

格力地产股份有限公司

2018 年公开发行公司债券(品种一、
品种二)2018 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，
本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信
用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第
【1472】号 02

债券简称:

品种一: 18 格地 02
品种二: 18 格地 03
增信方式: 保证担保

担保主体: 广东省融资
再担保有限公司

债券剩余规模: 12 亿元
(品种一 6 亿元, 品种
二 6 亿元)

债券到期日期:
2023 年 07 月 27 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 其中品种一在
第 2 年末和第 4 年末附
调整票面利率选择权和
投资者回售选择权, 品
种二在 3 年末附调整票
面利率选择权和投资者
回售选择权

分析师

姓名:
陈刚 林心平

电话:
0755-82871701

邮箱:
cheng@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司房地产行业
企业主体长期信用评
级方法, 该评级方法已
披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

格力地产股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（品种 一、品种二）2018 年跟踪信用评级报告

| | 本次跟踪评级结果 | 首次信用评级结果 |
|------------|------------------|------------------|
| 本期债券信用等级 | AAA | AAA |
| 发行主体长期信用评级 | AA | AA |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 评级日期 | 2018 年 09 月 11 日 | 2017 年 12 月 15 日 |

评级观点:

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对格力地产股份有限公司（以下简称“格力地产”或“公司”，股票代码为 600185.SH）及其 2018 年 7 月 27 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年跟踪评级结果为：本期债券品种一、品种二信用等级均维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司是珠海市 A 股上市国有企业，待售房源位置较好，综合毛利率及利润规模有所提升，广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）提供的不可撤销连带责任保证担保有效地提升了本期债券的信用水平；同时鹏元也关注到，珠海市严厉调控政策导致公司 2017 年房地产销售面积大幅下滑，公司存货周转效率较低，资金压力较大及存在一定的偿债压力等风险因素。

正面:

- 公司是珠海市 A 股上市国有企业，待售房源位置较好。公司为上海证券交易所挂牌上市公司，实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”），其间接持有公司 41.13%的股权；公司主要房地产项目待售面积合计 34.12 万平方米，均位于珠海市，待售房源位置较好。
- 受房屋结转售价上升等影响，公司综合毛利率及利润规模有所提升。受房屋结转售价上升等影响，2017 年公司综合毛利率较上年增长 5.83 个百分点至 42.92%，营业利润及利润总额同比分别增长 5.18%和 3.43%。
- 广东再担保提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。经鹏元评定，广东再担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注:

- **受珠海市严厉的房地产调控政策影响，公司房地产销售面积大幅下滑。**2017年以来珠海市严厉的房地产调控政策一直延续，受此影响，2017年公司商品房合同销售面积及合同销售金额分别为6.72万平方米和19.62亿元，同比分别下降55.82%和39.37%。
- **公司存货周转效率较低。**2017年公司存货周转天数较2016年延长845.92天至4,194.54天，而2017年上市房地产企业平均存货周转天数为2,099天，公司存货周转效率明显低于行业水平。
- **公司经营活动净现金流表现不佳，面临较大的资金压力。**2017年及2018年1-3月，公司经营活动现金分别净流出21.02亿元和4.01亿元，2018年3月末主要在建房地产项目尚需投资56.16亿元，资金压力较大。
- **公司有息债务规模较大，面临一定的偿债压力。**截至2018年3月末，公司剔除预收款项的资产负债率为70.86%，有息债务规模为165.29亿元，较2016年末增长20.31%，期末公司速动比率表现较弱，EBITDA利息保障倍数降至1.01，面临一定的偿债压力。

公司主要财务指标:

| 项目 | 2018年3月 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产(万元) | 2,768,777.34 | 2,733,375.66 | 2,637,592.73 | 2,061,264.18 |
| 归属于母公司股东权益合计(万元) | 800,914.21 | 781,220.69 | 730,251.57 | 390,497.39 |
| 有息债务(万元) | 1,652,863.52 | 1,613,748.96 | 1,373,798.27 | 1,188,362.14 |
| 资产负债率 | 71.07% | 71.36% | 72.10% | 80.78% |
| 剔除预收款项的资产负债率 | 70.86% | 70.88% | 69.76% | 79.58% |
| 流动比率 | 3.51 | 3.05 | 2.25 | 2.01 |
| 速动比率 | 0.42 | 0.37 | 0.41 | 0.33 |
| 营业收入(万元) | 86,024.79 | 313,013.29 | 312,175.94 | 254,492.38 |
| 营业利润(万元) | 28,671.01 | 83,569.34 | 79,454.03 | 172,937.85 |
| 净利润(万元) | 21,447.76 | 62,335.36 | 59,901.17 | 136,956.37 |
| 综合毛利率 | 45.94% | 42.92% | 37.09% | 41.15% |
| 总资产回报率 | - | 3.25% | 3.77% | 9.31% |
| EBITDA(万元) | - | 89,315.06 | 90,552.55 | 184,010.79 |
| EBITDA利息保障倍数 | - | 1.01 | 1.10 | 2.58 |
| 经营活动现金流净额(万元) | -40,126.41 | -210,241.72 | -123,475.66 | 18,212.93 |

资料来源：公司2015-2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

广东再担保主要财务指标:

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|---------------|------------|------------|------------|
| 总资产(万元) | 845,692.79 | 800,181.36 | 632,291.56 |
| 所有者权益(万元) | 731,007.77 | 692,080.32 | 539,511.10 |
| 担保赔偿准备金余额(万元) | 60,192.27 | 40,000.64 | 48,834.62 |
| 风险准备金覆盖率 | 3.12% | 2.05% | 2.33% |
| 累计代偿回收率 | 32.87% | 36.06% | 1.31% |

注: 2015年财务数据采用2016年审计报告期初数, 2016年财务数据采用2017年审计报告期初数。

资料来源: 广东再担保2016-2017年审计报告, 鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年7月27日发行5年期12亿元公司债券，其中品种一、品种二各6亿元，募集资金用于偿还有息债务和补充流动资金。截至2018年7月31日，本期债券募集资金余额为12亿元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、主营业务、控股股东和实际控制人均未发生变化。公司2014年12月发行的9.80亿元可转换公司债券（以下简称“格力转债”）于2015年6月30日开始进入转换期，截至2018年6月30日，累计共有273.40万元“格力转债”转换成公司股票，累计转股数为369,354股。截至2018年6月30日，公司实收资本增至206,011.16万元，实际控制人仍为珠海市国资委，其通过珠海投资控股有限公司间接持有公司41.13%的股权。

表 1 2017 年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

| 名称 | 注册资本 | 持股比例 | 业务性质 | 合并方式 |
|----------------|----------|---------|------------|------|
| 珠海海控商业管理股份有限公司 | 1,000.00 | 100.00% | 商业管理 | 新设 |
| 珠海海岸无界文化管理有限公司 | 100.00 | 100.00% | 文化管理 | 新设 |
| 珠海海控金融科技服务有限公司 | 1,000.00 | 100.00% | 金融科技服务 | 新设 |
| 珠海万海游艇会有限公司 | 1,000.00 | 100.00% | 房地产业务经营 | 新设 |
| 珠海合联房产有限公司 | 1,000.00 | 100.00% | 游艇会综合旅游服务等 | 新设 |
| 珠海粤和企业管理有限公司 | 100.00 | 100.00% | 企业管理 | 新设 |

资料来源：公司 2017 年审计报告

截至2017年12月31日，公司总资产273.34亿元，归属于母公司股东权益合计78.12亿元，资产负债率71.36%。2017年度，公司实现营业收入31.30亿元，利润总额8.27亿元，经营活动现金净流出21.02亿元。

