

广州珠江实业集团有限公司

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪企评(2022)020302】

评级对象: 广州珠江实业集团有限公司

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

评级时间: 2022年7月25日

主要财务数据及指标

项 目	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	29.90	43.51	29.68	36.46
刚性债务	229.98	272.44	309.55	322.68
所有者权益	121.62	149.21	150.95	150.91
经营性现金净流入量	-17.24	-28.96	-19.37	-7.94
合并口径数据及指标:				
总资产	1,078.34	1,146.80	1,400.31	1,444.41
总负债	842.68	891.36	1,069.73	1,101.74
刚性债务	483.69	503.89	540.85	588.35
所有者权益	235.65	255.44	330.58	342.67
营业收入	183.38	122.39	192.23	28.45
净利润	9.30	0.32	2.88	0.81
经营性现金净流入量	28.12	-4.61	10.12	-2.80
EBITDA	36.24	16.68	21.32	—
资产负债率[%]	78.15	77.73	76.39	76.28
权益资本与刚性债务 比率[%]	48.72	50.69	61.12	58.24
流动比率[%]	193.86	186.78	157.95	157.14
现金比率[%]	29.32	32.43	25.17	24.72
利息保障倍数[倍]	0.94	0.34	0.52	—
净资产收益率[%]	4.54	0.13	0.98	—
经营性现金净流入量与 流动负债总额比率[%]	7.56	-0.95	1.65	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	7.56	0.82	-1.22	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.23	0.48	0.65	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.03	0.04	—

注: (1) 根据珠江实业集团经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。因会计政策变更及差错更正, 公司对 2020 年及 2021 年审计报告中的年初数进行了追溯调整, 本报告 2019 年数据根据 2020 年审计报告调整后的年初数进行列示及计算, 2020 年数据根据 2021 年审计报告调整后的年初数进行列示及计算。

(2) 本评级报告将其他权益工具(永续债券)纳入刚性债务核算, 导致相关负债、权益科目及指标与财务报表口径存在差异。

分析师

吴凡 wufan@shxsj.com

杨亿 yangyi@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **股东支持。**2021 年珠江集团控股权重新划回广州市国资委。近年来广州市国资委等政府单位向公司注入大规模保障性住房、商铺和车位等物业资产并向公司划拨财政资金, 公司所有者权益得到补充。
- **业务协同性较强。**珠江集团已形成了建筑施工、工程服务、房产开发、物业出租以及旅游酒店等多业务协同发展的格局, 综合经营能力较强, 在华南地区具有一定的竞争优势。
- **资产质量较好。**珠江集团持有的多处经营性物业位于广州市核心地段, 大部分以成本法入账, 潜在价值较高。

主要风险:

- **房地产项目去化放缓风险。**2021 年下半年以来广州楼市有所降温, 珠江集团在售项目后续去化速度面临放缓风险; 同时公司 2021 年加大拿地力度, 新购置地块已陆续开工, 若后期销售不力, 将面临一定的资金平衡压力。
- **债务负担较重, 面临一定的集中偿付压力。**珠江集团已积累较大规模刚性债务, 且短期刚性债务比重持续上升, 面临一定的集中偿付压力。
- **债权投资款本息及预付股权转让款回收风险。**珠江集团下属珠江实业部分非并表“股权+债权”项目存在债权款项本息未按合同支付以及预付股权款未按约定退还的情形。虽然针对上述债权投资及预付股权款项, 对手方均提供了抵/质押担保, 但仍需关注后续抵/质押权的实现及相关款项回收情况。

➤ 未来展望

通过对珠实集团主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



广州珠江实业集团有限公司

信用评级报告

概况

该公司系广州市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“广州市国资委”）直属的 32 家国有企业之一，其前身广州珠江外资建设有限公司成立于 1979 年，是我国最早从事建筑工程总承包的企业之一。1983 年，广州珠江外资建设有限公司与岭南置业有限公司合并为广州珠江实业总公司，公司房地产业务得到较大发展。1997 年，经广州市建设委员会建企复[1996]267 号文批准，公司更为现名。2009-2010 年，股东广州市国资委将广州市穗华房产开发有限公司、广州金蝶实业有限公司、广州市住宅建设发展有限公司（2020 年更名为广州珠江建设发展有限公司，简称“珠江建设”）和广州燃料集团有限公司（简称“燃料集团”）的全部股权无偿划转给公司，并在 2013 年完成产权变更手续。2014 年以来，广州市国资委先后将广州安厦房地产开发有限公司和广州建业投资控股有限责任公司的全部股权无偿划拨给公司，2015 年 12 月广州市国资委增资 0.50 亿元，公司实收资本增至 7.21 亿元。2019 年，广州市国资委将聚德大厦及大量保障性住房、商铺和车位无偿划转至公司。2020 年，广州市财政局等单位将大量保障性住房、车位、8.34 亿元保障性住房财政资金及其他国有资产无偿划转至公司。上述资产划转均入账资本公积。2020 年 12 月广州市国资委同意公司以资本公积 72.79 亿元转增实收资本，公司实收资本增至 80.00 亿元。2018 年 12 月，广州市国资委将所持公司 100% 股份无偿划转至广州市水务投资集团有限公司（简称“水投集团”），公司控股股东变更为水投集团。2021 年 8 月，广州市国资委将水投集团持有的公司 10% 股权无偿划转至广东省财政厅。当年 10 月，广州市国资委将水投集团持有的公司 90% 股权无偿划转至广州市人民政府，市政府授权市国资委履行出资人职责。股权变更后，广州市人民政府（广州市国资委）和广东省财政厅分别持有公司 90.00% 和 10.00% 的股权，公司控股股东变更为广州市国资委，实际控制人仍为广州市国资委。

经过多年发展，该公司已成为一家以建筑施工和工程总承包、房地产开发为主业，物业经营和工程服务业务为支柱，旅游酒店业等业务协调发展的国有大型企业集团。公司拥有建筑工程施工总承包一级资质、房地产开发一级资质、建筑装饰施工一级资质和甲级工程监理等资质。公司在华南地区尤其是广东省具有一定的市场地位，综合实力相对较强。公司主业涉及主要经营主体及其概况详见附录三。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022年上半年，在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下，全球经济增长动能持续减弱，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。国内经济在遭遇疫情二次冲击后再次步入恢复进程，因内外环境发生了明显的不利变化，经济发展的压力加大。短期内，我国实现年度增长目标任务艰巨，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022年上半年，在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下，全球经济增长动能持续减弱、衰退风险加大，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。新冠变异毒株致死率下降但传染性显著增强，疫情对经济活动的影响仍在延续。全球物价指数涨幅创多年新高，采取紧缩性货币政策抗击通胀已成为包括美联储、欧洲央行等在内的全球多数央行的一致行动，推动了利率快速大幅攀升，进一步加重了债务负担，叠加美元明显走强，全球经济金融运行面临重大挑战。俄乌军事冲突加剧地缘政治风险的同时，也威胁了全球的粮食和能源安全，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济在遭遇疫情二次冲击后再次步入恢复进程，因内外环境较前次相比已发生了明显的不利变化，面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力进一步加大。失业率从高位回落，消费者物价指数温和上涨、工业生产者出厂价格指数涨幅逐渐下降。工业中采矿业的生产与盈利增长均较快，而除高技术产业外的制造业大多明显放缓或同比下降，上中下游的强弱差异仍较为明显。消费受到的负面影响最大，恢复也较为缓慢；基建、高技术制造业以及技改投资对固定资产投资增长贡献较大，房地产开发投资仍低迷；受高基数与港口运输影响，出口增速回落但具韧性。人民币汇率阶段性承压，在SDR（特别提款权）中的份额提升，人民币资产对全球投资者的吸引力有望提升。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大力度，为短期内的经济恢复和实现年度目标提供支持。我国财政政策积极发力，推出一系列“退、缓、补、购、奖”措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，专项债的发行与资金使用亦显著加快，将是带动内需修复的重要力量；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行

加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展以及重大项目的支持；同时推动贷款市场报价利率改革效能释放，降低企业综合融资成本。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，实现5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任务加重，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计工业生产在高技术产业带动下恢复较快，但原材料与工业品价格的大幅波动，对工业企业经营的稳定性带来考验；消费的恢复偏缓慢，疫情仍将是导致消费波动的重要因素；基建和制造业投资有基础保持较快增长，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

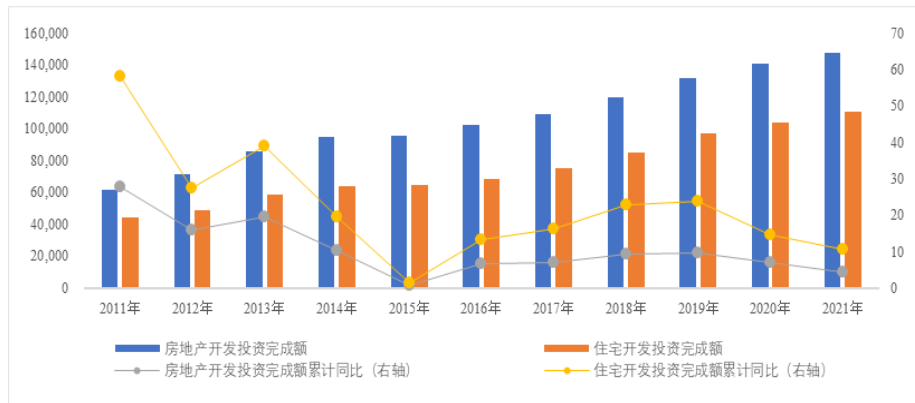
A. 房地产行业

2021年我国房地产政策调控总体持续，企业加快推进存量项目以加速资金回笼，全年房地产投资与销售保持增长但增速逐步放缓，土地市场则呈现供需双缩局面。2021年底以来，房地产市场政策环境逐步得到改善，但部分大型民营房企前期因信用风险暴露而逐步退出，行业竞争格局发生改变，整体经营效率或将较明显弱化。

a) 行业概况

房地产业是国民经济的支柱性产业之一。2011-2021年我国房地产开发投资完成额从6.18万亿元升至14.76万亿元，其中住宅开发投资完成额从4.43万亿元升至11.12万亿元。近三年我国房地产开发投资完成额同比增速分别为9.9%、7.0%和4.4%，放缓态势明显。2022年前四个月，我国房地产开发投资完成额为3.92万亿元，同比增幅为-2.70%，其中住宅开发投资完成额为2.95亿元，同比增幅为-2.10%。

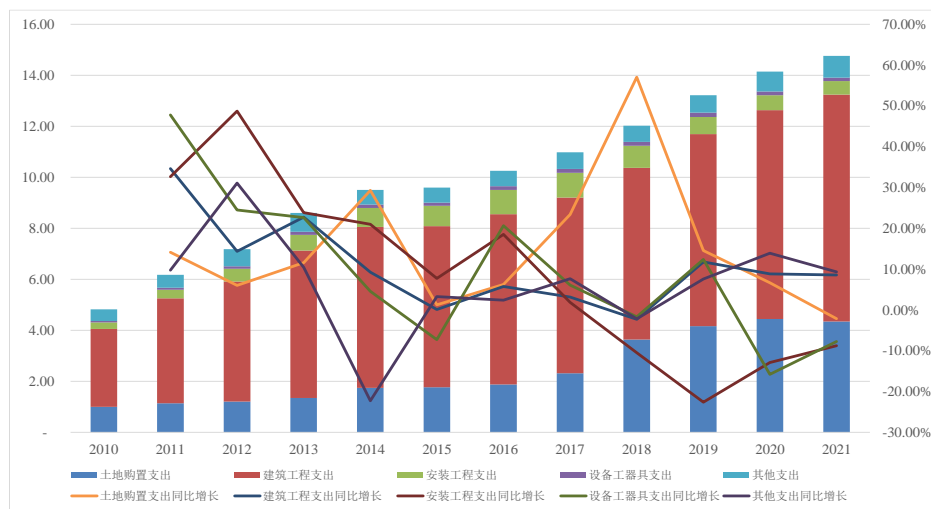
图表 1. 2011-2021 年我国房地产投资情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: 国家统计局

房地产开发投资主要由土地购置支出和建筑工程支出构成。2011 年以来,我国房地产行业土地购置支出连续多年保持增长,从 1 万亿元增长至 2020 年的 4.45 万亿元,2021 年出现首次下滑,当年降幅为-2.13%;同期建筑工程支出从 3.06 万亿元增至 8.89 万亿元,其中 2021 年同比增长 8.55%,显著高于房地产开发投资增幅,反映出严格监管预售款以及融资持续收紧背景下房企加快存量项目建筑投资进度以加速回笼资金的紧迫性。

图表 2. 2011-2021 年我国商品房销售情况 (单位: 万平方米, 亿元)

