，房地产市场步入阶段性下行周期。根据国家统计局数据显示，2017 年房地产企业累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.0%，增速与上年基本持平；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，增速分别较上年下降 14.84 个百分点和 21.13 个百分点。办公楼及商业营业用房销售增长速度高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长 5.3% 和 11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3% 和 17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长 18.7% 和 25.3%。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然保持向上趋势，12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米，较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看，2017 年 12 月末，一线城市住宅均价达 41,202 元/平方米，较上年同期增长 1.43%；同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%。受房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三四线热点城市房地产销售增速高于一二线城市。

图 1：2015~2017 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，2017 年全国土地成交金额大幅上涨，但不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。2017 年房企购置土地面积 25,508 万平方米，同比上升 15.81%；房地产建设用地成交款约 13,643 亿元，同比上涨 49.45%，成交均价涨至 5,348.52 元/平方米。分城市能级来看，受土拍限价影响，2017 年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落，同比分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点，为 9.49% 和 14.30%；二线城市土地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别较上年下降 57.43 个百分点和 23.22 个百分点，为 12.33% 和 29.33%；而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升，分别为 48.37% 和 37.05%，同比分别上升 35.01 个百分点和 17.20 个百分点。

2017 年房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的主基调，重点城市调控效果显现，同时长效机制也加速推进。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在此背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。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。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、

西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。受此影响，2017 年我国房地产销售增速放缓，其中一、二线城市销售增速回落显著。

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，《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，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。同年 10 月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

2017 年以来房企内外部流动性来源收紧，融资成本上升，资金平衡能力面临更高挑战。同时，行业内的兼并收购现象加剧了行业集中度进一步提升，具有规模优势的房企可获得更多的流动性补充。

受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金预收款及个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，较上年同期增速下降 25.51 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看，2017 年以来随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布来看，2018~2023 年为房地产债券到期高峰，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

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。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。2017 年 TOP100 房企销售金额集中度提升 11.58 个百分点至

55.50%；TOP20 房企销售金额集中度则上升 7.77 个百分点至 32.50%；而 TOP10 房企销售额的比重达到 24.10%，较上年提升 5.75 个百分点，千亿房企已达 17 家。2017 年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。

业务运营

公司的控股股东广州珠江实业集团有限公司（以下简称“珠实集团”）是广州市国资委直管的 32 家国有企业之一，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。公司作为珠实集团旗下主要房地产业务唯一上市公司，一直秉承集团“一核两翼”的区域发展格局，持续保持稳健的经营策略，经营规模与业绩不断提升，同时在业务资源获取和融资方面能够得到股东的一定支持。2017 年公司实现营业总收入 42.40 亿元，同比增长 3.39%。其中，房地产板块作为公司的核心业务，2017 年实现收入 39.92 亿元，较上年略有增长，占公司营业总收入比例为 94.15%。此外，公司当年实现物业出租及管理收入 1.26 亿元，健康管理咨询收入 0.02 亿元。

2017 年公司签约销售及结算规模下降，但销售及结算均价均有所提升。公司继续保持稳健的经营策略，年内无新开工项目且无并表范围新增土地储备。

由于公司当期可售项目较少，2017 年公司共实现销售面积 25.93 万平方米，同比下降 14.68%，实现销售金额 35.74 亿元，同比下降 10.02%。2017 年公司单价较高的广州和三亚区域销售占比上升，其签约销售均价较上年上升至 13,783 元/平方米。从区域分布来看，作为传统优势区域，2017 年公司在广州地区实现销售金额 14.48 亿元，占总体销售收入的 40.51%，主要来自于珠江璟园、创基丽江国际花园和珠江嘉园等项目；三亚地区实现销售金额 11.42 亿元，占总签约销售金额的 31.95%，主要来