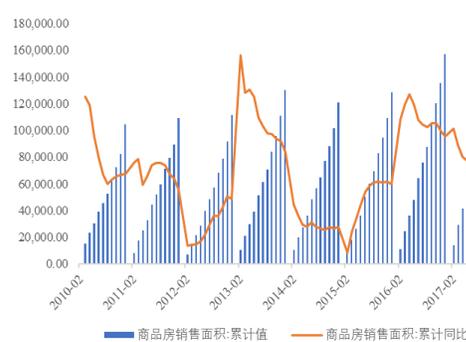
截至2018年3月31日，公司总资产276.88亿元，归属于母公司股东权益合计80.09亿元，资产负债率71.07%。2018年一季度，公司实现营业收入8.60亿元，利润总额2.87亿元，经营活动现金净流出4.01亿元。

三、运营环境

2017年房地产调控政策总体偏紧，但三、四线城市商品房成交活跃，价格抬升，带动全国商品房销售实现增长

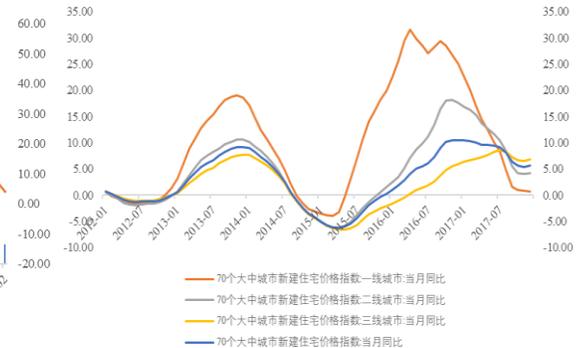
自2016年10月国内房地产调控以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购限贷政策，2017年本轮政策调控继续坚持了分类调控、因城施策的原则，其中三、四线城市政策相对宽松，以去库存为主，成为市场成交主力。根据国家统计局数据，2017年全国商品房销售面积16.94亿平方米，同比增长7.7%；商品房销售额13.37万亿元，同比增长13.7%。其中40大中城市中的三线城市商品房销售面积同比增长10.45%，商品房销售额同比增长28.2%；二线城市成交面积小幅下降，但销售额同比增长11.1%；一线城市商品房销售面积和销售金额分别同比下降29.2%和26.1%。

图1 我国商品房销售情况（亿元，%）



资料来源：Wind，鹏元整理

图2 新建住宅价格指数同比变化（%）



资料来源：Wind，鹏元整理

政策调控持续收紧，房价增速快速回落，其中一线城市调控最为严厉，市场呈“量缩价稳”态势；二线城市次之，2017年房价仍保持一定增长；而三线城市政策环境相对宽松，2017年市场成交旺盛，价格增速依然较快，但第四季度以来略有回落。总体来看，2017年三、四线城市表现较好，受棚改货币化安置、房地产市场热度由二线城市向三、四线城市外溢以及相对宽松的政策环境等因素影响，预计2018年将有所延续；对于部分二线城市，如南京、天津、武汉和兰州以“落户宽松、人才吸引”为主要抓手，边际政策有所松动，有望带动区域市场成交；一线城市短期仍然保持严厉的调控趋势，量价企稳。

房屋新开工面积保持增长，库存去化周期略有缩短，但整体去化仍面临一定压力；土地成交量价齐升，一线城市房企拿地意愿增强，三线城市土地成交量迅速放大

2015年以来，全国房地产市场销售情况较好，2016年房屋新开工面积增速转正，受政策调控影响，2017年全国房屋新开工面积同比增长7.0%，较上年增速回落1.1个百分点，全年房屋开售比¹为1.05，降至近年较低水平。截至2017年末，全国房屋施工面积78.15亿平方

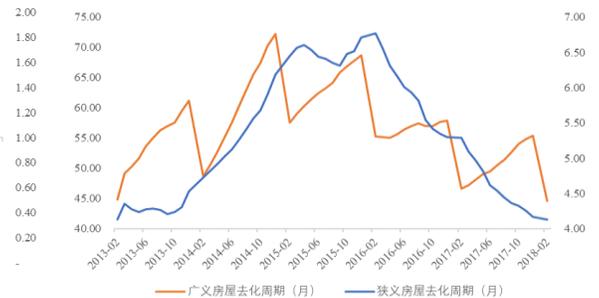
¹ 开售比=当年房屋新开工面积/当年商品房销售面积。

米，同比增长3.0%，同时受市场成交量较好影响，2017年广义房屋库存去化周期²下降至55.36个月，较上年下降2.3个月。

图3 房屋新开工面积增速（左轴，%） 图4 广义（左轴）与狭义（右轴）房屋去化周期



资料来源：Wind，鹏元整理



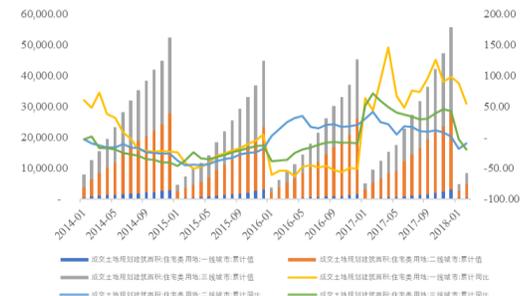
资料来源：Wind，鹏元整理

2017年房地产市场销售状况依然较好，库存去化周期缩短，房地产企业购置土地积极性较强，全年市场购置土地面积2.55亿平方米，同比增长15.8%；全年土地成交价款1.36万亿元，同比增长49.4%，土地成交价款增速明显高于购置土地面积增速，平均土地价格上升。按城市分层来看，2017年一线城市摆脱负增长，全年住宅类成交土地规划建筑面积3,046.80万平方米，同比增长98.7%；二线城市表现平稳，较上年小幅增长；三线城市住宅类土地市场表现强劲，全年成交土地规划建筑面积2.79亿平方米，同比增长43.0%。总体来看，2017年土地市场成交旺盛，价格走高，其中一线城市房地产企业拿地意愿增强，三线城市在库存去化支撑下，住宅类土地成交量快速放大。

图5 土地购置情况（万平方米，亿元，%） 图6 住宅类土地成交情况（万平方米，%）



资料来源：Wind，鹏元整理



资料来源：Wind，鹏元整理

2017年房地产市场集中度继续上升，大型房地产企业拿地加快，融资成本优势突出，中小型房地产企业运营压力加大，面临被整合风险，未来行业集中度将进一步抬升

随着房地产市场不断发展，我国房地产市场集中度持续上升。根据中国指数研究院发

² 广义房屋库存去化周期=当期期末施工面积/连续12月商品房销售面积。

布的数据，2017年全国商品房销售额超过100亿元企业144家，同比增加13家；前15大房地产企业销售额合计3.80万亿元，占同期全国商品房销售额的28.42%，较上年增加5.99个百分点；前15大房地产企业销售面积合计2.88亿平方米，占同期全国商品房销售面积的17.00%，较上年增加2.44个百分点。根据Wind数据及相关公开资料，2017年15家主流³房地产企业拿地规划建筑面积占100大中城市成交土地规划建筑面积的比重约为42%，15家主流房地产企业拿地面积与当期销售面积比值约为1.92，2016年以来主流房地产企业拿地意愿强烈，预计未来房地产市场销售集中度将明显上升。

从融资来看，2017年国债到期收益率波动走高，年末5年期国债到期收益率约为3.8149%，无风险收益率较2016年明显上升，2018年以来小幅回落。AA+级房地产信用利差快速上行，逐渐接近AA级，在无风险收益率快速上升过程中，AA和AA+级房地产企业融资成本偏高，整体抗风险能力趋弱；而AAA级房地产企业信用利差基本保持平稳，融资成本相对较低，融资成本优势突出。除融资成本大幅上升外，非市场化招拍挂制度、土地保证金制度、预售证监管等供给端制度的推行加剧了中小型房地产企业的运营压力，为市场提供了大量兼并机会，未来行业集中度将进一步提高。