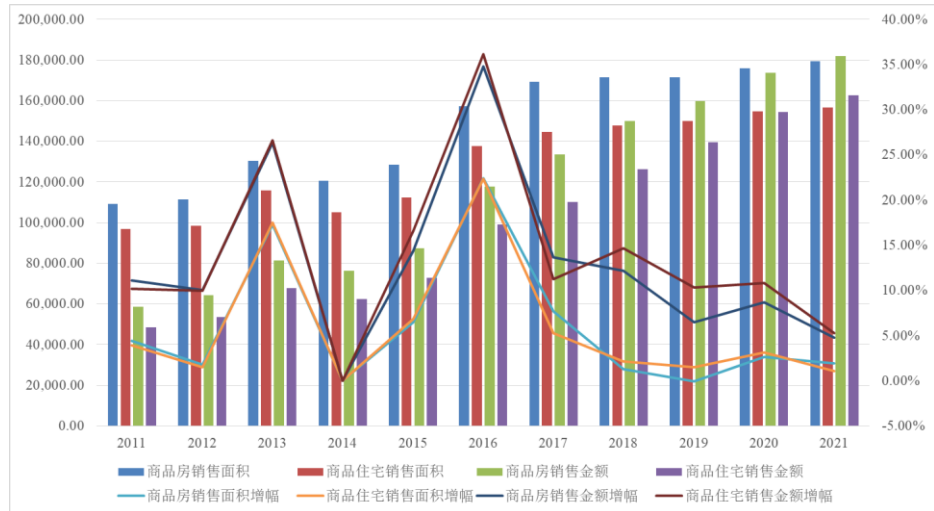


资料来源: 国家统计局

2018 年以来我国商品房销售面积和商品住宅销售面积变动明显趋缓。2018-2021 年商品房销售面积分别为 17.17 亿平方米、17.16 亿平方米、17.61 亿平方米和 17.94 亿平方米,增速分别为 1.33%、-0.06%、2.64%和 1.90%;住宅销售面积分别为 14.79 亿平方米、15.01 亿平方米、15.49 亿平方米和 15.65 亿平方米,增速分别为 2.17%、1.50%、3.15%和 1.07%。同期商品房销售金额分别为 15.00 万亿元、15.97 万亿元、17.36 万亿元和 18.19 万亿元,增速分别为 12.17%、6.50%、8.69%和 4.79%;商品住宅销售金额分别为 12.64 万亿元、13.94 万亿元、15.46 万亿元和 16.27 万亿元,增速分别为 14.65%、10.32%、10.85%和 5.28%。在销售面积趋稳的情况下,销售金额增长相对较快,房价持续上涨但涨幅回落。同期我国商品房销售均价分别为 8,736.90 元/平方米、9,310.28 元

/平方米、9,859.53 元/平方米和 10,139.13 元/平方米，涨幅分别为 10.70%、6.56%、5.90% 和 2.84%；商品住宅销售均价分别为 8,544.11 元/平方米、9,287.06 元/平方米、9,979.89 元/平方米和 10,395.94 元/平方米，涨幅分别为 12.22%、8.70%、7.46% 和 4.17%。

图表 3. 2011-2021 年我国商品房销售情况（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：国家统计局

2022 年前 4 个月，受政策松绑效应存在时滞及部分主要城市疫情冲击等影响，我国房地产市场主要数据出现明显恶化。其中，房地产开发企业土地购置支出和建筑工程支出（累计数）均呈现负增长，分别为-2.70%和-3.84%；同期土地购置面积为 1,766.14 万平方米，同比降幅高达-46.50%，为 2012 年以来同期最大降幅。同期全国商品房销售面积、销售金额和均价分别为 3.98 万平方米、3.78 万亿元和 9,502.43 元/平方米，同比降幅分别为-20.95%、-29.51%和-10.83%；商品住宅销售面积、销售金额和均价分别为 3.37 万平方米、3.32 万亿元和 9,859.67 元/平方米，同比降幅分别为-25.40%、-32.16%和-9.06%。

土地市场方面，为缓解疫情对经济的影响，2020 年二季度起大部分城市增加了优质土地供应并带动全年住宅用地供应量和成交量均同比小幅增长。2021 年受土地新政及融资进一步收紧等因素影响，全年土地市场供需收缩，交易量下行。根据 CREIS 中指数据显示，2021 年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.81 亿平方米，同比减少 6.67%，其中住宅建设用地 5.44 亿平方米，同比下降 8.87%；全年各类建设用地成交 11.27 亿平方米，同比下降 12.79%，其中住宅建设用地成交 4.01 亿平方米，同比下降 22.31%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅建设推地 2,534.08 万平方米，同比增长 36.17%，成交 1,988.70 万平方米，同比增长 17.63%；二线城市住宅建设推地 21,400.11 万平方米，同比下降 7.07%，成交 15,930.03 万平方米，同比下降 23.18%；三四线城市住宅建设推地 30,495.10 万平方米，同比下降 12.47%，成交 22,192.92 万平方米，同比下降 24.01%。

图表 4. 2019-2021 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2019 年		2020 年		2021 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积 (亿平方米)	13.97	1.06%	14.80	5.96%	13.81	-6.67%
其中:住宅建设用地推出面积(亿平方米)	5.75	6.22%	5.97	3.87%	5.44	-8.87%
各类用地成交面积 (亿平方米)	11.67	1.49%	12.93	10.78%	11.27	-12.79%
其中:住宅建设用地成交面积(亿平方米)	4.67	9.89%	5.16	10.49%	4.01	-22.31%
各类用地成交出让金 (万亿元)	5.22	20.40%	6.14	17.84%	5.72	-6.97%
其中:住宅建设用地出让金(万亿元)	4.39	25.15%	5.23	18.96%	4.89	-6.51%
各类用地成交楼面均价 (元/平方米)	4,018.01	15.55%	4,241.67	5.57%	4,897.54	15.46%
住宅建设用地成交楼面均价 (元/平方米)	4,120.50	14.22%	4,456.51	8.15%	5,438.48	22.03%
各类用地成交溢价率		15.88%		17.71%		11.12%
住宅建设用地成交溢价率		14.13%		15.31%		11.02%

资料来源: CREIS 中指数据

注:住宅建设用地统计口径包括中指数据住宅用地与综合用地(含住宅)

b) 政策环境

2021 年以来我国房地产政策坚持“房住不炒”以及“稳地价、稳房价、稳预期”的主基调,国家及地方出台的政策组合拳覆盖了房地产行业各参与主体,强化资金流向监管,房地产开发企业融资环境进一步趋紧。在土地购置环节,22 个重点城市实施集中供地政策,同时要求房企投销比不高于 40%;在融资环节,央行执行房地产金融审慎管理制度,对金融机构提出贷款集中度限制,并通过“三道红线”分档对房企资产负债表进行监管,控制行业债务扩张速度;在销售环节,除限购、限售外,还强化了预售资金监管,同时限制金融机构的个人住房贷款放款比例。与此同时,各地方政府亦围绕中央相关政策方针并结合自身特点,通过行政、公积金、住房保障、市场监管及人口等政策层面进行房地产市场调控。如:年初北京、上海、武汉等地推出“房地联动”机制,在集中供地环节中,进一步对相应地块未来的房屋销售指导价设置上限;深圳、成都、西安等地则推出“二手房指导价”。

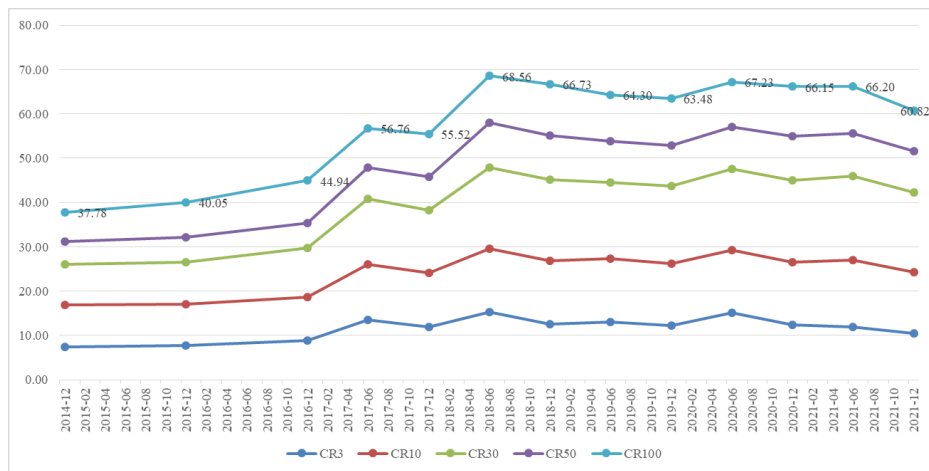
在多层次、全方位的政策调控下,我国住宅市场价格过快上涨的局面得到了有效遏制。但同时部分大型民营房地产开发企业的“高杠杆、高成本、高周转”模式难以为继,信用风险较集中暴露。为了确保房地产行业长效调控机制的政策框架逐步落地实施。2021 年 12 月以来在坚持不搞“大水漫灌”的前提下货币政策边际宽松,同时出台鼓励并购化债政策,近期更是应国内外形势重大变化,及时优化调整各项调控政策,采取了包括降准、下调 5 年期贷款市场报价利率(LRP)等手段,全力推动包括房地产在内的经济运行处于健康有序发展轨道。多个地方政府也陆续出台包括购房补助在内的各项支持政策。

c) 竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业,债务融资依赖度高。受益于城市化进程及经济增长等长期因素,“高杠杆、高成本、高周转”模式获得有效支撑,偏高的财务杠杆及融资成本、土地成本等,通常都能够通过快速周转加以消化。众多民营企业也凭借相对更高的经营效率不断发展壮大,并在房地产

这一支柱性产业中获得一席之地。但近年来随着限售、限贷、限购乃至强化预售资金监管等一系列政策的落实，“高周转”策略逐步失灵，“高杠杆、高成本”失去支撑，部分民营房地产开发企业信用风险暴露。随着市场环境的变化，尤其是部分民营房地产企业的逐步退出，未来行业竞争格局将发生深刻变化，能够低成本获得土地和资金的大型企业或地方企业，或将在竞争中获得一定优势。随着部分民营房企信用风险的渐次暴露，房地产行业销售金额（CR）集中度于 2018 年达到峰值，其后总体上趋于下滑，其中 2021 年出现明显下降。根据 Wind 数据，2021 年 CR3/CR10/CR30/CR100 比值由 2018 年的 12.58%/26.89%/55.10%/66.73% 降至 10.45%/24.20%/42.35%/51.55%/60.82%。

图表 5. 近年以销售金额计的房地产行业市场集中度变化情况（单位：%）



资料来源：Wind

d) 风险关注

项目去化压力大。长期而言，房地产需求与经济发展水平及居民收入状况密切相关。我国在较短时间内完成了工业化与城市化进程的主要部分，房地产需求相应较集中释放，行业得以快速发展。随着经济增速的逐步放缓以及房价的逐步高企，加之预期持有成本上升（房产税等），潜在需求或受到阶段性抑制。现阶段我国所处内外部环境更为复杂，经济发展面临多重挑战，居民就业与收入增长承压明显，房地产市场短期需求或将进一步弱化。而从主要房地产上市企业存货占款数据¹看，2016-2021 年末存货余额合计数分别为 6.16 万亿元、8.08 万亿元、10.29 万亿元、12.53 万亿元、14.36 万亿元和 15.00 万亿元，2017-2021 年末同比增幅分别为 31.14%、27.28%、21.79%、14.56% 和 4.47%。上述上市房企 2019-2021 年结转的营业收入合计数分别为 4.98 万亿元、5.62 万亿元和 6.25 万亿元²。此外，房产税改革尚待落地，也在一定程度上影响住宅去化。

开发投资或放缓。2021 年国内房地产开发企业土地购置意愿趋弱，2022

¹ 以在沪、深、港证券交易所上市的 2021 年末存货占款金额排名前 100 的房地产开发企业为统计范围。其中中国恒大、融创中国、世茂集团、中国奥园、佳兆业集团和广宇发展尚未发布 2021 年度报告，其存货数据基准日为 2021 年 6 月 30 日。

² 中国恒大、融创中国、世茂集团、中国奥园、佳兆业集团和广宇发展尚未发布 2021 年度报告，其营业收入数据按照上年数据计算。

年以来更是出现大幅度下滑，预计短期内新房开工量承压；受信用风险暴露或资金链紧张等因素影响，部分民营企业加速存量项目出清，该类项目集中投入期之后，建筑工程等投资也将放缓。此外，随着行业竞争格局的调整，整体运营效率将逐步弱化，将进一步对开发投资增长形成约束。

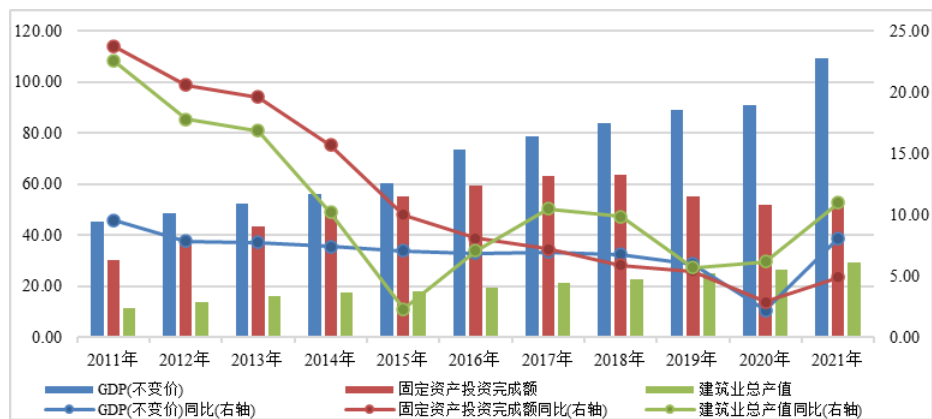
仍面临一定的流动性风险释放压力。房地产行业资金驱动特征极其明显。在销售压力大、大额债务陆续到期的情境下，部分房地产开发企业流动性依然承压。尤其是短期内有大量境外债务到期的房企，承压更为明显。