自于金水湾项目。此外，公司还在长沙、合肥和开平分别实现签约销售收入 2.77 亿元、2.08 亿元和 4.99 亿元。

结算方面，受销售规模下降影响，2017 年公司可结算项目规模有所下降，当年公司房地产项目实现结算面积 28.52 万平方米，同比下降 10.40%，实现结算金额为 39.91 亿元，较上年略增长 0.33%。从区域分布来看，2017 年公司在广州、三亚、长沙、合肥和开平结算金额占比分别为 34.40%、44.53%、7.42%、5.71%和 7.94%，其中三亚结算金额占比大幅提升。受结算单价较高的广州珠江嘉园和三亚金水湾项目结算规模上升的影响，2017 年公司结算均价约为 13,994 元/平方米，较上年明显提升。

表 1：2015~2017 年公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米

指标	2015	2016	2017
销售面积	23.12	30.39	25.93
销售金额	33.91	39.72	35.74
结算面积	21.89	31.83	28.52
结算金额	32.18	39.78	39.91

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目开发方面，2017 年公司无新开工项目，同

表3：截至2017年末公司主要在建项目明细

单位：万平方米、亿元

地区	名称	类型	建筑面积	计划总投资	已投资额	可售建筑面积
长沙	华英项目	住宅、商业	33.56	24.74	6.24	23.45
长沙	洋湖垸项目	住宅、商业	23.87	27.22	8.96	18.51
三亚	金水湾项目	住宅、商业	15.69	20.00	13.58	11.59
合肥	中侨中心	商业	24.36	17.80	11.83	18.50
开平	开平天玺湾	住宅、商业	15.12	6.83	0.02	13.24
合计	-	-	112.60	96.59	40.63	85.29

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目储备方面，近年来在土地获取成本上升的压力下，公司逐步通过兼并收购方式获取房地产项目。2017 年公司无新获取土地，但其参股了珠江天晨项目和 JY-8 地块项目，参股比例分别为 49%和 25.953%。两个项目规划计容建筑面积分别为 9.83 万平方米和 2.37 万平方米，均未纳入公司报表合并范围。截至 2017 年末，公司并表口径仅有海口五源河一个拟建项目，规划计容建筑面积为 39.19 万平方米。

年竣工面积为 66.06 万平方米，竣工面积较上年大幅增加。截至 2017 年末，公司在建面积为 67.77 万平方米，同比下降 19.51%。

表 2：2015~2017 年公司开工及竣工情况

单位：万平方米

指标	2015	2016	2017
新开工面积	53.73	18.13	-
竣工面积	32.19	35.48	66.06
期末在建面积	101.05	84.20	67.77

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目情况方面，截至 2017 年末，公司在建项目共有 5 个，总建筑面积为 112.60 万平方米，包括位于长沙的华英项目、洋湖垸项目，位于合肥的中侨中心项目、位于三亚的金水湾项目以及位于开平的开平天玺湾项目。公司上述在建项目可售建筑面积为 85.29 万平方米，按照现有开发规模测算，剩余在建项目可售面积可供公司销售 3 年左右，为公司未来业绩保持提供了较好的支持。截至 2017 年末公司在建项目计划投资额共计 96.59 亿元，尚需资金投入 55.96 亿元，后续仍有一定资本支出压力。

表4：截至2017年末公司储备项目明细

单位：万平方米

地区	项目名称	土地面积	规划计容建筑面积	权益占比	是否并表
海口	五源河项目	49.33	39.19	51%	是
广州	珠江天晨	1.45	9.83	49%	否
广州	JY-8 地块	1	2.37	25.953%	否
合计	-	51.78	51.39	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司酒店入住率较为稳定，商业租赁及管理业务收入稳步上升，但整体对收入的贡献仍较为有限。

酒店物业方面，截至 2017 年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。2017 年广州珠江新岸酒店和广州珠江新