图7 中证国债到期收益率走势（%）



资料来源：Wind，鹏元整理

图8 兴业房地产信用利差中位数走势（BP）



资料来源：Wind，鹏元整理

受政府调控政策影响，2017年珠海市房地产市场明显回落

珠海市房地产调控政策与全国基本同步，2017年以来当地政府陆续出台了一系列相关政策对房地产市场予以调控。其中2017年4月8日，珠海印发《珠海市人民政府办公室关于进一步做好我市房地产市场调控工作的通知》，强化“限购、限售、价格备案”政策，并加强差别化住房信贷政策，进一步加强房地产市场的调控。受此影响，2017年珠海市房地产市场出现明显回落。根据珠海市统计局数据，2017年珠海市商品房销售面积为509.65万平方米，同比大幅减少21.97%，房地产市场销售明显下滑，政策调控效果显著；同期房地产

³ 15家主流房地产企业：碧桂园、恒大地产、万科、融创中国、保利地产、中海地产、龙湖地产、华润置地、金地集团、绿城中国、招商蛇口、新城控股、世茂地产、富力地产和远洋地产。

相关企业拿地意愿减弱，全年珠海市土地购置面积为66.77万平方米，同比减少46.6%。

供给端方面，2017年珠海市全年房地产开发投资666.12亿元，同比增长3.91%，增速大幅下降18.39个百分点，其中住宅投资425.22亿元，较上年减少5.4%，降幅收窄；2017年珠海市房屋施工面积为3,253.98万平方米，同比增长23.08%，其中住宅类商品房施工面积为1,908.85万平方米，较上年增长10.64%，增速下降6.8个百分点。总体来看，受政府调控政策影响，珠海市房地产市场投资增速下滑，成交量明显回落。

四、经营与竞争

公司仍主营房地产的开发与经营，该业务主要由子公司珠海格力房产有限公司（以下简称“格力房产”）运营。2017年公司实现营业收入31.30亿元，同比略有提升，其中房地产业务收入占比为94.84%，仍是公司主要收入来源。其他业务收入主要包括物业管理、出租及配套服务业等，2017年其他业务收入的增长主要体现于物业管理收入的增加。毛利率方面，2017年公司房地产业务结转售价较高，同时其他业务毛利率也有所增长，拉升了公司综合毛利率水平，2017年公司综合毛利率为42.92%，较上年增长5.83个百分点。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | | 2016年 | |
|-----------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 房地产 | 296,866.14 | 42.41% | 301,901.33 | 36.56% |
| 其他业务 | 16,147.15 | 52.20% | 10,274.61 | 52.49% |
| 合计 | 313,013.29 | 42.92% | 312,175.94 | 37.09% |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

受珠海市严厉的房地产调控政策影响，公司房地产销售面积和销售金额均大幅下滑

珠海市房地产调控政策与全国基本同步，2017年以来珠海严厉的房地产调控政策一直延续，未有放松迹象。受此影响，2017年公司商品房合同销售面积及合同销售金额分别为6.72万平方米和19.62亿元，同比分别下降55.82%和39.37%。2016年公司无新开工项目，2017年公司加大对上海及平沙九号二期等项目开发，全年新开工面积为40.71万平方米，竣工面积同比增加96.60%，房地产开发节奏加快。从结算情况来看，2017年公司房地产结转收入为29.69亿元，同比略有下滑。从主要结算项目来看，结转的格力海岸S1、S2项目当期售价较高，平沙九号一期项目结算售价同比也有一定提高，共同抬升了公司房地产业务毛利率，2017年公司房地产业务毛利率为42.41%，较上年上升5.85个百分点。

表 3 公司房地产业务主要运营指标

| 项目 | 2018年 1-3月 | 2017年 | 2016年 |
|----|------------|-------|-------|
|----|------------|-------|-------|

| | | | |
|--------------|-------|-------|-------|
| 新开工面积（万平方米） | 26.73 | 40.71 | 0.00 |
| 竣工面积（万平方米） | 7.58 | 10.40 | 5.29 |
| 合同销售面积（万平方米） | 2.91 | 6.72 | 15.21 |
| 合同销售金额（亿元） | 7.72 | 19.62 | 32.36 |
| 当期结转收入（亿元） | 8.13 | 29.69 | 30.19 |

资料来源：公司提供，鹏元整理

自2016年9月底以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购、限贷等政策，珠海市作为国内楼市限购执行较严厉的城市之一，相继出台了一系列房屋限购、限贷等政策，市场成交回落，公司房地产业务受到较大影响，未来需持续关注房地产政策调控对公司经营的影响。

表 4 2016-2017 年公司房地产结转收入与回笼资金较大的项目明细（单位：万元）

| 项目名称 | 2017 年 | | 2016 年 | |
|------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | 结转收入 | 回笼资金 | 结转收入 | 回笼资金 |
| 格力广场三期、四期 | 13,255.53 | 10,462.30 | 110,003.95 | 44,201.76 |
| 格力海岸 S1、S2 | 204,789.39 | 76,564.95 | 191,482.50 | 289,460.68 |
| 平沙九号一期 | 65,493.98 | 3,599.15 | 0.00 | 50,584.16 |
| 格力海岸 S4 | 12,254.90 | 35,041.09 | 0.00 | 0.00 |
| 合计 | 295,793.80 | 125,667.50 | 301,486.45 | 384,246.60 |

资料来源：公司提供

公司剩余可售房地产面积尚可，在建项目投资规模较大，面临较大的资金压力，土地储备尚可，布局趋于分散

2017年公司房地产合同销售面积大幅回落至6.72万平方米，主力项目来自格力海岸S1、S2及2017年新推出的格力海岸S4项目，格力广场三期、四期及平沙九号一期也实现一定的销量，但总体规模较小。截至2018年3月末，平沙九号一期项目已基本售罄，格力海岸S1、S2、格力海岸S4以及平沙九号二期等主要项目剩余可售面积合计34.12万平方米，均位于珠海市，剩余可售房地产位置较好。

表 5 截至 2018 年 3 月末公司主要房地产项目销售情况（单位：亿元、万平方米、万元）

| 项目 | 总投资 | 已投资 | 可供出售面积 | 已预售面积 | 累计销售 | 累计结转收入 |
|------------|-------|-------|--------|-------|------------|------------|
| 格力广场三期、四期 | 17.30 | 19.28 | 15.96 | 13.71 | 283,697.00 | 274,697.62 |
| 格力海岸 S1、S2 | 51.50 | 55.77 | 38.68 | 29.76 | 699,877.00 | 668,404.46 |
| 平沙九号一期 | 6.00 | 6.10 | 7.61 | 7.54 | 69,404.00 | 65,704.63 |
| 格力海岸 S4 | 23.20 | 18.66 | 10.80 | 3.41 | 116,348.00 | 71,374.73 |
| 平沙九号 | 14.00 | 7.53 | 17.86 | 2.37 | 27,850.00 | - |

| | | | | | | |
|-----------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------------|---------------------|
| 二期 | | | | | | |
| 合计 | 112.00 | 107.34 | 90.91 | 56.79 | 1,197,176.00 | 1,080,181.44 |

注：1、前期公司提供的格力海岸S1、S2及平沙九号一期项目的可供出售面积有误，公司进行了调整；

2、格力海岸S4及平沙九号二期分别于2017年3月和2017年10月对外预售。

资料来源：公司提供

2017年以来公司主要推进格力海岸S3、S4、平沙九号二期的项目建设，并加大对平沙九号广场、上海及重庆项目的开发建设。截至2018年3月末，公司主要在建房地产项目总投资164.27亿元，剔除格力海岸S3项目，其余项目尚需投资56.16亿元，随着项目进度的推进，公司面临较大的资金压力。

