

信用等级公告

联合[2015]536号

广东珠江投资股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对广东珠江投资股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

广东珠江投资股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

广东珠江投资股份有限公司拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年九月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

广东珠江投资股份有限公司

2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 80 亿元（含）；第一期
拟发行不超过 50 亿元（含）

本次债券期限：不超过 5 年（含）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015 年 9 月 25 日

财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	419.72	593.28	861.33	977.24
所有者权益(亿元)	85.50	170.99	244.49	246.52
长期债务(亿元)	96.00	120.75	235.32	283.79
全部债务(亿元)	140.85	194.63	346.55	433.54
营业收入(亿元)	67.14	89.40	93.86	43.38
净利润(亿元)	8.56	10.62	73.45	2.45
EBITDA(亿元)	15.48	19.25	103.30	--
经营性净现金流(亿元)	-1.09	6.10	-112.98	-49.47
营业利润率(%)	34.19	27.26	26.24	26.06
净资产收益率(%)	10.62	8.28	35.36	1.00
资产负债率(%)	79.63	71.18	71.62	74.77
全部债务资本化比率(%)	62.23	53.23	58.63	63.75
流动比率	1.58	1.52	1.80	1.81
EBITDA 全部债务比	0.11	0.10	0.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.55	1.22	3.42	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.19	0.24	1.29	--

注：1、公司 2015 年 6 月财务报告未经审计，相关指标未年化。

2、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

3、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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广东珠江投资股份有限公司（以下简称“公司”或“珠江投资”）的评级反映了公司作为具备较强综合实力的房地产开发公司，在业务规模、品牌知名度、区域布局、开发经验、土地储备等方面具有较强的竞争优势。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大以及公司去化压力较大、债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司在建项目地理位置较好，随着项目的陆续销售，公司将保持良好的经营状况，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 房地产行业是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。公司项目及土地储备集中在一线城市以及发达二线城市，区位优势显著。

2. 公司具有多年的房地产开发经验，“珠江”系列品牌具有较高的知名度。

3. 公司自持物业面积较大、地理位置较好，出租率较高，能为公司提供稳定的现金流入。

4. 公司目前在建规模、未来可售规模较大。

关注

1. 房地产行业告别高速发展阶段，行业利润率回归正常水平，整体去化压力加大。同时，资金成本上升、人民币贬值及人口向老龄化发展，均不利于房地产行业的长期发展。

2. 公司债务负担较重，未来资本支出规

模较大，可能推动公司债务规模的持续增长。

3. 公司待售面积与过往每年预售面积相比较较大，未来公司可能存在一定的去化压力。

分析师

李晶

电话：010-85172818

邮箱：lij@unitedratings.com.cn

张雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与广东珠江投资股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与广东珠江投资股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因广东珠江投资股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由广东珠江投资股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代广东珠江投资股份有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：

李响 张奇

联合信用评级有限公司



一、主体概况

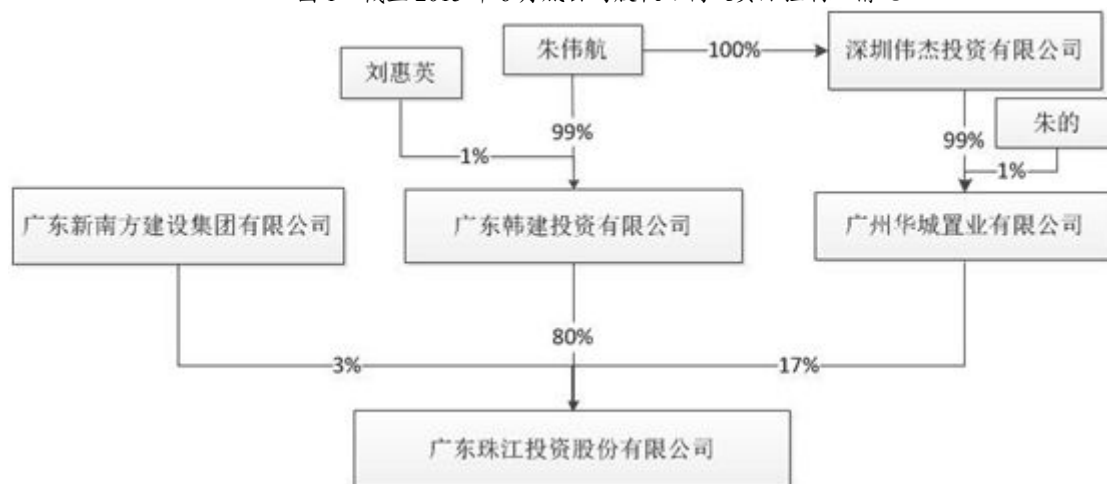
广东珠江投资股份有限公司（以下简称“公司”或“珠江投资”）系根据中华人民共和国法律设立并合法存续的股份有限公司；前身为广东珠江投资公司，于1993年2月取得了广东省工商行政管理局核发的《企业法人营业执照》（注册号19035303-3）。1993年5月，广东省建设委员会出具了《关于同意广东珠江投资公司兼营房地产业务的批复》（粤建函【1993】202号），同意广东珠江投资公司兼营房地产业务。

为了明确股东权利关系，规范广东珠江投资公司工商注册信息，根据《中华人民共和国公司法》的规定，丰顺韩江建筑安装工程有限公司、广州华城置业有限公司、广东顺同实业有限公司、广东可曼德经济发展有限公司、广东新南方建筑工程有限公司于1998年12月签订了《出资协议书》，并于1999年1月重新进行了企业名称核准和工商登记；广东珠江投资公司正式更名为广东珠江投资有限公司，公司类型为有限责任公司，注册资本增至人民币5,000万元。2006年4月和12月，公司注册资本分别增至人民币75,000万元和人民币100,000万元；2007年9月广东顺同实业有限公司将其持有的广东珠江投资有限公司3%的股权转让给广州华城置业有限公司。

2007年11月，广东韩江建筑安装工程有限公司以存续分立的方式分立为广东韩江建筑安装工程有限公司和广东韩建投资有限公司，由广东韩建投资有效公司承接广东韩江建筑安装工程有限公司在广东珠江投资有限公司的全部股权。2007年12月，广东珠江投资有限公司改制为股份有限公司，公司名称变更为广东珠江投资股份有限公司，注册资本变更为人民币320,000万元。

经数次增资以及原股东广东新南方建筑工程有限公司于2015年4月名称变更为广东新南方建设集团有限公司后，截至2015年6月末，公司注册资金为42.00亿元，广东韩建投资有限公司持有公司80%股份，为公司的控股股东。朱伟航为公司实际控制人。

图1 截至2015年6月底公司股权结构及实际控制人情况



资料来源：公司提供

公司及子公司主要从事房地产开发经营。公司的经营范围为：房地产项目投资及其投资业务咨询，信息服务，投资项目策划及组织有关学术活动；销售；五金交电，建筑材料，百货，日用杂货；房地产开发。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2015 年 6 月末，公司下设城市更新投资管理中心、投资与财务管理中心、住宅投资事业部、成本经营管理中心、商业/产业投资事业部以及人力资源及行政管理中心等 10 个部门（详见附件 1）；拥有全资、控股子公司 122 家（其中全资子公司 97 家）、合营企业 1 家，联营企业 5 家。截至 2015 年 6 月末，公司员工总数为 3,735 人。

截至 2014 年末，公司合并资产总额 861.33 亿元，负债合计 616.85 亿元，所有者权益 244.49 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 235.85 亿元。2014 年公司实现营业收入 93.86 亿元，净利润 73.45 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 73.53 亿元。2014 年公司经营活动现金流量净额为-112.98 亿元，现金及现金等价物净增加额-11.31 亿元。

截至 2015 年 6 月末，公司合并资产总额 977.24 亿元，负债合计 730.72 亿元，所有者权益 246.52 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 238.28 亿元。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 43.38 亿元，净利润 2.45 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.82 亿元。2015 年 1~6 月公司经营活动现金流量净额为-49.47 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.09 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：朱克林。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“广东珠江投资股份有限公司 2016 年公司债券”，预计发行规模为不超过人民币 80 亿元（含 80 亿元），期限为不超过 5 年（含 5 年）。本次债券分期发行，本期发行的为“广东珠江投资股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”，拟发行不超过 50 亿元（含）。本期债券面值 100 元，按面值平价发行。本期债券为固定利率，在债券存续期内固定不变。本期债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由本公司与主承销商协商一致确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金拟用于偿还银行贷款和补充营运资金。

三、行业分析

公司主营业务以房地产销售、建筑施工、租赁服务和特许专柜销售佣金业务为主，但营业收入和营业利润主要来自于房地产业务，公司属于房地产行业。

1. 行业状况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房地产企业较难进入（全国性大型、超大型房地产公司除外）。

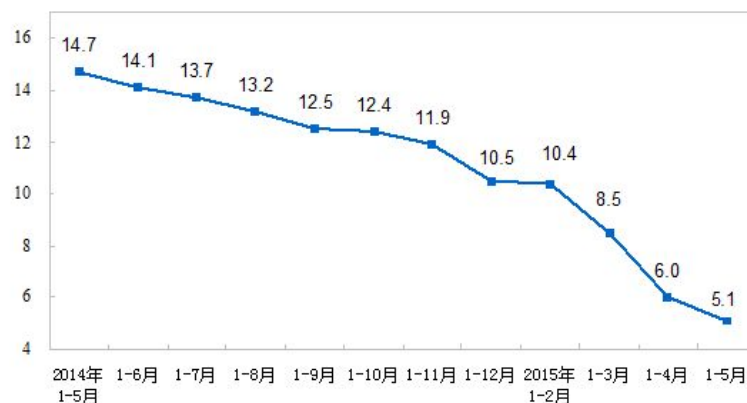
第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与企业相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看，2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月，一二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。2012年，受2011年行业低迷影响，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓，全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.19%，增速较2011年放缓11.86个百分点；商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增加13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度有所回升，2013年，全国房地产开发投资86,013.38亿元，同比增长19.79%，增速同比提高3.6个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速不断放缓，2014年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资95,035.61亿元，名义同比增长10.49%，较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。2015年1至6月份，全国房地产开发投资43,955亿元，同比名义增长4.6%（扣除价格因素实际增长5.7%），增速比1-5月份回落0.5个百分点。其中，住宅投资29,506亿元，增长2.8%，增速回落0.1个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.1%。

图2 2010~2015年6月我国房地产开发投资及其同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：wind 资讯

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快，但受宏观经济波动和调控政策影响，近年来发展波动较大。

2. 市场供需

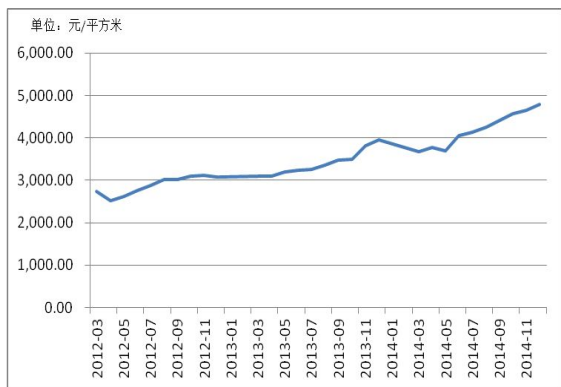
(1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年同期下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013年，受供应量增加影响，土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

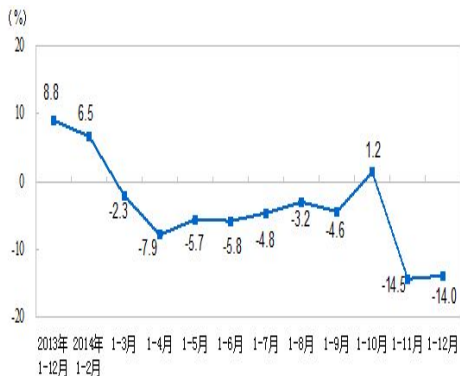
进入2014年，受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌，各地土地出让情况出现恶化，土地购置面积增速大部分月份均处于负增长态势，如图4所示。根据国家统计局数据，2014年，房地产开发企业土地购置面积33,383万平方米，比上年下降14.0%；土地成交价款10,020亿元，增长1.0%。从土地成交价格来看，进入2014年土地成交均价呈增长态势，尤其是进入下半年，土地成交均价快速增长，如图3所示。

图3 全国40大中城市土地成交均价月变动情况



资料来源: WIND 资讯

图4 全国房地产开发企业土地购置面积增速



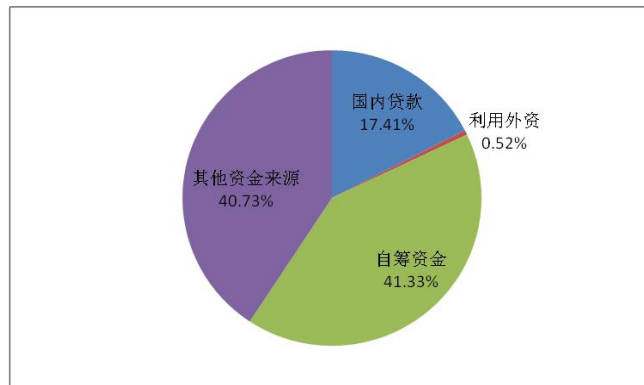
2015年上半年，土地市场年初走高，首月出让金即突破两千亿元，一线城市开年地热，随后地方政府供地与房企拿地节奏放缓，供需月度走势波动，各项指标均以同比下降为主。2015年1~6月，全国300个城市共成交土地9,567宗，同比减少35%；成交面积33,362万平方米，同比减少40%；土地出让金总额为7,835亿元，同比减少38%；土地平均溢价率10%，较上年同期下降2个百分点。近期市场形势转暖，一二线城市楼市热度向土地市场传导，房企拿地意愿增强，6月环比向好，但上半年整体下行趋势难改，供求量及出让金均低于去年同期，楼面均价小幅回升。