岸公寓入住率均为 100%，分别实现收入 92.92 万元和 336.01 万元。长沙珠江花园酒店坐落于长沙市开福区，2017 年长沙珠江花园酒店入住率提升至 66.53%，实现收入 2,797.22 万元，同比下降 6.31%，为公司酒店物业收入的主要来源。此外，2016 年公司通过增资扩股取得广州嘉福国际大酒店 55% 股权，并于 2017 年 6 月起纳入公司合并报表。整体来看，2017 年公司持有酒店实现收入 3,226.15 万元，同比下降 4.86%，公司酒店业务收入规模较为有限。

表5：截至2017年末公司持有酒店、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		
					2015	2016	2017	2015	2016	2017
广州珠江新岸酒店	酒店	广州	0.13	23 套	250.97	28.16	92.92	83.00%	100%	100%
广州珠江新岸公寓	公寓	广州	0.41	82 套	229.93	377.13	336.01	86.00%	100%	100%
长沙珠江花园酒店	酒店	长沙	1.96	134 套	2,670.19	2,985.75	2,797.22	39.87%	61.44%	66.53%
广州嘉福国际大酒店	酒店	广州	3.37	-	-	-	-	-	-	-
合计	-	-	5.87	241 套	3,151.09	3,391.04	3,226.15	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

商业物业方面，截至 2017 年末公司拥有两处商业物业，分别位于广州和长沙。2017 年两板块商业物业均处于满租状态，分别实现租金收入 2,997.89 万元和 832.80 万元，分别同比上升 11.43% 和 7.12%。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，2017 年租金收入为 42.73 万元，收入较为稳定。此外，公司拥有位于广州和长沙的两处停车场物业，2017 年租金收入为 455.54 万元，同比上升 11.00%。

表6：截至2017年末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		
					2015	2016	2017	2015	2016	2017
广州板块商业物业	商业	广州	6.77	6.64	2,670.19	2,690.40	2,997.89	100%	100%	100%
长沙板块商业物业	商业	长沙	3.35	1.79	669.29	777.44	832.80	93.41%	95.00%	100%
住宅	住宅	广州	0.53	0.53	45.81	43.83	42.73	100%	100%	100%
停车场及其他	停车场及其他	广州、长沙	6.62	1.56	286.20	410.41	455.54	100%	100%	100%
合计	-	-	12.59	5.64	3,671.49	3,922.08	4,328.96	-	-	-

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。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。2017 年，公司实现物业管理收入 5,081.91 万元，与 2016 年相比增长了 8.57%。

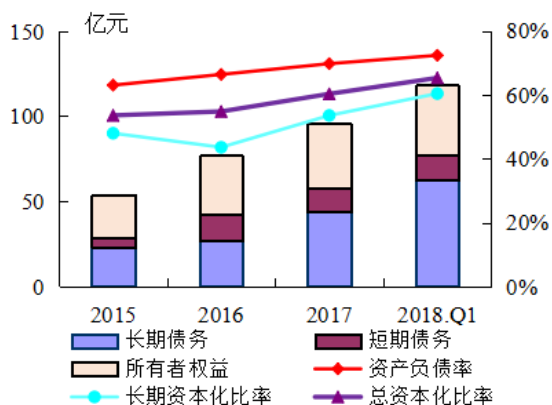
财务分析

下列财务分析主要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 2015~2017 年合并财务报告及未经审计的 2018 年 1~3 月财务报表。

资本结构

2017 年末公司资产总额上升至 136.44 亿元，同比增长 8.67%。同期，利润留存使得期末公司所有者权益余额同比增长 2.01%至 38.69 亿元。负债方面，受资金需求上升、付息债务规模增加的影响，公司 2017 年末负债总额同比上升 11.55%至 97.74 亿元。另截至 2018 年 3 月末，公司总资产为 148.49 亿元，所有者权益为 40.98 亿元，负债总额 107.51 亿元。