B. 建筑施工行业

2021 年我国经济恢复情况良好，固定资产投资加速，建筑施工行业产值实现较大幅度增长，但全行业新签合同额增速有所回落。房屋建筑市场方面，开发商保交付以加速销售与回款情形下建筑工程投资保持较快增长。但随着土地市场热度下降和房地产新开工规模的缩减，房屋建筑市场将承压。

我国建筑施工行业发展与宏观经济变化，尤其是固定资产投资情况密切相关。近年来，随着我国经济发展进入新常态，GDP 增长整体趋缓。叠加去杠杆和限制地方融资，以及新冠疫情影响，2020 年 GDP 和固定资产投资增速持续下滑。根据 Wind 数据显示，2020 年我国 GDP 为 91.12 万亿元（按不变价口径，下同），固定资产投资累计完成额为 51.89 万亿元（按可比口径计算，下同），分别同比增长 2.3% 和 2.9%，增幅同比分别下降 3.8 个百分点和 2.5 个百分点。2021 年，疫情影响程度相对减弱，我国经济恢复情况良好，当年我国实现 GDP109.58 万亿元，增速同比提升 5.8 个百分点至 8.1%；固定资产投资完成额为 54.45 万亿元，增速同比提升 2.0 个百分点至 4.9%。

图表 6. 我国 GDP、固定资产投资及建筑施工行业产值走势情况（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind

根据 Wind 数据显示，2019-2021 年我国建筑行业总产值分别为 24.84 万亿元、26.39 万亿元和 29.31 万亿元，新签合同额分别为 28.92 万亿元、32.52 万亿元和 34.46 万亿元。2018 年，国内外经济形势严峻、复杂，在房地产行业维持高压调控政策、金融监管趋严、信用政策收紧等因素综合作用下，房建和基础设施建设等固定投资意愿降低，建筑行业景气度受到影响，建筑业总产值及新签合同额增速下滑。2019 年下半年开始，相关部门虽通过加速专项债发行、

审批并允许专项债用作符合条件的重大项目资本金、降低基建重点领域项目最低资本金比例等举措推动已批复项目的投资落地，但当年行业产值及新签合同额增速仍同比分别下降 4.19 个百分点和 1.14 个百分点，至 4.19% 和 6.00%。2020 年初，我国爆发新冠肺炎疫情，为防止疫情更快更大范围地扩散，国家出台延长春节假期、社区封闭管理、居家隔离等措施，同时各省级住建厅发布指导性的延后复工通知；随着国内疫情防控成效的显现，各地于 2、3 月起积极推行复工复产，建筑施工行业运行趋于正常。2020 年建筑行业完成总产值 26.39 万亿元，同比增长 6.2%，增速同比微升 0.52 个百分点；新签合同金额同比增长 12.43%，增速同比上升 6.43 个百分点。2021 年疫情防控效果较好，主要得益于存量项目推进建筑工程投资加速，建筑行业总产值同比增长 11.00%；当年新签合同金额虽同比增长 5.96%，但增速同比回落 6.47%。

房屋建筑市场方面，近年来我国坚持“房住不炒”和“因城施政”主基调，近三年商品房销售面积小幅波动，销售额保持增长。根据 Wind 数据显示，2021 年我国商品房销售面积为 17.94 亿平方米，同比增长 1.9%，商品房销售额为 18.19 万亿元，同比增长 4.8%。2021 年我国房地产开发投资完成额为 14.76 万亿元，同比增长 4.4%，增速回落 2.6 个百分点。2019-2021 年房屋建筑工程投资完成额分别为 7.52 万亿元、8.19 万亿元和 8.89 万亿元，受前期销售导致的交房压力增加及房地产企业加快去化强化周转意图增强影响，保持较高水平增长，增速分别为 11.8%、8.8% 和 8.6%。2021 年，我国土地购置面积为 2.16 亿平方米，同比减少 15.5%，房屋新开工面积为 19.89 亿平方米，同比减少 11.4%，竣工面积为 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%，期末房屋施工面积为 97.54 亿平方米，增长 5.3%。在土地市场热度下降、房地产新开工规模缩减的情况下，随着存量项目的推进交付，房屋建筑市场未来或将面临增长乏力的问题。

(3) 区域市场因素

该公司目前在建在售重点项目主要位于广州市及其周边的清远市，受广州市房地产需求外溢及政策调控影响大。2021 年广州市房地产调控政策由紧到稳，前三季度调控政策频出。房地产市场热度受政策及市场预期影响前热后冷，下半年住宅成交量大幅萎缩，但全年成交量仍保持增长，住宅价格仍维持上涨态势。2022 年第一季度，房地产市场延续上年下半年以来运行态势，成交较为冷淡。

政策方面，2019-2020 年调控政策颁布频率较低，主要以“房住不炒”为基调，进行市场调控。2021 年广州市房地产市场调控政策由紧到稳。前三季度调控政策频出。信贷政策方面，广州各大商业银行个人住房贷款利率连续上调，且贷款额度收紧，放款时间延长；银保监局严查经营贷、消费贷违规流入房地产领域。交易政策方面，广州人才购房政策收紧，需缴纳社保 1 年，且限售由 2 年调整为 3 年；“421 新政”要求二手房交易未满 5 年按 5% 全额缴纳增值税；广州 9 区个人住房增值税免征年限“2 变 5”；广州市住建局加强新房备案价指导及发布二手房交易参考价等。城市更新政策方面，广州住建局发文防

止大拆大建，积极稳妥推进旧改。2021 年第四季度以来调控措施减少，信贷环境转好。

开发投资方面，根据 Wind 数据显示，2019-2021 年广州市房地产开发投资额增速分别为 14.80%、6.20% 和 10.10%。开发施工方面，2019-2021 年房屋施工面积分别为 11,985.91 万平方米、11,878.29 万平方米和 12,750.78 万平方米，其中商品住宅面积分别为 7,161.10 万平方米、6,924.32 万平方米和 7,416.82 万平方米，增长率分别为 10.04%、-3.31% 和 7.11%。2021 年地产企业加快推进存量项目以加速资金回笼，房地产开发投资额增速上升，房屋施工面积增加。2022 年第一季度，广州市房地产开发投资额同比增加 12.70%；施工面积为 11,830.73 万平方米，同比增加 9.71%。

商品住宅市场供给方面，根据 Wind 数据显示，2019-2021 年广州市商品住宅批准预售面积分别为 832.40 万平方米、1,270.96 万平方米和 1,241.06 万平方米，2021 年小幅回落；2022 年第一季度，广州市住宅批准预售面积为 114.38 万平方米，同比大幅减少 36.90%。交易方面，广州市 2019-2021 年商品住宅成交面积分别为 1,025.58 万平方米、1,184.87 万平方米和 1,267.50 万平方米，2021 年房地产市场热度受政策及市场预期影响前热后冷，下半年成交量大幅萎缩，但全年成交量仍保持增长；2022 年第一季度，当期商品住宅成交面积仅 184.81 万平方米，同比大幅下降 49.15%。成交价格方面，2019 年以来广州商品住宅成交均价持续上升，2019-2021 年成交均价分别为 2.41 万元/平方米、2.96 万元/平方米和 3.42 万元/平方米；2022 年第一季度，广州商品住宅成交均价进一步升至 3.84 万元/平方米。2019-2021 年及 2022 年第一季度广州市商品住宅供销比³分别为 0.81、1.07、0.98 和 0.62。2019-2021 年末，广州市可售住宅面积分别为 761.58 万平方米、952.25 万平方米和 1,101.93 万平方米；同期月均成交面积分别为 85.47 万平方米、98.74 万平方米和 105.63 万平方米，逐年增加；若按年末可售住宅面积和对应年份月均成交面积计算，2019-2021 年广州住宅库存去化周期分别为 8.91 个月、9.64 个月和 10.43 个月，逐年延长。截至 2022 年 3 月末，广州可售住宅面积为 1,090.86 万平方米，较上年末减少 1.01%；按当期月均成交面积 61.60 万平方米计算，住宅库存去化周期大幅延长至 17.71 个月。

2. 业务运营

该公司主营业务突出，并已形成一定的产业链优势，各业务之间协同效应较好。公司房地产开发和工程业务在广东省内具一定的市场地位。近年来，公司房地产业务重点布局在粤港澳大湾区，并陆续退出了部分“股权+债权”项目。2021 年项目整体签约销售规模有所增加，公司加大拿地力度。2022 年第一季度因广州房地产市场低迷，公司销售额同比下降。鉴于公司项目后续还有较大规模资金需求，项目开发进度及去化情况对其资金滚动影响较大。工程业

³ 供销比=批准预售面积/成交面积

务方面，因收购苏交科后新增工程咨询业务，加之当年疫情得到有效控制，工程业务规模扩大，收入大幅增长，但工程回款压力很大。

该公司以施工总承包业务起步，后逐步拓展了工程服务、房地产开发、物业经营管理以及旅游酒店等多项业务，相关业务具有一定的协同效应，业务链相对完整。

该公司目前核心主业为房地产开发销售、工程和物业经营管理业务。房地产开发业务方面，公司近年来陆续退出以往通过“债权+股权”方式拓展的异地项目，业务布局重点回归粤港澳大湾区。公司工程业务包含施工总承包、工程监理、工程设计、工程装修及工程咨询等细分领域，2021 年通过收购苏交科集团股份有限公司（简称“苏交科”，证券代码 300284.SZ）新增工程咨询业务，业务区域覆盖至全国，但仍以广东地区为主。物业经营管理业务方面，公司运营和管理的资产主要为自身持有的开发物业及广州市政府划拨的相关物业资产。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
房地产开发及销售	房地产	广州市、清远市、长沙市、合肥市等	资本、政策
工程	工程	全国，以广东省为主	资质、品牌

资料来源：珠实集团

除上述核心业务外，该公司还从事酒店经营及旅游服务业务，2019-2021 年和 2022 年第一季度该业务分别实现收入 4.06 亿元、0.78 亿元、1.02 亿元和 0.27 亿元，毛利率分别为 52.78%、34.67%、38.89% 和 32.13%。2020 年起因公司失去对陕西万众控股集团有限公司（简称“万众集团”）实质控制权，万众集团不再纳入公司合并范围，加之新冠疫情影响，当期该业务收入规模及毛利率水平大幅下降。2021 年该业务收入规模及毛利率水平小幅回升。截至 2022 年 3 月末，公司运营的酒店共 3 家⁴，均处于旅游或商业中心，地理位置较好。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
营业收入合计	183.38	122.39	192.23	28.45
其中：核心业务营业收入	175.39	113.22	183.66	25.38
在营业收入中所占比重（%）	95.64	92.51	95.54	89.21
其中：（1）房地产开发销售	119.43	55.65	96.97	7.00
在核心业务收入中所占比重（%）	68.10	49.15	52.80	27.59
（2）工程	36.05	45.71	75.35	16.08
在核心业务收入中所占比重（%）	20.55	40.37	41.02	63.34
（3）物业经营管理	19.91	11.86	11.34	2.30
在核心业务收入中所占比重（%）	11.35	10.48	6.18	9.07
毛利率（%）	27.85	24.55	26.24	32.96
其中：（1）房地产开发销售	30.10	36.77	31.95	60.66

⁴ 三亚珠江花园酒店（四星级）、三亚南田温泉度假区（五星级）和长沙珠江花园酒店（五星级）。

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
(2) 工程	10.98	6.89	16.42	20.63
(3) 物业经营管理	32.86	23.01	23.12	17.87

资料来源：珠实集团

2019-2021 年，该公司营业收入分别为 183.38 亿元、122.39 亿元和 192.23 亿元；其中核心业务收入分别为 175.39 亿元、113.22 亿元和 183.66 亿元。2020 年公司营业收入大幅下降，主要系因公司变更会计政策，调整了房地产销售收入确认条件所致。以往公司在房屋主体完工并已封顶后，以签订销售合同并实际收到货款或取得了买方付款证明为条件确认销售收入。本次变更后，公司在房屋交付时确认销售收入。2021 年长沙洋湖垸、广州珠江花城及汽车小镇等项目部分竣工并结转收入，公司房地产业务收入大幅增加。因疫情得到有效控制，加之公司于 2021 年 9 月末收购苏交科后，将其当年第四季度营业收入纳入工程业务收入计算，公司工程业务收入亦大幅增加。从收入构成看，2019-2021 年房地产开发销售收入分别为 119.43 亿元、55.65 亿元和 96.97 亿元，占核心业务收入比重分别为 68.10%、49.15% 和 52.80%；该业务毛利率分别为 30.10%、36.77% 和 31.95%，其中 2021 年毛利率有所回落，主要系当期结转的洋湖垸及汽车小镇等项目毛利率相对较低所致。工程业务分别实现收入 36.05 亿元、45.71 亿元和 75.35 亿元；毛利率分别为 10.98%、6.89% 和 16.42%，其中 2021 年业务毛利率上升，主要因疫情影响下上年基数较低，加之新增工程咨询业务毛利率相对较高。物业经营管理收入分别为 19.91 亿元、11.86 亿元和 11.34 亿元；毛利率分别为 32.86%、23.01% 和 23.12%。

2022 年第一季度，该公司营业收入同比增长 47.72% 至 28.45 亿元，综合毛利率为 32.96%。同期，主要因达到交付条件的项目增加，公司房地产开发销售结转收入同比大幅增长 45.01% 至 7.00 亿元；主要因确认并表合作项目债权收益冲减业务成本，该业务毛利率升至 60.66%。同期，主要因苏交科纳入合并范围，工程业务收入同比增长 88.19% 至 16.08 亿元，业务毛利率升至 20.63%。物业经营管理收入为 2.30 亿元，业务毛利率小幅下降。