总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，但整体保持在较高水平。

(2) 开发资金来源状况

2009年以来，房地产行业资金来源呈快速增长态势，2009~2013年平均增速22.26%，进入2014年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束了多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014年房地产开发企业本年资金来源121,991亿元，比上年减少0.1%，增速较上年下降26.6个百分点，其中，国内贷款21,243亿元，比上年增长8.0%；利用外资639亿元，增长19.7%；自筹资金50,420亿元，增长6.3%；其他资金49,690亿元，较上年减少8.8%。

图5 2014年房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

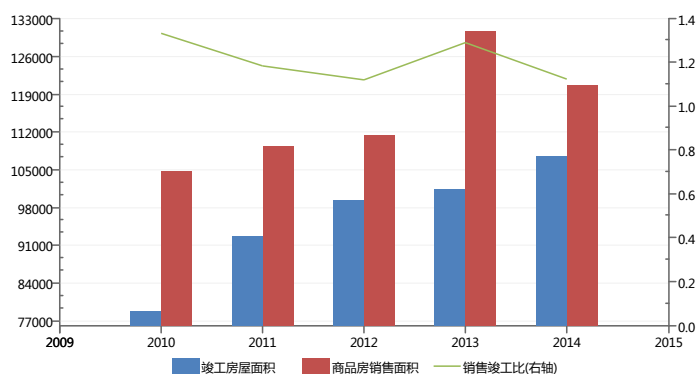
2015年1~6月份经济增速放缓，经济存下行压力，政府继续实行宽松货币政策刺激经济，房地产开发企业到位资金状况有所改善。2015年1~6月份，房地产开发企业到位资金58,948亿元，同比增长0.1%，1-5月份为下降1.6%。其中，国内贷款10,831亿元，下降4.1%；利用外资179亿元，下降3.9%；自筹资金23,844亿元，增长0.1%；其他资金24,095亿元，增长2.0%。在其他资金中，定金及预收款14,121亿元，下降0.9%；个人按揭贷款7,163亿元，增长10.0%。

总的来看，偏紧的货币供应，使房地产业的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。步入2015年，央行实行适度宽松的货币政策，连续降准降息，同时降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，有利于缓解房地产业的资金压力。

(3) 市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2013年房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.02%；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，同比下降0.38%。2013年份房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2013年全国商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.34%；其中，住宅销售面积11.57亿平方米，同比增长17.46%。2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014年，商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014年，住宅竣工面积107,459万平方米，同比增长5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图 6 2008~2014 年全国商品住宅供求情况 (单位: 亿平方米)



资料来源: 国家统计局、联合评级整理。

注: 销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值, 大于 1 说明供不应求, 小于 1 说明供大于求。

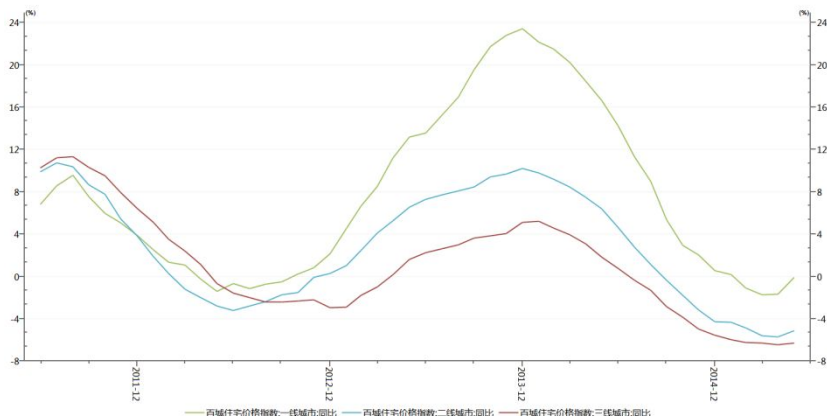
2015 年 1~6 月房地产业受多重宽松政策调整影响, 同时房地产开发公司主动把握政策改善机遇, 以消化库存为主要运营目标。2015 年 1~6 月份, 商品房销售面积 50,264 万平方米, 同比增长 3.9%, 1-5 月份为下降 0.2%。其中, 住宅销售面积增长 4.5%, 办公楼销售面积下降 2.4%, 商业营业用房销售面积增长 3.5%。商品房销售额 34,259 亿元, 增长 10.0%, 增速提高 6.9 个百分点。其中, 住宅销售额增长 12.9%, 办公楼销售额下降 1.8%, 商业营业用房销售额下降 1.2%。从供给方面看, 因受房地产业市场变化影响存在延迟性, 房屋竣工面积 32,941 万平方米, 下降 13.8%, 降幅扩大 0.5 个百分点。其中, 住宅竣工面积 24354 万平方米, 下降 16.5%。

整体来看, 房地产行业经过 2013 年的爆发式增长后, 2014 至 2015 年进入白银时代, 供求状况有改变的趋势。2015 年 1~6 月房地产业政策利好, 市场成交回升, 但全年去库存依然是重点。

(4) 销售价格情况

从商品房销售价格看, 2010 年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入, 调控效果逐步显现。2011 年 9 月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌, 其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌, 特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地, 同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略, 部分楼盘价格降幅超过 20%, 新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入 2012 年, 房价呈先抑后扬态势, 百城价格指数于 2012 年 6 月实现环比小幅上涨, 结束了连续 9 个月下跌趋势, 呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示, 2013 年 12 月百城住宅均价为 10,833 元/平方米, 同比上涨 11.51%。2014 年以来, 由于各地限购的影响持续深化, 全国百城住宅价格出现明显回落, 2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米, 环比下跌 0.92%, 连续第 5 个月下跌, 跌幅扩大 0.33 个百分点, 如下图所示。

图 7 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况 单位：%



资料来源：Wind 资讯

2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 6 月百城住宅价格为 10,628 元/平方米，延续去年四季度下跌态势，但跌幅明显收窄，环比增长 0.56%，同比下降 2.70%，表现较为平稳。

总的来看，从 2008 年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013 年也已经基本确立了持续上涨趋势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，预计 2015 年随着利好政策逐步落地实施，需求将进一步释放，房价将继续稳中看涨。

3. 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入 2014 年，行业集中度进一步提升。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 16.92%和 22.79%，分别提高了 3.65 个和 4.54 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 8.79%和 13.65%，分别提高了 0.65 和 0.74 个百分点（详见下表）。

表 1 2010~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	16.92%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	22.79%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	8.79%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.65%

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 2 2014 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	中国海外发展有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	大连万达商业地产股份有限公司	8	碧桂园控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	绿城房地产集团有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。2009年以来主要的房地产调控政策如表3所示。

表 3 2011 年以来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2011 年 1 月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011 年 1 月	国务院“新国八条”
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限

资料来源：联合评级搜集整理

2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2014年3月，李克强总理在政府工作报告中提出“分类施策、分城施策”的概念后，各地区相继正式发文“开放限购”，截至2014年末，全国46个限购城市中，仅剩北上广深四个一线城市四个城市仍在执行限购政策。2014年9月30日央行、银监会发布“央四条”，不仅重申首套房利率折扣下限为7折，而且在二套房的认定上提出，对拥有一套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房时，银行业金融机构执行首套房贷款政策，这意味着伴随着中国房地产市场调控多年的“限贷”政策全面取消。

2015年全国两会期间，国务院总理李克强在《政府工作报告》中指出，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。2015年3月27日国土部、住建部联合下发通知优化今年住房及用地供应结构。3月30日，央行联合住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例：二套房商业性贷款最低首付款比例调整为不低于40%，同时调整了住房公积金贷款政策，首套普通自住住房公积金贷款最低首付款比例为20%；对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的，最低首付款比例为30%。3月30日，财政部也联合国税总局文放宽转卖二套房营业税免征期限：个人将购买2年以上（含2年）的普通住房对外销售的，免征营业税。

此外，2015年来，央行已多次降息降准；降息降准主要从增加流动性、促进商业银行房贷以及提升市场预期三个方面正面刺激房地产市场。历史情况方面，历年降息降准均对房地产市场产生了一定影响。从2015年来看，2月底降息之后，3月全国房地产投资增速8.5%，增速下探趋势放缓，商品住宅销售金额、销售面积同比增速持续上涨，分别较2月份增加了7.6和8个百分点；5月10日降息之后，6月全国房地产投资增速4.6%，增速下探趋势放缓，商品住宅销售金额、销售面积同比增速持续上涨，分别较5月份增加了7.8和4.5个百分点；6月27日降息降准后，7月全国房地产投资增速4.3%，增速下探趋势放缓，商品住宅销售金额、销售面积同比增速持续上涨，分别较6月份增加了3.9和2.4个百分点。8月央行颁布新一轮降息降准政策，自8月26日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，自9月6日起下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。连续的降息降准在刺激投资和成交量的同时可能促使房价上升，此轮连续降息降准政策对房地产行业长期的影响有待观察。

总体看，为促进房地产行业的健康发展，2015年房地产行业调控政策已有所放宽，将在一定程度上缓解房价向下调整趋势。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进，行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

5. 行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入2014年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

商业地产市场已接近饱和

近几年来随着一线城市商业地产的饱和，二三线城市成为了商业地产新生力量，但是定位雷同、消费水平有限、缺乏先进经验等制约因素为这些涌现出来的商业地产项目埋下了烂尾隐患。商业体量在二三线城市的持续暴增，使得商业地产空置率过高现象成为普遍。

资金成本上升

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2013年房地产行业平均负债率有所上升，139家房企的平均负债率为63.15%，相较于2012年的61.64%上升了近两个百分点，逾四成房企资产负债率超过70%。在宏观经济增速放缓，市场资金面偏紧常态化的情况下，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行

业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家以房地产及相关业务为主业的企业集团。由广州迈向全国，经营区域已拓展到北京、上海、深圳、西安、成都等各主要中心城市，所开发的住宅、商业项目等均成为当地的标志性楼盘，总资产超过 900 亿元，累计销售面积超过 700 万平方米，储备建筑面积超过 2,200 万平方米。

公司以广州、北京、深圳、上海等一线大城市以及成都、西安、天津等二线中心城市为未来发展的战略重心，并积极拓展其他具有发展潜力的区域性经济中心城市，优化和完善公司全国战略布局，不断扩大各区域市场的份额，实现各地区收入、利润共同增长。

公司经过多年发展，已经形成以土地一级开发、规划设计、建筑施工、物业管理在内的“一体化”产业链优势。公司拥有中华人民共和国住房和城乡建设部颁发的房地产开发壹级资质证书，并从 2004 年起，积极拓展一级开发的空間，通过一二级联动，坚持高效率开发速度及优良的开发模式，使公司在土地开发中领先竞争对手。公司拥有总承包资质，并采用三级管理（集团、地区、项目）制度对承建单位进行监督、管理。

公司根据不同人群的需求，以优质中高档商品房住宅的开发为主，为主要客户群体提供成熟市场中的领导产品；适量开发高档住宅、低密度生态住宅，为高端客户打造具备差异性优势以及稀缺物业类型的高端产品；随着企业住宅建筑领域发展的渐趋成熟，公司前几年积极拓展商业地产市场，全面开发大型购物中心、会展中心、星级酒店、甲级写字楼等高标准、高档次项目，以及商业街、公寓式酒店、酒店式公寓（写字楼）等市场需求旺盛的项目，为城市居住者及商业经营者提供了多层次、多元化、多品类的产品组合。经过多年的发展和品牌沉淀，珠江系列品牌楼盘在域内尤其在珠三角地区具有较高的知名度和品牌认可度。

总体看，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品牌知名度。

2. 人员素质

公司现有董事会成员 6 人，其中董事长 1 名，董事 5 人。监事会成员 3 人，设监事会主席 1 名。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

朱克林先生，53 岁，中山大学硕士学位，现任公司董事长兼法定代表人。自 1993 年加入公司以来，朱先生先后担任珠江投资财务经理、总经理等职务，兼任上海电气（集团）股份有限公司副董事长。2002 年获得西悉尼大学工商管理硕士学位。

黄韶海先生，41 岁，硕士学位，现担任公司董事、总裁(总经理)，负责公司日常管理工作。自 2000 年加入公司以来，黄先生先后担任过项目经理、总经理助理、总监等职位，2006 年起担任北京珠江房地产公司董事长，2010 年起任公司副总裁，2012 年 3 月升任公司总裁。

截至 2015 年 6 月底，公司员工总数 3,735 人。其中销售人员 194 人，占员工总数的 5.2%；技术人员 814 人，占员工总数的 21.8%；财务人员 191 人，占员工总数的 5.1%；行政人员 157 人，占员工总数的 4.2%。大学本科及以上学历 1,534 人，占员工总数的 41%；大学专科学历 773 人，