表 6 截至 2018 年 3 月末公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

| 项目名称 | 总投资 | 已投资 | 建筑 面积 | 可售 面积 | 剩余可 售面积 | 开工 时间 | 开盘 时间 |
|-------------------------|---------------|---------------|----------|----------|------------|----------|----------|
| 格力海岸S3 | 12.20 | 15.04 | 13.51 | - | - | 2013年 | 待定 |
| 格力海岸S4 | 23.20 | 18.66 | 16.44 | 10.80 | 7.39 | 2013年 | 2017年3月 |
| 平沙九号二期 | 14.00 | 7.53 | 23.84 | 17.86 | 15.49 | 2017年 | 2017年 |
| 龙盛总部经济区1期 | 16.50 | 6.13 | 31.06 | - | - | 2014年 | - |
| 上海前滩38-01地块 | 25.00 | 18.18 | 4.81 | - | - | 2017年 | 待定 |
| 上海32-01地块 | 30.00 | 20.07 | 5.33 | - | - | 2017年 | 待定 |
| 上海松江泗泾 | 28.00 | 20.78 | 10.42 | - | - | 2017年 | 待定 |
| 龙盛总部经济区5期 (P22-2/02) | 2.82 | 1.21 | - | - | - | 2018年 | - |
| 平沙九号广场 | 12.55 | 3.35 | 15.96 | - | - | 2017年 | 待定 |
| 合计 | 164.27 | 110.95 | - | - | - | - | - |

注：1、部分项目实际投资额超预算；

2、格力海岸S3以及平沙九号广场为商业地产项目；

3、上海前滩38-01地块、上海32-01地块以及上海松江泗泾均为住宅类项目。

资料来源：公司提供

土地储备方面，2017年公司以公开竞买方式获得六宗土地，该等地块毗邻珠海市洪湾中心渔港，土地面积合计19.09万平方米，成交总价为7.58亿元，用途为商业用地；2018年初公司获取一宗二类居住用地，占地面积1.38万平方米，计容建筑面积3.36万平方米。截至2018年3月末，公司上述土地价款均已支付完毕。

表 7 2017 年及 2018 年 1-3 月公司竞得土地储备明细（万平方米、亿元、万元/平方米）

| 地块名称 | 占地面积 | 建筑面积 | 地块总价 | 楼面地价 |
|--------------|------|------|------|------|
| 珠国土储 2017-31 | 2.50 | 3.75 | 0.60 | 0.16 |
| 珠国土储 2017-32 | 4.33 | 6.49 | 2.54 | 0.39 |
| 珠国土储 2017-33 | 2.16 | 2.16 | 0.85 | 0.39 |
| 珠国土储 2017-34 | 0.24 | 0.12 | 0.13 | 1.03 |

| | | | | |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|----------|
| 珠国土储 2017-35 | 1.33 | 1.33 | 0.35 | 0.27 |
| 珠国土储 2017-36 | 8.53 | 8.53 | 3.11 | 0.36 |
| 珠海市斗门区桥东开发区白燕路（田家炳中学西侧）地块 | 1.38 | 3.36 | 3.60 | 1.07 |
| 合计 | 20.47 | 25.74 | 11.18 | - |

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2018年3月末，公司已拥有土地储备占地面积合计74.09万平方米，规划建筑面积合计155.81万平方米，分布于珠海和重庆市；且其中在珠海的部分拿地成本较高，在当地严厉的楼市调控下，后续开发与销售可能承压。

表 8 截至 2018 年 3 月末公司土地储备明细（单位：万平方米、亿元）

| 区域 | 占地面积 | 规划建筑面积 | 取得时间 | 出让金额 |
|-----------|--------------|---------------|-----------|--------------|
| 珠海地块 | 39.90 | 82.67 | 2014-2017 | 50.61 |
| 重庆地块 | 34.19 | 73.14 | 2013-2017 | 7.52 |
| 合计 | 74.09 | 155.81 | - | 58.13 |

资料来源：公司提供

总体而言，受政府严厉房地产政策调控政策影响，2017年公司房地产销售面积大幅回落，剩余可售房地产面积尚可，在建房产项目投资规模较大，面临较大的资金压力，土地储备规模尚可，公司目前在上海和重庆地区布局，随着对上海和重庆地块的逐步开发，房产项目区域集中度降低，但面临一定的开发与销售压力。

公司继续推进口岸经济产业及海洋经济产业相关项目建设，但总体进度相对缓慢，尚未实现收益

公司确立了“房地产业、口岸经济产业、海洋经济产业以及现代服务业、现代金融业并行发展”的“3+2”全新产业格局。依托股东背景优势和珠海的地理优势，公司积极开拓渔港、酒店、海岛旅游、游艇码头等口岸经济产业、海洋经济产业，在建多个海岸项目。

香洲港区域综合整治工程，投资规模约20亿元，预计2020年底整体完工。完工后，公司将在香洲港通过集游艇停泊、停车场出租、商业建筑租售、水上活动中心经营等创造收入。

珠海洪湾中心渔港为衔接香洲渔港功能调整的重点项目，该渔港集渔船避风、后勤补给、国际化水产品交易、水产品精深加工、冷链储藏配送、物流运输、海洋渔业文化及科技研发、休闲旅游度假等多产业一体。目前正在建设核心区工程，总投资12亿元，预计2018年底完工。而对澳供水洪湾西引水渠改造工程为配套工程，总投资3.20亿元，预计2018年完工。该项目主要收入将来自船舶港务费、停泊费、交易管理费、供水供冰费、水产品加工收入、维修服务费等，以及渔港商业设施、渔人码头等的经营收益等。

淇澳红树林湿地公园一期、竹洲水乡工程均为旅游项目。淇澳红树林湿地公园为珠海高新区内集生态保护、科普知识、游憩体验等于一体的综合性湿地公园，致力于打造成珠海市生态旅游名片，一期总投资7.80亿元，预计2020年完工。竹洲水乡工程位于斗门区白蕉镇，系国家级水利风景区，将打造成为立体化生态文化旅游综合体，项目建设总投资0.54亿元，预计于2018年完工。万山二期为海岛酒店项目，位于大万山岛，其中一期项目已完工运营。游艇码头为公司格力海岸房地产项目的配套项目，将用于游艇的码头停靠以及高端客户群体游艇消费。

2017年公司主要推进香洲港区域综合整治工程及珠海洪湾中心渔港核心区工程建设，其余各项目受政府相关部门配合等影响，进度相对缓慢。截至2017年末，公司非房地产项目总投资47.92亿元，已投资15.05亿元，尚需投资32.87亿元，面临一定的资金压力。

表 9 截至 2017 年末公司非房地产项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 总投资 | 已投资 | 开工时间 | 预计竣工时间 |
|----------------|--------------|--------------|--------|--------|
| 香洲港区域综合整治工程 | 20.00 | 3.59 | 2014 年 | 2020 年 |
| 珠海洪湾中心渔港核心区工程 | 12.00 | 6.49 | 2014 年 | 2018 年 |
| 对澳供水洪湾西引水渠改造工程 | 3.20 | 1.15 | 2015 年 | 2018 年 |
| 淇澳红树林湿地公园一期 | 7.80 | 0.06 | 2017 年 | 2020 年 |
| 竹洲水乡工程 | 0.54 | 0.61 | - | - |
| 万山二期 | - | 1.02 | 2014 年 | 2018 年 |
| 游艇码头 | 4.38 | 2.13 | 2016 年 | - |
| 合计 | 47.92 | 15.05 | - | - |