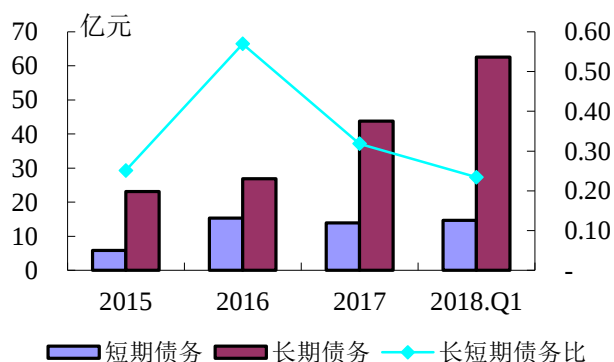
图2：2015~2018.Q1公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务方面，2017 年以来公司有息债务规模继续保持增长趋势，年末总债务余额 67.96 亿元，同比增加 17.80%。债务期限结构方面，由于新增债务主要以长期债务为主，同时偿还了部分短期债务，2017 年末公司长短期债务比由上年的 0.57 倍进一步下降至 0.32 倍。另截至 2018 年 3 月末，公司债务总额上升至 77.25 亿元，长短期债务比为 0.23 倍。

图3：2015~2018.Q1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

财务杠杆方面，随着公司负债规模的上升，2017 年末公司资产负债率和净负债率分别为 71.64%和 115.56%，较上年末分别上升 1.85 个百分

点和 24.57 个百分点。另截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率和净负债率分别为 72.40%和 137.43%，财务杠杆水平持续上升。

总体来看，公司 2017 年资产规模有所上升，但随着资金需求的增加，其负债及计息债务上升较快，财务杠杆比率持续上升。

流动性

公司资产以流动资产为主，截至 2017 年末公司流动资产余额为 101.73 亿元，同比下降 8.99%；期末流动资产占总资产的比重下降至 74.56%，较上年末下降 14.47 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，2017 年末上述两项占流动资产的比重合计为 71.03%。

表7：2015~2018.Q1公司流动资产分析

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
流动资产/总资产	96.02%	89.03%	74.56%	67.63%
存货/流动资产	76.65%	68.25%	48.18%	49.09%
货币资金/流动资产	13.39%	20.73%	22.85%	20.84%
（存货+货币资金）/流动资产	90.04%	88.98%	71.03%	69.93%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，由于公司在建及拟建项目规模的下降，截至 2017 年末公司存货余额为 49.01 亿元，同比下降 35.75%。从存货的构成来看，2017 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 75.42%和 24.52%，开发产品占比较上年末大幅上升 21.44 个百分点，主要分布于广州和长沙，需关注其存货去化情况。

表8：2015~2017年末公司存货明细

单位：亿元			
项目	2015	2016	2017
开发成本	68.01	73.90	36.97
开发产品	8.12	2.35	12.02
开发成本/存货	89.33%	96.92%	75.42%
开发产品/存货	10.67%	3.08%	24.52%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，受公司存货规模下降影响，公司存货周转率有所提升。2017 年末公司存货周转率和总资产周转率分别为 0.42 次/年和 0.32 次/年，资产周转效率仍处于较好水平。

表 9：2015~2017 年公司周转率相关指标

	2015	2016	2017
存货周转率（次/年）	0.35	0.40	0.42
总资产周转率（次/年）	0.39	0.36	0.32

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

此外，受限资产方面，截至 2017 年末公司及并表子公司受限资产余额合计 42.57 亿元，占资产总额比为 31.20%，较上年末下降 15.20 个百分点，受限资产占比有所下降。

在经营性现金流方面，由于当期项目销售资金回笼的减少，2017 年公司经营性现金流净额为 7.76 亿元，同比下降 31.18%。随着公司短期债务规模的下降，当期公司经营性现金流净额/短期债务为 1.75 倍，较上年上升 0.94 倍，保障能力持续强化。

货币资金方面，截至 2017 年末公司的货币资金余额为 23.25 亿元，基本与上年持平。同期末公司货币资金/短期债务为 5.24 倍，较上年的 1.66 倍有大幅度提升。

总体来看，受在建及拟建规模下降影响，公司存货规模较上年明显下降，且其中开发产品占比大幅上升，须关注存货去化情况。由于公司短期债务减少，经营性现金流及货币资金对短期债务覆盖情况均显著提升，短期流动性压力较小。