占员工总数的 20.7%；大专及以上学历 1,816 人，占员工总数的 48.6%。公司人力资源结构具有年轻化、知识化的特点，公司中层以上管理人员中，90%具备研究生学历，职能部门经理全部具有大学本科及以上学历。

总体来看，公司高级管理人员具有较长时间的行业从业经历和丰富的管理经验；员工以本科及以上学历为主，人员构成符合业务经营需求。

3. 外部环境

2014 年，公司合同销售收入主要来源于北京、广州、上海等一线地区。

北京地区房地产情况

土地交易方面，2014 年北京土地市场共有 141 宗土地实现成交，较 2013 年减少 73 宗。土地出让面积合计 1,295.3 万平方米，规划总建筑面积 1,663 万平方米，相比上年分别减少 37%、29%。虽然成交土地宗数与面积同比均有所减少，但 2014 年北京土地出让金总金额再创有史以来新高，1,916.9 亿元的成交总金额较 2013 年高出了 95 亿元。

建设投资方面，根据北京市统计局的数据，2014 年，北京市完成房地产开发投资 3,911.3 亿元，比 2013 年增长 12.3%。其中，住宅投资完成 1,962 亿元，增长 13.8%；写字楼投资完成 750.2 亿元，增长 22.6%；商业、非公益用房及其他投资完成 1,199.1 亿元，增长 4.5%。2014 年，全市商品房新开工面积为 2,502.8 万平方米，比上年下降 30%。2014 年，全市商品房竣工面积为 3,054.1 万平方米，比上年增长 14.5%。2014 年北京房地产施工面积为 13,642 万平方米，同比下降 1.76%。自 2010 年北京市房地产施工面积连续 4 年保持上涨趋势，2014 年房地产施工面积出现小幅下降。

成交及价格方面，2014 年依然延续了前两年的国家调控政策，未出现放松迹象，全年商品房成交 1,019 万平方米，成交量已降到 2004~2014 年来的最低值，但成交均价较往年继续上涨，涨幅为 10.3%，年度最高均价出现在 12 月份，达到了 29,217 元/m²。

总体看，由于北京集中了全国的优质服务资源，区域承接力度较强，房地产整体投资、开发、成交规模较大，土地出让金额和商品房成交均价均创新高。

广州地区房地产情况

近三年，广州市房地产业总体发展较快。从房地产开发投资增速来看，2014 年广州房地产开发投资额 1,816.15 亿元，同比增长 15.50%，较上年增长 0.80 个百分点。近年来，广州市房地产开发投资增速逐年增长，整体增速保持较高水平。2012~2014 年，广州市房地产开发投资分别为 1,370.45 亿元、1,572.43 亿元和 1,816.15 亿元，同比增长分别为 5.00%、14.70%和 15.50%。

2014 年，在全国“取消限购”及央行出台的“房贷新政”之后，广州依然坚持原有限购政策。10 月，广州通过了《广州住房公积金个人住房贷款实施办法》和《关于我市住房公积金贷款有关问题的通知》，其中规定已使用过住房公积金贷款将不再予以贷款。11 月，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点至 5.6%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.75%。2014 年 10 月和 11 月接连出台的“认贷不认房”和降息政策均显示了政府很强的调控意愿。政策的出台首先打压了均价较低、之前交易量巨大的增城、从化等远郊区域的成交；而城市中心区域由于供应量稀少，价格依然保持坚挺。

土地市场方面，2014 年广州外围区域新盘集中放量，供应面积大幅增长，而市场去化能力却表现疲弱，整体商品住宅库存量由 3 月开始攀升，在 9 月份达到 1,009 万平方米高峰，虽然年末市场稍暖，但存量仍高居千万大关，相比往年的 700 万平方米水平高出 300 万平方米。受房地产市场低迷影响，2014 年以来房企拿地态度谨慎，意愿不强，土地流标较多，全年市场表现较冷，尤

其是二三季度供求量都处于低位，且多数以底价成交。

市场成交方面，2014年广州商品住宅成交828万平方米，同比大幅下降22%。首先，2013年11月“穗六条”出台，限购政策再度收紧抑制了部分购房需求；其次，自2014年一季度开始，房贷紧张，贷款利率上浮，广州公积金额度紧张，使得部分购房者转为商业贷款，置业成本上升，影响买家入市步伐；第三，降价潮影响了购房者的入市意愿观望情绪浓厚。3月以来限签、限价、限售逐步放开，成交均价逐步回归真实水平，2014年整体成交均价达15,003元/平方米，同比上升13%。由于成交面积的下降，2014年全市销售金额1,242亿元，同比下降了11%。

总的来看，广州房地产市场整体供求相对平稳，经过多年发展市场存量较大，存一定去化压力，但销售情况比较平稳，且区域的结构需求差异较大。

上海地区房地产情况

在经历了2013年楼市交易繁荣、房价较快上涨后，2014年前三季度上海市房地产市场经历了一轮调整，主要表现为开发投资增速回落和楼市销售量减少。但在四季度限贷放松、普通商品住房标准调整及贷款利率下降等多重因素影响下，楼市出现回暖走势。

从投资规模来看，2014年，上海市房地产开发投资3,206.48亿元，比上年增长13.7%，增速较上年回落4.7个百分点。从全年走势看，投资增速呈现前三季度个位数增长，四季度达到13.8%。全年房地产开发投资占全社会固定资产投资比重上升，达53.3%，分别比2013年和2012年高出3.4个和8.0个百分点。

从开发情况来看，2014年上海市房地产开发投资增速较上年明显回落，且投资增长更多依赖土地购置费的快速增长。受此影响，上海市房屋施工面积仅个位数增长。2014年，上海市房屋施工面积14,690.18万平方米，比上年增长8.7%。其中，住宅8,525.85万平方米，增长4.9%。

从成交情况来看，2014年，上海市严格贯彻落实国家和市级各项房地产调控政策措施，采取差别化住房信贷、税收、住房限购、增加土地供应等综合措施，抑制投资和投机性购房需求。由于房价上涨预期有所分歧，前三季度买卖双方持续观望，导致市场交易出现萎缩。一方面由于2013年本市楼市交易繁荣，成交面积明显高于正常年份，导致基数较高；另一方面由于2014年前三季度市场经历了一轮调整，观望情绪浓厚，导致全年本市新建房屋销售面积减少，降幅超一成。2014年，上海市新建房屋销售面积2,084.66万平方米，比上年下降12.5%。其中，住宅1,780.91万平方米，下降11.7%。

从价格情况来看，2014年，上海市新建住宅平均销售价格16,415元/平方米，较上年微增1.38%。从区域分布看，全市新建住宅中，内环线以内区域销售54.28万平方米，占全市新建住宅的3%；内外环线之间区域销售304.81万平方米，占17.1%；外环线以外区域销售1,421.82万平方米，占79.9%。全年各环线区域新建住宅平均销售价格分别为：内环线以内53,629元/平方米，较上年增长9.65%；内外环线之间23,681元/平方米，较上年下降9.17%；外环线以外13,437元/平方米，较上年增长6.13%。

总的来看，2014年上海房地产市场投资规模维持增长，但增速有所下滑；成交情况明显回落，平均销售价格小幅增长。

整体来看，公司主要市场分布广泛，在主要一线城市均作了重要布局，所处的区域房地产发展较为平稳，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、公司管理

1. 公司治理

公司在业务、人员、资产、机构和财务等方面建立了独立的运作体系，公司董事会、监事会和高级管理层能按照各自的职责独立运作。

根据《公司法》等相关法律、法规的要求，公司建立了相对完善的法人治理结构。股东大会是公司权力机构，董事会是公司的常设决策机构，董事会向股东大会负责，对公司经营活动中的重大事项进行审议并做出决定，或提交股东大会审议。目前公司董事会由6名董事组成，设董事长1人，董事5人¹；监事会由3名监事组成，包括1名监事会主席。股东大会、董事会议事规则符合相关的法律、法规和规范性文件的规定。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。公司总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书为公司高级管理人员。公司总经理主持公司生产经营工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告，根据公司章程及《总裁工作细则》相关约定履行相关职责。

总体看，公司法人治理结构完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

公司下设城市更新投资管理中心、投资与财务管理中心、住宅投资事业部、成本经营管理中心、商业/产业投资事业部以及人力资源及行政管理中心等10个部门。截至2015年6月底，公司拥有直接控股和参股的子公司122家。公司通过成立项目公司从事房地产项目开发，并在项目地设立子公司。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。作为集团公司，公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

公司经过长期的经营和管理经验的积累，自主研发了一套匹配自身发展模式的“两书”“三控”的管理体系。“两书”是指《项目经营计划责任书》和《项目运营实施责任书》，“三控”是指“价值控”、“进度控”和“现金流控”。公司设立“两书”管理机制，统筹指导和把关公司各中心及各地区、项目公司“两书”计划的编制，对“两书”计划进行最终审核和综合平衡，全过程监督、检查、验收各项目“两书”执行情况。在项目进度节点控的执行过程中，各专业管线必须严格按照“两书”的节点要求，保障各项工作按期衔接进行，确保满足工作的前置条件，及时进行生产调度协调解决节点问题。公司自主搭建的“两书”“三控”体系，将高端制造业中精细化管理的思维嵌入项目管理的体系内，将项目的前后台功能整合到一起，通过节点控制提升能效。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》，公司财务部对子公司财务管理制度的设计、拟定进行指导和监督；收集、汇总下属子公司财务预算资料，具体负责公司财务预算的编制，并对下属子公司财务预算的执行情况进行检查、分析；及时组织、编制公司定期财务报告；完成各项定期或不定期财务信息统计以及内部稽核工作。此外公司《财务管理制度》对公司流动资产管理、费用控制管理、营业收入、利润及利润分配管理、资产减值计提与财务核销、会计档案管理及工作移交等方面做出了具体制度安排。

对子公司的管理方面，公司坚持“抓大放小、充分授权”的原则，针对项目投资决策、子公司董事、监事和高级管理人员配备、财务资金管理、品牌管理四大方面实行集团化统一管控，保持公司经营管理的统一性，并在项目具体的设计开发、销售策划等方面给予子公司高度的自主权，

¹ 截至2015年6月末，公司董事会秘书与副董事长暂空缺。

充分调动子公司积极性，有利于其根据市场形势快速反应，灵活经营。同时，针对子公司业务和经营管理的重要领域，公司制定了一系列规范指导文件，并将法人治理规范化建设引入区域平台公司层面。随着相关管理制度、决策程序、授权机制的持续完善，公司对子公司的管理效率和效果逐步得到提升。

项目施工和质量管理方面，公司建筑工程总包方通过招投标确定，公司制定了标准化合同范本规范和工程类技术规程等公司标准，在公司内推行标准化管理。公司以“两书三控”为基础对各项目公司的合同履行、工程质量等情况进行定期检查。

总体来看，公司自主研创了“两书”“三控”的内部管理系统，将精细化管理的思维融入项目管理，明确节点，提高管理效率。

六、经营分析

1. 经营概况

近三年公司房地产销售状况良好，公司经营规模整体持续扩大，营业收入呈较快增长趋势，分别为 67.14 亿元、89.40 亿元和 93.86 亿元，年均复合增长 18.24%。同期公司净利润也呈逐年增长态势，分别为 8.56 亿元、10.62 亿元和 73.45 亿元；2013 年较 2012 年增长相对较为平稳，2014 年增长幅度较大主要是由于公司投资性房地产公允价值增加 87.46 亿元所致。

从收入区域看，公司收入来源主要集中在一线城市。2012 年公司营业收入主要来自广州和上海地区；2013~2014 年，公司广州地区收入较 2012 年呈波动增长态势，上海地区收入 2013 年下降较大，2014 年有所回升，主要系上海地区在建项目体量不大，近三年交楼结转收入波动所致；2015 年上半年北京和广州收入规模占比较大；整体看，近三年北京地区收入显著增长，贡献了公司营业收入大部分增长额，2014 年已成为公司最大收入来源。

表 4 2012~2015 年 6 月公司分地区营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年上半年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
公司本部	0.99	1.47	0.96	1.07	0.91	0.97	0.68	1.57
北京	3.14	4.68	35.20	39.37	37.13	39.56	16.02	36.93
成都	3.11	4.63	4.95	5.54	2.17	2.31	1.26	2.90
从化					0.63	0.67	0.11	0.25
广州	26.79	39.90	44.30	49.55	36.41	38.79	22.4	51.64
上海	25.75	38.35	1.64	1.83	14.61	15.57	2.2	5.07
深圳	7.36	10.96	2.16	2.42	1.54	1.64	0.48	1.11
西安			0.19	0.21	0.46	0.49	0.23	0.53
合计	67.14	100.00	89.40	100.00	93.86	100.00	43.38	100.00

资料来源：公司提供

近三年，公司主营业务较为突出，主营业务收入占营业收入的比例均在 90%以上，主营业务中以房地产销售收入为主。公司其他业务包括了酒店服务、建筑设计、物业管理和征地补偿。

表 5 2012 年~2014 年公司主营业务收入情况 (单位: 万元、%)

项目	2012 年			2013 年			2014 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	650,386.25	100.25	45.52	850,769.82	97.30	39.74	828,124.85	96.92	35.42
建筑施工	152,169.80	23.45	16.72	127,944.78	14.63	17.85	121,553.28	14.23	22.42
租赁服务	13,461.80	2.07	35.26	15,690.88	1.79	30.44	21,745.44	2.55	100.00
特许专柜销售佣金				1,026.22	0.12	2.98	33,047.90	3.87	8.99
内部抵销	-167,235.30	-25.78		-121,025.33	-13.84		-150,060.24	-17.56	
主营业务合计	648,782.55	100.00	49.69	874,406.38	100.00	39.41	854,411.22	100.00	40.08

资料来源: 公司审计报告

从盈利情况来看, 由于房地产销售在公司主营业务中的占比很高, 近三年均在 95%以上, 因此房地产销售的毛利水平对公司盈利规模的影响较大。公司房地产销售毛利率近三年呈下降态势, 主要是由于受政策波动影响, 加之公司为应对市场竞争, 提高产品品质, 成本上升, 压缩利润空间所致。由于成本控制有效, 公司建筑施工毛利率呈逐年上升态势。2012~2013 年, 公司租赁服务毛利率有所下降; 2014 年由于投资性房地产采用公允价值模式计量, 不再对投资性房地产进行摊销计入成本, 而采用评估市值对投资性房地产计价, 公司毛利率上升至 100%。2013 年公司新增特许专柜销售业务; 特许专柜销售是指公司商业物业的业主方与销售专柜实行联营模式, 各销售专柜营业额统一先行计入公司收入, 按照合同约定扣除销售提点后再将余款返还各商户。2013 年、2014 年佣金收入规模以及毛利率变动较大主要系口径差异: 2013 年的收入为剔除了销售成本后的净额, 应退商户的利润计为公司该板块成本, 2014 年的收入和成本分别列示。

表 6 2015 年 1~6 月公司主营业务收入情况 (单位: 万元、%)

	收入	占比	毛利率
房地产销售	406,871.10	96.60%	36.71%
建筑施工	29,098.18	6.91%	-7.76%
租赁服务	9,842.20	2.34%	100.00%
特许专柜销售佣金	18,954.29	4.50%	9.45%
内部抵销	-43,582.28		
主营业务合计	421,183.48	100.00%	37.99%

资料来源: 公司审计报告

2015 年 1~6 月, 公司实现营业收入 43.38 亿元, 同比增长 42.38%, 实现净利润 2.45 亿元, 同比增长 70.65%。公司主营业务中房地产销售、租赁服务和特许专柜销售业务盈利能力较 2014 年变化不大; 建筑施工业务 2015 年上半年部分项目公司没有与总承包公司确认产值, 账面未能体现。整体看, 公司业务继续保持良好的发展态势。

总体看, 公司近三年营业收入规模逐年增长, 主要以房地产销售收入为主, 区域主要集中在一线城市; 由于房地产销售毛利率下降, 公司综合毛利率也呈下降态势, 但仍处于较好水平; 整体看, 近三年公司净利润逐年增长, 2014 年由于投资性房地产公允价值增长较大, 净利润增长较大。

2. 土地储备

公司主要通过三种方式获取土地储备: (1) 通过一级开发、前置用地审批、土地整理等一二级开发联动模式; (2) 通过股权收购、旧改等方式, 获取优质土地储备; (3) 必要时参与土地

“招拍挂”。

从土地储备的目标区域来看，公司房地产项目的开发区域定位于一线城市、辅以经济较为发达的省会城市或重点二线城市。目前公司的储备用地主要分布于北京、上海、广州和天津，以北京为主。

土地成本的高低直接决定了项目的盈利与否及盈利空间大小。公司设置“城市更新投资管理中心”，地区设置“投资开发与土地管理中心”负责公司土地储备工作。首先由地区公司收集符合公司发展要求的土地储备信息，并组织地区营销、工程、开发、财务、成本等部门人员进行现场勘查及市场调查，编制项目可研报告，评估项目盈利能力，经地区公司领导审核后上报公司本部审批。公司本部“城市更新投资管理中心”收到地区上报资料后，组织各相关部门对项目的产品规划、建设周期、建设成本、营销方案、资金需求、现金流铺排、盈利能力、投资风险、融资方案进行评估，报公司投委会及董事局审批决策。地区公司按照公司投委会及董事局审批决策意见执行。

表7 截至2015年6月末公司土地储备情况（万平方米）

区域	项目名称	取得时间	土地用途	储备土地面积	储备建筑面积
广州	广州华景锦苑项目	1997	住宅、科教	1.11	6.29
广州	广州罗马家园项目	2003	住宅	3.78	15.98
佛山	南海珠江科技数码城项目	2006	商住	7.52	25.48
广州	广州小东景项目	2004	住宅	6.43	6.12
广州	广州南沙项目	2000	居住、商业、金融	47.93	121.20
广州	天力项目	2002	商住	1.23	8.89
广州	番禺珠江	1999	住宅	33.12	81.52
珠海	珠海金融中心项目	2014	综合	2.64	20.60
广州从化	广州珠江国际城	2003、2004	住宅	97.14	81.24
广州从化	广州夏湾拿	2003、2004、2005	商住	72.79	64.60
广州从化	珠江国际生命健康城 74 亩	2011	医卫慈善用地	4.98	9.95
广州从化	总部商务区	2009	金融、商住	27.83	37.30
北京	国际城 1#东	2011	商住	1.50	3.82
北京	国际城 1#西	2004	商住	3.31	5.20
北京	国际城 9#地	2010	商住	1.39	4.30
北京	北京金路项目	2011	仓储	11.21	22.03
北京	北京马驹桥物流 E11 项目	2011	商业金融	0.39	3.00
北京	北京上城项目	2004	商住	101.69	111.82
北京	张家湾一期	2006	工业、科研	14.96	25.90
北京	张家湾二期	2006	工业	43.13	50.82
北京	张家湾四期	2006	工业	26.04	29.07
北京	北京中关村项目	2005	商业	15.03	40.65
北京	分钟寺项目	2000	综合	150.50	225.00
北京	万福项目	1996、2001	商住	24.92	183.70
北京	御景湾项目	2000、2003	商住	6.68	58.29
北京	北京马驹桥科研 A 北 D 北	2006	研发	13.40	16.82
北京	北京马驹桥物流 B06/08 项目	2007	仓储	21.64	25.97

北京	永乐开发区 1#2#3#地块	2007	工业	26.20	31.00
上海	上海方家窑项目	2006	商业金融	11.47	35.91
昆山	昆山御景花园项目	2005	商住	8.45	34.52
上海	上海吴淞路项目	2010	住宅、商业	2.48	7.90
上海	上海安康苑项目	2010	商住	8.33	102.41
成都	成都花博会项目 A 地块	2007	商业	6.90	65.00
成都	成都花博会项目 C 地块	2007	住宅	2.08	13.24
成都	成都花博会项目 F 地块	2007	住宅	2.42	17.19
成都	成都珠江逸景花园	2007	商住	9.45	6.84
林芝	西藏鲁朗酒店	2014	商业	10.82	8.64
成都	成都花博会项目 B 地块	2007	商住、办公	20.83	112.51
成都	成都花博会项目 D 地块	2007	商业	3.11	19.34
成都	成都花博会项目 E 地块	2007	商住	6.75	27.00
江门	江门珠江帝景湾项目	2006	住宅	1.97	4.73
江门	江门珠江国际新城项目	2007	住宅	14.72	38.18
天津	天津宝坻 210 居住项目	2008	住宅	14.40	30.40
天津	天津宝坻 551 项目	2006	商业金融	36.75	90.20
天津	天津宝坻建材城项目	2006	工业、仓储	41.67	22.40
天津	天津大港轻纺城项目	2012	工业	13.33	15.90
惠州	惠州珠江东岸项目	2006	商住	49.23	97.31
东莞	深圳骏景西项目	2011	商住	1.92	21.89
深圳	华谊文化城	2014	商业、新型产业、工业	18.32	33.21
西安	西安珠江时代广场	2007	商业金融	1.69	16.93
西安	西安珠江新城项目	2005	住宅	22.62	58.66
西安	西安帝景山庄	2004	住宅	25.00	25.00
合计				1,103.20	2,221.87

资料来源：公司提供

注：上述项目中除华谊文化城项目外，本公司均具有 100% 权益；华谊文化城项目本公司持有 70% 份额，上表数据按该比例计算。

近三年土地获取方面，公司 2012 年获取 1 块土地，面积合计 13.33 万平方米；公司 2014 年获取 3 块土地，面积合计 31.78 万平方米。截至 2015 年 6 月末，公司储备建筑面积 2,221.87 万平方米，储备土地面积 1,103.20 万平方米。

总体看，公司土地储备规模较大，可以满足公司未来中长期开发需求，土地储备的质量较高。

3. 项目开发情况

公司采用公司本部、区域公司和项目公司的三层管理架构，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由项目公司完成；开发模式上，公司主要开发项目均由公司控股，通过在项目所在地建立子公司开展业务。

公司房地产产品形式有住宅、LOFT、公寓、别墅、写字楼和大型综合体等，注重标准化体系建设。以住宅板块为例，公司在四种产品形式的基础上，根据市场定位及客户分析，又结合刚需、首改、再改以及高端四个档次，制定了完整的产品序列体系，再配合信息化平台，以“快去化、低成本、差异化”为产品核心特点，形成了较为完善的标准化体系。

在项目管理上，公司实行“两书三控”管理体系；公司的全面预算根据“两书三控”确定的投资战略目标编制，受两书三控管控节点控制。“两书”锁定项目整体投资回报的目标，“三控”是实现“两书”经营目标的具体管理手段；“两书”执行结果与各单位的考核及激励直接挂钩。

从项目开发数据来看，公司房地产开发规模较大，呈波动态势。2013年，公司新开工项目12个，较2012年有明显增长，全年在建面积达到642.30万平方米，年内竣工面积116.30万平方米，新开工面积规模、施工面积规模和竣工面积规模较2012年均有较大程度提高。2014年，公司新开工项目9个，较2012年有所下降，在建面积592.30万平方米，年内竣工面积174.00万平方米。2015年上半年，公司新开工项目个数和面积维持了2012年水平，竣工项目3个；截至2015年6月末，公司在建面积773.45万平方米。

表8 2012~2015年6月公司房地产开发数据

项目	2012年	2013年	2014年	2015年6月
新开工项目数(个)	2	12	9	10
新开工面积(万平方米)	25.22	180.20	122.90	184.70
竣工项目数(个)	11	5	12	3
竣工面积(万平方米)	101.74	116.30	174.00	2.49
在建面积(万平方米)	578.30	642.30	591.20	773.45

资料来源：公司提供

表9 公司2015年6月末在建地产项目基本情况(单位：亿元、万平方米、%)

项目名称	坐落城市	规划用途	总建筑面积	计划总投资额	已完成投资额	尚需投资额	工程进度
国际城1#东	北京	居住	11.75	10.43	10.10	0.33	97%
国际城9#地	北京	住宅混合公建用地	21.00	14.50	11.50	3.00	79%
北京金路项目	北京	仓储用地	22.03	10.30	5.30	5.00	51%
北京上城项目	北京	商住用地	129.32	155.56	33.98	121.58	一二三期已完成，四期、五期在建
国际城1#西	北京	住宅、商业	15.40	11.84	6.84	5.00	6万平方米商业楼未建，其余建完。
马驹桥物流E11	北京	办公、地下商业、地下仓储用地	38.00	38.50	31.90	6.60	83%
张家湾项目一期	北京	工业用地、综合(科研设计)	46.96	26.30	10.32	15.98	55%
张家湾项目四期	北京	工业	29.07	17.40	1.06	16.34	5%
中关村项目	北京	商业	78.15	56.80	20.55	36.25	40%
北京马驹桥物流B06/08项目	北京	仓储用地	25.97	20.15	2.02	18.13	3%
北京马驹桥A北D北科研项目	北京	研发	16.82	16.98	1.45	15.53	5%
永乐开发区1#2#3#地块	北京	工业	31.00	6.40	0.67	5.73	10%
天津宝坻210居住项目	天津	住宅	30.40	19.39	2.00	17.39	29%
天津宝坻551项目	天津	商业金融	90.20	37.80	0.60	37.20	5%

天津宝坻建材城项目	天津	工业、仓储	22.40	5.80	1.60	4.20	18%
天津大港轻纺城项目	天津	工业	15.90	5.49	5.47	0.02	97%
上海方家窑项目	上海	商业金融	59.96	35.98	22.98	13.00	一、二期已完成，三期在建、四期未开工
昆山御景花园项目	昆山	商住用地	62.37	31.20	13.90	17.30	一期完成，二期在建，三期未建。
广州珠江国际城	广州从化	商品住宅用地	108.70	134.75	20.72	114.03	30%
广州夏湾拿	广州从化	商品住宅用地	119.00	81.15	32.31	48.84	60%
总部商务区	广州从化	商业金融、住宅用地	37.30	18.60	1.97	16.63	5%
成都花博会项目 A 地块	成都	商业用地	71.26	86.00	22.10	63.90	一期 90%，二期 10%，三期 10%
成都花博会项目 C 地块	成都	住宅用地	50.80	32.00	28.00	4.00	一、二期已完成，三期在建。
成都花博会项目 F 地块	成都	住宅用地	17.19	9.80	2.40	7.40	25%
成都珠江逸景花园	成都	住宅用地	6.84	5.20	2.46	2.74	65%
鲁朗酒店项目	林芝	商业用地	8.64	2.20	0.83	1.37	60%
西安珠江时代广场	西安	商业用地	16.93	14.60	14.20	0.40	95%
西安珠江新城项目	西安	住宅用地	72.16	28.80	17.30	11.50	70%
广州罗马家园项目	广州	住宅	77.48	47.00	45.14	1.86	98%
广州小东景项目	广州	住宅	6.12	4.00	2.12	1.88	60%
广州华景锦苑项目	广州	住宅	10.87	14.00	13.85	0.15	90%
江门珠江帝景湾项目	江门	住宅	29.79	15.00	14.77	0.23	95%
江门珠江国际新城项目	江门	住宅	51.72	25.00	19.94	5.06	75%
广州南沙项目	广州	商住用地	146.61	109.00	23.75	85.25	25%
南海珠江科技数码城项目	佛山	住宅	31.53	10.00	7.28	2.72	50%
惠州珠江东岸项目	惠州	商品住宅用地	121.21	30.62	15.72	14.90	55%
深圳骏景西项目	东莞	商品住宅用地	21.89	10.74	5.39	5.35	22%
合计			1,752.74	1,199.28	472.49	726.79	

资料来源：公司提供

截至 2015 年 6 月末，公司在建工程规模较大，已完成投资 472.49 亿元，尚需投资 726.79 亿元。

总体看，公司房地产开发的规模较大，竣工面积虽有所波动，但保持在较高水平，能够保证公司未来销售的需要；公司在建项目较多，规模较大，对开发资金的需求规模较大。

4. 房产销售情况

公司定位为一个全系地产品牌，项目现在分布在全国的十余个城市和地区，产品线包含了房地产的大部分产品形态，并致力于围绕“好生活在珠江”的核心口号打造品牌。目前的品牌管理是由公司统一各地区及项目的品牌推广方向、制订统一的VI体系管理标准，同时由各地区及项目根据公司制订的统一主题，再结合地区及项目的实际情况配合广告、活动等进行推广，在宣传项目的同时进行品牌的推广。

定价方面，由于公司的项目分布地区较广，会针对不同项目和产品类型并结合公司经营需求，进行客户定位和销售及价格策略的制订。对于普通住宅、公寓、LOFT等销售周期较短的产品，会采用贴近市场随行就市的销售及价格策略，以快速消化回笼资金；而对于高档住宅及低密度产品，则通过在配套及服务等各方面提高项目的附加值等来提高产品的价值，以期实现利润最大化。

公司主要的销售模式是采用自有的销售团队。公司培养自身销售团队，有效地控制了销售成本；同时自有销售团队可以根据项目的分布及销售节奏更高效地分配力量以配合公司的销售目标实现。在自有销售团队以外，也会根据项目的情况，比如新开拓的区域市场等情况，阶段性地引入最了解本地情况的销售代理公司，以实现项目的快速启动；此外公司会根据情况阶段性引入电商或者销售代理公司进行配合销售。从产品定位、策划、品牌、销售管理、客户服务，公司从本部到地区到项目的三个层级，都有专门的营销团队，根据不同的项目制订不同的营销策略，结合服务营销，体验营销，情感营销，差异化营销及网络营销等营销方式。

从销售数据来看，2012年，房地产行业宏观调控的整体基调没有改变，但在刚性需求的支撑下，房地产市场发展先抑后扬，市场有所回暖，公司当年实现协议销售金额88.34亿元、销售面积64.18万平方米。2013年份房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量和价格普遍上涨，公司协议销售金额和销售面积较2012年有小幅下降，但销售均价较2013年有所上升。2014年，由于各地限购影响，公司销售均价较2013年下降19.87%至12,019元/平方米，尽管协议销售面积有所增长，但协议销售收入下降13.13%至75.31亿元。进入2015年，公司销售均价进一步下降，主要是由于当期销售楼盘项目中，从化项目成交量占比较大，且均为刚需项目，市场价格较市区价格较低所致。公司2015年上半年协议销售面积和收入分别为31.49万平方米、31.04亿元。

表 10 2012~2015年6月公司房地产销售数据

项目	2012年	2013年	2014年	2015年6月
达预售项目(个)	9	12	7	5
协议销售面积(万平方米)	64.18	57.79	62.67	31.49
协议销售金额(亿元)	88.34	86.69	75.31	31.04
协议销售均价(元/平方米)	13,765	15,000	12,019	9,857
结转收入面积(万平方米)	50.28	62.90	56.17	8.09
结转收入(亿元)	62.71	86.61	84.81	10.10

资料来源：公司提供

注：“达预售项目(个)”是按期区计算。

从结转情况来看，2013年公司结转面积62.90万平方米，结转收入86.61亿元，结转面积较2012年增长25.10%，结转金额较2012年增长38.11%，结转收入增速快于结转面积增速，主要系结转项目中含有较多高端项目（如北京中关村项目的loft以及上城项目的别墅），项目均价较高

所致。2014年，公司结转面积56.17万平方米，较2013年下降10.70%，结转收入84.81亿元，较2013年下降2.08%。

截至2015年6月末，公司在建项目中，竣工面积496.30万平方米，已销售379.52万平方米待售面积135.22万平方米，按目前市场价格估计，目前货值金额较大。

表11 公司2015年6月末在建地产项目销售情况(单位:亿元、万平方米、%)

项目名称	坐落城市	规划用途	总建筑面积	工程进度	已竣工面积	已销售面积	待售面积	备注
国际城1#东	北京	居住	11.75	97%	7.93	6.21	0.42	
国际城9#地	北京	住宅混合 公建用地	21.00	79%	16.70	10.01	0.06	
北京金路项目	北京	仓储用地	22.03	51%				出租经营项目
北京上城项目	北京	商住用地	129.32	一二三期已完成，四期、五期在建	17.50	24.30	5.12	
国际城1#西	北京	住宅、商业	15.40	6万平方米商业楼未建，其余建完。	10.20	10.20		
马驹桥物流E11	北京	办公、地下商业、地下仓储用地	38.00	83%	35.00	11.03	15.92	
张家湾项目一期	北京	工业用地、综合(科研设计)	46.96	55%	21.06	0.00	0.00	工业项目，无销售
张家湾项目四期	北京	工业	29.07	5%				工业项目，无销售
中关村项目	北京	商业	78.15	40%	37.51	14.68	0.22	目前只开发了一、二期
北京马驹桥物流B06/08项目	北京	仓储用地	25.97	3%				
北京马驹桥A北D北科研项目	北京	研发	16.82	5%				
永乐开发区一期1#2#3#地块	北京	工业	31.00	10%				
天津宝坻210居住项目	天津	住宅	30.40	29%	0.00	0.00	8.00	
天津宝坻551项目	天津	商业金融	90.20	5%	0.00	0.00	0.00	
天津宝坻建材城项目	天津	工业、仓储	22.40	18%	0.00	0.00	0.00	
天津大港轻纺城项目	天津	工业	15.90	97%				

上海方家窑项目	上海	商业金融	59.96	一、二期已完成、三期在建、四期未开工	24.05	3.73	6.40	
昆山御景花园项目	昆山	商住用地	62.37	一期已完成、二期在建、三期未开工	27.85	24.62	2.59	
广州珠江国际城	广州从化	商品住宅用地	108.70	30%	27.46	18.02	9.45	
广州夏湾拿	广州从化	商品住宅用地	119.00	60%	54.40	44.25	10.15	
总部商务区	广州从化	商业金融、住宅用地	37.30	5%				
成都花博会项目A地块	成都	商业用地	71.26	一期90%，二期10%，三期10%	6.26	0.09	6.17	
成都花博会项目C地块	成都	住宅用地	50.80	一、二已完，三期在建	36.84	29.33	6.86	
成都花博会项目F地块	成都	住宅用地	17.19	25%	0.00	1.15	3.68	
成都珠江逸景花园	成都	住宅用地	6.84	65%	0.00	0.00	5.53	
鲁朗酒店项目	林芝	商业用地	8.64	60%				
西安珠江时代广场	西安	商业用地	16.93	95%		2.60	0.09	
西安珠江新城项目	西安	住宅用地	72.16	70%	13.50	44.50	7.70	
广州罗马家园项目	广州	住宅	77.48	98%	61.50	52.50	5.35	
广州小东景项目	广州	住宅	6.12	60%		0.00	3.67	
广州华景锦苑项目	广州	住宅	10.87	90%	4.58	5.02	5.56	
江门珠江帝景湾项目	江门	住宅	29.79	95%	25.06	24.27	3.37	
江门珠江国际新城项目	江门	住宅	51.72	75%	13.54	12.74	11.87	
广州南沙项目	广州	商住用地	146.61	25%	25.41	29.59	8.35	
南海珠江科技数码城项目	佛山	住宅	31.53	50%	6.05	5.08	2.19	
惠州珠江东岸项目	惠州	商品住宅用地	121.21	55%	23.90	4.40	4.20	
深圳骏景西项目	东莞	商品住宅用地	21.89	22%		1.20	2.30	
合计			1,752.74		496.30	379.52	135.22	

资料来源：公司提供

总体看，近三年房地产政策和行业环境的变化较大，但公司房屋销售面积及金额较为稳定，公司项目销售情况较好；但同时应注意到公司待售面积（135.22万平方米），其中已达预售条件的面积为87.62万平方米（包括已竣工待售面积44.89万平方米，未竣工可售面积为42.73万平方米

米)，未达预售条件的面积为 47.60 万平方米。公司 2012-2015 年 6 月销售面积分别为 64.18 万平方米、57.79 万平方米、62.67 万平方米和 31.49 万平方米，按照往年销售情况推算基本可以覆盖公司目前待售面积。鉴于目前房地产行业前景存在一定的不确定性，未来若房地产行业政策收紧或市场出现大幅波动，可能影响公司的房地产业务，导致销售缓慢，形成一定的去化压力。

5. 自持物业

公司自持型物业主要为商业地产，主要分布在北京、上海、广州和深圳。项目定位上，公司首先根据项目所在城市区位、经济发展水平以及城市发展规划等因素进行项目宏观发展背景分析；在宏观分析基础上，进行包括项目主要技术经济指标、项目开发条件（物业条件）、项目周边交通情况等内容的项目开发条件分析；此后根据上述分析结果以及市场环境、项目竞争环境、消费者消费特征等市场调研结果确定项目的定位（包括项目档次定位、业态组合、项目业态规划及平面布局、项目开发周期、项目经营及盈利模式建议等）。目前公司自持物业以高端商城、写字楼以及综合体为主。

招商方面，在项目工程达到正负零时，公司与对工程结构有特殊要求的商家签订合同，如：电影院、超市、大餐饮，这时招商进度完成大约 15%；建筑立面出来形象，在开业前 1 年左右确定合同以保证对于工程条件要求高、装修工期长的的主力店、次主力店、餐饮等能与公共二装交叉施工，保证开业；在开业前完成 90%的招商。招商品牌商方面，公司在项目开业前 1 年通过对意向客户调研，形成各个业态及铺位的品牌商家清单，原则上每个铺位意向应有 2-3 个品牌商家，组成项目品牌商家库。

表 12 截至 2015 年 6 月末公司持有物业情况

序号	项目名称	建筑面积 (万平方米)	物业概况 (商业、写字楼、娱乐)	出租率 (%)	投资成本 (亿元)	账面价值 (亿元)
1	上海米格天地	14.95	商业	78%	8.30	7.32
2	成都花博会项目	15.37	商业	81%	6.30	5.72
3	深圳珠江广场	10.29	商业	74%	3.04	2.72
4	西安时代广场	10.00	商业	100%	7.64	6.99
5	北京中关村永旺	15.66	商业	100%	10.16	7.67
6	广州珠投大厦	1.04	商业	100%	0.45	0.41
7	轻纺城管委会大楼	14.50	商业	49%	5.62	5.15
8	北京创展家居	21.10	商业	85%	6.53	5.76
9	成都国际花园	0.83	商业	90%	0.31	0.76
10	其他	0.84	商业		0.12	0.07
	合计	104.58		81%	48.47	42.57

资料来源：公司提供

注：上表中未包含自用面积；账面金额为账面价值，即原值扣除折旧或减值准备后的价值。

截至 2015 年 6 月末，公司自持物业（不含自用面积）建筑面积 104.58 万平方米，投资成本 48.47 亿元，出租率为 81%，租金收入和物业收入处于较好水平。

北京中关村永旺项目是属于北京中关村项目的大型高端商城，中关村项目位于北京海淀与昌平结合区域的中关村生命科技园新兴区域商业核心，紧邻地铁生命科学站，毗邻多家世界 500 强企业，周边有西山、百旺山、大觉寺等多处知名旅游景点。占地 40 万平方米，总建筑面积约 220 万平方米，整个项目包括高端酒店、高级商务写字楼、购物中心以及高级公寓。目前首期永旺商城 15.70 万平方米已于 2008 年建成开业，甲级写字楼于 2013 年底开业，二期建成在售招商，

三至五期规划待建。

成都花博会项目是属于成都珠江新城国际项目的大型高端商城，珠江新城国际项目位于成都温江区光华大道三段（原花博会会馆），占据城市副中心的核心区域。占地 73 万平方米，总建筑面积 215 万平方米，其中 A0 商业面积约 15.3 万平方米。整个项目分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个街区，包括商业、办公、酒店、住宅、公寓等多种功能物业，打造成为西南地区极具影响力的旅游休闲、购物娱乐集群。项目由美国 RTKL 全程规划设计，目前家乐福和国美电器等已营业，伊藤洋华堂旗舰店已签约进驻。

上海米格天地属于上海方家窑项目西区的大型高端购物中心，方家窑项目位于青浦赵巷市郊商业区东南端，虹桥板块内，紧靠 A9 沪清平高速公路赵巷出口。占地 27 万平方米，总建筑面积约 62 万平方米，其中米格天地面积约为 15 万平方米。整个项目包括折扣主题时尚生活中心、SOHO、5A 级办公室、HayttPlace 酒店、会展、商贸，作为上海首批启动的 9 个现代服务业集聚区项目之一，在政府规划的推动下，区域商业发展前景巨大。米格天地自 2013 年 1 月 18 日开业以来，拥有众多首次在中国乃至亚洲开设奥特莱斯折扣购物门店的国际一线品牌（VERSACE、MCM、MICHAEL KORS、BALMAIN、Roberto Cavalli 等），项目目前仍有二期中区在售，三期东区规划待建。

深圳珠江广场位于龙岗区主干道龙城大道与龙翔大道交界，距离地铁 3 号线、龙岗区政府五分钟路程，立体公路网辐射深莞惠，占据龙岗中心城首要位置。项目占地 5.2 万平方米，总建筑面积 21 万平方米，其中，商场面积 8.2 万平方米，写字楼面积 3.2 万平方米。项目是集五星级珠江皇冠假日酒店、高端购物中心、甲级写字楼、国际商务写字楼于一体的核心商务区城市综合体，目前已经建成在营。

西安时代广场紧邻世界级门户南门，与地铁 2 号线无缝接轨、距离地标性建筑钟楼以及西安市中心不过 10 分钟路程。占地 1.8 万平方米，总建筑面积 15 万平方米，其中商业面积 7.7 万平方米，写字楼面积 0.5 万平方米。整个项目包括五星级艾斯汀国际公寓、高端商业世纪金华西北旗舰店、LOFT 艺墅、铂金写字楼，将打造成为西安乃至西北最高端的商务综合体。世纪金华已于 2013 年开业。

表 13 2012~2015 年 6 月公司自持物业收入及租金情况（单位：亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
平均租金水平(元/平/天)	1.90	1.88	1.93	1.89
物业收入	3.85	5.91	7.72	6.91

资料来源：公司提供

总体看，公司自持物业集中于一线城市和发达二线城市，物业地理位置较好，目前盈利稳定。

6. 建筑施工板块

公司近三年建筑施工板块收入主要是下属子公司广东珠江工程总承包有限公司的收入（以下简称“珠江工程”），来源主要是承建公司内部各公司的工程总包收入，该收入以市场公允价格计价。在公司合并报表时，该收入被抵消（近三年内部抵消均在 95%左右）。

珠江工程成立于 1997 年 7 月，具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。公司下设北京、上海、广州、深圳、佛山等分公司。珠江工程前期曾对外承接项目，实行独立经营，随着公司业务的扩大，其功能逐渐转变为在公司项目中主要承担着工程总包、质量监督和成本把控的角色，承担着项目管理的职责。珠江工程以总包身份将所承接的建筑工程分项分包给各专业团队或公司，通过质量监督和成本把控确保工程质量符合标准；在承接公司内项

目时，采用市场价格计价，根据工程进度进行款项结算。

总体看，公司建筑施工板块主体珠江工程施工总承包资质较高，随着公司发展，珠江工程功能转变为公司内部项目总包角色，外部项目收入占比较小。

7. 经营效率

2012~2014年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为43.25%和69.10%，所有者权益规模增长主要得益于公允价值变动收益带来的未分配利润的增长；营业收入和净利润复合增长率分别为18.24%和192.99%，公司经营规模和盈利规模均有较大增幅。

2012~2014年，由于公司营业收入和流动资产均成增长态势，流动资产周转率分别为0.19次、0.23次和0.19次，呈波动态势；公司存货周转率呈波动上升态势，分别为0.13次、0.20次和0.18次；总资产周转率分别为0.17次、0.18次和0.13次。

表 14 房地产开发类上市公司 2014 年经营效率指标（单位：次）

证券简称	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
万科 A	0.32	0.32	0.30
招商地产	0.33	0.30	0.30
保利地产	0.33	0.29	0.32
世茂股份	0.39	0.34	0.23
绿景控股	0.26	0.15	0.21
华业地产	0.23	0.18	0.18

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

从同行业上市公司比较情况看，公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率处于行业中等偏下水平。

总体看，公司流动资产周转率以及存货周转率有待提升，经营效率一般。

8. 关联交易

近三年，公司关联交易方主要为主要投资者个人、关键管理人员或与其关系密切的家庭成员控制、共同控制或施加重大影响的其他企业；其余还包括公司的股东、联营企业、合营企业、主要投资者个人以及主要投资者个人关系密切的家庭成员。

关联交易收入主要为向关联方提供建筑设计服务、建筑安装服务以及向关联方出租房产的收入；关联交易支出主要为关联方向公司提供建筑安装服务、物业管理服务、建筑设计服务、广告服务、电信安装服务、财务管理咨询服务、房地产全程策划及运营管理咨询服务、信息化技术服务以及工程招标与造价咨询服务收取的费用。近三年公司关联交易情况见下表，总体看，占营业收入、营业成本的比例不大。

表 15 2012~2014 年公司关联交易情况（单位：万元）

年份	从关联方采购、接受劳务		向关联方销售、提供劳务	
	金额 (万元)	占营业成本比例 (%)	金额 (万元)	占营业收入比例 (%)
2012 年	57,748.80	17.26	732.70	0.11
2013 年	97,835.20	18.10	13,246.00	1.48
2014 年	55,819.43	9.69	6,021.13	0.64

资料来源：公司提供

9. 经营关注

(1) 房地产行业已经暂时告别高速发展阶段，行业利润率回归正常水平，整体去化压力加大。同时，资金成本上升、人民币贬值及人口向老龄化发展，均不利于房地产行业的长期发展。

(2) 公司主要项目分布主要集中在一线城市，区位优势明显，但易受所在区域房地产市场政策（如限购等政策）波动影响，盈利规模可能出现波动。

(3) 公司在建项目规模较大，未来面临大量资金需求。

(4) 公司经营效率一般，存货周转率有待提升。

(5) 公司已竣工待售面积与每年预售面积相比较，加之在建将陆续达到预售条件，公司去化压力较大。

10. 未来发展

未来，公司将继续以广州、北京、深圳、上海等一线大城市以及成都、西安、天津等二线中心城市为发展的战略中心，并积极拓展其他具有发展潜力的区域性经济中心城市，优化和完善公司全国战略布局。

公司将坚持以房地产开发业务为核心，贯彻包括旧城改造、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，在不断夯实和扩大在广州、北京、深圳、上海、珠三角等核心城市和地区的发展规模、市场份额、品牌影响力和号召力的前提下，积极响应国家“西部大开发战略”和“中部崛起战略”，拓展和布局成都、西安、天津等二线城市房地产业务；同时凭借公司丰富的房地产开发、运营经验，完善公司全国战略布局，扩大区域市场份额，形成多区域利润点。

公司目前在建规模和可售规模较大，在建项目进展良好。产品及模式上，公司将以住宅项目为主，商业项目为辅；以产品销售为主，出租经营为辅，合理布局和发展住宅地产和商业地产；同时，积极拓展成片土地的“城市综合体”开发项目，做城市规划的先行者和推动者，充分发挥本公司 22 年来在房地产开发方面积累的专业优势，为各阶层的目标客户提供高性价比的产品。

总体看，公司战略清晰，未来发展区域定位于核心经济圈，并依托自身优势完善战略布局、积极拓展区域份额，在巩固住宅和商业项目的优势基础上，积极拓展“城市综合体”开发项目和旧城改造，未来发展可期。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年财务报表由中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计意见。公司 2015 年 1~6 月财务报表未经审计。为更加真实、客观的反映公司价值，公司从 2013 年 12 月 31 日起，对投资性房地产后续计量由成本法模式变更为公允价值计量。

公司 2012 年较 2011 年合并范围新增 20 家子公司。2013 年较 2012 年合并范围新增加 2 家子公司，不再纳入合并范围的 2 家子公司。2014 年公司合并范围新增子公司 2 家，不再纳入合并范围的 1 家。近三年公司合并范围变化较大，财务数据可比性一般。

截至 2014 年末，公司合并资产总额 861.33 亿元，负债合计 616.85 亿元，所有者权益 244.49 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 235.85 亿元。2014 年公司实现营业收入 93.86 亿元，净利润 73.45 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 73.53 亿元。2014 年公司经营活动现金流量净额为-112.98 亿元，现金及现金等价物净增加额-11.31 亿元。

截至 2015 年 6 月末,公司合并资产总额 977.24 亿元,负债合计 730.72 亿元,所有者权益 246.52 亿元,其中归属于母公司的所有者权益 238.28 亿元。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 43.38 亿元,净利润 2.45 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润 2.82 亿元。2015 年 1~6 月公司经营活动现金流量净额为-49.47 亿元,现金及现金等价物净增加额 13.09 亿元。

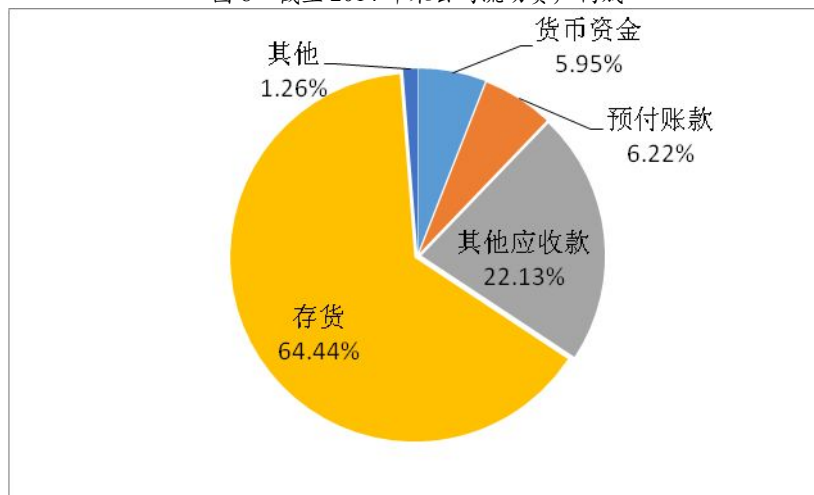
2. 资产质量

2012~2014 年,公司资产规模增长速度较快,年均复合增长率为 43.25%,主要系存货和投资性房地产增长所致。截至 2014 年末,公司资产总额 861.33 亿元,较上年末增长 48.17%;其中流动资产占比 69.14%,非流动资产占比 30.86%,流动资产占比较高,符合房地产开发企业特征。

流动资产

2012~2014 年,公司流动资产规模增长较快,年均复合增长率为 28.09%,主要是由于存货和其他应收款的增长所致。截至 2014 年末,公司流动资产为 595.51 亿元,较年初增长 43.89%;从构成来看,以货币资金、预付账款、其他应收款和存货为主。

图 8 截至 2014 年末公司流动资产构成



资料来源:公司审计报告
注:各项之和不等于 100%系四舍五入所致。

2012~2014 年,公司货币资金规模波动增长,年均复合增长率为 40.44%。截至 2014 年末,公司货币资金 35.43 亿元,较上年末下降 34.68%,主要系 2014 年开发投入及往来流出等加大所致。货币资金以银行存款为主(占比 90.39%);使用受限的货币资金为 14.95 亿元(以受限制的银行存款为主),占货币资金的 42.20%,受限资金占比较高,主要系预售资金进入房款专户所致。

2012~2014 年,公司预付款项逐年增长,分别为 24.13 亿元、29.96 亿元和 37.02 亿元。截至 2014 年末,预付款项主要为预付土地款和工程款;其中账龄 1 年以内的占比 34.56%、1 至 2 年的占比 12.55%、2 至 3 年的占比 16.65%、3 年以上的占比 36.24%。

2012~2014 年,公司其他应收款增长较快,年均复合增长率为 77.38%。截至 2014 年末,公司其他应收款余额 131.81 亿元,较上年末增长 122.12%,主要系关联方往来款(约增加 64 亿元)以及拿地保证金类投入(约增加 6 亿元)增加所致。以其他应收款账面余额计算,账龄 1 年以内的占比 69.20%,1 至 2 年的占比 9.87%,2 至 3 年的占比 4.88%,3 年以上的占比 16.05%;其

中公司对账龄 3 年以上的其他应收款计提坏账准备 0.94 亿元（占其他应收款余额的 0.71%）。

表 16 截至 2014 年末公司主要其他应收款情况

项目/公司	欠款方	余额（万元）
深圳市珠江投资发展有限公司	深圳华谊兄弟文化创意产业有限公司	146,940.00
广东珠江投资股份有限公司本部	上海宏兴房地产发展有限公司	131,846.00
北京珠江投资开发创展家居	北京京通投资有限公司	120,225.00
广东珠江投资股份有限公司本部	广东韩建投资有限公司	87,179.03
广东珠江投资股份有限公司本部	广东珠光集团有限公司	85,721.26

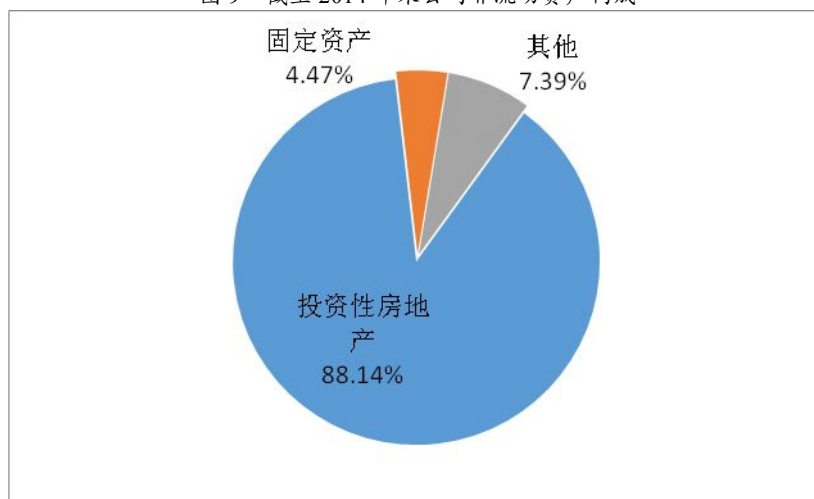
资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司存货逐年增长，年均复合增长率为 18.14%；截至 2014 年末，公司存货 383.72 亿元，较年初增长 44.87%，主要系公司开发投入加大所致；存货主要以在建开发产品为主（占比 97.79%）。截至 2014 年末，公司尚未开发但持有年度长于两年的地块有广州天力地块，广东小东景地块和从化国际城二期地块等地块。以上地块均已取得国土资源与房屋管理局关于延长动工开发时间和《建设用地批准书》有效期的复函，均尚无被政府收回的风险，故未计提存货跌价准备。番禺悦利项目因政府相关部门对华南新城控规的调整至今仍未完成，导致公司无法正常申请用地批准书延期，无法开展报批报建工作；公司已于 2009 年 11 月缴纳闲置费 9,010,287.00 元（含滞纳金），土地被收回的风险较小。此外，公司 2013 年计提存货跌价准备（0.02 亿元）的已完工开发产品已转回或转销；截至 2014 年末公司未计提存货跌价准备。截至 2014 年末，公司作为贷款抵押物的存货为 106.45 亿元，占存货账面价值的 27.74%。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长率为 116.47%，主要系投资性房地产增长所致。截至 2014 年末，公司非流动资产 265.82 亿元，较上年末增长 48.71%，主要由投资性房地产和固定资产构成。

图 9 截至 2014 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

注：各项之和不等于 100%系四舍五入所致。

公司投资性房地产主要为以商业和写字楼为主的自持物业，自 2013 年 12 月 31 日起采用公允价值计量模式，2012~2014 年账面价值变化较大，年均复合增长 192.18%，主要系公允价值变动所致。截至 2014 年末，公司投资性房地产 234.30 亿元，较上年末增长 60.49%。

表 17 截至 2015 年 6 月末公司主要投资性房地产情况

序号	地区	项目名称	面积（平方米）	用途	预估市值（万元）
1	广州	珠投大厦办公楼	10,353.08	办公	46,588.86
2	北京	中关村永旺商场	156,607.44	商业	550,219.01
3	天津	轻纺城管委会大楼	145,000.00	商业	174,000.00
4	北京	张家湾创展家居项目	210,964.09	商业	105,482.05
5	上海	方家窑米格天地	149,542.00	商业	335,681.50
6	深圳	珠江广场项目	102,928.00	商业办公	191,691.50
7	成都	国际花园项目	8,324.80	商业	9,799.58
8	成都	成都花博会项目	153,691.00	商业	614,764.00
9	西安	珠江时代广场	99,969.00	商业	287,231.53
10	广州	其他	8400.84	商业	27,584.37
合计			1,045,780.25		2,343,042.40

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长率为 5.74%。截至 2014 年末，公司固定资产账面净值 11.88 亿元，较上年末下降 1.42%，主要以房屋、建筑物为主（占比 93.55%）。公司固定资产累计折旧共计提 4.51 亿元，成新率为 74.13%。

截至 2015 年 6 月末，公司资产总额 977.24 亿元，较 2014 年末增长 13.46%，主要系流动资产增长所致。公司流动资产由于其他应收款增长较 2014 年末增长 19.91%至 714.08 亿元，占资产总额比率增长 3.93 个百分点至 73.07%；非流动资产较 2014 年末下降 1.00%至 263.16 亿元，构成变化不大。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，符合房地产开发企业资产结构特征；非流动资产中投资性房地产占比较大，整体资产质量尚可。

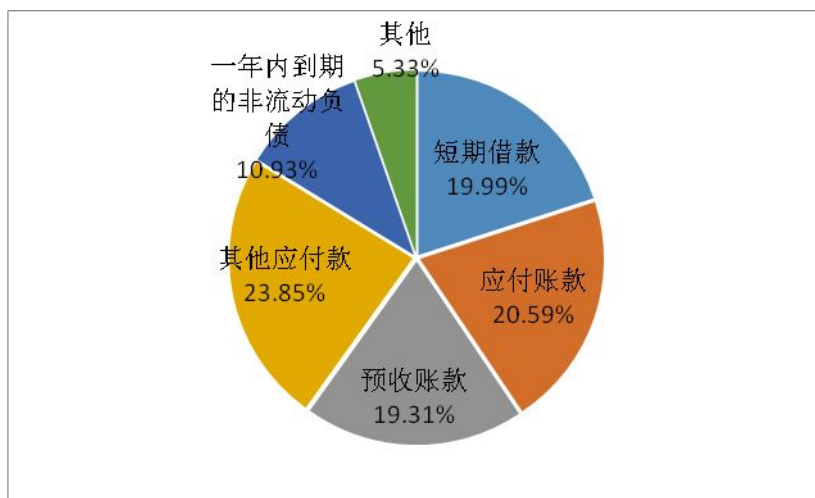
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长率为 35.85%。截至 2014 年末，公司负债合计 616.85 亿元，较上年末增长 46.07%。负债结构方面，近三年公司负债以流动负债为主，截至 2014 年末流动负债占比 53.55%，非流动负债占比 46.45%

2012~2014 年，公司流动负债规模逐年增长，年均复合增长率为 19.78%，主要系短期借款、应付账款和其他应付款增长所致。截至 2014 年末，公司流动负债 330.34 亿元，较上年末增长 21.35%，以短期借款、应付账款、预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。

图 10 截至 2014 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告
注：各项之和不等于 100%系四舍五入所致。

2012~2014 年，公司短期借款增长速度较快，年均复合增长率为 221.35%。截至 2014 年末公司短期借款 66.04 亿元，由质押借款（占比 50.59%）、抵押借款（占比 19.85%）、保证借款（占比 17.41%）和信用借款（占比 12.14%）构成。

2012~2014 年，公司应付账款年均复合增长 25.73%。截至 2014 年末，公司应付账款 68.00 亿元，较上年末增长 43.80%，主要系开发投入加大，年末根据权责发生制按照合同工程进度计提应付款项增加所致。从应付账款账龄来看，1 年以内的占比 58.95%，1 至 2 年的占比 18.70%，2 至 3 年的占比 16.49%，3 年以上的占比 5.86%。

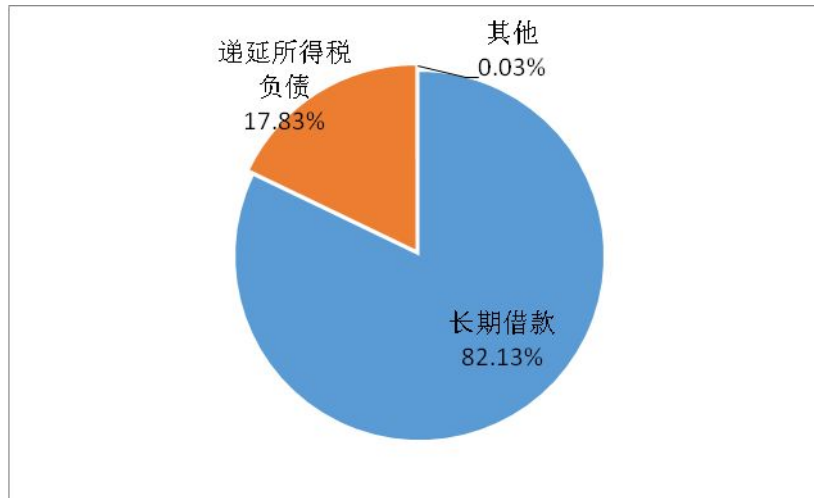
2012~2014 年，公司预收款项主要系对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户房款，该款项在工程进度达到结算条件时将结转为营业收入。2012~2014 年，公司预收账款规模逐年下降。截至 2014 年末，公司预收账款 63.79 亿元，较上年末下降 26.37%，主要系 2014 年房地产销售收款少于当年结转金额所致。从账龄来看，1 年以内的占比 49.26%，1 至 2 年的占比 22.17%，2 至 3 年的占比 2.68%，3 年以上的占比 25.89%。

2012~2014 年，公司其他应付款主要为往来款以及公司下属物业管理公司收到业主委托代为管理的公共维修基金，年均复合增长率为 33.93%。截至 2014 年，公司其他应付款 78.79 亿元。

公司一年内到期的非流动负债全部为 1 年内到期的长期借款，近三年波动下降，分别为 36.99 亿元、53.72 亿元和 36.10 亿元。

2012~2014 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长率为 66.02%，主要系长期借款增长所致。截至 2014 年末，公司非流动负债 286.51 亿元，较上年末增长 90.92%，主要由长期借款和递延所得税负债构成。

图 11 截至 2014 年末公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告
注：各项之和不等于 100%系四舍五入所致。

2012~2014 年，公司长期借款规模快速增长，年均复合增长 56.56%，截至 2014 年末，公司长期借款 235.32 亿元，较上年末增长 94.88%，其中质押借款占比 17.04%，抵押借款占比 43.39%，保证借款占比 34.59%，信用借款占比 4.98%。截至 2015 年 6 月末，公司长期借款 283.79 亿元，其中 1 至 3 年内到期的占比 26.66%，3 年以后到期的占比 73.34%。

由于公司投资性房地产公允价值增幅较大，近三年公司递延所得税负债年均增长 250.37%，分别为 4.16 亿元，29.20 亿元和 51.09 亿元。

近三年，公司有息债务增长迅速，年均复合增长率为 56.86%；由于短期借款和长期借款均增长较快，公司短期债务和长期债务年均复合增长 57.49%和 56.56%。截至 2014 年末，公司全部债务 346.55 亿元，其中短期债务占比 32.10%，长期债务占比 67.90%。由于资产规模增长较快，公司资产负债率呈下降态势，近三年分别为 79.63%、71.18%和 71.62%，但仍处于较高水平；公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率呈波动下降态势，2014 年分别为 58.63%和 49.04%，公司债务水平较高。

截至 2015 年 6 月末，公司负债合计 730.72 亿元，较 2014 年末增长 18.46%；其中流动负债增长 19.73%至 395.51 亿元（占比 54.13%），主要系短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致；非流动负债增长 17.00%至 335.20 亿元（45.87%），主要系长期借款增长所致。

截至 2015 年 6 月末，公司有息债务水平较 2014 年末增长 25.10%至 433.54 亿元，其中短期债务占比 34.54%，长期债务占比 65.46%，规模均有所增长。公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别上升至 74.77%、63.75%和 53.51%。

总体看，近三年公司负债规模持续增长，债务负担较重，债务结构以长期债务为主，结构较为合理。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益规模逐年增长，年均复合增长率为 69.10%，主要系公允价值变动收益带来未分配利润的大幅增长所致。截至 2014 年末，公司所有者权益 244.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益 235.85 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占比 17.81%，资本公积占比 1.30%，盈余公积占比 0.85%，未分配利润占比 80.06%，所有者稳定性较弱。

截至 2015 年 6 月末，公司所有者权益 246.52 亿元，较 2014 年末增长 0.83%，构成变动不大。整体看，公司近年来所有者权益规模增长较快，以未分配利润为主，所有者权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入年均复合增长 18.24%，主要系 2013 年公司房地产销售收入增长以及 2014 年公司其他业务收入增长所致；公司营业成本逐年增长，分别为 33.46 亿元、54.05 亿元和 57.60 亿元。近三年，公司营业利润率分别为 34.19%、27.26%和 26.24%，呈下降态势，但仍处于较好水平。

2012~2014 年，公司期间费用波动增长，分别为 10.99 亿元、13.14 亿元和 12.84 亿元，主要系管理费用和销售费用增长所致；公司费用收入比分别为 16.36%、14.70%和 13.68%，整体期间费用控制较强。近三年公司销售费用、管理费用和财务费用的年均复合增长率分别为 32.14%、20.51%和-41.68%，其中财务费用下降主要系公司利息资本化金额增长所致。2014 年，公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 3.68 亿元、8.02 亿元和 1.14 亿元。