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年度审计报告及未经审计的2018年1季度财务报表，公司财务报表均按照新会计准则编制。2017年公司合并范围变化情况见表1。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，主要为土地、在建及竣工待售的房地产项目，受限资产规模较大，整体资产流动性一般

截至2018年3月末，公司资产总规模为276.88亿元，较2016年末增长4.97%。流动资产仍是公司资产主要构成部分，2018年3月末占比为89.49%。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2018年3月 | | 2017年 | | 2016年 | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 245,378.03 | 8.86% | 279,582.83 | 10.23% | 433,555.53 | 16.44% |
| 存货 | 2,180,092.55 | 78.74% | 2,159,036.37 | 78.99% | 2,004,696.08 | 76.00% |
| 流动资产合计 | 2,477,841.70 | 89.49% | 2,460,659.99 | 90.02% | 2,453,289.54 | 93.01% |
| 可供出售金融资产 | 39,959.60 | 1.44% | 41,900.00 | 1.53% | 9,900.00 | 0.38% |
| 长期应收款 | 33,671.69 | 1.22% | 30,303.93 | 1.11% | 14,262.44 | 0.54% |
| 在建工程 | 168,797.78 | 6.10% | 150,541.07 | 5.51% | 104,718.00 | 3.97% |
| 非流动资产合计 | 290,935.64 | 10.51% | 272,715.67 | 9.98% | 184,303.19 | 6.99% |
| 资产总计 | 2,768,777.34 | 100.00% | 2,733,375.66 | 100.00% | 2,637,592.73 | 100.00% |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

流动资产主要由货币资金和存货构成。截至2017年末，公司货币资金余额为27.96亿元，主要为银行存款，其中300万元的工程保函保证金使用权受限。存货是公司的主要资产，主要为土地储备、在建房地产项目及竣工待售的房地产项目，随着格力海岸S4等房地产项目的持续投入，2017年末公司存货同比增长7.70%，其中已设置抵押的存货65.78亿元，占存货比重为30.47%，抵押比率偏高，公司存货未计提跌价准备。

非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款及在建工程构成。可供出售金融资产按成本法计量，2017年公司对广东华兴银行股份有限公司投资3.2亿元，使得期末其规模有所增长。长期应收款主要系应收洪湾渔港以及香炉湾沙滩工程等工程支出款项。随着香洲港区域综合整治工程项目与洪湾中心渔港项目工程支出的增加，期末在建工程规模保持增长。期末用于抵押的在建工程账面价值为3.59亿元。

总的而言，公司资产规模继续保持增长，主要为土地、在建及竣工待售的房地产项目，且受限资产规模较大，整体流动性一般。

资产运营效率

公司存货周转天数延长，整体资产运营效率较低

随着房地产项目开发的推进，公司存货规模逐年增长，叠加2017年房地产成本结转下降影响，存货周转天数较2016年延长845.92天至4,194.54天，而2017年上市房地产行业企业平均存货周转天数为2,099天，公司存货周转效率明显低于行业水平。2017年公司营业收入增幅比流动资产和总资产的增幅小，流动资产周转天数及总资产周转天数分别较上年延长

271.14天及379.25天。

表 11 2016-2017 年公司资产运营效率情况（单位：天）

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 |
|----------|----------|----------|
| 存货周转天数 | 4,194.54 | 3,348.62 |
| 流动资产周转天数 | 2,825.79 | 2,554.65 |
| 总资产周转天数 | 3,088.60 | 2,709.35 |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入略有增长，投资收益稳定性不佳，短期经营业绩可能波动

2017年公司实现营业收入31.30亿元，同比略有上升。从收入构成来看，公司营业收入主要来源于房地产业务，收入规模受项目结算金额影响较大。随着预收款项的结转，且2017年公司房地产销售规模大幅回落，2017年末预收款项规模为4.51亿元，同比大幅降低，短期公司营业收入可能存在波动。毛利率方面，2017年公司综合毛利率为42.92%，较上年增长5.83个百分点，主要系结转房地产项目售价提升所致。2018年一季度公司实现营业收入8.60亿元，综合毛利率为45.94%。

2016年公司投资收益主要为处置可供出售金融资产获得收益，不具有持续性，2017年公司投资收益亏损107.23万元，表现不佳。期间费用方面，2017年公司销售业绩下滑，管理费用及销售费用不同程度减少，有息债务增加导致财务费用上升但规模不大，公司期间费用率小幅降至7.36%。以上影响下，2017年公司营业利润及利润总额同比分别增长5.18%和3.43%。

表 12 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

| 项目 | 2018 年 1-3 月 | 2017 年 | 2016 年 |
|---------|--------------|------------|------------|
| 营业收入 | 86,024.79 | 313,013.29 | 312,175.94 |
| 投资收益 | 848.79 | -107.23 | 4,851.23 |
| 营业利润 | 28,671.01 | 83,569.34 | 79,454.03 |
| 利润总额 | 28,693.41 | 82,672.27 | 79,933.80 |
| 净利润 | 21,447.76 | 62,335.36 | 59,901.17 |
| 综合毛利率 | 45.94% | 42.92% | 37.09% |
| 期间费用率 | 5.13% | 7.36% | 8.16% |
| 销售净利率 | 24.93% | 19.91% | 19.19% |
| 总资产回报率 | - | 3.25% | 3.77% |
| 净资产收益率 | - | 8.21% | 10.58% |
| 营业收入增长率 | -24.35% | 0.27% | 22.67% |

| | | | |
|--------|---------|-------|---------|
| 净利润增长率 | -18.16% | 4.06% | -56.26% |
|--------|---------|-------|---------|

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营及投资活动现金流均表现不佳，后续筹资压力较大

公司营业收入主要来自房地产业务，2017年经营活动收现比为0.52，同比大幅降低，当年销售状况表现较差，而同期公司投资房地产项目及土地购置支出规模较大，导致公司经营活动现金净流出21.02亿元。

2017年公司继续推进香洲港区域综合整治工程项目与洪湾中心渔港项目等在建工程的投入，投资支付的现金主要系对广东华兴银行股份有限公司等的投资，导致投资活动现金持续呈净流出状态。

2017年公司房产回款不佳且对外投入较多，公司筹资力度较大，通过发行私募债及委托贷款等使得筹资活动现金流入63.65亿元，在偿还债务及支付利息后，当年净筹资15.39亿元。随着公司房产项目进度的推进及储备土地的开发，且需偿付较大规模的有息债务，后续公司仍面临较大的筹资压力。考虑到公司是珠海市A股上市的国有控股企业，控股股东实力较强，公司可通过定增、发行公司债券以及资产证券化产品等方式进行融资，融资渠道较为多样，有助于降低融资成本。

表 13 2016-2017 年公司现金流量情况（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 |
|----------------------|--------------------|--------------------|
| 收现比 | 0.52 | 1.31 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 162,210.10 | 409,248.00 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 8,247.00 | 10,869.57 |
| 经营活动现金流入小计 | 171,028.45 | 420,312.70 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 300,645.87 | 390,235.55 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 26,610.96 | 41,009.02 |
| 经营活动现金流出小计 | 381,270.17 | 543,788.35 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -210,241.72 | -123,475.66 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -95,899.90 | -78,518.19 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 153,947.13 | 333,081.07 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -153,393.88 | 131,708.16 |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且增速较快，面临一定的偿债压力

受益于经营活动积累，公司股东权益规模持续增长，2018年3月末规模增至80.11亿元；2017年公司发行8.5亿元私募债及新增借款，期末负债规模也有所上升。受此影响，2018年3月末公司产权比率小幅降至245.61%。