盈利能力

从收入规模来看，2017 年公司实现营业收入 42.40 亿元，同比增长 3.39%，增幅较小。同期，由于公司结转项目成本优势及结算均价的上升，当期公司毛利率为 37.28%，较上年度上升 11.44 个百分点，初始获利水平有所回升。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.95 亿元，营业毛利率为 57.18%。

费用控制方面，2017 年公司期间费用合计为 3.07 亿元，同比增加 26.49%，期间费用上升较快。受此影响，公司 2017 年期间费用占营业总收入比例为 7.25%，较上年上升 1.32 个百分点，但控制能力仍处于合理水平。

表10：2015~2018.Q1公司期间费用分析

	单位：亿元、%			
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	0.65	1.16	1.46	0.33
管理费用	0.72	0.82	1.03	0.27
财务费用	0.22	0.44	0.58	0.16
三费合计	1.60	2.43	3.07	0.75
营业总收入	33.29	41.01	42.40	7.95
三费收入占比	4.80	5.92	7.25	9.47

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润方面，2017 年公司利润总额为 6.87 亿元，同比上升 44.96%，利润总额大幅提升。其中，公司利润主要来自于经营性业务利润，2017 年公司经营性业务利润达 6.50 亿元，同比上升 42.98%，占利润总额的 94.68%。此外，公司 2017 年投资收益为 1.15 亿元，主要为公司处置长期股权投资取得的投资收益。受益于此，2017 年公司取得净利润 5.26 亿元，同比增长 50.32%，所有者权益收益率为 13.59%，较上年上升 4.37 个百分点，盈利能力明显提升。

总体来看，虽然公司收入规模增幅较小，三费收入占比上升，但得益于初始获利空间的提升，2017 年公司经营性业务利润大幅增长，盈利能力显著提升。

偿债能力

从债务规模来看，2017 年末及 2018 年 3 月末公司债务总额分别为 67.96 亿元和 77.25 亿元，长短期债务比分别为 0.32 倍和 0.23 倍，短期债务占比较小。

从主要偿债能力指标来看，随着公司利润总额的提升，2017 年公司 EBITDA 上升至 8.20 亿元，同比增加 39.19%。同期公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 8.29 倍和 2.50 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障情况较好。但由于公司 2017 年经营性现金流下降，其当期经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.11 倍和 2.36 倍，较上年有所下降。

表11：2015~2018.Q1公司主要偿债能力指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务（亿元）	15.30	13.93	4.43	14.67
总债务（亿元）	42.16	57.69	67.96	77.25
EBITDA（亿元）	5.44	5.89	8.20	-
经营活动净现金流（亿元）	3.81	11.27	7.76	2.38
EBITDA 利息倍数（X）	2.18	1.56	2.50	-
总债务/EBITDA（X）	7.75	9.80	8.29	-
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.20	0.11	0.12
经营活动净现金/利息支出（X）	1.53	2.99	2.36	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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 年末，公司在中国银行、中信银行、工商银行和交通银行等多家银行获得的授信额度合计为 80.87 亿元，其中未使用授信额度为 3.83 亿元；同时考虑到公司作为上市企业，股权及债权融资渠道较为顺畅，加之公司股东方广州珠江实业集团有限公司综合实力雄厚，公司仍具有一定的备用流动性。