A. 房地产业务

该公司以往在深耕广州市市场的同时，积极拓展广东省其他城市及外省市市场，项目拓展主要通过“股权+债权”的模式，即入股项目公司后同时向其提供一定规模债权资金（主要以往来款及委托贷款形式投入），并按合同约定收取 10%-15% 的利息。近年来，因调整经营策略，加之部分非并表“股权+债权”项目存在债权款本息未按合同约定支付⁵以及预付股权款未按约定退还的

⁵ 根据上市公司广州珠江发展集团股份有限公司（简称“珠江实业”，证券代码 600684.SH）于 2022 年 4 月 27 日发布的《广州珠江发展集团股份有限公司关于资金拆借的进展公告》，截至 2022 年 3 月末，珠江实业应收东港项目和亿华项目之项目公司（简称“东港公司”和“亿华公司”）的债权投资本金分别为 3.35 亿元和 19.45 亿元（其中委托贷款 11.13 亿元），共计 22.80 亿元；其中对东港公司的债权投资于 2021 年 6 月到期未获清偿，对亿华公司的委托贷款及债权投资分别于 2021 年 1 月和 6 月到期后未获清偿。此外对上述公司应收而未收回的资金占用费余额为 11.73 亿元。2022 年公司拟通过公开挂牌转让亿华公司股权及债权的方式，退出亿华项目。

情形⁶，公司陆续退出部分项目。截至 2022 年 3 月末，公司主要“股权+债权”项目如图表 9 所示，对上述项目的债权投资余额为 55.91 亿元。截至 2021 年末，公司对东湛公司和亿华公司其他应收款坏账准备余额分别为 2.19 亿元及 4.60 亿元。

图表 9. 截至 2022 年 3 月末公司主要“股权+债权”项目情况（单位：亿元）

项目	股权取得时间	持股比例	股权收购对价	债权余额	债权投资利率	备注
中侨项目	2015.01	50.71%	8.50	-	12%	纳入合并范围；委贷已收回
西安万众项目	2016.05	49.00%	0.70	1.48	12%	委贷已收回 7.82 亿元
美林湖项目	2016.12	49.25%	20.96	29.57	10%	纳入合并范围
景豪坊西区项目（亿华项目）	2018.01	41.00%	0.47	19.45	12%	-
翰林国际公馆项目（从化项目）	2018.05	51.00%	0.16	0.65	15%	纳入合并范围
韶关瑞枫项目	2018.06	49.50%	2.33	1.41	12%	纳入合并范围
颐和盛世项目（东湛项目）	2018.06	30.23%	0.65	3.35	12%	-
合计	-	-	33.77	55.91	-	-

资料来源：珠实集团

目前该公司房地产业务重点布局粤港澳大湾区，2021 年主要推进存量在建项目建设，新开工面积较上年有所减少，但主要因当年加大拿地力度，拿地支出大幅增加，开发投资金额较上年有所增加。签约销售方面，2019-2021 年公司房地产签约销售面积分别为 73.30 万平方米、74.48 万平方米和 71.96 万平方米，实现签约销售金额分别为 138.89 亿元、159.77 亿元和 162.21 亿元，2021 年签约销售规模持续扩大。2022 年第一季度，公司开发投资额为 12.40 亿元，因当期广州房地产市场低迷，签约销售面积和金额分别为 6.92 万平方米和 19.76 亿元，较上年同期分别下降 59.74% 和 60.48%。

图表 10. 公司房地产开发业务开展情况（单位：万平方米、亿元）

项目	新开工面积	竣工面积	开发投资额	签约销售面积	签约销售金额
2019 年	127.45	93.16	129.27	73.30	138.89
2020 年	155.12	63.39	91.49	74.48	159.77
2021 年	125.13	44.73	114.91	71.96	162.21
2022 年第一季度	17.06	37.63	12.40	6.92	19.76

资料来源：珠实集团

a) 在建在售项目情况

该公司主要在建及在售项目区域分布以广州市为主，开发业态涵盖住宅、商业和办公，并以住宅为主。开发物业以出售为主，个别项目如白云湖项目中少量住宅出租，广州捷星项目及琶洲项目自持。上述项目概算总投资为 1,720.91 亿元，截至 2022 年 3 月末已累计投资 868.59 亿元，2022 年 4-12 月、2023 年

⁶ 2016 年 10 月，该公司下属珠江实业与广州中侨置业投资控股集团有限公司（简称“广州中侨”）和安徽中侨置业投资有限公司（简称“安徽中侨”）签订了《股权转让合同》并预付股权转让款 3.50 亿元。双方约定若安徽中侨销售业绩未达到约定条件，则终止《股权转让合同》，广州中侨向公司退还股权转让预付款 3.50 亿元，广州中侨以其持有的安徽中侨 49.29% 股权进行质押。2019 年 10 月，安徽中侨销售业绩未能达到约定条件，但广州中侨未退还股权转让预付款。

和 2024 年计划分别投资 115.79 亿元、150.68 亿元和 132.67 亿元。截至 2022 年 3 月末，上述项目规划可售面积合计 1,398.42 万平方米，已取得预售证面积为 666.24 万平方米，已累计签约销售面积为 557.86 万平方米，累计签约销售金额为 782.54 亿元；已取得预售证建筑面积中剩余可售面积为 108.39 万平方米，按照当前已售部分销售均价估算，货值为 158.92 亿元。

图表 11. 公司主要在建及在售房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	区位	业态	开工时间	(计划)竣工时间	计划投资额	已累计投资额	规划可售建筑面积	已取得预售证面积	已签约销售面积	销售均价(万元/平方米)	累计签约销售金额
南沙花园酒店二期项目	广州市南沙区	住宅、商业、酒店	2021.11	2024.08	59.74	25.05	18.08	-	-	-	-
荷景路地块项目	广州市荔湾区	住宅、商业	2021.12	2024.12	41.01	17.61	11.63	-	-	-	-
夏茅客运站一期项目	广州市白云区	住宅、商业	2021.12	2024.05	51.94	32.40	15.08	-	-	-	-
钟落潭项目	广州市白云区	住宅	2022.03	2027.05	51.12	20.55	21.19	-	-	-	-
同嘉路项目	广州市白云区	住宅、商业	2021.12	2024.05	7.95	4.56	1.68	-	-	-	-
天悦海湾	广州市南沙区	住宅、商业	2021.03	2023.04	32.61	13.71	10.62	3.99	0.43	3.33	1.44
时光雅苑	广州市增城区	住宅、商业	2020.12	2023.12	33.14	21.40	18.92	4.97	1.70	1.79	3.03
珠江花巧苑	广州市增城区	住宅、商业	2020.01	2022.12	27.19	28.20	12.72	5.73	4.33	1.87	8.10
琶洲公寓	广州市海珠区	公寓	2019.11	2023.12	14.39	6.51	-	-	-	-	-
汽车小镇	广州市番禺区	住宅、商业	2019.08	2022.10	112.31	87.31	59.11	48.80	44.17	1.83	80.71
珠江金玥府	广州市荔湾区	住宅	2019.01	2023.05	6.71	4.80	2.05	1.30	0.34	5.41	1.84
白云湖项目	广州市白云区	住宅、自持租赁住宅	2019	2025.04	152.35	106.09	42.51	19.85	11.66	4.00	46.67
侨燕苑二期	广州市海珠区	办公	2018.12	2023.03	4.88	2.04	1.59	-	-	-	-
南沙体育馆片区项目	广州市南沙区	住宅、商业、公寓、车位	2018.08	2024.04	48.75	29.04	22.31	9.63	7.79	3.48	27.09
捷星(JY-8)项目	广州市越秀区	商业	2017.08	2022.08	9.60	6.66	-	-	-	-	-
广州珠江花城	广州市天河区	住宅	2017	2026	210.00	144.00	63.00	29.07	29.04	4.78	138.89
岭南苑项目(一期)	广州市白云区	住宅	2014.08	2016.09	15.42	14.56	7.09	6.97	6.43	4.98	32.02
金蝶项目(鹅潭湾)	广州市荔湾区	住宅	2014.05	2016.03	17.48	17.29	7.49	7.47	6.88	3.37	23.16
佳滨苑项目	广州市海珠区	住宅	2013.01	2017.12	8.66	8.66	7.78	7.78	7.37	3.74	27.55
珠江嘉园项目	广州市萝岗区	住宅	2010	2017.08	21.38	20.75	32.89	27.72	24.68	1.48	36.52
广州市小计					926.63	611.18	355.74	173.28	144.81	2.95	427.03
梅州广梅·珠江花城	梅州市梅县区	住宅、商业	2019.01	2022.12	5.76	3.10	7.86	3.28	0.24	0.89	0.22
沙湖绿洲花园	韶关市	住宅、商业	2015.08	2025.12	42.94	20.93	60.83	31.64	25.38	0.76	19.38
美林湖项目	清远市清城区	住宅	2007.01	2031	588.80	108.78	779.77	305.24	254.70	0.81	206.41
广东省其他地区小计					637.50	132.81	848.46	340.16	280.32	0.81	-
长沙四方雅苑	长沙市	住宅、商业	2020.07	2023.12	9.88	5.93	9.76	3.63	3.31	1.31	4.34
长沙东方明珠	长沙市	住宅、商业	2019	2024.07	10.60	6.38	19.61	13.10	9.35	0.98	9.15
珠江好世界项目	长沙市开福区	商住	2017.06	2022.08	26.99	18.61	24.24	13.10	10.87	1.23	13.38
洋湖垸项目	长沙市大河西先导区	住宅	2016.01	2024.11	31.49	20.78	19.29	15.38	15.38	1.72	26.45
珠江郦城	长沙市开福区	住宅	2012.06	2017	32.10	31.25	48.30	45.15	43.08	0.89	38.34
长沙珠江花城项目	长沙市开福区	住宅	2005.09	2016.08	22.92	23.67	51.14	45.07	43.65	0.60	26.14
长沙市小计					133.99	106.63	172.34	135.43	125.62	0.94	117.80
安徽中侨项目	合肥市政务文化新区	写字楼	2014.03	2020	22.79	17.97	21.88	17.38	7.10	1.65	11.69
其他地区小计					22.79	17.97	21.88	17.38	7.10	1.65	11.69

项目名称	区位	业态	开工时间	(计划)竣工时间	计划投资额	已累计投资额	规划可售建筑面积	已取得预售证面积	已签约销售面积	销售均价(万元/平方米)	累计签约销售金额
合计					1,720.91	868.59	1,398.42	666.24	557.86	1.40	782.54

注：1) 根据珠实集团提供的资料整理、绘制；2) 美林湖项目投资数据以珠实集团入股时点起计（截至 2022 年 3 月末）。

上述在建及在售项目中，天悦海湾、时光雅苑和珠江金玥府项目于 2021 年下半年开盘，受广州市房地产市场热度下降影响，截至 2022 年 3 月末去化率均不足 35%；白云湖项目二期于 2021 年 6 月推盘，受市场因素影响，同期末整体去化率仅 58.72%；梅州广梅·珠江花城项目因目标客户群体主要为周边园区企业员工，而园区企业投产及招工进度滞缓，去化率较低；中侨写字楼项目推盘时间较长，销售表现不佳。

具体项目看，广州珠江花城项目位于广州市天河区奥体板块，项目土地总面积为 18.29 万平方米，规划可售建筑面积为 63.00 万平方米，可售部分业态以高层洋房为主，配套设施面积为 4.36 万平方米，涵盖教育、商业、公建、社区服务等。该项目土地获取时间为 2014 年 4 月，土地成本为 61.50 亿元。项目计划总投资 210.00 亿元，截至 2022 年 3 月末已累计投资 144.00 亿元。项目计划分六期开发，项目一至四期分别于 2018 年 5 月、2019 年 4 月、2019 年 9 月和 2021 年 12 月开盘，推盘部分已基本售罄。项目五期及六期规划可售面积为 33.93 万平方米，其中五期计划于 2022 年 12 月推盘。截至 2022 年 3 月末，项目累计签约销售金额为 138.89 亿元，销售均价为 4.78 万元/平方米，其中四期部分销售均价为 6.05 万元/平方米。按照当前规划，2022 年 4-12 月、2023 年和 2024 年分别预计投资 22.50 亿元、30.00 亿元和 13.00 亿元。

美林湖项目位于广东清远市，未来十年将依托广清一体化发展政策和区位优势，打造为区域高端国际社区。项目地公路交通较为便利，同时轨道交通广清城轨一期已通车。该项目占地 537.72 万平方米，涉及土地证 232 个，规划建筑面积为 850.00 万平方米，项目业态包括别墅、洋房、商铺、公寓等，共分为 76 个组团。截至 2022 年 3 月末已竣工组团 41 个，用地面积 283.07 万平方米，建筑面积 334.65 万平方米；在建组团 2 个，用地面积 21.01 万平方米，建筑面积 61.79 万平方米。截至 2022 年 3 月末，项目已获预售证建筑面积合计 305.24 万平方米，已签约销售面积 254.70 万平方米，累计签约销售金额 206.41 亿元。目前已推的大部分项目开盘时间均较早，由于推盘体量大，广州外溢需求不足，销售去化速度相对较慢，目前去化率为 83.44%。项目预计总投资 588.80 亿元，截至 2022 年 3 月末已完成投资 108.78 亿元。按照公司规划，2022 年 4-12 月、2023 年和 2024 年预计分别投入资金 16.99 亿元、22.65 亿元和 21.93 亿元。

白云湖项目位于广州市白云区，业态包括住宅、租赁住宅、商业及其他公建配套。项目规划建筑面积为 76.49 万平方米，其中可售住宅部分为 42.51 万平方米，自持租赁住宅为 0.69 万平方米，地下车库 22.54 万平方米，商业 1.82 万平方米，公建配套 5.09 万平方米。项目计划总投资 152.35 亿元，截至 2022

年3月末已累计投资106.09亿元（其中土地成本为73.20亿元）。该项目计划分四期开发，其中一期、二期和三期分别已于2020年6月、2021年6月和2022年5月开盘，四期预计于2023年9月开盘。截至2022年3月末，项目已获预售证建筑面积合计19.85万平方米，已签约销售面积11.66万平方米，累计签约销售金额46.67亿元。按照当前规划，2022年4-12月、2023年和2024年分别预计投资12.46亿元、16.61亿元和14.70亿元。

汽车小镇项目位于广州市番禺区化龙镇，番禺汽车城产业集群核心发展带金山大道和化龙大道沿线。项目规划建筑面积58.88万平方米，计划总投资112.31亿元，截至2022年3月末已累计投资87.31亿元；项目开发37栋住宅，其中25栋定向出售给该汽车城相关人才，面积占比约为70%，剩余12栋市场化销售。目前公司已推出25栋定销房，9栋市售房。按照当前规划，公司计划于2022年4-12月推出剩余3栋市售房。截至2022年3月末该项目定销房部分已取得预售证面积为36.95万平方米，已签约销售面积为35.84万平方米，累计签约销售金额为58.53亿元，销售均价为1.64万元/平方米；市售房部分已取得预售证面积为11.85万平方米，已签约销售面积为8.33万平方米，累计签约销售金额为22.18亿元，销售均价为2.66万元/平方米。按照当前规划，2022年4-12月和2023年分别预计投资7.28亿元和9.70亿元。

b) 城市更新项目情况

目前该公司城市更新项目为夏茅村级工业园改造项目，位于广州市白云区白云湖街夏茅村。项目规划建筑面积21.46万平方米，计划总投资14.00亿元，截至2022年3月末已累计投资0.35亿元。项目地块由夏茅村经济联合社（简称“联合社”）提供，公司出资进行项目建设，规划为数字科技、电子竞技及文化体育产业园。项目合作期为40年，其中建设期4年，经营期36年。联合社拥有土地及建成后建筑物的所有权，公司则享有经营期内项目的有偿使用权和经营收益权。该项目预计于2025年5月竣工。按照当前规划，2022年4-12月、2023年和2024年分别预计投资1.88亿元、1.93亿元和4.28亿元。

c) 土地获取情况

2019年该公司通过招拍挂共取得土地2宗，其中1宗位于广州市内，1宗位于长沙市。2020年公司共获取土地2宗，均位于广州市，对应项目均已推盘。2021年公司加大拿地力度，竞得土地5宗，均位于广州市，宗地面积共计29.59万平方米，土地出让金共计100.75亿元，截至2022年3月末已支付92.21亿元，剩余金额预计在2022年年内支付。

图表 12. 2019 年以来公司拿地情况（单位：亿元、万平方米）

地块名称	对应项目名称	权益	地块性质	土地出让金	已支付土地出让金	宗地面积	土地获取时间	备注
增城区永宁街塔岗村地块	珠江花巧苑	100%	住宅、商业	14.50	14.50	4.39	2019年9月	已获土地证
[2019]长沙市097号地块	长沙四方雅苑	100%	商业	4.15	4.15	2.11	2019年10月	已获土地证
增城区永宁街塔岗村、公安村	时光雅苑	100%	住宅、商业	16.61	8.31	5.34	2020年9月	已获土地证
南沙湾2020NJY-14项目块	天悦海湾	50%	住宅、商业	18.05	18.05	4.29	2020年12月	已获土地证
白云区夏茅客运站一期地块 AB2503129	夏茅客运站一期项目	51%	住宅、商业	29.07	29.07	3.64	2021年4月	已获土地证

地块名称	对应项目名称	权益	地块性质	土地出让金	已支付土地出让金	宗地面积	土地获取时间	备注
白云区同嘉路 AB3803035 地块	同嘉路项目	99%	住宅、商业	3.95	3.95	0.54	2021 年 4 月	已获土地证
荷景路 AF060419 地块	荷景路项目	100%	住宅、商业	24.40	15.86	4.77	2021 年 9 月	未获土地证
白云生物医药健康产业基地二期融资配建地块二	钟落潭项目	100%	住宅	19.81	19.81	8.52	2021 年 9 月	已获土地证
2021NJY-13 南沙区南沙湾地块	南沙花园酒店二期项目	80%	住宅、商业	23.52	23.52	12.12	2021 年 9 月	未获土地证
合计				154.06	137.22	45.72	-	-

注：根据珠实集团提供的资料整理、绘制（截至 2022 年 3 月末）。

B. 工程业务

该公司工程业务开展历史长，施工经验丰富，在广东省内具有较高知名度。该业务主要由珠江建设、苏交科、广州珠江工程建设监理有限公司、广州珠江外资建筑设计院和广州珠江装修工程有限公司等下属子公司运营。目前公司拥有房屋建筑工程施工总承包一级资质 2 项，市政公用工程施工总承包二级资质 2 项，并拥有建筑装饰装修工程、地基与基础工程和钢结构工程等专业承包资质。

该公司房地产和工程业务可发挥协同优势，对房地产业务而言有利于把控房地产项目的工程质量和开发进度，此外公司利用苏交科业务优势，服务于城市及产业园区开发建设等板块；对工程业务而言，可凭借内部项目建立市场口碑，助力外部业务的承接。

2019-2021 年和 2022 年第一季度，该公司全口径下工程业务新签合同金额分别为 124.70 亿元、98.65 亿元、156.48 亿元和 50.59 亿元，其中 2021 年新签合同额大幅增长，主要系收购苏交科后业务规模扩大，加之受疫情影响上年基数较低所致。构成方面看，公司新签合同以施工承包及工程咨询合同为主，工程监理、工程设计和工程装修合同金额占比较小。项目类型方面看，公司承接的项目类型覆盖商品房、酒店、厂房和保障房等。业主类型方面看，2021 年公司承揽业务业主方中，国企、民企及政府相关机构占比分别为 42.97%、37.47% 和 19.40%，其中苏交科业承揽业务业主方中，国企、民企及政府相关机构占比分别为 3.22%、35.89% 和 60.89%。截至 2022 年 3 月末公司在手未完工合同金额为 50.06 亿元。

图表 13. 公司合同承接情况（单位：亿元）

业务分类	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
建筑施工和总承包	107.94	75.42	89.06	39.80
工程监理	7.06	9.15	11.38	1.82
工程设计	2.63	3.26	3.79	1.28
工程装修	7.07	10.82	16.41	6.68
工程咨询	-	-	35.84	1.01
合计	124.70	98.65	156.48	50.59

资料来源：珠实集团

注：合同承接及施工数据包含合并范围内的工程项目。

苏交科工程咨询业务回款压力很大，截至 2021 年末苏交科应收账款及合同资产为 77.19 亿元，坏账准备余额为 22.39 亿元。

C. 物业经营管理

为实现资产的保值增值并提高中长期现金持续回笼能力，该公司保有部分经营性物业出租，其中创收能力较强的物业主要集中在广州地区。公司物业管理业务经营实体主要为下属广州珠江物业酒店管理有限公司和广州珠江体育文化发展股份有限公司。

2019-2020 年广州市政府将大量房产划拨至该公司下属广州珠江住房租赁发展投资有限公司（简称“租赁公司”）。2019 年，广州市政府划拨至租赁公司的房产主要包括聚德大厦、保障性住房、商铺及车位，位于广州市西片区（白云区、海珠区及荔湾区），其中保障性住房面积合计逾 230 万平方米。2020 年，广州市政府划拨的房产主要包括保障性住房及车位，其中保障性住房面积合计逾 180 万平方米。保障性住房租赁收入需上缴财政，财政根据经营情况按 30-35% 的比例返还运营管理费，其中 2021 年租赁公司保障房租赁收入为 2.74 亿元，财政返还管理费 0.93 亿元。

其他物业划转事项方面，2018 年广州市人民政府国有资产监督管理委员会将企业家大厦（1-11 层及地下车库）无偿划转至公司，该物业已于 2021 年完成确权手续。另外，2016 年广州市国资委将广州大厦托管给公司，但截至目前产权尚未并入公司。

近年来，该公司物业出租率基本稳定，世贸大厦、好世界大厦等核心物业出租率基本保持在 90% 以上。公司多数物业月均租金水平保持稳定或呈现一定增长。

图表 14. 公司主要经营性物业基本情况

物业名称	出租率 (%)				租金 (万元)				月平均租金 (含物管费, 元/平方米)			
	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
中澳皮具城	100.00	100.00	100.00	100.00	1,353.19	473.00	1,100.00	216.00	210.90	215.00	216.00	216.00
新东豪商贸城	100.00	100.00	100.00	100.00	1,403.11	203.00	947.00	404.00	262.00	269.00	271.00	271.00
蓝宝石大厦	86.46	85.00	87.10	77.03	864.27	655.00	770.00	142.00	100.48	100.00	102.46	100.66
上市公司长沙酒店部分	96.00	96.00	95.00	96.00	2,568.52	1,993.44	1,548.07	253.62	84.00	84.00	84.00	85.00
好世界大厦 (写字楼)	98.00	96.00	90.00	100.00	2,953.00	2,593.00	2,909.00	783.00	145.80	146.80	145.00	145.00
世贸大厦 (商铺)	100.00	100.00	100.00	100.00	9,682.00	9,267.00	9,939.00	724.00	334.00	393.31	332.00	305.00
世贸大厦 (写字楼)	96.00	95.00	100.00	100.00	330.00	287.00	277.00	67.00	133.00	131.00	123.00	123.00
世贸大厦 (9-12 层写字楼)	92.87	91.00	100.00	100.00	754.00	622.00	692.00	216.00	122.16	123.00	123.00	123.00
好世界大厦 (商铺) 201、203 铺	100.00	100.00	100.00	100.00	236.00	216.00	216.00	57.00	181.37	217.00	217.00	217.00
广怡大厦	93.95	86.00	73.00	70.00	385.00	325.00	386.00	84.00	219.61	254.00	260.00	216.00
珠江颐德大厦 (商铺、写字楼)	87.00	95.00	94.00	97.00	3,315.82	3,074.40	4,753.80	1,351.84	141.00	154.00	175.00	175.00
珠江颐德大厦 (停车场)	100.00	100.00	100.00	100.00	155.57	219.71	120.00	20.00	56.97	80.47	53.00	53.00
中侨中心 (商铺、写字楼)	69.88	62.97	55.98	55.98	247.00	1,741.48	1,524.47	342.31	60.00	62.00	63.00	65.00

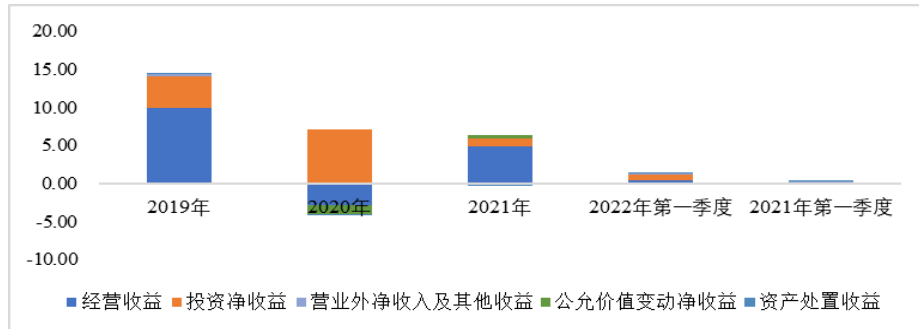
注：1) 根据珠实集团提供的资料整理、绘制；2) 月平均租金已剔除租金减免影响。

物业估值方面，该公司持有的世贸中心、好世界大厦等物业位于广州传统

商业中心地带，地理位置较为优越。目前除好世界大厦及珠江颐德大厦以公允价值入账外，其余物业主要按照原始成本入账，物业的实际价值远高于当前账面价值。

(2) 盈利性

图表 15. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据珠实集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业总收入-营业总成本⁷

2019-2021 年该公司营业毛利分别为 51.07 亿元、30.04 亿元和 50.43 亿元，2021 年房地产开发销售业务及工程业务营业毛利均大幅增长。同期，公司期间费用分别为 27.43 亿元、21.09 亿元和 28.16 亿元，其中 2021 年增量较大主要系公司利息支出随刚性债务的增加而增加，加之公司合并范围扩大，职工薪酬等管理费用增加所致；期间费用率分别为 14.96%、17.23% 和 14.65%。税金及附加分别为 11.85 亿元、6.44 亿元和 8.75 亿元，由于公司以往拿地成本较低，因此税金中土地增值税金额较大。2019-2021 年公司确认资产减值损失及信用减值损失分别为 1.88 亿元、5.36 亿元和 8.70 亿元，其中 2020-2021 年金额较大，主要因对东湛公司和亿华公司的债权投资无法全额收回，2020-2021 年分别计提其他应收款坏账准备 4.81 亿元及 1.97 亿元，此外，2021 年公司对投资性房地产计提减值准备 3.49 亿元，主要系对下属广州富旭教育咨询有限公司清远大卫城项目物业计提减值准备。同期，公司经营收益分别为 9.90 亿元、-2.85 亿元和 4.81 亿元。