表 14 公司资本结构情况（单位：万元）

| 指标名称 | 2018年3月 | 2017年 | 2016年 |
|--------|--------------|--------------|--------------|
| 负债总额 | 1,967,647.28 | 1,950,434.87 | 1,901,826.25 |
| 股东权益合计 | 801,130.06 | 782,940.79 | 735,766.48 |
| 产权比率 | 245.61% | 249.12% | 258.48% |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

随着长期借款等增加，公司债务结构发生较大变化，2018年3月末非流动负债占比为64.08%，较2016年末上升21.46个百分点，公司债务结构有所改善。流动负债主要由应付账款、预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。应付账款主要为应付工程款，随着部分项目的完工结算，其规模有所减少。预收账款主要为预收售楼款，随着格力海岸S1、S2及平沙湖一号项目结转收入，2017年末预收款项规模大幅减少。2017年末其他应付款主要为应付拆借款和土地增值税准备金，其中应付珠海投资控股有限公司有息拆借款20亿元。一年内到期的非流动负债主要为2018年到期的保证借款和2018年的长期应付款，其中2018年到期的长期应付款为应付澳门特别行政区政府的港珠澳大桥澳门口岸管理区项目拨款，由于该项目协议已经终止，公司将于2018年将该款项退还于澳门特别行政区政府。

公司长期偿债压力主要来自长期借款、应付债券及其他非流动负债。长期借款主要为保证借款、委托贷款和抵押及保证借款。公司应付债券主要为格力转债、16格地01以及15格房产。其他非流动负债为子公司2017年发行的5年8.5亿元的私募债，票面利率为5.96%。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2018年3月 | | 2017年 | | 2016年 | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 应付账款 | 58,644.38 | 2.98% | 63,591.66 | 3.26% | 96,133.57 | 5.05% |
| 预收款项 | 19,199.49 | 0.98% | 45,095.63 | 2.31% | 204,242.74 | 10.74% |
| 其他应付款 | 212,859.11 | 10.82% | 255,069.01 | 13.08% | 399,010.77 | 20.98% |
| 一年内到期的非流动负债 | 352,409.94 | 17.91% | 364,431.90 | 18.68% | 302,437.18 | 15.90% |
| 流动负债合计 | 706,813.89 | 35.92% | 807,180.74 | 41.38% | 1,091,259.27 | 57.38% |
| 长期借款 | 702,805.60 | 35.72% | 586,567.27 | 30.07% | 322,744.49 | 16.97% |
| 应付债券 | 461,057.92 | 23.43% | 459,681.69 | 23.57% | 453,988.84 | 23.87% |
| 其他非流动负债 | 85,000.00 | 4.32% | 85,000.00 | 4.36% | 0.00 | 0.00% |
| 非流动负债合计 | 1,260,833.38 | 64.08% | 1,143,254.13 | 58.62% | 810,566.98 | 42.62% |
| 负债总额 | 1,967,647.28 | 100.00% | 1,950,434.87 | 100.00% | 1,901,826.25 | 100.00% |

| | | | | | | |
|---------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|--------|
| 其中：有息债务 | 1,652,863.52 | 84.00% | 1,613,748.96 | 82.74% | 1,373,798.27 | 72.24% |
|---------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|--------|

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度报告，鹏元整理

截至2018年3月末，公司有息债务规模为165.29亿元，较2016年末增长20.31%，公司有息债务规模较大且持续上升，面临一定的偿债压力。截至2018年3月末，公司资产负债率及剔除预收款项的资产负债率分别为71.07%和70.86%，整体负债水平仍较高。从偿债指标来看，期末公司流动比率有所上升，但速动比率仍表现较差。2017年公司EBITDA规模略有下滑，EBITDA利息保障倍数为1.01，经营活动产生的现金流对利息支出的保障程度一般。

表 16 公司主要偿债能力指标

| 指标名称 | 2018年3月 | 2017年 | 2016年 |
|---------------|---------|-----------|-----------|
| 资产负债率 | 71.07% | 71.36% | 72.10% |
| 剔除预收款项的资产负债率 | 70.86% | 70.88% | 69.76% |
| 流动比率 | 3.51 | 3.05 | 2.25 |
| 速动比率 | 0.42 | 0.37 | 0.41 |
| EBITDA（万元） | - | 89,315.06 | 90,552.55 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 1.01 | 1.10 |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度报告，鹏元整理

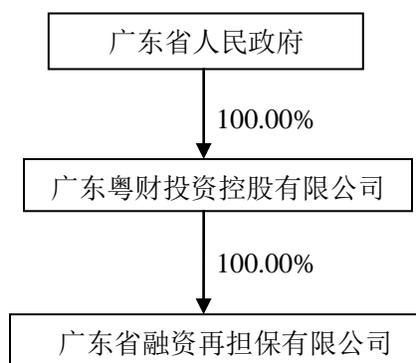
六、债券偿还保障分析

广东再担保综合实力强，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保可有效提升本期债券的信用水平

本期债券由广东再担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用，担保期间为本期债券存续期及到期之日起两年。

广东再担保成立于2009年2月17日，原名广东省中小企业信用再担保有限公司，由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）投资设立，初始注册资本20亿元。2011年3月更名为现名。经过历年增资，截至2017年末，广东再担保注册资本为60.10亿元，由粤财控股全资控股。粤财控股成立于1984年，是广东省人民政府授权经营单位，资本实力雄厚。广东再担保最终控制人为广东省人民政府。

图9 截至2017年12月31日广东再担保股权结构



资料来源：国家企业信用信息公示系统，鹏元整理

作为广东省唯一的政策性再担保机构，广东再担保主要从事再担保业务和直接担保业务，收入主要来源于担保业务收入和以自有资金运作形成的投资收益和利息收入。2015-2017年广东再担保分别实现业务收入48,170.49万元、49,438.22万元和46,883.85万元，其中担保费收入分别为15,688.74万元、18,710.79万元和22,203.44万元，占营业收入比重分别为32.57%、37.85%和47.36%。

表17 2015-2017年广东再担保收入构成（分业务）（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | | 2016年 | | 2015年 | |
|--------------------|------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 担保费收入 | 22,203.44 | 47.36% | 18,710.79 | 37.85% | 15,688.74 | 32.57% |
| 利息净收入 | 7,117.87 | 15.18% | 6,412.18 | 12.97% | 9,185.01 | 19.07% |
| 投资收益 | 16,800.63 | 35.83% | 24,005.99 | 48.56% | 22,298.16 | 46.29% |
| 其中：对联营企业和合营企业的投资收益 | 361.12 | 0.77% | 7,634.36 | 15.44% | 8,606.15 | 17.87% |
| 其他业务收入 | 761.90 | 1.63% | 309.26 | 0.63% | 998.58 | 2.07% |
| 合计 | 46,883.85 | 100.00% | 49,438.22 | 100.00% | 48,170.49 | 100.00% |

注：其他业务收入主要含手续费收入、追偿收入等。

资料来源：广东再担保2016-2017年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，广东再担保资产总额为845,692.79万元，所有者权益为731,007.77万元，资产负债率为13.56%；2017年度，广东再担保实现营业收入46,883.85万元，利润总额51,583.12万元，经营活动现金流净额5,984.85万元。近年来广东再担保资本市场项目的担保业务发展迅速，2015-2017年资本市场项目担保余额分别为67.87亿元、75.35亿元和107.11亿元，复合增长率达到25.63%。广东再担保直保客户主要为国有企业、政府平台、上市公司和优质民营企业。广东再担保业务经营稳健，获得银行授信额度充足，整体盈利能力不断提高。近年获得股东持续增资，资本实力持续增强，现金类资产（剔除受限使用资金）合计占总资产的76.65%，资产流动性高。但我们也关注到，2015-2017年末，广东再担保累