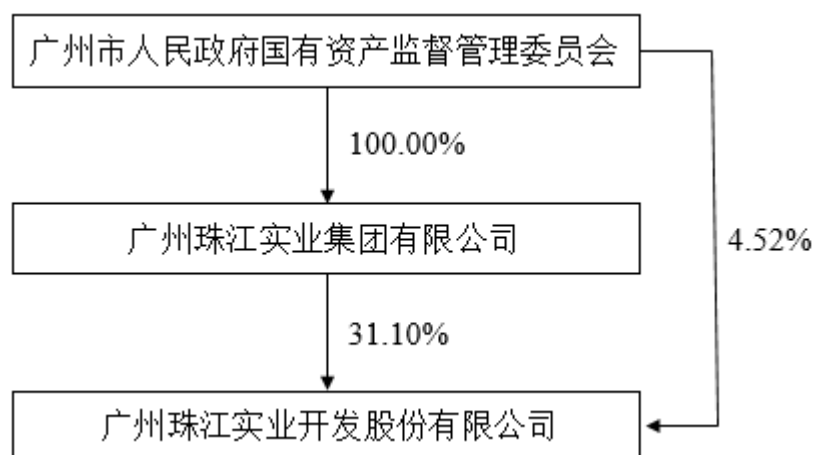
或有负债方面，截至 2017 年末，公司无对外担保。

整体来看，虽然公司 2017 年销售业绩有所下降，营业收入增幅较小，但初始获利空间大幅上升，经营性业务利润显著提升，主要偿债指标表现良好。同时，考虑到公司具有雄厚的股东背景、较为充裕的货币资金及备用流动性，其偿债能力仍很强。

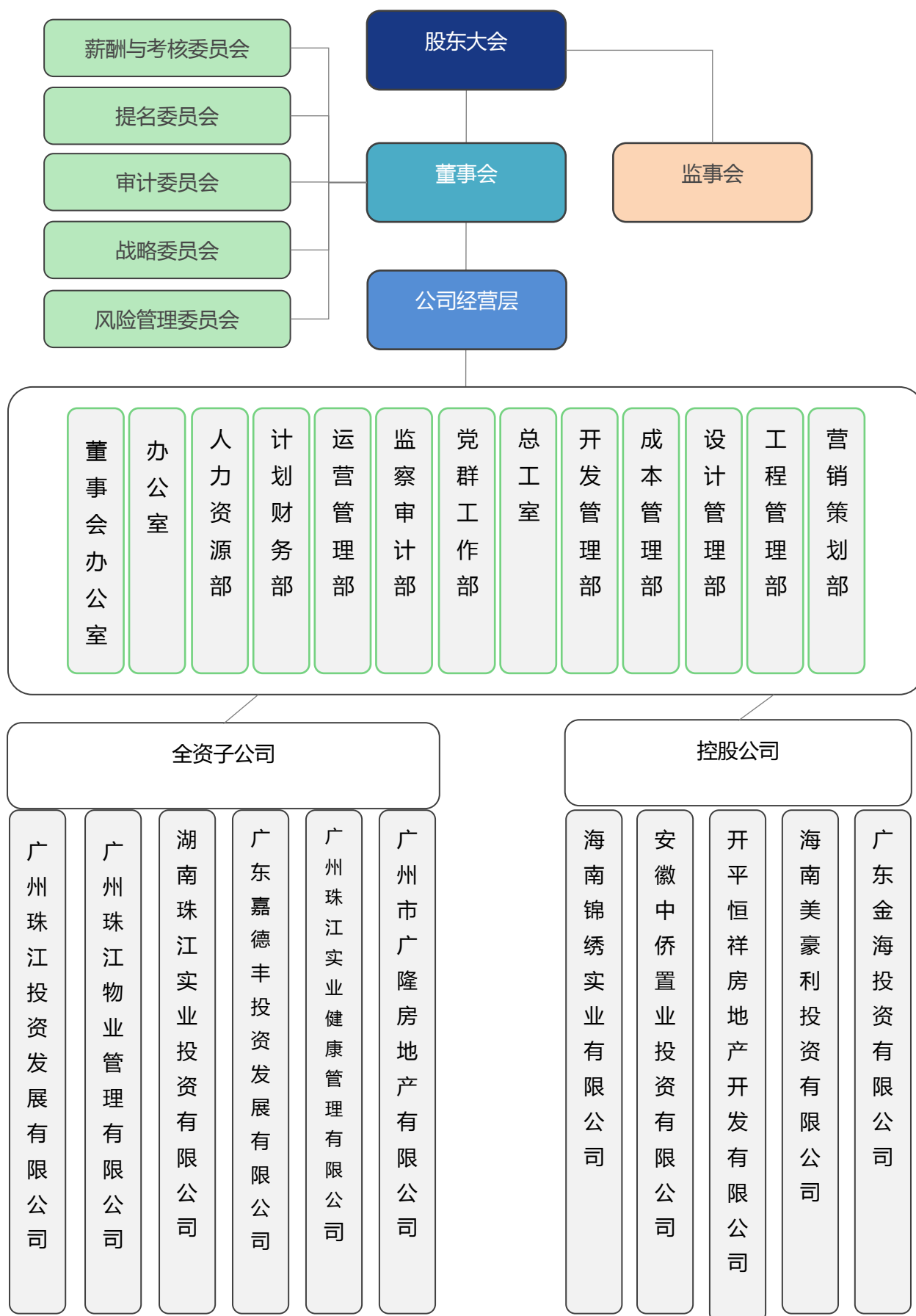
结 论

综上，中诚信证评评定珠江实业主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，维持“广州珠江实业开发股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AA**。

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12月31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12月31日）



附三：广州珠江实业开发股份有限公司（合并报表）主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	133,032.46	231,739.82	232,450.72	209,325.78
应收账款净额	22.60	67.22	924.20	922.13
存货净额	761,614.69	762,843.57	490,102.74	493,021.20
预收账款	22,902.87	97,406.08	18,928.13	12,791.89
流动资产	993,616.36	1,117,782.61	1,017,258.82	1,004,315.93
长期投资	5,656.47	24,856.47	49,581.47	54,255.47
固定资产合计	33,818.26	67,171.57	204,807.01	206,569.73
总资产	1,034,847.55	1,255,516.90	1,364,367.77	1,484,908.62
短期债务	153,000.00	139,300.00	44,344.00	146,704.00
长期债务	268,633.82	437,592.96	635,243.68	625,808.68
总债务（短期债务+长期债务）	421,633.82	576,892.96	679,587.68	772,512.68
总负债	687,307.76	876,212.75	977,445.08	1,075,107.58
所有者权益（含少数股东权益）	347,539.80	379,304.16	386,922.69	409,801.04
营业总收入	332,913.14	410,103.13	423,985.41	79,543.36
三费前利润	64,248.54	69,759.23	95,735.25	37,011.34
投资收益	128.47	2,664.48	11,533.54	435.14
净利润	36,492.13	34,985.70	52,590.48	22,878.35
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	54,401.37	58,877.38	81,951.41	-
经营活动产生现金净流量	38,119.20	112,740.19	77,584.46	23,825.05
投资活动产生现金净流量	-928.69	-129,655.32	-150,883.64	-133,181.68
筹资活动产生现金净流量	22,861.81	112,034.52	77,897.15	86,627.76
现金及现金等价物净增加额	60,052.31	95,119.39	4,597.98	-22,728.87
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	33.30	25.84	37.28	57.18
所有者权益收益率（%）	10.50	9.22	13.59	22.33
EBITDA/营业总收入（%）	16.34	14.36	19.33	-
速动比率（X）	0.61	0.88	1.72	1.24
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.20	0.11	0.12
经营活动净现金/短期债务（X）	0.25	0.81	1.75	0.65
经营活动净现金/利息支出（X）	1.53	2.99	2.36	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.18	1.56	2.50	-
总债务/EBITDA（X）	7.75	9.80	8.29	-
资产负债率（%）	66.42	69.79	71.64	72.40
总资本化比率（%）	54.82	60.33	63.72	65.34
长期资本化比率（%）	43.60	53.57	62.15	60.43
净负债率（%）	83.04	91.00	115.56	137.43

注：1、上述所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2018 第一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/短期债务指标经过年化处理。

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

长期债务=长期借款+应付债券

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。