从 2013 年 12 月 31 日起，公司对投资性房地产后续计量由成本法模式变更为公允价值计量；2014 年由于投资性房地产公允价值变动，公司增加公允价值变动收益 87.46 亿元。2012~2013 年公司营业利润分别为 11.94 亿元和 11.77 亿元；由于 2014 年公司公允价值变动收益增长较大，营业利润增长至 99.22 亿元。近三年，公司营业外收入分别为 0.79 亿元、3.94 亿元和 0.12 亿元，分别占利润总额的 6.51%、26.73%和 0.12%，2013 年增幅较大主要系政府补助增长较大所致。近三年公司净利润逐年增长；公司 2014 年实现净利润 73.45 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 73.53 亿元。

从盈利指标来看，2012~2013 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较为稳定；2014 年由于公允价值变动收益增长幅度较大，上述三项比率增长显著，分别为 16.25%、14.09%和 35.36%。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 43.38 亿元，同比增长 42.30%，主要是由于 2015 年上半年达结转条件项目增多所致；由于出售子公司天津珠江帝景温泉开发有限公司，公司获得投资收益 1.14 亿元。2015 年 1~6 月，公司实现净利润 2.45 亿元，同比增长 70.65%，公司继续保持较好的经营态势。

总体看，近三年公司营业收入和净利润均成增长态势，尽管营业利润率有所下滑，但仍处于较好水平；公司盈利能力较强，但 2014 年的利润中，公允价值变动贡献较大。

5. 现金流

从经营活动看，2012~2014 年，公司经营活动现金流入以销售商品提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金为主。2012~2014 年公司收到的经营活动现金流入分别为 80.81 亿元、105.63 亿元和 104.79 亿元；其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 78.05 亿元、74.63 亿元和 70.24 亿元。由于预收款项规模下降，加之应收账款规模增长，公司近三年的现金收入比呈下降态势，分别为 116.25%、83.47%和 74.84%，收入实现情况有所下降。2012~2014 年，公司经营活动现金流出分别为 81.90 亿元、99.52 亿元和 217.77 亿元，主要为购买商品接受劳务支付的现金，分别为 47.11 亿元、50.43 亿元和 133.84 亿元。2012~2014 年，公司经营活动现金流量净额呈波动态势，分别为-1.09 亿元、6.10 亿元和-112.98 亿元。

为满足业务发展需要，公司投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金支出。从投资活动情况来看，2012~2014 年度公司投资活动产生的现金流量净额分

别为-1.06 亿元、-5.22 亿元和-18.49 亿元，呈持续净流出态势，主要系公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模较大。

从筹资活动看，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入全部为取得借款所收到的现金，分别为 79.60 亿元、113.38 亿元和 245.59 亿元。公司筹资活动现金流出分别为 80.08 亿元、79.35 亿元和 125.42 亿元，主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2012~2014 年，公司筹资活动现金流净额分别为-0.48 亿元、34.03 亿元和 120.16 亿元。

2015 年 1~6 月，公司经营活动现金流净额为-49.47 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.55 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 63.11 亿元，现金及现金等价物增加额 13.09 亿元。

总体看，近三年公司经营活动现金流净额呈波动态势，2014 年为净流出。随着公司经营和投资资金需求的增加，公司外部融资需求增加。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，近三年，公司流动比率和速动比率整体均成增长态势；流动比率分别为 1.58 倍、1.52 倍和 1.80 倍，但公司存货规模较大，三年速动比率分别为 0.38 倍、0.55 倍和 0.64 倍。公司短期债务逐年增长，现金类资产随着货币资金规模波动，近三年现金短期债务比为 0.40 倍、0.73 倍和 0.32 倍。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，公司 EBITDA 构成以利润总额为主，近三年逐年增长，2014 年由于投资性房地产公允价值收益较大而大幅增长，2014 年公司 EBITDA 为 103.30 亿元，三年年均复合增长率为 158.36%。2012~2014 年，EBITDA 利息倍数分别为 1.55 倍、1.22 倍和 3.42 倍，覆盖程度较好。公司债务规模近年来持续扩大，EBITDA 全部债务比分别为 0.11 倍、0.10 倍和 0.30 倍。整体看，结合上述指标，加之公司目前在建规模、可售规模较大，公司长期偿债能力强。

截至 2015 年 6 月末，公司对外担保余额 25.54 亿元，占净资产的 10.36%；目前，被担保公司经营稳定，公司或有风险较小。

表 17 截至 2015 年 6 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保公司	合同金额	担保余额	借款日期	到期日期	借款机构
广东珠江教育投资有限公司	110,000	40,100	2014/12/15	2019/11/25	珠江人寿 (渤海信托)
广东合生泰景房地产有限公司	180,000	176,300	2013/12/19	2023/12/18	浦发银行 越秀支行
上海珠江合惠投资有限公司	13,800	13,300	2015/4/2	2019/9/5	工商银行 上海宝山 支行
佛山市卓越房地产开发有限公司	20,000	13,300	2013/2/1	2016/1/31	广州银行 佛山分行
佛山市卓越房地产开发有限公司	15,000	12,400	2013/9/23	2016/9/22	广州银行 佛山分行
合计	338,800	255,400			

资料来源：公司提供

截至 2015 年 6 月末，公司共获得各家银行授信额度为 158.61 亿元，尚有 48.74 亿元未使用，全部为项目贷款。

总体看，公司长、短期偿债能力较好。2014 年来国内房地产市场持续低迷，房地产企业销售全面下降，2015 年上半年市场有所回暖；公司目前债务规模较大，但考虑到公司在综合实力、品牌知名度、经营模式以及土地储备等方面具有一定的竞争优势，公司整体偿债能力较强。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（信用机构代码：G10440116007058807），截至 2015 年 7 月 9 日，公司无未结清的不良信贷情况，已结清信贷记录中，有 16 笔不良和关注类贷款，主要有两种情况：（1）银行贷款还旧借新的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。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券的发行对目前债务的影响

截止 2015 年 6 月末，公司全部债务为 433.54 亿元，本次债券拟发行规模为 80.00 亿元，占公司全部债务的 18.45%，对公司负债水平有一定的影响。

以公司 2015 年 6 月末财务数据为基础，若募集资金总额为 80.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变情况下，公司的长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率由 53.51%、63.75%、和 74.77% 上升至 59.61%、67.57% 和 76.68%。公司债务负担有所加重。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2014 年末的相关财务数据为基础，2014 年公司 EBITDA 为 103.30 亿元，为本次债券发行额度 80.00 亿元的 1.29 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2014 年经营活动产生的现金流入 104.79 亿元，为本次公司债券发行额度 80.00 亿元的 1.31 倍，对本次债券覆盖程度较高。

综合以上分析，考虑到公司作为广东省大型房地产开发企业之一，在综合实力、业务规模、品牌知名度、土地储备等方面具有一定的竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

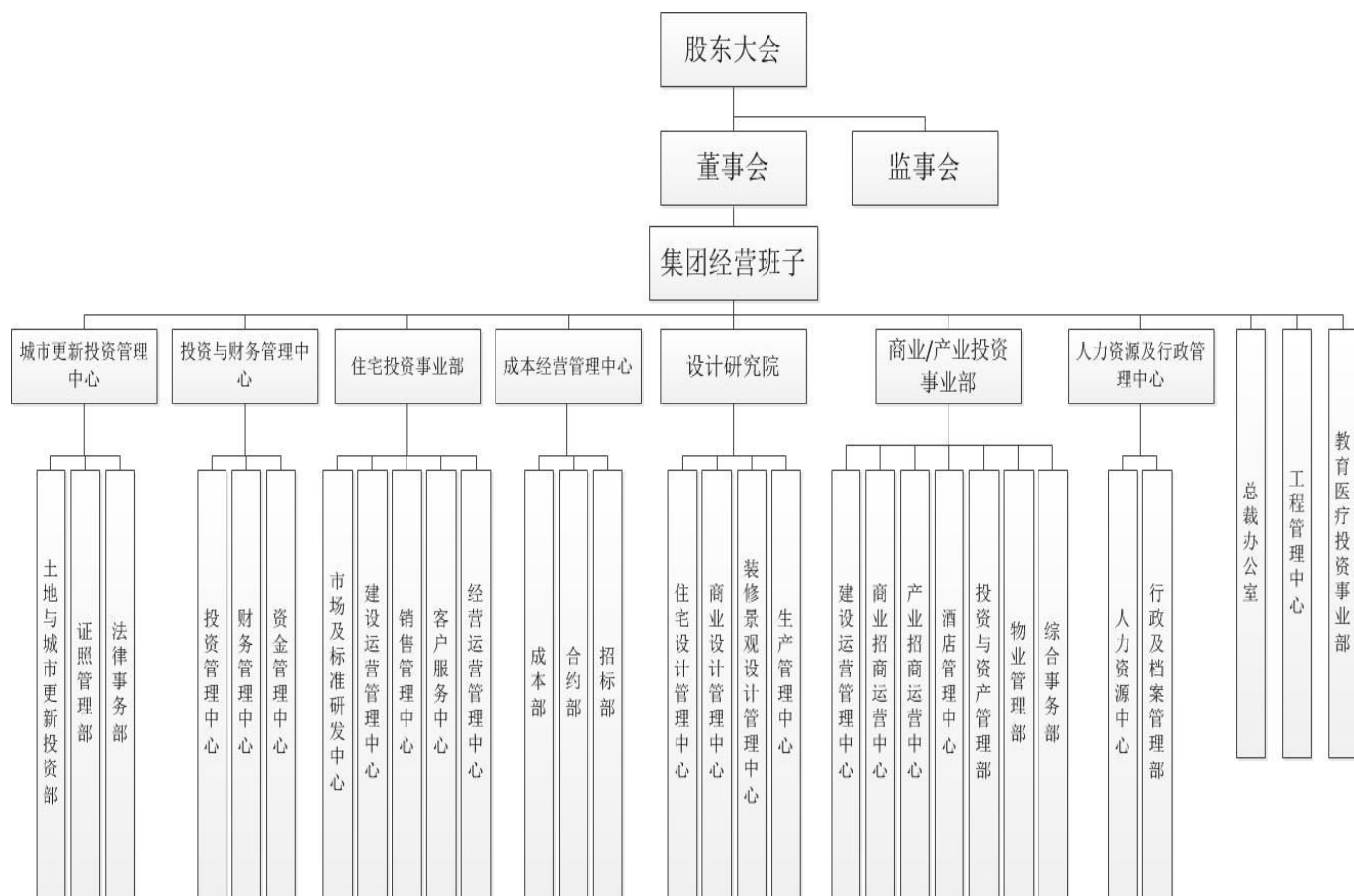
九、综合评价

广东珠江投资股份有限公司作为具备较强综合实力的房地产开发公司，在业务规模、品牌知名度、区域布局、开发经验、土地储备等方面具有较强的竞争优势。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大以及公司项目分布较为集中、债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司在建项目地理位置较好，随着项目的陆续销售，公司将保持良好的经营状况，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 广东珠江投资股份有限公司组织结构图



附件 2 广东珠江投资股份有限公司 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额 (亿元)	419.72	593.28	861.33	977.24
所有者权益 (亿元)	85.50	170.99	244.49	246.52
短期债务 (亿元)	44.85	73.88	111.23	149.75
长期债务 (亿元)	96.00	120.75	235.32	283.79
全部债务 (亿元)	140.85	194.63	346.55	433.54
营业收入 (亿元)	67.14	89.40	93.86	43.38
净利润 (亿元)	8.56	10.62	73.45	2.45
EBITDA (亿元)	15.48	19.25	103.30	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.09	6.10	-112.98	-49.47
应收账款周转次数 (次)	15.66	18.89	16.15	--
存货周转次数 (次)	0.13	0.20	0.18	--
总资产周转次数 (次)	0.17	0.18	0.13	--
现金收入比率 (%)	116.25	83.47	74.84	91.30
总资本收益率 (%)	4.95	4.40	16.25	0.39
总资产报酬率 (%)	3.59	3.39	14.09	0.40
净资产收益率 (%)	10.62	8.28	35.36	1.00
营业利润率 (%)	34.19	27.26	26.24	26.06
费用收入比 (%)	16.36	14.70	13.68	18.99
资产负债率 (%)	79.63	71.18	71.62	74.77
全部债务资本化比率 (%)	62.23	53.23	58.63	63.75
长期债务资本化比率 (%)	52.89	41.39	49.04	53.51
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.55	1.22	3.42	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.10	0.30	--
流动比率 (倍)	1.58	1.52	1.80	1.81
速动比率 (倍)	0.38	0.55	0.64	0.78
现金短期债务比 (倍)	0.40	0.73	0.32	0.32
经营现金流动负债比率 (%)	-0.47	2.24	-34.20	-12.51
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.19	0.24	1.29	--

注：2015 年 1-6 月指标未年化

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 广东珠江投资股份有限公司 2016年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年广东珠江投资股份有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广东珠江投资股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。广东珠江投资股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注广东珠江投资股份有限公司的相关状况，如发现广东珠江投资股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如广东珠江投资股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至广东珠江投资股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送广东珠江投资股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年九月二十五日