计代偿回收率分别为1.31%、36.06%和32.87%，累计代偿回收情况一般。2017年末直保业务前十大客户在保责任余额合计占比为46.49%，直接融资担保客户集中度较高。2015-2017年广东再担保担保赔偿准备金余额分别为48,834.62万元、40,000.64万元、60,192.27万元，风险准备金覆盖率分别为2.33%、2.05%和3.12%，担保风险准备金和风险准备金覆盖率有所波动。截至2017年末，广东再担保投资信托产品34.21亿元，规模较大，需关注其流动性及信用风险。

表 18 2015-2017 年广东再担保主要财务指标

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 |
|-------------|------------|------------|------------|
| 总资产（万元） | 845,692.79 | 800,181.36 | 632,291.56 |
| 所有者权益合计（万元） | 731,007.77 | 692,080.32 | 539,511.10 |
| 资产负债率 | 13.56% | 13.51% | 14.67% |
| 营业收入（万元） | 46,883.85 | 49,438.22 | 48,170.49 |
| 利润总额（万元） | 51,583.12 | 33,178.80 | 26,957.35 |
| 综合毛利率 | 109.43% | 66.07% | 53.84% |
| 净资产收益率 | 5.42% | 4.39% | 4.89% |
| 经营净现金流（万元） | 5,984.85 | -6,127.34 | 1,008.70 |

注：2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数，2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数。

资料来源：广东再担保 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

综合来看，广东再担保实力雄厚，业务发展情况较好，经鹏元综合评定广东再担保主体长期信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

七、或有事项分析

公司子公司格力房产按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保。担保类型为阶段性担保。阶段性担保的担保期限自保证合同生效之日起，至商品房承购人所购住房的《房地产权证》办出及抵押登记手续办妥后并交银行执管之日止。截至2017年末，格力房产承担阶段性担保余额为人民币5.20亿元，占2017年末公司净资产的6.64%，面临一定的或有负债风险。

八、评级结论

公司是珠海市国有 A 股上市企业，控股股东实力较强，主要待售房地产项目位置较好，公司土地储备尚可，布局趋于分散，受房屋结转售价上升等影响，2017 年公司综合毛利率

及利润规模有所提升。

但我们也注意到，公司在售房产集中于珠海市，珠海市严厉限购政策导致公司销售业绩大幅下滑，存货周转效率低于行业平均水平，在建项目资金压力和付息债务规模较大，面临一定的偿债压力等风险因素。

基于以上情况，鹏元维持本期债券品种一、品种二信用等级为 AAA，公司主体长期信用等级为 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

| 项目 | 2018年3月 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|----------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 货币资金 | 245,378.03 | 279,582.83 | 433,555.53 | 301,608.38 |
| 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 11.70 |
| 应收账款 | 33,517.22 | 7,745.90 | 2,940.66 | 697.40 |
| 预付款项 | 3,562.50 | 2,399.92 | 1,291.18 | 605.31 |
| 其他应收款 | 6,208.60 | 4,951.47 | 5,874.34 | 18,685.78 |
| 存货 | 2,180,092.55 | 2,159,036.37 | 2,004,696.08 | 1,649,092.90 |
| 其他流动资产 | 9,082.79 | 6,943.50 | 4,931.74 | 6,567.00 |
| 流动资产合计 | 2,477,841.70 | 2,460,659.99 | 2,453,289.54 | 1,977,268.47 |
| 发放贷款及垫款 | 817.55 | 1,339.60 | 5,772.10 | 0.00 |
| 可供出售金融资产 | 39,959.60 | 41,900.00 | 9,900.00 | 4,470.00 |
| 长期应收款 | 33,671.69 | 30,303.93 | 14,262.44 | 5,692.61 |
| 长期股权投资 | 369.47 | 364.91 | 541.66 | 0.00 |
| 投资性房地产 | 1,988.64 | 2,007.39 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 18,500.12 | 18,869.88 | 19,894.11 | 20,384.57 |
| 在建工程 | 168,797.78 | 150,541.07 | 104,718.00 | 30,088.98 |
| 无形资产 | 198.13 | 117.59 | 41.06 | 46.06 |
| 长期待摊费用 | 745.19 | 854.40 | 739.86 | 659.23 |
| 递延所得税资产 | 25,887.46 | 26,416.90 | 28,433.97 | 22,654.26 |
| 非流动资产合计 | 290,935.64 | 272,715.67 | 184,303.19 | 83,995.71 |
| 资产总计 | 2,768,777.34 | 2,733,375.66 | 2,637,592.73 | 2,061,264.18 |
| 短期借款 | 15,000.00 | 29,500.00 | 45,603.94 | 83,662.96 |
| 应付账款 | 58,644.38 | 63,591.66 | 96,133.57 | 78,524.10 |
| 预收款项 | 19,199.49 | 45,095.63 | 204,242.74 | 120,703.54 |
| 应付职工薪酬 | 2,190.23 | 4,315.49 | 3,842.37 | 3,281.54 |
| 应交税费 | 29,939.77 | 33,405.85 | 28,553.69 | 56,869.45 |
| 应付利息 | 16,570.98 | 11,172.99 | 10,834.69 | 892.49 |
| 应付股利 | 0.00 | 598.23 | 600.32 | 598.23 |
| 其他应付款 | 212,859.11 | 255,069.01 | 399,010.77 | 411,113.90 |
| 一年内到期的非流动负债 | 352,409.94 | 364,431.90 | 302,437.18 | 227,800.00 |
| 流动负债合计 | 706,813.89 | 807,180.74 | 1,091,259.27 | 983,446.21 |
| 长期借款 | 702,805.60 | 586,567.27 | 322,744.49 | 348,165.24 |
| 应付债券 | 461,057.92 | 459,681.69 | 453,988.84 | 150,772.94 |
| 长期应付款 | 9,010.08 | 9,024.49 | 30,969.39 | 181,027.52 |

| | | | | |
|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 递延所得税负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1,117.24 |
| 递延收益-非流动负债 | 2,959.78 | 2,980.68 | 2,864.26 | 559.17 |
| 其他非流动负债 | 85,000.00 | 85,000.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动负债合计 | 1,260,833.38 | 1,143,254.13 | 810,566.98 | 681,642.11 |
| 负债合计 | 1,967,647.28 | 1,950,434.87 | 1,901,826.25 | 1,665,088.32 |
| 实收资本（或股本） | 206,011.14 | 206,007.95 | 206,000.03 | 57,768.09 |
| 其它权益工具 | 17,770.01 | 17,774.21 | 17,784.67 | 17,786.81 |
| 资本公积金 | 100,395.23 | 101,512.88 | 107,755.01 | -37,967.76 |
| 其它综合收益 | -1,073.59 | -426.04 | 672.38 | 3,381.79 |
| 盈余公积金 | 33,135.50 | 33,135.50 | 33,135.50 | 33,135.50 |
| 一般风险准备 | 20.40 | 20.40 | 0.00 | 0.00 |
| 未分配利润 | 444,655.51 | 423,195.79 | 364,903.99 | 316,392.95 |
| 归属于母公司股东权益合计 | 800,914.21 | 781,220.69 | 730,251.57 | 390,497.39 |
| 少数股东权益 | 215.86 | 1,720.10 | 5,514.91 | 5,678.47 |
| 股东权益合计 | 801,130.06 | 782,940.79 | 735,766.48 | 396,175.86 |
| 负债和所有者权益总计 | 2,768,777.34 | 2,733,375.66 | 2,637,592.73 | 2,061,264.18 |