2022 年第一季度，该公司实现营业毛利 9.38 亿元，主要在工程业务的带动下，同比增加 1.69 亿元；期间费用同比增加 3.20 亿元至 8.26 亿元，主要系财务费用增加。当期税金及附加同比减少 1.96 亿元，公司经营收益同比增加 0.51 亿元至 0.45 亿元。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	183.38	122.39	192.23	28.45
毛利（亿元）	51.07	30.04	50.43	9.38
其中：房地产开发销售（亿元）	35.95	20.46	30.98	4.25

⁷ 为保持口径一致性，2019 年以来营业总成本包括资产减值损失及信用减值损失。

公司营业利润结构	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
工程（亿元）	3.96	3.15	12.37	3.32
物业经营管理（亿元）	6.54	2.73	2.62	0.41
期间费用率（%）	14.96	17.23	14.65	29.04
其中：财务费用率（%）	4.84	3.77	3.79	11.02
全年利息支出总额（亿元）	29.55	34.59	33.05	-
其中：资本化利息数额（亿元）	16.17	25.86	22.02	-

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

2019-2021年，该公司分别确认投资净收益4.12亿元、7.11亿元和0.99亿元，主要来源于其处置长期股权投资产生的投资收益及持有各类金融资产期间产生的投资收益，2019年公司转让所持海南锦绣实业有限公司51%股权获得收益2.96亿元；2020年金额较大主要系公司处置广州天晨房地产开发有限公司（简称“天晨公司”）、陕西跃邦置业有限公司（简称“陕西跃邦”）、西安虹瑞置业有限公司（简称“西安虹瑞”）49%的股权，分别获得投资收益2.08亿元、2.13亿元和0.25亿元，加之公司持有交易性金融资产期间获得收益1.66亿元和确认其他权益工具投资中广州农村商业银行股份有限公司（简称“广州农商行”）股利收入0.68亿元。2019-2021年营业外净收入及其他收益合计金额分别为0.26亿元、-0.06亿元和-0.21亿元，2021年金额为负主要因违约金支出增加。同期，公允价值变动损益分别为0.01亿元、-1.19亿元和0.48亿元，2020年损失较大主要系公司将东湛公司和亿华公司的长期股权投资重分类至其他非流动金融资产，并对二者投资成本（0.47亿元和0.65亿元）全额确认公允价值变动损失。2022年第一季度，公司投资净收益为0.63亿元，营业外净收入及其他收益合计金额为0.16亿元，公允价值变动损益为-0.07亿元。

图表 17. 影响公司盈利的其他关键因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
投资净收益	4.12	7.11	0.99	0.63
其中：持有可供出售金融资产、交易性金融资产及其他权益工具期间取得的投资收益	1.46	2.62	0.32	-
处置长期股权投资产生的投资收益	3.19	4.92	0.12	-
营业外净收入及其他收益	0.26	-0.06	-0.21	0.16
公允价值变动损益	0.01	-1.19	0.48	-0.07

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

注：因无明细数据，第一季度投资收益构成及政府补助金额缺失。

2019-2021年及2022年第一季度，该公司净利润分别为9.30亿元、0.32亿元、2.88亿元和0.81亿元。

（3）运营规划/经营战略

目前该公司房地产业务拓展和布局重点已回归粤港澳大湾区，存量项目及

新增土地储备能够满足未来几年公司房地产业务发展。根据公司测算，2022年4-12月、2023年和2024年主要在建项目拟投资金额分别为117.67亿元、152.61亿元和136.95亿元，后续投资压力较大，需关注项目开发节奏和存量项目去化情况，若项目销售不力则会加大公司外部融资压力。

管理

1. 产权关系与公司治理

2021年，因股权划转，该公司控股股东已变更为广州市国资委，实际控制人仍为广州市国资委。根据广州市政府的部署，公司董事长人选发生变动。

(1) 产权关系

根据广州市国资委2021年10月25日印发的《广州市国资委关于将广州珠江实业集团有限公司90%国有股权无偿划转至广州市人民政府的通知》（穗国资产权[2021]9号），水投集团将持有的公司90%股权无偿划转至广州市人民政府，市政府授权市国资委代表国家履行出资人职责。股权变更后，广州市人民政府（广州市国资委）和广东省财政厅分别持有公司90.00%和10.00%的股权，公司控股股东变更为广州市国资委，实际控制人仍为广州市国资委。公司产权状况详见附录一

(2) 主要关联方及关联交易

该公司关联方主要系下属子公司少数股东及合、联营企业。2021年末公司向关联方提供的债权投资额为2.98亿元。2021年末，公司应收关联方款项91.32亿元，其中应收美林湖项目公司合作方清远市美林基业房地产经营管理有限公司39.07亿元，其中美林湖项目约定支付的预分配利润为30.00亿元；应收广州市城市建设投资集团有限公司17.90亿元，主要系向非并表项目合作方提供借款。当年末，公司应付关联方款项合计0.79亿元。

图表 18. 2020-2021 年末公司关联交易情况

项目	2020 年末	2021 年末
债权投资（亿元）	3.10	2.98
其他应收款余额（亿元）	77.53	91.32
其中：清远市美林基业房地产经营管理有限公司	39.07	39.07
广州市城市建设投资集团有限公司	16.59	17.90
广州市城德房地产开发有限公司	17.41	14.71
广州岭实投资开发有限公司	-	12.35
其他应付款余额（亿元）	-	0.79

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

(3) 公司治理

该公司根据《公司法》及有关规定制定了《公司章程》并设立了由股东会、董事会、监事会和经营管理层组成的治理结构体系。按照《公司章程》规定该公司董事会由 7 名成员组成。2021 年 11 月，根据广州市人民政府相关通知，高东旺同志不再担任公司董事长职务，公司新任董事长为迟军同志。截至 2022 年 3 月末，公司董事人数为 7 人，满足《公司章程》的要求。监事会为常设监督执行机构，由 5 人组成，其中专职监事 3 人，由广州市国资委委派；职工监事 2 人，由公司职工代表大会选举产生并报出资人备案，监事会主席由市国资委从监事会成员中指定。2020 年以来公司监事成员发生一定变化，目前监事会人数符合《公司章程》的规定。公司设总经理目前监事会人数符合《公司章程》的规定。公司设总经理 1 名，副总经理若干名。总理由出资人提出人选，按程序报批后，董事会聘任或解聘。其他高级经营管理层则由总经理提名后，由董事会任命。公司高管普遍具有较丰富的经营管理经验及专业技术水平，可为各项发展规划的有效执行和业务的持续发展提供必要保障。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

公司业务运营主要由各专业子公司承担，公司对子公司行使投资管理的职能，主要通过委派董事及监事等方式实现对子公司的实际控制，以维护出资人利益，实现集团整体利益最大化。对于上市子公司珠江实业以外的其他子公司，财务经理及人事经理的聘任需报集团审批。

组织结构方面，截至 2022 年 3 月末该公司本部设有财务金融中心、资本管理部、运营管理中心、战略发展部和健康产业发展部等多个职能部门，此外公司成立了集团房地产业务管理委员会，下设城市更新业务中心、房地产开发业务中心和商业经营业务中心，负责房地产业务长期战略规划的制定、重大融资和担保、相关二级公司的管理、项目投资决策等事项。公司各部门之间职责划分较合理，相互协作较顺畅，各职能部门之间良好分工和应有的独立性有助于其经营管理的顺利开展。公司组织架构详见附录二。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司采取集中管理与分级管理相结合的方式对下属子公司进行管理。同时，公司已初步形成了综合管理、财务资金、人事等多方面的管理体系，基本能够覆盖其投融资、子公司管理、担保和日常经营等主要环节。

在对外担保管理方面，该公司制定了担保管理办法。近年来由于公司股权收购子公司增加，部分子公司存在一定规模对外担保，公司要求其尽快清理原有担保，并报集团备案，且不得新增对外担保。另外下属子公司为集团系统内企业提供贷款担保的，在 100 万元以下的报集团备案，100 万元以上

的报集团审批。

子公司考核方面，该公司与子公司的管理层签订有经济责任合同书，并以此为依据对其进行考核。

(3) 投融资及日常资金管理

在资金管理方面，该公司成立资金结算中心对本部资金进行管理，要求各下属企业每年年初上报资金收支计划，每季度报送存款余额及计划外的大额资金安排，公司对此实行监控。

在投资管理方面，该公司建有投资管理制度，总部及非上市公司外的子公司对外投资总额不得超过净资产的 50%，其中子公司在限额内的对外投资须向集团总部报备，超过限额的由集团总经理或分管副总经理组织专业人士对项目进行论证后，再由集团董事会审议决定。

在融资管理方面，该公司要求除上市公司外的子公司融资计划和融资方式需报集团审批，集团负责对成员企业的融资进行统筹，以提高借款效益，降低借款成本。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》(2022 年 4 月 27 日)，公司本部近三年不存在借款违约及欠息情况。根据审计报告所载，截至 2021 年末公司存在涉诉事项，详见财务部分“6.表外事项”。经查国家企业信用信息公示系统(截至 2022 年 6 月 1 日)，公司本部不存在重大行政处罚信息，亦未被列入经营异常及严重违法失信名单。

财务

主要因收购苏交科后少数股东权益大幅增加，该公司 2021 年末所有者权益规模扩大，财务杠杆保持相对稳定。公司债务负担较重，且短期刚性债务规模较大，面临一定的集中偿付压力。2021 年公司虽加大拿地力度，但主要因业务回款增加及往来资金净拆入，经营性现金流净额转正。公司货币资金较为充裕，自持物业区位较好且主要以成本入账，实际可变现价值较高，资产质量较好。得益于较强的股东背景，公司融资渠道较为畅通，再融资能力较强，可对债务的偿付提供一定的保障。

1. 数据与调整

大信会计师事务所对该公司 2019 年的财务报表进行了审计，广东中职信会计事务所(特殊普通合伙)对公司 2020-2021 年的财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则-基本准则》

和具体会计准则等规定。2020年起公司执行财政部2017年修订的《企业会计准则第22号金融工具确认和计量》、《企业会计准则第23号金融资产转移》、《企业会计准则第24号套期会计》、《企业会计准则第37号金融工具列报》和《企业会计准则14号收入（2017年修订）》，调整了房地产销售收入确认条件及金融工具确认、计量条件，对2019年及以前年度已收款确认收入但未交付房屋的部分予以冲回，调整期初数及留存收益，不调整可比报表。2021年起公司执行《企业会计准则第21号租赁（2018年修订）》，调整期初数，不调整可比报表。此外，当年公司对前期报表进行差错更正，主要调减年初应交税费2.46亿元，调整年初其他流动负债2.46亿元。本评级报告分别以2020年和2021年审计报告调整后的年初数为依据，对2019年和2020年相关数据及指标进行列示及计算。

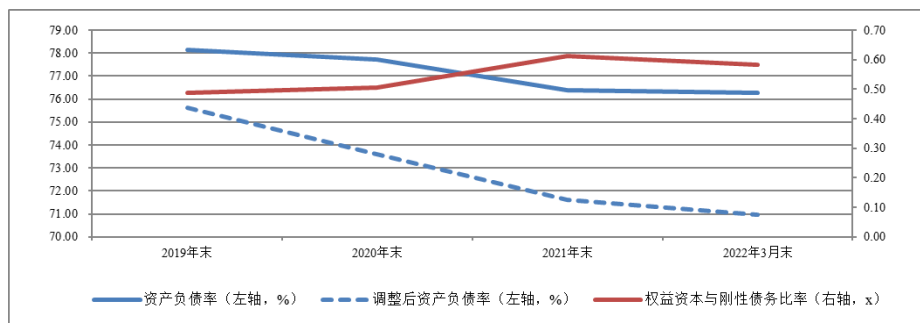
截至2020年末，该公司合并范围共有二级子公司40家。2021年，公司以23.58亿元认购苏交科定向增发的2.91亿股（占发行后总股本的23.08%），成为其第一大股东并将其纳入合并范围。公司8家二级子公司因股权结构发生变化，变更为三级子公司。此外，公司注销了1家二级子公司。截至2021年末，公司合并范围共有二级子公司32家，其中除上市子公司珠江实业及苏交科以外，持股比例低于50%的子公司共2家。

因分析开展需要，本评级报告所列示的“其他应付款”不包含“应付利息”和“应付股利”；并将“应付利息”纳入刚性债务核算。本评级报告将其他权益工具（永续债券）纳入刚性债务统计，导致相关负债、权益科目及指标与公司财务报表口径存在差异。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据珠实集团所提供数据绘制。

注：“调整后”指标根据剔除预收款项及合同负债影响后的数据计算。

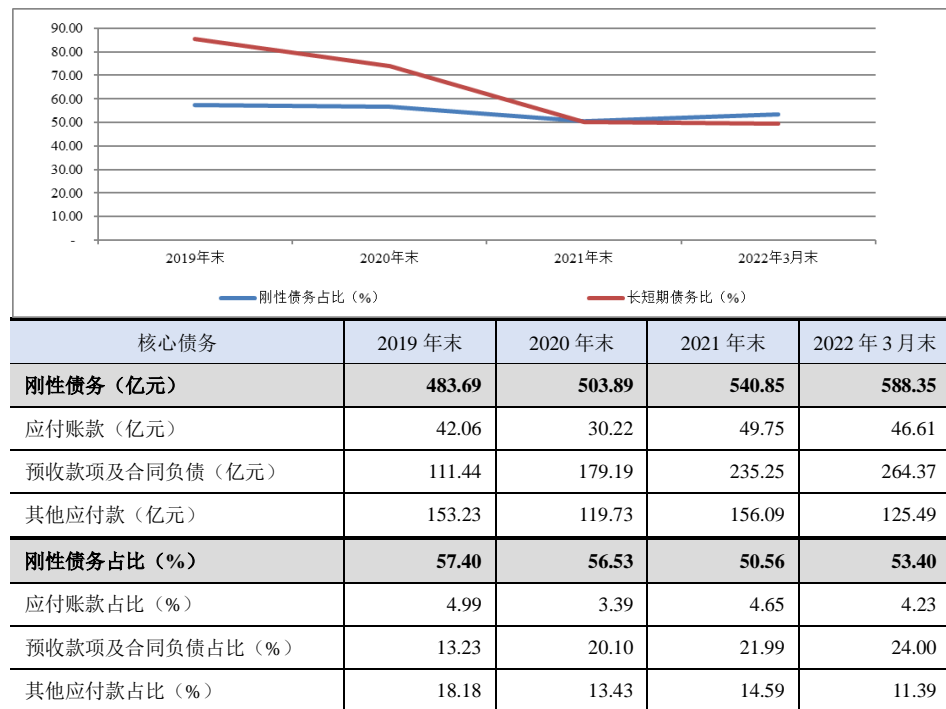
2019-2021年末，该公司负债总额分别为842.68亿元、891.36亿元和1,069.73亿元。同期末，公司所有者权益分别为235.65亿元、255.44亿元和330.58亿元，其中2021年末权益增长主要系公司收购苏交科并纳入合并范围后，少数股东权益大幅增加所致。此外公司主要因收到少量无偿划拨的公房

及政府项目财政资金，资本公积增加 1.87 亿元。公司权益以实收资本、资本公积金和少数股东权益为主，2021 年末上述科目占所有者权益的比重分别为 24.20%、14.60% 和 47.48%。2019-2021 年末，公司资产负债率分别为 78.15%、77.73% 和 76.39%，若剔除预收款项及合同负债的影响，公司调整后的资产负债率分别为 75.63%、73.60% 和 71.63%。同期末，公司权益资本与刚性债务比分别为 0.49 倍、0.51 倍和 0.61 倍。

2022 年 3 月末，该公司负债总额较上年末增加 32.01 亿元至 1,101.74 亿元；公司所有者权益较上年末增加 12.09 亿元至 342.67 亿元，主要系公司对广州农商行增资后已成为其第二大股东，对其经营具有重大影响，公司将其股权由其他权益工具投资科目重分类至长期股权投资科目中，由公允价值计量改为权益法核算，差额记入未分配利润。同期末公司资产负债率为 76.28%，剔除预收款项及合同负债影响后，调整后的资产负债率为 70.96%，较上年末下降 0.66 个百分点；权益资本与刚性债务比率降至 0.58 倍。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据珠实集团所提供数据绘制。

注：占比指占负债总额的比重。

债务构成方面，该公司负债以刚性债务为主，2019 年以来占比在 50-60% 之间；除刚性债务外公司负债主要由应付账款、预收款项及合同负债以及其他应付款构成。应付账款主要系未结算的工程款，2019-2021 年末分别为 42.06 亿元、30.22 亿元和 49.75 亿元，其中账龄在一年以内的金额占比分别为 70.05%、55.53% 和 55.76%。预收账款及合同负债主要系由房地产项目预售形成，同期末分别为 111.44 亿元、179.19 亿元和 235.25 亿元，其中 2021 年预

收房款增量大于结转收入金额，余额大幅增长。其他应付款主要包括往来款、保证金、工程款及应付其他杂项，其中往来款分别为 119.71 亿元、93.74 亿元和 125.67 亿元，其中 2021 年末增量较大主要因项目合作方对项目公司拆借资金所致。

2022 年 3 月末，该公司应付账款较上年末减少 3.14 亿元至 46.61 亿元；主要因净偿还项目合作方往来款，其他应付款较上年末减少 30.60 亿元至 125.49 亿元；主要因预收房款增加，公司预收款项及合同负债较上年末增加 29.12 亿元至 264.37 亿元。

从负债期限结构来看，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末长短期债务比分别为 85.31%、73.97%、50.33%和 49.64%，2021 年主要因合同负债及短期刚性债务增加，长短期债务比有所下降。

(3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	119.07	149.19	213.05	249.98
其中：短期借款	67.38	83.85	99.42	96.71
一年内到期的长期借款	9.89	1.12	23.80	57.82
应付短期债券	20.00	-	40.00	40.00
应付票据	0.46	0.60	3.77	4.31
一年内到期的应付债券及其他短期刚性债务	21.34	63.62	46.06	51.14
中长期刚性债务合计	364.62	354.70	327.80	338.37
其中：长期借款	174.80	167.73	156.71	177.08
应付债券	189.83	186.66	169.76	159.97
租赁负债	0.00	0.32	1.34	1.32
综合融资成本（年化）	6.63%	5.21%	5.17%	5.16%

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理、计算。

注：上表 2019 年综合融资成本系根据财务报表数据估算，2020-2021 年及 2022 年第一季度根据对应期末借款及债券明细测算。

2019-2021 年末，该公司刚性债务余额分别为 483.69 亿元、503.89 亿元和 540.85 亿元。从期限结构方面看，公司刚性债务以中长期刚性债务为主，同期末占比分别为 75.38%、70.39%和 60.61%。从融资渠道方面看，2019-2021 年末金融机构借款（含短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款）融资余额分别为 252.06 亿元、252.70 亿元和 279.92 亿元，占刚性债务总额的比重分别为 52.11%、50.15%和 51.76%，虽因债券等直接融资产品的发行而小幅下降，但整体看间接融资占比仍较高。借款类型方面，短期借款中信用及保证借款占比超过 90%，长期借款主要为项目开发贷款，大部分为抵质押借款。从承债主体分布看，2019-2021 年末母公司刚性债务余额分别为 229.98 亿元、272.44 亿元和 309.55 亿元，占合并口径刚性债务余额的比重分别为 47.55%、

54.07%和 57.23%，债券的发行主体主要为母公司，项目贷款等间接融资主要由子公司承担，随着直接融资规模的扩大，母公司债务占比有所上升。

2022 年 3 月末，该公司刚性债务较上年末增加 47.50 亿元至 588.35 亿元。同期末，公司中长期刚性债务占比小幅降至 57.51%。公司短期刚性债务规模较大，面临一定的集中偿付压力，债务滚续易受债券市场环境的影响。

融资成本方面，2019-2021 年及 2022 年第一季度该公司综合融资成本分别为 6.63%、5.21%、5.17%和 5.16%。

图表 22. 公司借款及债券余额对应利率区间与到期剩余期限（单位：亿元）

利率区间 \ 到期剩余期限	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
2%~3%（不含 3%）	10.22	-	-	-	-
3%~4%（不含 4%）	137.72	16.70	1.96	28.00	-
4%~5%（不含 5%）	26.22	51.53	56.73	10.30	15.20
5%~6%（不含 6%）	32.02	7.34	33.73	4.59	-
6%~7%（不含 7%）	8.00	10.00	21.45	-	2.45
7%及以上	45.07	2.70	5.00	-	-
合计	259.24	88.27	118.87	42.89	17.65

资料来源：珠实集团（截至 2022 年 3 月末）。

注：含永续债券，根据初始行权日期计算到期剩余期限。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业收入现金率（%）	121.47	185.42	133.93	212.02
业务现金收支净额（亿元）	33.42	53.94	-14.31	0.14
其他因素现金收支净额（亿元）	-5.30	-58.55	24.43	-2.94
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	28.12	-4.61	10.12	-2.80
EBITDA（亿元）	36.24	16.68	21.32	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.07	0.03	0.04	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.23	0.48	0.65	-

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

由于该公司房地产及工程业务回款与收入的确认不同步，近年来公司营业收入现金率持续超过 100%。2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司业务现金收支净额分别为 33.42 亿元、53.94 亿元、-14.31 亿元和 0.14 亿元，其中 2021 年公司销售额虽有所增长，但因拿地力度加大，业务现金净支出。公司

收到其他与经营活动有关的现金流主要包括收回押金、工程暂扣款及集团外往来款收到的现金；支付其他与经营活动有关的现金流主要包括支付保证金、押金、集团外往来款及其他应付杂项等支出的现金。2021 年经营性现金流中其他因素收支净额转正，主要系收到项目合作方对项目公司拆借资金所致。2019-2021 年，公司经营性现金流净额分别为 28.12 亿元、-4.61 亿元和 10.12 亿元；2022 年第一季度，公司经营性现金流量净额为-2.80 亿元。

2019-2021 年，该公司 EBITDA 分别为 36.24 亿元、16.68 亿元和 21.32 亿元。2021 年公司利润总额回升，且当年利息支出增加，EBITDA 有所增加。2020 年以来 EBITDA 无法覆盖全部利息支出。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	24.85	16.95	-19.96	-8.66
其中：理财产品投资回收与支付净额	-2.90	11.08	-0.25	-
取得投资收益收到的现金	4.70	7.32	1.67	0.04
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-12.45	-13.00	-11.08	-2.75
其他因素对投资环节现金流量影响净额	12.35	0.43	7.28	0.03
投资环节产生的现金流量净额	29.45	11.71	-22.09	-11.33

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

该公司投资性现金流受回收投资及投资支付的现金收支影响大，2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司回收投资与投资支付净额分别 24.85 亿元、16.95 亿元、-19.96 亿元和-8.66 亿元。2021 年大额净流出主要系认购广州农商行定增的股份。2019 年以来公司因各项在建工程持续投入，购建与处置固定资长期资产产生的现金流净额均为负。另外，2021 年其他因素对投资环节现金流量影响净额为 7.28 亿元，主要系收回部分对万众集团和广州市东迅房地产发展有限公司的委托贷款所致。2019-2021 年及 2022 年第一季度公司投资性现金净流量分别为 29.45 亿元、11.71 亿元、-22.09 亿元和-11.33 亿元。

(3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
权益类净融资额	13.24	3.17	-0.45	-0.64
债务类净融资额	-66.98	21.62	9.90	9.13
其中：现金利息支出	-33.77	-27.80	-33.05	-6.49
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	1.05	11.03	9.50	0.48
筹资环节产生的现金流量净额	-52.69	35.82	18.94	8.96

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

注：1) 现金利息支出以负数填列；2) 上表将永续债还本付息作为债务类融资核算。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司筹资性现金净流量分别为-52.69 亿元、35.82 亿元、18.94 亿元和 8.96 亿元。同期，公司吸收投资收到的现金分别为 13.79 亿元、7.46 亿元、3.99 亿元和 0.08 亿元。扣除现金分红后，权益类净融资额分别为 13.24 亿元、3.17 亿元、-0.45 亿元和-0.64 亿元。同期，公司债务融资净额分别为-66.98 亿元、21.62 亿元、9.90 亿元和 9.13 亿元。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元）

主要数据及指标		2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产	金额	881.58	956.96	1,123.99	1,156.94
	在总资产中占比	81.75%	83.45%	80.27%	80.10%
其中：货币资金		120.98	163.84	174.66	167.80
应收账款（含合同资产）		28.47	18.73	93.88	94.18
其他应收款		108.68	130.34	127.34	132.05
存货		564.85	593.24	668.15	686.36
一年内到期的非流动资产		7.91	12.64	11.30	11.30
其他流动资产		12.35	19.33	31.97	32.09
非流动资产	金额	196.76	189.84	276.33	287.47
	在总资产中占比	18.25%	16.55%	19.73%	19.90%
其中：长期股权投资		9.30	9.24	6.04	52.58
其他权益工具投资		13.82	10.93	45.14	13.63
投资性房地产		102.44	104.74	104.87	104.36
在建工程		16.30	24.35	43.10	45.83
无形资产		0.22	8.18	18.58	18.54
期末全部受限资产账面金额		139.03	63.10	78.30	83.41
受限资产账面余额/总资产		13.80%	5.50%	5.59%	5.77%

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

2019-2021 年末，该公司资产总额分别为 1,078.34 亿元、1,146.80 亿元和 1,400.31 亿元，其中流动资产占资产总额的比重约为 80-85%。

该公司流动资产主要包括货币资金、应收账款（含合同资产）、其他应收

款、存货、其他流动资产及一年内到期的非流动资产。2021 年末，货币资金为 174.66 亿元，较上年末增长 6.60%；应收账款及合同资产为 93.88 亿元，主要产生于工程业务，主要因苏交科纳入合并范围而较上年末大幅增加；其他应收款为 127.34 亿元，主要系往来款、工程保证金及担保款等。2020-2021 年主要因预计对东湛公司和亿华公司的债权投资无法全额收回，公司对上述公司其他应收款计提了减值准备，截至 2021 年末坏账准备余额分别为 2.19 亿元及 4.60 亿元；因广州中侨以安徽中侨股权向公司提供质押担保，相关股权估价超过应退还的股权受让款，故公司尚未对应收广州中侨的预付股权转让款计提减值准备。一年内到期的非流动资产为 11.30 亿元，其中对亿华公司未获清偿的委托贷款 11.13 亿元；公司依据上述公司提供抵押物的评估价值及登记顺位等情况，按照股权投资、直接贷款（其他应收款）及委托贷款（一年内到期的非流动资产）的顺序计提减值，经减值测试，截至 2021 年末尚未对委托贷款计提减值准备。存货为 668.15 亿元，占总资产的 47.71%，因房地产项目开发投入增加，较上年末增长 12.63%，其中，开发成本和开发产品分别为 606.95 亿元和 57.44 亿元。其他流动资产为 31.97 亿元，主要系预缴和待抵税费，金额分别为 16.70 亿元和 13.29 亿元，因房地产和施工行业纳税时点与会计收入确认时间存在时间差异，导致公司预缴和待抵税费较多。

该公司非流动资产主要包括其他权益工具投资、投资性房地产、在建工程及无形资产。2021 年末，其他权益工具投资为 45.14 亿元，较上年末增加 34.21 亿元，主要系公司认购广州农商行定增的股份，认购完成后公司持有其 5.82% 的股份。投资性房地产增加主要系合并范围扩大，减少主要因计提折旧和减值准备，综合以上影响当年末较上年变化不大，为 104.87 亿元（占总资产的比重为 7.49%）。投资性房地产中以成本法计量的部分共计 101.17 亿元，公允价值入账的部分共计 36.99 亿元，包含好世界大厦和珠江颐德大厦。公司自持物业地理位置优越，大部分以成本法计量，实际可变现价值较高。在建工程为 43.10 亿元，较上年末增长 76.98%，主要系因广州捷星商业楼项目、广州越秀区嘉福酒店改造及政府项目投入增加所致。此外，公司将在建工程中 PPP 项目（体育中心项目）建设成本重分类至无形资产中。

2022 年 3 月末，该公司资产总额为 1,444.41 亿元，较上年末增长 3.15%。其中，因房地产项目开发投入增加，存货增长 2.73% 至 686.36 亿元；公司将广州农商行股权由其他权益工具投资科目重分类至长期股权投资科目中。除上述科目外，其余主要资产科目变化较小。

2022 年 3 月末，该公司受限资产账面价值为 83.41 亿元，占总资产比重为 5.77%。其中，受限货币资金为 2.82 亿元，主要系作保函及按揭保证金，受限比率为 1.68%，此外，公司另有预售账户监管资金 50.30 亿元；存货、投资性房地产和固定资产受限金额分别为 60.07 亿元、18.26 亿元和 2.26 亿元，主要因作为借款抵质押物而受限。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	193.86	186.78	157.95	157.14
现金比率 (%)	29.32	32.43	25.17	24.72
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	111.98	111.36	84.08	72.82

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理。

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司流动比率分别为 193.86%、186.78%、157.95%和 157.14%，现金比率分别为 29.32%、32.43%、25.17%和 24.72%，短期刚性债务现金覆盖率为 111.98%、111.36%、84.08%和 72.82%。2021 年末及 2022 年 3 月末因短期刚性债务规模持续扩大，现金类资产无法完全覆盖短期刚性债务。

6. 表外事项

该公司重大未决诉讼主要为下属珠江实业对东湛公司及亿华公司等的相关诉讼。案件一中，珠江实业于 2020 年 6 月对东湛公司及相关主体提起诉讼，2021 年 10 月，法院一审判决支持珠江实业关于借款本金 3.35 亿元及利息等大部分诉讼请求。案件二中，珠江实业于 2020 年 12 月对亿华公司及相关主体提起诉讼，2022 年 3 月法院一审判决支持珠江实业关于借款本金 11.13 亿元及利息等大部分诉讼要求。目前，两个案件中被告因不服法院作出的判决，均提起上诉。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要承担投融资及管理职能，同时涉及部分业务运营职能（以房地产开发及物业经营为主）。2021 年末，公司本部总资产为 547.49 亿元，除包括长期股权投资 262.80 亿元（主要系对子公司投资）之外，主要包括货币资金 29.68 亿元，其他应收款 213.96 亿元（主要系以往来款形式拆借给子公司的资金），投资性房地产 19.43 亿元，以及债权投资 30.54 亿元（主要系公司对子公司及联营公司的债权投资款项）。公司本部负债总额为 396.54 亿元，刚性债务余额为 309.55 亿元，其中短期刚性债务 140.29 亿元；所有者权益为 150.95 亿元。2021 年公司本部实现收入 2.84 亿元，实现投资收益 4.25 亿元，净利润 4.51 亿元；经营性现金净流量为-19.37 亿元。公司偿债资金主要来源于自身业务现金流以及子公司拆借资金的回收，鉴于公司对子公司控制力较强，资金调拨风险相对可控。

外部支持因素

1. 股东支持

该公司控股股东及实际控制人均为广州市国资委。近年来广州市国资委及广州市财政局陆续将企业家大厦、保障性住房、商铺及车位等物业资产无偿划转至公司，此外亦有拨付政府项目财政资金。2019-2021 年末相关划拨资产分别增加公司资本公积 64.70 亿元、22.94 亿元和 3.82 亿元。得益于上述资产的注入，公司资本实力有所增强。

2. 金融机构支持

该公司与金融机构保持良好的合作关系，截至 2022 年 3 月末公司共获得金融机构综合授信额度 538.04 亿元，其中政策性及五大商业银行授信占比为 37.58%；剩余授信为 134.53 亿元，公司后续仍有一定的融资空间。

图表 28. 公司金融机构授信情况

机构类别	贷款授信	已使用授信	剩余授信
全部（亿元）	538.04	341.39	134.53
其中：国家政策性银行（亿元）	9.00	4.00	5.00
工农中建交五大商业银行（亿元）	193.19	122.44	44.48
其中：政策性及五大商业银行占比	37.58%	37.04%	36.78%

资料来源：根据珠实集团所提供数据整理（截至 2022 年 3 月末）。

评级结论

2021 年因股权划转，该公司控股股东变更为广州市国资委，实际控制人仍为广州市国资委。公司主营业务突出，并形成一定的产业链优势，各业务之间协同效应较好。公司房地产开发和工程业务在广东省内具有一定的市场地位。近年来，公司房地产业务重点布局在粤港澳大湾区，并陆续退出了部分“股权+债权”项目。2021 年项目整体签约销售规模有所增加，公司加大拿地力度。2022 年第一季度因广州房地产市场低迷，公司销售额同比下降。鉴于公司项目后续还有较大规模资金需求，项目开发进度及去化情况对其资金滚动影响较大。工程业务方面，因收购苏交科后新增工程咨询业务，加之当年疫情得到有效控制，工程业务规模扩大，收入大幅增长，但工程回款压力很大。

主要因收购苏交科后少数股东权益大幅增加，该公司 2021 年末所有者权益规模扩大，财务杠杆保持相对稳定。公司债务负担较重，且短期刚性债务规模较大，面临一定的集中偿付压力。2021 年公司虽加大拿地力度，但主要因业务回款增加及往来资金净拆入，经营性现金流净额转正。公司货币资金较为充裕，自持物业区位较好且主要以成本入账，实际可变现价值较高，资

产质量较好。得益于较强的股东背景，公司融资渠道较为畅通，再融资能力较强，可对债务的偿付提供一定的保障。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本信用评级报告有效期（本信用评级报告出具之日起至 2023 年 6 月 26 日止）内，本评级机构将持续关注发行人外部经营环境的变化、影响发行人经营或财务状况的重大事件、发行人履行债务的情况等因素。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

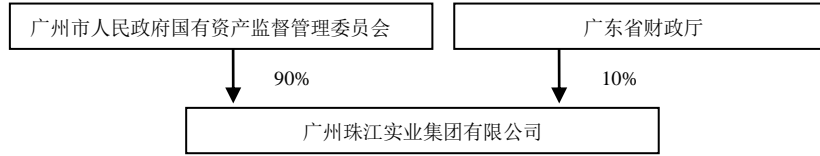
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

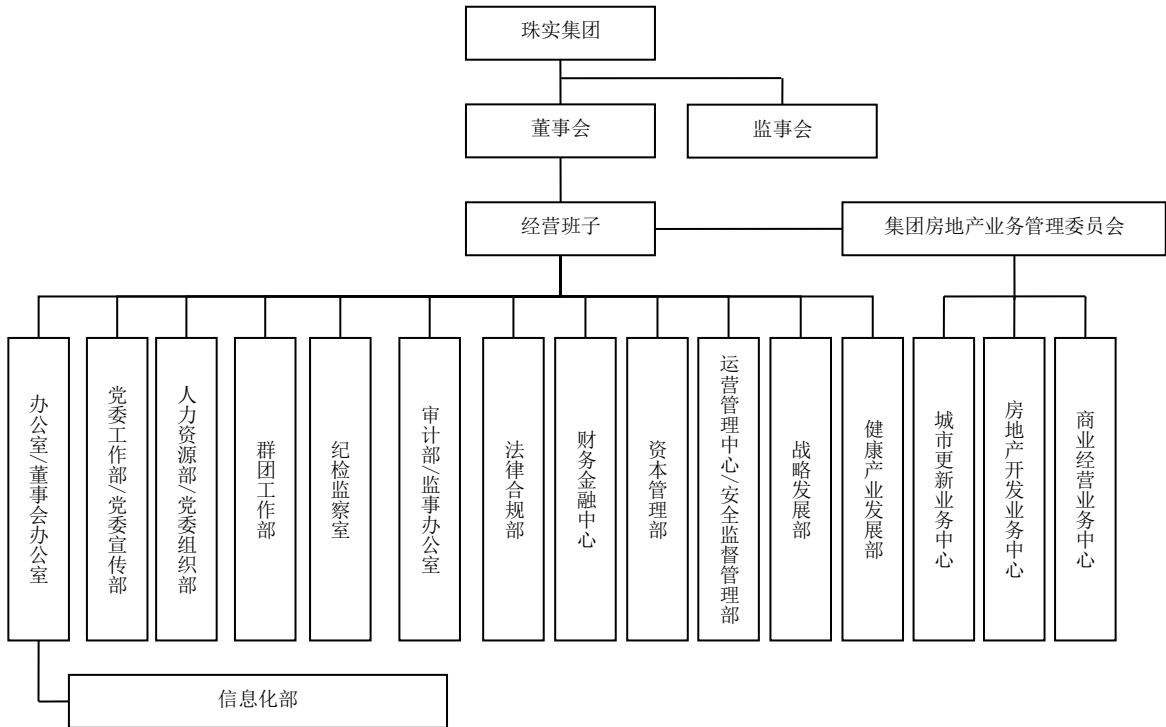
公司与实际控制人关系图



注：根据珠实集团提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据珠实集团提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2021年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
广州珠江实业集团有限公司	珠实集团	本级	-	房地产开发、物业投资及经营管理等	309.55	150.95	2.84	4.51	-19.37	母公司口径
广州珠江发展集团股份有限公司	珠江实业	核心子公司	31.10	房地产开发、物业经营、实业投资、物业管理等	101.30	38.52	36.07	0.25	-7.32	
苏交科集团股份有限公司	苏交科	核心子公司	23.08	工程咨询	22.31	80.65	51.19	5.01	0.87	
清远市广州后花园有限公司	清远后花园	核心子公司	49.25	房地产开发	32.62	31.61	11.05	-2.70	-0.09	
广州市城实投资有限公司	城实投资	核心子公司	92.03	房地产开发	32.32	18.74	29.32	3.41	-20.04	
广州城市更新集团有限公司	城更集团	核心子公司	100.00	房地产开发	13.89	67.68	15.66	0.57	-17.15	
广州珠江建设发展有限公司	珠江建设	核心子公司	100.00	建筑施工及工程服务	12.96	12.02	70.20	0.47	4.36	

注：根据珠实集团 2021 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理、计算。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	1,078.34	1,146.80	1,400.31	1,444.41
货币资金 [亿元]	120.98	163.84	174.66	167.80
刚性债务[亿元]	483.69	503.89	540.85	588.35
所有者权益[亿元]	235.65	255.44	330.58	342.67
营业收入[亿元]	183.38	122.39	192.23	28.45
净利润[亿元]	9.30	0.32	2.88	0.81
EBITDA[亿元]	36.24	16.68	21.32	—
经营性现金净流入量[亿元]	28.12	-4.61	10.12	-2.80
投资性现金净流入量[亿元]	29.45	11.71	-22.09	-11.33
资产负债率[%]	78.15	77.73	76.39	76.28
权益资本与刚性债务比率[%]	48.72	50.69	61.12	58.24
流动比率[%]	193.86	186.78	157.95	157.14
现金比率[%]	29.32	32.43	25.17	24.72
利息保障倍数[倍]	0.94	0.34	0.52	—
担保比率[%]	10.22	7.89	—	—
毛利率[%]	27.85	24.55	26.24	32.96
营业利润率[%]	7.82	2.63	3.52	4.13
总资产报酬率[%]	2.86	1.05	1.34	—
净资产收益率[%]	4.54	0.13	0.98	—
净资产收益率*[%]	8.19	2.46	2.72	—
营业收入现金率[%]	121.47	185.42	133.93	212.02
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.56	-0.95	1.65	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.56	0.82	-1.22	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.23	0.48	0.65	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.03	0.04	—

注1：表中数据依据珠实集团经审计的2019-2021年及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。因会计政策变更及差错更正，公司对2020年及2021年审计报告中的年初数进行了追溯调整，本报告2019年数据根据2020年审计报告调整后的年初数进行列示及计算，2020年数据根据2021年审计报告调整后的年初数进行列示及计算。

注2：本评级报告将其他权益工具（永续债券）纳入刚性债务核算，导致相关负债、权益科目及指标与财务报表口径存在差异。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级、CCC 级（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。

评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级有效期至 2023 年 6 月 26 日止。新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《房地产开发行业信用评级方法（2015 版）》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。