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

| 项目 | 2018年1-3月 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|--------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 营业总收入 | 86,024.79 | 313,013.29 | 312,175.94 | 254,492.38 |
| 营业收入 | 86,024.79 | 313,013.29 | 312,175.94 | 254,492.38 |
| 营业总成本 | 58,227.02 | 229,624.96 | 237,564.79 | 183,340.77 |
| 营业成本 | 46,506.88 | 178,677.94 | 196,403.75 | 149,768.30 |
| 税金及附加 | 7,329.35 | 27,490.78 | 15,476.21 | 28,587.92 |
| 销售费用 | 2,070.81 | 10,421.10 | 11,235.26 | 8,403.47 |
| 管理费用 | 2,430.16 | 9,676.76 | 9,362.61 | 7,962.12 |
| 财务费用 | -91.08 | 2,950.01 | 4,877.37 | 6,629.54 |
| 资产减值损失 | -19.11 | 408.38 | 209.59 | -18,010.59 |
| 加：公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | -8.35 | 8.35 |
| 投资净收益 | 848.79 | -107.23 | 4,851.23 | 101,777.89 |
| 资产处置收益 | 0.00 | 10.89 | 0.00 | 0.00 |
| 其他收益 | 24.45 | 277.36 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 28,671.01 | 83,569.34 | 79,454.03 | 172,937.85 |
| 加：营业外收入 | 34.64 | 168.04 | 574.09 | 2,067.80 |
| 减：营业外支出 | 12.24 | 1,065.11 | 94.32 | 207.21 |
| 利润总额 | 28,693.41 | 82,672.27 | 79,933.80 | 174,798.44 |
| 减：所得税 | 7,245.64 | 20,336.91 | 20,032.64 | 37,842.07 |
| 净利润 | 21,447.76 | 62,335.36 | 59,901.17 | 136,956.37 |

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

| 项目 | 2018年1-3月 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|---------------------------|-------------------|--------------------|--------------------|-------------------|
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 37,908.42 | 162,210.10 | 409,248.00 | 256,603.82 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 4,930.23 | 8,247.00 | 10,869.57 | 225,137.81 |
| 经营活动现金流入小计 | 42,838.65 | 171,028.45 | 420,312.70 | 481,742.84 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 55,044.53 | 300,645.87 | 390,235.55 | 404,075.84 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 7,244.49 | 23,610.14 | 19,603.61 | 13,819.64 |
| 支付的各项税费 | 14,537.25 | 34,353.17 | 86,358.72 | 34,577.79 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 8,174.91 | 26,610.96 | 41,009.02 | 10,880.66 |
| 经营活动现金流出小计 | 82,965.06 | 381,270.17 | 543,788.35 | 463,529.91 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -40,126.41 | -210,241.72 | -123,475.66 | 18,212.93 |
| 收回投资收到的现金 | 1,940.40 | 10,545.88 | 7,046.08 | 108,988.92 |
| 取得投资收益收到的现金 | 874.24 | 29.96 | 300.00 | 300.00 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | 0.00 | 18.02 | 15.77 | 0.00 |
| 投资活动现金流入小计 | 2,814.64 | 10,593.86 | 7,361.85 | 109,288.92 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 12,934.83 | 48,572.67 | 72,958.56 | 18,969.79 |
| 投资支付的现金 | 2,699.83 | 52,504.57 | 12,773.83 | 8.79 |
| 支付其他与投资活动有关的现金 | 0.00 | 5,416.51 | 147.64 | 1,197.15 |
| 投资活动现金流出小计 | 15,634.67 | 106,493.75 | 85,880.04 | 20,175.73 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -12,820.03 | -95,899.90 | -78,518.19 | 89,113.19 |
| 吸收投资收到的现金 | 0.00 | 0.00 | 294,300.00 | 7,000.00 |
| 其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 7,000.00 |
| 取得借款收到的现金 | 116,024.58 | 636,536.71 | 384,925.44 | 223,348.90 |
| 收到其他与筹资活动有关的现金 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 3,089.80 |
| 发行债券收到的现金 | 0.00 | 0.00 | 297,300.00 | 68,670.00 |
| 筹资活动现金流入小计 | 116,024.58 | 636,536.71 | 976,525.44 | 302,108.70 |
| 偿还债务支付的现金 | 78,500.00 | 403,164.94 | 503,628.20 | 272,595.15 |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 18,462.25 | 79,424.63 | 139,816.17 | 73,769.83 |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 200.00 |
| 筹资活动现金流出小计 | 96,962.25 | 482,589.58 | 643,444.37 | 346,564.99 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 19,062.33 | 153,947.13 | 333,081.07 | -44,456.29 |
| 汇率变动对现金的影响 | -620.69 | -1,199.40 | 620.94 | 35.30 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -34,504.80 | -153,393.88 | 131,708.16 | 62,905.13 |

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|-------------------------|--------------------|--------------------|-------------------|
| 净利润 | 62,335.36 | 59,901.17 | 136,956.37 |
| 加：资产减值准备 | 408.38 | 209.59 | -18,010.59 |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 1,655.33 | 1,582.85 | 1,477.46 |
| 无形资产摊销 | 67.54 | 35.32 | 25.47 |
| 长期待摊费用摊销 | 210.26 | 285.00 | 288.55 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 | -10.89 | -1.95 | 0.00 |
| 固定资产报废损失 | 310.86 | 0.00 | -0.04 |
| 财务费用 | 4,709.66 | 8,650.77 | 13,509.81 |
| 投资损失 | 107.23 | -4,851.23 | -101,777.89 |
| 递延所得税资产减少 | 2,017.07 | -5,779.70 | -4,121.77 |
| 递延所得税负债增加 | 0.00 | 0.00 | 1.74 |
| 存货的减少 | -109,901.31 | -221,354.77 | -242,466.04 |
| 经营性应收项目的减少 | -19,087.73 | -4,635.79 | 330,106.18 |
| 经营性应付项目的增加 | -153,063.47 | 42,474.75 | -97,767.99 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -210,241.72 | -123,475.66 | 18,212.93 |

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

| 项目 | 2018年3月 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 综合毛利率 | 45.94% | 42.92% | 37.09% | 41.15% |
| 期间费用率 | 5.13% | 7.36% | 8.16% | 9.04% |
| 销售净利率 | 24.93% | 19.91% | 19.19% | 53.82% |
| 总资产回报率 | - | 3.25% | 3.77% | 9.31% |
| 净资产收益率 | - | 8.21% | 10.58% | 37.60% |
| 产权比率 | 245.61% | 249.12% | 258.48% | 420.29% |
| 资产负债率 | 71.07% | 71.36% | 72.10% | 80.78% |
| 剔除预收款项的资产负债率 | 70.86% | 70.88% | 69.76% | 79.58% |
| 流动比率 | 3.51 | 3.05 | 2.25 | 2.01 |
| 速动比率 | 0.42 | 0.37 | 0.41 | 0.33 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 1.01 | 1.10 | 2.58 |

资料来源：公司2015-2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|---|
| 存货周转天数 | $360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$ |
| 流动资产周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$ |
| 固定资产周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$ |
| 总资产周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$ |
| 综合毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 期间费用率 | $(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 营业利润率 | $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 销售净利率 | $\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 净资产收益率 | $\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$ |
| 总资产回报率 | $(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$ |
| EBITDA | $\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$ |
| EBITDA 利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ |
| 产权比率 | $\text{负债总额} / \text{所有者权益}$ |
| 资产负债率 | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| 流动比率 | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$ |
| 速动比率 | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$ |
| 有息债务 | $\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他非流动负债} + \text{其他有息借款}$ |

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B | 债务安全性低，违约风险高。 |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C | 债务无法得到偿还。 |

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|---------------------------------|
| AAA | 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 | 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 | 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 | 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 | 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 | 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 | 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 | 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 | 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。

三、展望符号及定义

| 类型 | 定义 |
|----|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。 |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |