

信用等级公告

联合[2016] 1913 号

联合资信评估有限公司通过对广州粤泰集团股份有限公司及其拟发行的 2016 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

广州粤泰集团股份有限公司
主体长期信用等级为
AA

广州粤泰集团股份有限公司
2016 年度第一期中期票据的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年八月五日



广州粤泰集团股份有限公司

2016 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 10 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 补充流动资金 偿还银行借款

评级时间: 2016 年 8 月 5 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	33.45	57.52	75.34	118.13
所有者权益(亿元)	10.72	13.93	14.29	53.53
长期债务(亿元)	4.92	10.85	17.25	18.48
全部债务(亿元)	13.49	19.45	34.96	41.93
营业收入(亿元)	4.90	15.03	9.27	1.40
利润总额(亿元)	0.29	1.80	0.84	-0.23
EBITDA(亿元)	0.93	2.72	2.36	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.49	-0.95	-11.90	-8.61
营业利润率(%)	33.57	24.43	34.50	34.83
净资产收益率(%)	2.11	10.32	4.32	--
资产负债率(%)	67.96	75.79	81.04	54.69
全部债务资本化比率(%)	55.73	58.27	70.99	43.93
流动比率(%)	166.15	157.52	156.69	233.69
全部债务/EBITDA(倍)	14.57	7.16	14.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.56	2.85	1.69	--
EBITDA/本期中期票据额度 (倍)	0.09	0.27	0.24	--

分析师

刘嘉敏 徐 璨

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对广州粤泰集团股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为以房地产开发为主业的上市公司,在区域品牌、土地成本、项目储备及股东支持等方面存在一定优势。同时,联合资信也关注到,公司房地产开发业务规模较小,房地产行业区域分化现象凸显,公司部分项目布局在三四线城市面临一定去化压力等因素对其经营及发展可能带来的不利影响。

2016年3月,公司完成重大资产重组,置入广州、海南及淮南等地多处项目并募集配套资金14.22亿元,项目储备大幅增加,债务负担有所缓解,权益资本进一步充实。公司坚持以低成本获取土地,积极布局所在城市核心区域,持续打造以“天鹅湾”为品牌的中高端商住产品,未来随着置入项目的逐步开发,公司房地产开发规模将大幅上升,公司收入规模及盈利水平有望得以提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

优势

1. 公司是广州市老牌的房地产开发商,在房地产开发方面拥有一定经验;近年来,在北京、江门、河南、海口等地打造了多个“天鹅湾”品牌,与同档次的房地产产品相比具有一定市场竞争力。
2. 公司坚持以协议收购、股权收购和合作开发模式获取项目开发权,土地成本较低,为公司盈利能力提供一定保障。

3. 2016 年 3 月，公司完成重大资产重组，募集配套资金 14.22 亿元，项目储备大幅增加，为公司房地产业的发展提供有力支撑。

关注

1. 房地产行业受政府政策调控影响，行业景气度有所波动、区域市场出现分化，公司部分项目布局三线城市，或将面临一定去化压力。
2. 公司近年来房地产开发规模较小，收入利润水平较低，近三年经营活动现金流量净额持续为负，项目回款能力较弱。
3. 公司未来开发规模较大，且部分项目受搬迁进度影响开发缓慢，一定程度占用资金，近期或将面临一定规模的资金压力。
4. 公司委托贷款规模大，融资成本较高，对公司利润有一定侵蚀。
5. 公司融资渠道单一，授信额度亟待拓宽。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广州粤泰集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广州粤泰集团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。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因广州粤泰集团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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广州粤泰集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、广州粤泰集团股份有限公司 2016 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

广州粤泰集团股份有限公司（以下简称“公司”或“粤泰股份”）成立于1979年4月，前称为广州东华实业股份有限公司，1988年9月经广州市经济体制改革委员会穗改字[1988]3号文批准，公司改组设立为股份有限公司，并于同年12月开始向社会公开发行股票；2001年3月经中国证监会核准同意，公司在上海证券交易所挂牌交易（股票代码：600393），后以10000万股为基数每10股送红股10股，截至2002年12月11日，公司注册资本为2亿元，国家股占70%。2003年8月，原控股股东广州东华实业资产经营公司（以下简称“东华实业”）与广州粤泰控股集团有限公司（以下简称“粤泰控股”）签署《股份转让协议》，粤泰控股于2004年9月通过股权转让及要约收购持有公司55.19%股份，成为公司第一大股东；后经送红股、资本公积转增和股权分置改革，截至2015年底，公司股本为30000万股。2016年3月，公司完成发行股份购买资产并募集配套资金，总股本由30000万股变更为126812.39万股，2016年5月，公司名称正式变更为广州粤泰集团股份有限公司。截至2016年3月底，粤泰控股直接持有公司股权27.27%，通过关联公司持股44.10%，为公司第一大股东，杨树坪先生为公司实际控制人。

公司主要从事房地产开发经营；房地产中介服务；房地产咨询服务；物业管理；场地租赁（不含仓储）；房屋租赁；自有房地产经营活动；房屋建筑工程施工；企业自有资金投资；商品批发贸易（许可审批类商品除外）；非金属矿及制品批发（国家专营专控类除外）；金属及金属矿批发（国家专营专控类除外）；企业管理咨询服务；园林绿化工程服务；林木育种；林木育苗。

截至2016年3月底，公司本部设经营与管理中心、产品研发与成本控制中心、营销中心、工程管理中心、预结算中心、法务合同管理中心、开发管理中心、番禺项目部、资金管理中心、财务管理中心、行政人事中心、审计监察中心和证

券与投资者关系管理中心13个部门。

截至2015年底，公司（合并）资产总额75.34亿元，所有者权益14.29亿元（含少数股东权益2.14亿元）。2015年，公司实现营业收入9.27亿元，利润总额0.84亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额118.13亿元，所有者权益合计53.53亿元（含少数股东权益1.62亿元）。2016年1~3月，公司实现营业收入1.40亿元，利润总额-0.23亿元。

公司注册地址：广州市寺右新马路170号四楼；法定代表人：杨树坪。

二、本期中期票据概况

公司计划于2016年注册总额度为人民币20亿元的中期票据，本期计划发行2016年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度为10亿元，期限5年，本期中期票据为按年付息，到期一次性偿还本金。本期中期票据将用于补充流动资金以及偿还银行借款。

本期中期票据无担保。

三、重大事项

事项一 重大资产重组

2014年6月16日，公司召开第七届董事会第三十次会议，审议通过了《广州东华实业股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)》，并与交易对方签署了《发行股份购买资产协议》和附生效条件的《盈利预测补偿协议》；2014年7月3日，交易方案经2014年第二次临时股东大会审议通过；2015年1月28日，公司与交易对方签署了附生效条件的《盈利预测补偿协议之补充协议》；2015年7月28日，本次重大资产重组获得中国证券监督管理委员会核准（证监许可[2015]1786号）；2016年2月公司完成全部置入资产的变更登记手续；2016年3月29日，公司完成上述配套募集资金的发行工作。

依照协议约定，公司拟向交易对方非公开发行股份，购买粤泰控股持有的淮南置业60%股

权、海南置业52%股权，淮南市中峰房地产投资管理有限公司持有的淮南置业30%股权，广州新意实业发展有限公司持有的海南置业25%股权，广州城启集团有限公司持有的广州天鹅湾项目二期资产，广州建豪房地产开发有限公司持有的雅鸣轩项目一期资产，广州恒发房地产开发有限公司持有的雅鸣轩项目二期资产，广州豪城持有的城启大厦投资性房地产。本次交易标的资产以2014年2月28日为基准日公司进行了评估确定本次交易发行价格为5.60元/股，后根据要求以2014年12月31日为基准日公司进行了补充评估，评估值为443041.76万元，较2014年2月28日账面价值94322.10万元评估增值348719.66万元，本次交易发行价格为5.60元/股，发行股票数量为773526159股。同时，公司拟向不超过10名特定投资者非公开发行股票募集配套资金14.44亿元，最终确定发行价格为7.42元/股，发行数量为194597776股。截至本报告出具日，上述重组方案已经全部实施完毕，公司总股本从30000万股增加到126812.39万股。

根据各方签订的《盈利预测补偿协议》及《盈利预测补偿协议之补充协议》，交易对方承诺，标的资产2015年、2016年及2017年实现的归属于母公司的扣除非经常性损益后的累计净利润合计不低于人民币125222.31万元¹。根据立信会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《关于广东东华实业股份有限公司备考合并盈利预测实现情况的转型审核报告》，备考合并2015年度归属于母公司所有者的净利润为11324.04万元，完成了盈利目标的90.54%（根据信会师报字[2015]第410026号预测净利润数为12507.63万元）。

总体看，通过本次重大资产重组，公司置入包括广州、海南、淮南等地在内的多处房地产项目，项目区域位置良好、规模较大，且多数项目

将于2017-2018年竣工，若项目进展顺利，届时将为公司带来较大规模收入及利润，支撑公司房地产开发业务稳步增长。同时，联合资信也关注到，置入房地产项目目前正处于投资开发阶段，尚需一定规模投资支出，且部分项目受搬迁进度影响开发缓慢，尚具一定不确定性，公司近期将面临一定规模的资金压力。

事项二 对外投资

2014年9月，公司第七届董事会第三十四次董事会会议审议通过公司拟收购海南江宏实业有限公司（以下简称“海南江宏”）100%股权，交易金额为不超过人民币1500万元，并由关联方粤泰控股或其控股的关联子公司代为收购并代为支付股权转让款项，在2015年12月31日前，再由粤泰控股或其控股的关联子公司以原价不做任何增值转让至公司，本次收购已于2015年12月转入公司名下，海南江宏下拥有的香江丽景房地产项目已转入公司合并范围，香江丽景房地产项目位于海口市，总建筑面积为93046.79平方米（项目容积率1.98），项目共分2期，截至2016年3月底，第一期已经全部完工并部分销售，总建筑面积为35902平方米，其中已售面积为17719平方米，二期均为在建工程，总建筑面积57145平方米，其中楼宇主体封顶面积约为38218.52平方米、已完成打桩面积约为18020.24平方米、商铺面积约为2646.18平方米。

2015年9月18日，经公司第八届董事会第九次会议审议通过，公司与广州市亿城置业有限公司（以下简称“亿城置业”）签定《亿城泉说项目合作协议书》，公司通过向广州普联房地产开发有限公司（以下简称“普联开发”）增资3055.56万元，实现对普联开发控股（持股比例55%，剩余45%由亿城置业按比例出资）。普联开发拥有房地产项目亿城泉说，项目总占地面积约84522平方米，可销售建筑面积70200平方米，截至2016年3月底，项目已签订合同销售面积16331.62平方米，剩余可销售面积53874.38平方米。同时，普联开发下属广州亿城泉说酒店有限公司

¹ 其中，2015年归属于母公司的扣除非经常性损益后的累计净利润预测数据以立信会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《拟发行股份购买标的资产之模拟汇总盈利预测审核报告》（信会师报字[2015]第【410024】号）为准，2016年及2017年归属于母公司的扣除非经常性损益后的累计净利润数据以各方共同出具的《拟发行股份购买标的资产之模拟汇总盈利预测简表（2016年度及2017年度）》为准。

(以下简称“亿城泉说酒店”)及广州茂华物业管理有限公司纳入公司合并范围。

事项三 设立金控公司

2016年4月,公司第八届董事会第二十七次会议审议,公司拟与控股股东粤泰控股共同投资设立广州粤泰金控投资有限公司(以下简称“粤泰金控”),注册资本拟为人民币5亿元,其中公司出资3亿元人民币,占比60%,粤泰控股出资7500万元人民币,占比15%,自然人出资7500万元人民币,占比15%,公司自然关联人付恩平(系公司董事)出资5000万元人民币,占比10%,上述事项已经公司2016年第一次临时股东大会审议通过。

截至本报告出具日,粤泰金控已经取得广州市工商行政管理局开具的准予设立(开业)登记通知书,并取得营业执照,法定代表人为杨树坪。

四、宏观经济和政策环境

2015年,中国经济步入“新常态”发展阶段,全年GDP67.7万亿元,同比实际增长6.9%,增速创25年新低,第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看,2015年,我国消费需求整体上较为平稳,固定资产投资增速持续下滑,进出口呈现双降趋势;同时,全国居民消费价格指数(CPI)六年来首次落入“1”时代,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)处于较低水平,制造业采购经理指数(PMI)仍在荣枯线以下,显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下,国内就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进,第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算,2015年,中国国内生产总值(GDP)67.7万亿元,同比实际增长6.9%,增速创25年新低;分季度看,GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%,经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长,但第三产业同比增速有所提高,表明中国在经济增速换挡期

内,产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行,成为GDP增速回落的主要原因。2015年,中国固定资产投资(不含农户)55.2万亿元,同比名义增长10.0%(扣除价格因素实际增长12.0%,以下除特殊说明外均为名义增幅),增速呈现逐月放缓的态势。其中,基础设施投资建设增速较快,但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显,成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳,为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年,中国社会消费品零售总额30.1万亿元,同比增长10.7%,增幅较2014年下降1.3个百分点;消费与人均收入情况大致相同,居民人均可支配收入全年同比增长8.9%,扣除价格因素实际增长7.4%,增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大,但进、出口双降凸显外贸低迷。2015年,中国进出口总值4.0万亿美元,同比下降8.0%,增速较2014年回落11.4个百分点。贸易顺差5930亿美元,较上年大幅增加54.8%,主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增长放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响,外贸形势不容乐观,但随着人民币(相当于美元)贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地,外贸环比情况略有改善。

2015年,中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入15.22万亿元,比上年增长8.4%,增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元,比上年增长15.8%,同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元,赤字率上升至3.5%,显著高于2.3%的预算赤字率。

2016年是中国“十三五”开局之年,中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策,助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到2020年GDP比2010年翻一番,意味着“十三五”期间的GDP增速底线是6.5%。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点是

去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进11大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2或将保持13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

五、行业及区域环境分析

1. 近年地产行业概况

2014年的中国房地产市场处于调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑；中央政策以“稳”为主，关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费；各地加速房地产市场化转型，限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。进入2015年，在延续上年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。

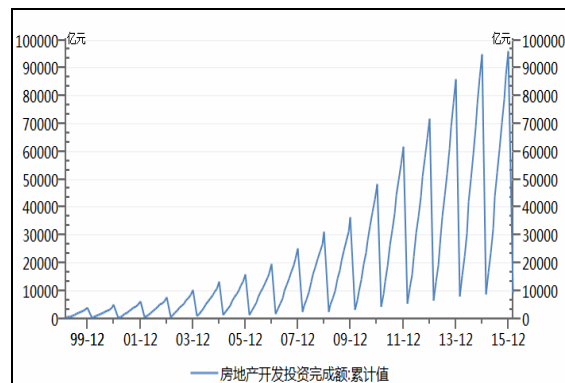
图1 2012年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：wind资讯

房地产投资：2014年，全国房地产开发投资9.5万亿元，同比增长10.5%，增速较上年回落9.3个百分点，创近五年新低；其中住宅投资6.4万亿元，同比增长9.2%（较上年回落10.2个百分点），商业营业用房和办公楼投资增速分别为20.1%和21.3%（分别较上年回落8.2个和16.9个百分点）。2015年，开发投资增速进一步回落，全年房地产开发投资9.60万亿元，同比增长1.0%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长0.4%。

图2 房地产开发投资完成额



资料来源：wind 资讯

房屋开工/竣工面积：新开工面积增速持续下降，2014年为18.0亿平方米，同比下降10.7%，其中住宅新开工12.5亿平方米，同比下降14.4%；全国房屋施工面积72.6亿平方米，同比增长9.2%；全国房屋竣工面积10.7亿平方米，同比增长5.9%。2015年，全国房屋新开工面积15.4亿平方米，同比下降14.0%，其中住宅新开工面积10.7

亿平方米，同比下降14.6%。

房地产销售：受政策因素影响，销售增速呈现先降后升。2014年，全国商品房销售面积为12.1亿平方米，同比下降7.6%，销售额为7.6万亿元，同比下降6.3%，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长；住宅销售面积（10.5亿平方米）同比下降9.1%，销售额（6.2万亿元）同比下降7.8%，办公楼的销售面积和销售额同比分别下降13.4%和21.4%（2498万平方米和2944亿元），商业营业用房的销售面积和销售额同比分别增长7.2%和7.6%（9075万平方米和8906亿元）。2015年，受益利好政策的刺激，地产销售呈温和回暖，70个大中城市房价同比上涨城市个数增加，房地产贷款稳步上升，全国商品房销售面积为12.85亿平方米，同比增长6.5%，销售额为8.73万亿元，同比增长14.4%。

2016年1~3月，全国房地产开发投资17677亿元，同比名义增长6.2%（扣除价格因素实际增长9.1%），增速比1-2月份提高3.2个百分点。其中，住宅投资11670亿元，增长4.6%，提高2.8个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为66.0%；房地产开发企业房屋施工面积61.80亿平方米，同比增长5.8%，其中，住宅施工面积42.40亿平方米，增长4.0%。房屋新开工面积2.83亿平方米，增长19.2%，增速提高5.5个百分点。其中，住宅新开工面积1.93亿平方米，增长14.8%。房屋竣工面积2.00亿平方米，增长17.7%，增速回落11.2个百分点。其中，住宅竣工面积1.45亿平方米，增长17.1%。2016年1~3月，商品房销售面积2.43亿平方米，同比增长33.1%，其中，住宅销售面积增长35.6%。相关政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力，2016年以来，中国房地产市场延续回暖趋势。

2. 房地产供求与信贷环境

2014年，市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20个代表城市成交量同比下降8.6%，供应量同比增长3.2%，销供比为0.82，

较2013年的0.93明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为0.64，与2013年1.53的水平差距较大；上海、广州、武汉也由2013年的供需基本平衡转为2014年的供大于求，销供比分别下降至0.80、0.70、0.88。2014年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至2014年底，20个代表城市可售面积为18782万平方米，环比增长1.8%，较2013年同期增长25.5%，为近五年以来最高水平。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。2014年11月，《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

2015年，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体仍呈现供大于求，库存升至历史高位。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价承压。同期的土地成交市场偏弱，全国房地产开发企业土地购置面积为22811万平方米，同比下降31.70%，降幅扩大；土地成交价款为7622亿元，同比下降23.9%。分季度看，随着销售好转，2~4季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。

近年来，房地产贷款稳步上升，保障房信贷支持力度加大：2014年，房地产贷款余额17.37万亿元，同比增长18.9%，无论是开发型还是消费型房地产贷款均呈上升态势。2015年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为21.0万亿元，同比增长21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款3.6万亿元，较上年增加8434亿元，占

各项贷款新增额的30.6%，较上年有所扩大。保障房信贷方面，截至2015年底，全国保障性住房开发贷款余额为1.8万亿元，同比增长59.5%（增速提升2.3个百分点）；全年新增6761.3亿元，占同期房产开发贷款增量的92.7%，较上年提高37.7个百分点。

3. 政策环境

2015年，国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015年2月5日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015年3月1日起，央行年内首次降息0.25个百分点。2015年3月30日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为40%，首套房公积金贷款首付降为20%，二套房公积金贷款首付降为30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由5年调整为2年以上。2015年4月20日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015年5月11日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了5.65%，住房公积金贷款利率调整到3.75%。2015年以来，多次降息降准，提振了市场信心。2015年10月29日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对于居住功能需求和住房的升级需求。

2016年以来，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2月2日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则

上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点。2月19日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为90平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为90平方米以上的，减按2%的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足2年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征营业税。

总体看，2015年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

4. 区域环境分析

公司房地产开发业务区域分布较分散，目前土地储备主要分布在广州、海口、淮南和江门等城市。

（1）广州市经济发展概况

根据广州市国民经济和社会发展统计公报显示，2015年，广州市实现地区生产总值（GDP）18100.41亿元，按可比价格计算，比上年（下同）增长8.4%。其中，第一产业增加值228.09亿元，增长2.5%；第二产业增加值5786.21亿元，增长

6.8%；第三产业增加值12086.11亿元，增长9.5%。第一、二、三次产业增加值的比例为1.26: 31.97: 66.77。三次产业对经济增长的贡献率分别为0.4%、29.0%、和70.6%。

从固定资产投资看，2015年全市全年完成固定资产投资5405.95亿元，比上年增长10.6%。分投资主体看，国有经济投资1301.30亿元，下降6.5%；民间投资2397.76亿元，增长35.8%；港澳台、外商经济投资967.74亿元，增长9.3%。

房地产开发投资方面，房地产开发业完成投资2137.59亿元，比上年增长17.7%，增速分别高于全市投资。按用途分，商品住宅开发投资1331.03亿元，增长33.8%。其中，90平方米以下住宅投资486.94亿元，增长114.6%；144平方米以上住宅投资337.03亿元，增长16.8%；别墅、高档公寓投资79.23亿元，增长71.2%。办公楼完成投资217.54亿元，同比下降2.4%；商业营业用房完成投资319.09亿元，同比增长8.7%。

总体看，广州市为一线城市，人口多，房地产行业受宏观政策影响较小，投资规模不断增长。

（2）海口市经济发展概况

2015年全市实现地区生产总值1161.28亿元，按可比价格计算，比上年增长7.5%。其中，第一产业增加值58.12亿元，增长1.2%；第二产业增加值223.67亿元，增长5.8%；第三产业增加值879.49亿元，增长8.3%。人均地区生产总值52501元，比上年增长6.4%。产业结构继续调整。第一产业和第二产业比重下降，第三产业比重继续提高。三次产业比例由2014年的5.2：19.9：74.9调整为2015年的5.0：19.3：75.7。

2015年，全市完成固定资产投资1012.04亿元，比上年增长23.2%，其中，新建投资879.29亿元，增长22.1%；扩建投资23.2亿元，增长17倍；改建投资7.34亿元，增长3.31倍。全年施工项目730个，增长3.8%，其中本年新开工项目241个，增长19.3%。分区看，秀英区完成固定资产投资306.5亿元，增长28.1%；龙华区完成固定资产投资246.2亿元，增长33.8%；琼山区完成固定

资产投资79.24亿元，增长40.8%；美兰区完成固定资产投资294.62亿元，增长18.4%。

2015年海口市房地产开发较快增长。全年全市房地产业实现增加值90.49亿元，比上年增长8.2%。全市房地产开发投资456.39亿元，比上年增长52.7%，增速比上年提高36.1个百分点。从商品房建设用途看，住宅投资276.14亿元，增长33.8%，占全部房地产开发投资的60.5%；商业营业用房投资48.4亿元，增长47.6%，占全部房地产开发投资的10.7%。房屋施工面积2569.23万平方米，增长14.3%；房屋竣工面积216.45万平方米，下降45%；商品房销售面积373.3万平方米，增长10.8%。

总体看，海口市房地产开发完成投资及商品房销售均实现两位数的快速增长，但始终保持较大库存压力。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年3月底，公司股本12.68亿元，粤泰控股直接持有公司股权27.27%，间接持有公司股权44.10%，为公司第一大股东，杨树坪先生为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司主要从事以住宅小区、商住楼开发和旧城改造为主的房地产开发业务，作为广州市老牌的房地产开发商，是广州市最早取得房地产开发一级资质的少数几家公司之一，在广州房地产界拥有良好的知名度，先后投资完成东湖新村、湖滨苑、五羊新城广场等项目的开发，以“广州东华实业股份有限公司”以及公司商标图形作为广州市不动产代理、管理的著名商标品牌，在房地产开发方面拥有丰富的经验。近年来，公司高薪聘请了在行业内具有丰富设计经验和良好口碑的房地产设计人才，在北京、江门、河南、海口等地打造了多个“天鹅湾”品牌，与同档次的房地产产品相比都具有较强的市场竞争力。

公司坚持以协议收购、股权转让以及合作开

发等方式获得项目开发权，土地成本较低，为后续盈利能力提供保障，项目选择方面立足于一二线城市，深耕于具有投资价值的三四线城市，并且优先选取区域核心地段，截至2016年3月底，公司房地产业务已拓展至广州、海口、北京、淮南、江门、三门峡等地，截至2016年3月底，公司土地储备总建筑面积341.05万平方米，土地储备较充足。

3. 股东概况及支持

公司第一大股东为粤泰控股，经营业务主要涵盖房地产开发板块、矿产开发板块以及商品贸易板块；拥有上市公司粤泰股份、矿产资源公司、房地产开发经营、建筑设计、建筑施工、物业管理等控股、参股公司。

由于粤泰控股与公司在房地产开发业务方面存在同业竞争的问题，公司于2014年6月发布公告，由粤泰股份通过向控股股东粤泰控股及其他关联方发行股份方式，从粤泰控股置入淮南仁爱天鹅湾置业有限公司（以下简称“淮南置业”）、海南白马天鹅湾置业有限公司（以下简称“海南置业”）部分股权（具体参加重大事项分析），公司项目储备大幅增加，置入后粤泰控股房地产二级开发业务主要由粤泰股份承接。同时，粤泰控股凭借丰富的项目经验及渠道优势，积极以协议收购方式等获取项目资源，培育成熟后注入上市公司，对公司业务运营提供有力保障。

4. 人员素质

截至2015年底，公司董事会成员共9名，包括董事长1名、副董事长1名、董事4名和独立董事3名；公司共有监事3名，其中监事会主席1名，监事2名；高级管理人员6名，其中总裁1名，副总裁3名，财务总监1名，董事会秘书1名。董事会成员有4人兼任公司高级管理人员。

公司董事长兼总裁杨树坪先生，1957年生，中山大学管理学院EMBA，高级工程师。曾任广州铁路（集团）工程总公司副总工程师。1995年创立广州粤泰控股集团有限公司，现任广州粤

泰集团股份有限公司董事长、广州粤泰控股集团有限公司、广州城启集团有限公司董事局主席兼总裁。自1996年7月起，担任公司董事长兼总裁。

截至2016年3月底，公司本部及主要子公司共有员工379人，按学历构成划分，大专以上占82.85%、高中中专12.40%，初中以下4.75%；按年龄划分30岁以下占23.21%，30至50岁占63.06%，50岁以上占13.72%。

总体来看，公司主要高管在公司任职时间长，从业经验丰富，管理能力较强。现有人员构成可以满足日常生产经营的需要。

七、管理分析

1. 法人治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》和中国证监会有关规章制度的要求，建立了股东大会、董事会、监事会、高级管理人员等的法人治理结构。股东大会为公司的权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会、监事会报告；修改公司章程等重大事项。

公司设董事会，董事会由七名董事组成，设董事长一人，副董事长一人。董事会、持有或合并持有公司股份3%以上的股东，可以提出董事候选人，并经股东大会选举或更换，每届任期三年，可连选连任。董事会行使召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会决议；决定公司经营计划和投资方案；制订制定公司年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司设总经理一名，设副总经理人数不超过7名，由董事会解任或解聘，总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟定公司基本管理制度；制定公司的具体规章。公司总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书为公司高级管理人员。

公司设监事会，由三名监事组成，由股东代表和公司职工代表担任，公司职工代表担任的监

事不得少于监事人数的三分之一，监事会设主席一人。监事会中的职工监事由公司职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会行使检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等权利。

截至2016年3月底，公司本部设经营与管理中心、产品研发与成本控制中心、营销中心、工程管理中心、预结算中心、法务合同管理中心、开发管理中心、番禺项目部、资金管理中心、财务管理中心、行政人事中心、审计监察中心和证券与投资者关系管理中心13个部门。

总体来看，公司治理结构清晰明确，职能部门设置较为合理，组织结构设置能够满足公司经营管理的需要。

2. 管理水平

根据职责划分结合业务运营实际情况，公司下设经营与管理中心、产品研发与成本控制中心、行政与法务中心、人力资源与企业文化中心、融资与投资发展中心、证券与投资者关系管理部、财务管理中心等职能部门，各职能部门相互配合，相互制约。

公司设立了较为全面的募集资金管理制度、投资者关系管理工作是制度、对外投资管理制度、对外担保管理制度、控股子公司管理制度、内部控制制度、控股子公司财务管理规定、关联交易公允制度，对公司重大事项进行决策和管理。

财务管理制度方面，公司制定了《募集资金管理制度》、《对外投资管理制度》、《对外担保管理制度》、《控股子公司财务管理规定》、《关联交易公允制度》、《分红管理制度》等一系列财务管理制度，财务管理制度，公司对各子公司财务部统一管理，统一各子公司的核算制度，统一财务管理办法，集中复核，统一财务报告。

对外投资方面，公司设立了对外投资管理的组织机构、并设立了决策管理、审批权、财务管理等相关规定严格监管对外投资行为。公司控股子公司均不得自行对其对外投资作出决定。公司

对外投资计划分为金融性投资和非金融性投资两大类。公司进行的金融性投资，应确定其可行性，经论证投资必要且可行后，按照公司发布的投资管理规定，依据权限逐层进行审批；非金融性投资，须严格执行有关规定，对投资的必要性、可行性、收益率进行切实认真的论证研究。对确认为可以投资的，应按权限逐层进行审批。关于对外投资权限，需达到董事会单项金融性投资运用资金不超过公司净资产的15%或董事会单项非金融性投资运用资金不超过公司净资产的30%，方可进行审批。

担保管理方面，公司《对外担保管理制度》规定了公司对外担保的审批条件和程序，规定对外提供担保时需经股东大会审议。当单笔担保额超过上市公司最近一期经审计净资产10%的担保、上市公司及其控股子公司的对外担保总额，超过上市公司最近一期经审计净资产50%以后提供的任何担保、为资产负债率超过70%的担保对象提供的担保、连续十二个月内担保金额超过公司最近一期经审计总资产的30%、连续十二个月内担保金额超过公司最近一期经审计净资产的50%且绝对金额超过5000万元人民币以后提供担保需经股东大会审议通过。

子公司管理方面，控股公司部门经理（含部门经理，以下同）以上人员的人事任免由母公司负责，控股公司对外进行担保的，需先报母公司董事会或股东大会决议批准后方可实施，母公司定期或不定期实施对控股公司的审计监督，控股公司应当在每季度、半年度、年度结束之日起十五个工作日内，向母公司董事会提交季度、半年度、年度财务报告及经营情况总结。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，财务制度规范，整体管理运作情况良好。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务为房地产开发，近年来业务范

围主要集中在广州、江门、三门峡等地，以开发商住类型的住宅产品为主。2016年3月，公司完成重大资产重组，置入包括淮南置业、海南置业、广州天鹅湾二期等在内的多处房地产项目，项目储备大幅增加，为公司后续房地产开发业务提供支撑。

2013~2015年，公司营业收入呈现波动增长态势，年均复合增长5.14%；三年分别为4.90亿元、8.91亿元和8.31亿元，近三年房地产业收入占营业收入的比重均在90%以上，为公司收入的主要来源部分。分板块看，2013~2015年房地产业收入有所波动，2014年，受益于广州益丰项目的竣工，公司房地产业收入较2013年大幅增长91.74%；2015年广州益丰项目销售有所下降，带动2015年全年房地产业收入同比下降6.76%至8.14亿元。公司服务业主要为包括主要是物业管理服务、设计服务、酒店服务，整体规模较小，近三年收入有所波动，分别为0.18亿元、0.12亿元和0.17亿元，其中2015年同比增长43.09%，主要是由于2015年公司收购亿城泉说酒店带入酒店服务所致。公司矿业主要为公司下属子公司茶陵县明大矿业有限公司（以下简称“明大矿业”）

以及茶陵嘉元矿业有限公司（以下简称“嘉元矿业”）经营的金属矿，2013年公司完成对明大矿业的收购，但由于2014年以后，钨锡精矿市场价格走低，为避免在市场价格下行的背景下出现亏损，明大矿业暂时性停产，故2015年无矿业收入；2013年公司其他业务收入规模较大，主要系当期出售部分旧物业所致。

毛利率方面，2013~2015年公司毛利率有所波动，三年分别为44.06%、32.50%和41.65%，与房地产业务毛利率波动一致，2013年房地产业毛利率为44.96%，主要来自江门天鹅湾项目，江门天鹅湾项目拿地成本较低，毛利率较高；2014年房地产业毛利率大幅下降至32.60%，主要是由于毛利率较低的益丰项目结转收入所致，2015年受益丰项目结转收入下滑的影响，房地产业毛利率同比提升9.47个百分点至42.07%。

2016年1~3月，公司营业收入为1.40亿元，其中房地产业收入1.28亿元，主要来自江门天鹅湾项目，服务业收入为1194.00万元，为2015年全年收入的71.60%，主要是由于2015年收购亿城泉说酒业服务收入增加所致。

表1 2013~2016年3月公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2013年			2014年			2015年			2016年1~3月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
房地产业	45728.18	93.41	44.96	87680.86	98.37	32.60	81390.10	97.94	42.07	12775.27	91.37	47.28
服务业	1872.13	3.82	6.53	1165.41	1.31	30.57	1667.56	2.01	22.70	1194.00	8.54	3.42
建筑施工 业	22.26	0.05	-20.04	--	--	--	--	--	--	--	--	--
矿业	--	--	--	101.9	0.11	-89.74	--	--	--	--	--	--
其他业务	1333.81	2.72	66.67	182.24	0.20	67.49	47.71	0.06	-6.81	12.71	0.09	-47.76
合计	48956.38	100.00	44.06	89130.41	100.00	32.50	83105.38	100.00	41.65	13981.98	100.00	43.45

资料来源：公司提供

注：1. 上表营业收入合计与公司披露的2013-2015年年报以及2016年一季报营业收入保持一致，财务分析部分2014-2015年及2016年1-3月营业收入为追溯调整之后数据，与上表营业收入合计不一致；

2. 2014-2016年3月建筑施工收入为零，主要为内部抵消所致，2013年部分收入为对外业务，规模较小，此处不予分析。

2. 房地产业务

公司为广州市老牌的房地产开发商，具备房地产一级开发资质，经营模式主要以自主开发房地产项目为主，自设立以来在北京、江门、三门峡、广州等地打造了多个天鹅湾项目。公司房地

产开发坚持以协议收购、股权转让等方式获取土地，土地成本相对较低，且房地产项目多选取地理位置较好地段，定位于中、高端市场。

成本预算方面，公司年初制定目标成本，每季度根据工程进度对预算进行调整，总承包单位

主要包括中国建筑第四工程局有限公司、海南宏之峰建筑工程有限公司等国内知名的建筑承包商，由总承包单位进行集中采购，专业分包（如消防工程）由地区公司选择依照当地要求进行选择。公司按工程现场的进度支付给供应商的相应比例工程款，工程完工时支付大约总工程款的80%，竣工验收后，支付至总工程款的85%，项目决算时支付总工程款的95%，剩余5%的工程款于相应质保期后支付，质保期一般为1~3年。

项目开发

近年来，公司房地产开发处于起步阶段，开发规模较小，2013~2015年，公司新开工面积逐年增加，分别为7.81万平方米、15.01万平方米和16.96万平方米，其中2014年新开工面积大幅增长92.19%，主要是受广州旭城项目以及江门天鹅湾项目新开工面积增加所致；2015年公司新开工面积同比增长12.99%。公司竣工面积波动较大，2013~2015年分别为14.39万平方米、20.75万平方米和5.82万平方米，其中2015年竣工面积大幅下降，主要是受工程进度结算影响，截至2015年底，公司在建面积为13.22万平方米，主要包括海南海口天鹅湾项目以及广州天鹅湾二期项目。

表2 近年来公司房地产开发主要指标

项目	2013年	2014年	2015年	2016年1~3月
新开工面积（万平方米）	7.81	15.01	16.96	4.75
当期新开工项目数量（个）	4	8	4	4
期末在建面积（万平方米）	7.81	2.08	13.22	13.07
期末在建项目数量（个）	16	12	11	15
房屋竣工面积（万平方米）	14.39	20.75	5.82	4.90

资料来源：公司年报

注：上表数据包含本次重大资产重组置入项目以及对外投资收购项目。

截至2016年3月底，公司在开发项目如表3列示，其中包含本次重大资产重组所置入的广州天鹅湾二期、雅鸣轩一期、雅鸣轩二期、海南海口天鹅湾项目，新置入项目投资规模均较大，占总开发项目投资额度的64.03%。截至2016年3月底，公司在开发项目预计总投资79.41亿元，已完成投资44.93亿元，未来尚需投资34.48亿元，考虑到公司规模较大的在开发项目多于2017-2018年竣工，公司未来一年内进入集中投资期，将面临较大的投资压力，若项目进展顺利，2017年以后公司销售收入以及结转收入或将大幅提升。

表3 截至2016年3月底公司在开发项目投资金额情况（单位：万元）

项目名称		开工时间	预计	预计	已完成投资	尚需投资金额
			竣工时间	总投资		
嘉盛项目		2015/6/11	2018/6/11	95000.00	33658.42	61341.58
旭城项目		2014/6/3	2017/7/1	50000.00	37790.20	12209.80
广州天鹅湾二期		2015/9/30	2018/3/22	200000.00	153558.31	46441.69
雅鸣轩一期		--	--	45000.00	35886.45	9113.55
雅鸣轩二期		--	--	45000.00	35027.57	9972.43
海南海口天鹅湾项目		2011/7/10	2017/12/31	218469.16	100700.00	117769.16
河南三门峡天鹅湾项目		2009.7.30	2021/9/30	78000.00	41440.00	36560.00
江门天鹅湾项目	江海花园南区 8-1~8-5 栋	2016/6/30	2017/12/30	6648.00	0.00	6648.00
	江海花园南区 11-3、4、5 栋	2016/5/31	2018/12/31	31200.00	0.00	31200.00
	江海花园南区酒店公寓	2016/8/31	2019/5/31	8157.00	0.00	8157.00

	江海花园南区小学	2016/1/8	2016/7/31	3200.00	450.00	2750.00
	江海区兴南幼儿园	2016/9/15	2017/5/30	1300.00	0.00	1300.00
香江丽景二期		2010/3/1	2017/12/31	12143	10785	1358
合计		--	--	794117.16	449295.95	344821.21

资料来源：公司提供

注：1. 上表项目包括本次重大资产重组所置入的项目：广州天鹅湾二期、雅鸣轩一期、雅鸣轩二期和海南海口天鹅湾项目；对外投资收购项目：香江丽景二期。

2. 由于雅鸣轩项目（一期、二期）置入之前已进行部分开发，后由于开发计划变化需重新获取开工许可证，目前项目开发暂未重新启动，固未标明开工及竣工时间。

项目销售

近年来受调控政策影响，全国房地产行业景气度有所波动，区域市场出现分化。2014年上半年受宏观经济放缓、流动性紧张等因素综合影响，部分房地产企业通过降价方式加快资金回收；2015年以来，虽然政府出台一系列房地产扶持政策，市场环境有所改善，但区域分化现象依旧突出，部分三线城市依然面临较大去化压力。

表4 近年来公司房地产销售主要指标

项目	2013年	2014年	2015年	2016年1~3月
签约销售面积（万平方米）	6.61	7.44	7.69	0.72
签约销售金额（万元）	35983.93	64535.47	62484.53	5133.51
签约销售均价（万元/平方米）	0.54	0.87	0.81	0.72
结转收入面积（万平方米）	9.41	6.99	10.06	1.94
结转收入（万元）	45728.18	87680.86	81390.10	12775.27

资料来源：公司提供

注：上表包含对外投资收购项目，但未包含本次重大资产重组所置入项目。

近三年，公司房地产销售收入主要来自江门天鹅湾项目、三门峡天鹅湾项目以及广州益丰项目。2013年公司共签约销售面积6.61万平方米、签约销售金额3.60亿元，主要来自江门天鹅湾项目以及三门峡天鹅湾项目，签约销售面积分别为5.57万平方米和1.04万平方米，由于三门峡项目定价偏低，公司当期签约销售金额主要来自江门天鹅湾项目（占91.15%）。2014年，江门天鹅湾项目以及三门峡天鹅湾项目持续滚动开发及销售，但签约销售面积及金额均同比小幅下降，受

益于广州益丰项目竣工结算，当期签约销售面积及签约销售金额同比分别上涨12.56%和79.35%，由于广州益丰项目价格较高，2014年签约销售均价较2013年提升0.33万元/平方米。2015年，随着江门天鹅湾项目及三门峡天鹅湾项目的持续销售，公司签约销售面积持续增长至7.69万平方米，由于定价较高的广州益丰项目签约销售金额较2014年下降17.90%，带动公司2015年全年签约销售金额小幅下降3.18%至6.25亿元。2015年公司通过非公开发行注入海南海口天鹅湾项目（包括住宅、商铺及车位），当期实现签约销售金额0.53亿元。

表5 截至2016年3月底公司主要库存项目销售进度

项目	地区	可供出售面积	已预售面积	销售比例
广州益丰项目	广州	0.34	3.35	90.83
三门峡天鹅湾项目	三门峡	1.88	10.39	84.65
江门天鹅湾项目	江门	6.37	14.93	70.00
江门东华云景华庭	江门	0.11	2.16	95.00
海南海口天鹅湾项目	海口	1.57	6.68	80.97
香江丽景二期	海口	3.44	0.20	5.41
亿城泉说项目	广州	5.41	1.61	22.88

资料来源：公司审计报告

注：1. 上表包含重大资产重组注入项目海南海口天鹅湾项目以及2015年公司对外投资收购项目香江丽景二期和亿城泉说项目。

2. 可供出售面积为取得预售证面积，已预售面积为累计已售面积，销售比例=已预售面积/（已预售面积+可供出售面积）。

分项目来看，广州益丰项目位于广州市海珠区，项目占地面积为6743平方米，总建筑面积为44250万平方米，自2014年竣工预售以来去化效

果较好，截至2015年底销售比例为90.83%；三门峡天鹅湾项目于2009年7月开工，有一定去化压力，截至2015年底销售比例仅为84.65%；江门天鹅湾项目及东华云景华庭项目近三年签约销售面积分别为5.56平方米、5.12平方米和5.88平方米，销售情况较稳定，为公司房地产销售主要来源之一，截至2015年底，江门天鹅湾项目销售比例为70.00%，江门东华云景华庭项目销售比例为95.00%，尚有一定土地储备可供开发。海南海口天鹅湾项目为本次重大资产重组置入

项目之一，于2011年7月开工，项目总投资为21.85亿元，投资规模较大，自开工以来持续滚动开发，截至2015年底，销售比例为90.97%。

总体来看，公司近三年可供出售项目储备较为单一，且区域分化现象突出，部分项目面临较大的去化压力。随着公司重大事项的完成，公司项目储备大幅增加，随着置入项目的逐步开发及预售，未来1-2年内公司项目销售收入有望得以提升。

表6 截至2015年底主要项目库存及销售情况（单位：万元、万平方米）

区域	2013年		2014年		2015年		2016年1-3月	
	签约销售金额	签约销售面积	签约销售金额	签约销售面积	签约销售金额	签约销售面积	签约销售金额	签约销售面积
广州益丰项目	0.00	0.00	35200.00	16029.09	28900.00	11033.05	2682.65	936.05
江门天鹅湾项目	32800.00	55687.96	27800.00	51245.61	31500.00	58839.42	1744.43	3223.26
江门东华云景华庭								
三门峡天鹅湾项目	3183.93	10434.02	1535.47	7103.61	2084.53	7024.54	706.43	3010.22
海南海口天鹅湾项目	住宅	25995.90	25367.85	6229.87	6905.2	5193.28	7889.94	2173.42
	商铺	2592.52	1908.11	443.79	244.44	--	0.00	973.14
	车位	1197.75	3278.65	144.95	381.34	108.6	271.36	108.15
香江丽景二期	--	--	--	--	414.91	1166.84	228.12	83.6
亿城泉说项目	7036.85	4239.14	2947.24	1944.63	5120.31	3613.17	2130.00	829.04

资料来源：公司提供

注：1. 上表包含重大资产重组注入项目-海南海口天鹅湾项目以及2015年公司对外投资收购项目香江丽景二期和亿城泉说项目；2. 香江丽景二期项目收购前数据企业无法提供。

土地储备

公司一直以来坚持“以销定产”的发展战略，规避盲目扩张、高价获得土地可能带来的财务风险，坚持以协议收购、产权交易所招拍挂等形式获取较低成本的土地，以盈利为导向，锁定利润空间。2016年3月公司完成重大资产重组，置入淮南、海南以及广州等地的多处项目，土地储备大幅增加，为公司未来发展提供有力支撑。

城市筛选方面，公司密切跟踪地区土地市场变化，综合考虑经济规模与增速、供求关系、城市地位等，立足一二线城市，逐步拓展三四线城市，在选定城市的基础上，优选城市核心区域。截至2016年3月底，公司土地储备集中在

广州、北京、海口及淮南等地。

公司江门天鹅湾项目土地获取时间较早，系通过参与江门市政府下属房地产开发公司国企改革，以较为显著优势的土地成本获取的项目，近年来江门天鹅湾项目销售状况良好，为公司房地产收入的主要来源和支撑。北京东华虹湾项目系公司2005年获取，项目持有待开发土地面积为1.96万平方米，全部为一级土地整理面积，目前项目性质为工业用地，尚未变更为商业用地，未来拟以合作开发模式进行开发。2016年3月，公司通过重大资产重组获取海南海口天鹅湾项目以及淮南天鹅湾项目土地，其中海南海口天鹅湾项目主要系粤泰控股通过招拍挂方式取得，后通过本次重组置入公司，自获

取以来坚持滚动开发模式，项目地理位置良好，为后期房地产开发提供有力支撑；本次重组置入的淮南置业于2010年与淮南市国土局签订《成交确认书》，确认在土地挂牌出让活动中竞得原属于安徽理工大学学校的地块，土地转让价款较低，项目总占地面积约1006亩，若项目进展顺利，将有较大的盈利空间，由于土地获取后受安徽理工大学新校区建设进度缓慢未能

及时搬迁的原因，公司开发时间一直顺延，预计2016年9月开工，2017年3月开始预售，若项目进展顺利，将于2017年陆续确认收入。总体看，公司部分项目获取成本具有较为显著竞争优势，但考虑到淮南天鹅湾项目投资规模较大，受前期校区搬迁影响开发进度缓慢，一定程度占用资金，且项目位于三四线城市，未来或将面临一定去化压力。

表 7 截至 2016 年 3 月底公司土地储备情况 （单位：万平方米、万元）

项目名称	位置	类型	占地面积	建筑面积	可售面积	获取时间	公司所占权益比例	获取价格	获取方式
北京东华虹湾	北京市朝阳区百子湾	商业	1.96	--	--	2005/11/09	70%	22588.03	合作开发
海南海口天鹅湾项目	海口市南渡江东岸、白驹大道南侧	住宅	7.98	31.85	23.90	2011/05/11	77%	20500.00	招拍挂
	海口市南渡江东岸、白驹大道南侧	住宅	7.54			2011/05/11			招拍挂
	海口市南渡江东岸、白驹大道南侧	住宅	2.58			2014/10/29			招拍挂
	海口市南渡江东岸、白驹大道南侧	住宅	1.24			2014/10/30			招拍挂
	海口市南渡江东岸、白驹大道南侧	住宅	0.62			2015/02/05			招拍挂
香江丽景项目	定安县定仙公路北侧	住宅	4.7	9.39	7.07	2009/7/7	100%	1041.6	股权转让
淮南天鹅湾项目	洞山.天鹅湾	商住	8.71	44.08	42.08	2011/12/13	90%	23889.52	招拍挂
	学院.天鹅湾	商住	26.53	135.87	132.87	2011/12/13		72737.05	招拍挂
	公园.天鹅湾	居住	24.99	93.34	89.90	2015/11/9		67808.76	招拍挂
江门天鹅湾项目	江海花园南区 10-3、11-3、11-4、11-5 工程项目	商住楼	3.59	20.94	19.47	2004	100%	3127.00	股权收购
	兴南小区幼儿园	商住楼	0.59	0.48	--	2004		65.00	股权收购

江海花园南区8-1至8-5	江海区东海路侧东海花园地段(地块二)、江海区江海花园以南、五邑路以北地段(地块三)	商住楼	1.69	2.1	1.51	2003		284.00	股权收购
酒店	江海区东海路侧东海花园地段(地块二)	商业	1.09	3	2.50	2003		625.00	股权收购
合计	--	--	93.81	341.05	319.30	--	--	--	--

资料来源：公司提供

注：上表包含重大资产重组注入项目-海南海口天鹅湾项目、淮南天鹅湾项目以及2015年公司对外投资收购项目香江丽景项目。

截至2016年3月底，公司土地储备总建筑面积341.05万平方米，为2015年签约销售面积的44.21倍，主要集中在淮南以及海南地区，土地储备充足。

未来投资及盈利预测

截至2015年底，公司未来主要拟建项目包括淮南天鹅湾项目、海南海口天鹅湾项目以及雅鸣轩一期和二期，预计总投资106.58亿元。

公司主要在开发项目分布较为分散，其中以淮南天鹅湾项目和海南海口天鹅湾项目投资规模最大，占比分别为总投资的63.71%和20.50%。截至2015年底，公司主要在建项目尚余投资87.14亿元(其中淮南天鹅湾项目尚需投资67.90亿元，海南海口天鹅湾项目尚需投资11.78亿元)。总体看，未来随着在开发项目、拟建项目持续推进以及土地储备的获取，公司开发投资需求将维持较大规模，公司面临一定资金压力。

表8 截至2015年底公司主要拟建住宅项目投资计划(单位：万元、平方米)

项目名称		所在地	开发周期	总建筑	预计	未来三年投资计划
				面积	总投资	
淮南天鹅项目	洞山.天鹅湾	淮南市田家庵区洞山中路南侧、两淮路东侧	3	448610	112000.00	112000.00
	学院.天鹅湾	淮南市田家庵区舜耕中路北侧、学院路西侧	3	1340337	332380.00	332380.00
	公园.天鹅湾	淮南市田家庵区姚南村西侧、曹咀村东侧、湖滨西路北侧；	3	933400	234650.00	234650.00
江门天鹅湾项目	江海花园南区10-3、11-3、11-4、11-5 工程项目	江海区江海花园麻园路以南地段、江海区麻三沙冲围（银泉花园侧）西南地块、江海花园规划范围内	2	209400.00	31200.00	31200.00
	兴南小区幼儿园	江海区兴南小区 A 地块	--	4789	1300.00	1300.00
	江海花园南区8-1 至 8-5	江海区东海路侧东海花园地段（地块二）、 江海区江海花园以南、五邑路以北地段（地块三）	1.5	21000.00	6648.00	6648.00
	酒店	江海区东海路侧东海花园地段（地块二）	1.5	30000.00	8157.00	8157.00

海南白马天鹅湾项目	海口市南渡江东岸、白驹大道南侧	2	318487.57	218469.16	117769.16
	海口市南渡江东岸、白驹大道南侧	2			
	海口市南渡江东岸、白驹大道南侧	2			
	海口市南渡江东岸、白驹大道南侧	2			
	海口市南渡江东岸、白驹大道南侧	2			
香江丽景项目	定安县定仙公路北侧		93870.10	31000	8215
北京东华虹湾	北京市朝阳区百子湾	3	--	--	--
雅鸣轩一期	广州市越秀区中山四路、大塘街地段	1.5	37701.00	45000	9113.55
雅鸣轩二期	广州市越秀区中山四路、大塘街地段	1.5		45000	9972.43
合计	--		3437594.67	1065804.16	871405.14

资料来源：公司提供

2016年3月，公司完成重大资产重组，置入海南置业77%股权、海南置业90%股权、广州天鹅湾项目二期资产，雅鸣轩项目（一期、二期）和城启大厦投资性房地产，并与各方签订的盈利预测补偿协议，承诺标的资产2015~2017年实现的归属于母公司的扣除非经常性损益后的累计净利润合计不低于人民币125222.31万元，2015年度归属于母公司所有者的净利润已完成了盈利目标的90.54%（具体见重大事项分析）。

淮南置业待开发项目位于安徽省淮南是田家庵区，项目划分为淮南天鹅湾西区（一期、二期）、淮南天鹅湾中区（一期、二期、三期、四期）以及淮南天鹅湾北区项目，项目总占地面积60.23万平方米（其中西区8.71万平方米、中区26.53万平方米、北区24.99万平方米）、建筑面积273.30万平方米其中西区44.08万平方米、中区135.87万平方米、北区93.34万平方米），项目用地原属于安徽理工大学学校的地块，受安徽理工大学新校区建设进度缓慢未能及时搬迁的原因，公司开发时间一直顺延，预计2016年9月开工，2017年3月开始预售，若项目进展顺利，将于2017年陆续确认收入。

广州天鹅湾二期项目位于广州市革新路天鹅街3号，建筑面积63569.8平方米，占地面积

10225.75平方米，预计2016年10月开始预售，将于2017年陆续确认收入。

海南白马天鹅湾项目位于海口市南渡江东岸、白驹大道南侧，占地面积19.96万平方米，建筑面积31.85万平方米，分七期滚动开发，第一期、第二期已销售，剩余部分尾货，第三期正在销售中，第四期预计2016年底预售，剩余三期将于两年后开发完毕。

雅鸣轩项目（一期、二期）位于中山四路大塘街107号-127号地段及129号-143号地段，建筑面积37701.00平方米，土地面积6036.32平方米，由于调整规划原因，需重新办理施工许可证后复工。城启大厦位于广州市荔湾区南岸路63号，以写字楼为主，包含商铺和车位，建筑面积为24358.88平方米，目前用作物业出租。

根据公司提供的针对上述置入项目2016-2017年度的财务预测数据（见下表），2016年上述项目合计为公司贡献收入36.52亿元，归属于母公司净利润4.19亿元，2017年合计为公司贡献收入51.67亿元，归属于母公司净利润为7.75亿元，考虑到2015年公司已实现归属于母公司所有者的净利润为1.13亿元，公司2015-2017年预测归属于母公司净利润合计为13.07亿元，可完成交易各方承诺业绩。

表9 公司重大事项置入项目 2016-2017 年度预测数据

项 目	2016 年度预测数	2017 年度预测数
营业收入	36.52	51.67
营业成本	26.11	32.07
营业税及附加	3.27	5.91
销售费用	0.74	1.50
管理费用	0.33	0.51
财务费用	0.00	0.00
营业利润	6.07	11.68
利润总额	6.07	11.68
减：所得税费用	1.43	2.92
净利润	4.63	8.76
归属母公司净利润	4.19	7.75

资料来源：公司提供

未来公司的发展战略将立足于北京、广州等一线城市的房地产开发，并继续发展二、三线城市现有的房地产项目，同时公司将重点提升优质土地获取的能力和资金运用效率，逐步加强公司的核心竞争实力。公司将根据目前所处的行业发展格局及自身的实际情况，适时开拓多元化的发展，努力探索能让公司更长远发展的经营模式。

总体看，近年来公司房地产业务尚处于启

动初期，整体开发规模较小，市场区域分化现象凸显；随着重大事项的完成，公司项目储备大幅增加，未来一年项目进入集中投资期，公司将面临较大资金及周转压力，且部分项目位于三线城市，投资规模较大，市场销售情况具有一定不确定性，考虑到公司储备项目所在区域较为分散，可一定程度分散区域性风险，随着公司项目储备逐步开发及预售，公司未来两年销售收入有望得以提升。

3. 物业租赁

物业租金主要来自物业租赁收入。2013~2015年，公司实现物业租金收入分别为1892.29万元、991.44万元和1045.43万元，其中2014年租金收入下降主要是由于2013年陆续出售零散的租赁物业所致。2015年以前，公司自持物业主要为老东华物业项目，物业形态主要为住宅、商铺及车位，近三年出租率均在95%以上；2016年3月，公司完成重大资产重组，置入城启大厦投资性房地产，建筑面积24372.87平方米，物业形态主要包括写字楼及车位。

表10 2013~2015年公司自持物业的基本情况（单位：万平方米、万元、%、元/平方米）

物业名称	位置	建筑面积	业态	入账成本	公允价值 (截至2015 年12月底)	增值率	出租率	租金水平
城启大厦	荔湾区南岸路63号	2.48	办公	24116.33	38842.35	61.06	100.00	40-50
城启大厦	荔湾区南岸路63号	0.07	车位	587.35	2291.40	290.12	100.00	800-1000
城启大厦	荔湾区南岸路63号	0.20	商业	1823.33	3842.72	110.75	100.00	130-150
五羊新城广场	越秀区寺右新马路 111-115号	0.43	办公	2501.74	8310.59	232.19	100.00	60-80
东峻广场	越秀区东风东路 828-836号	0.13	办公	1061.93	1144.88	7.81	100.00	40-50
信龙大厦	越秀区广州大道中路 129-133号	0.94	商业	938.97	16764.06	1685.36	100.00	180-200
一德路房产	越秀区一德路273-279 号	0.17	商业	2263.62	3854.31	70.27	100.00	230-250
晓港湾二楼	海珠区南洲路北丽华 街54、6、68、75号	0.32	商业	2891.21	4202.56	45.36	100.00	110-120
淘金北路房产	越秀区淘金北路71号	0.03	商业	230.72	338.10	46.54	100.00	230-250
荣庆大厦房产	越秀区东华西路三角 市22号	0.09	商业	365.18	1110.29	204.04	100.00	160-180
五羊新城广场	越秀区寺右新马路 111-115号	0.00	车位	3.00	133.65	4355.00	100.00	1000-1200

五羊新城住宅	越秀区寺右新马路南一街七巷	0.01	住宅	6.00	179.70	2896.83	100.00	60-80
大沙头住宅	越秀区大沙头三马路	0.01	住宅	22.97	141.34	515.35	100.00	60-80
合计	--	4.88	--	36812.35	81155.95	120.46	100.00	

资料来源：公司提供

4. 矿业经营

公司矿业经营主体主要为明大矿业和嘉元矿业，公司于2013年以2087.39万元收购粤泰控股全资子公司广州粤城泰矿业投资有限公司所持有的明大矿业65%股权，主要资产包括茶陵县合江口铜铅多金属矿（采矿权）、茶陵县严塘镇垅上铜矿（采矿权）以及1个选矿厂；同年，公司向湖南四维矿业发展有限公司收购其所持有的嘉元矿业²36%股权及四维矿业对嘉元矿业的全部债权，收购价格为人民币2736万元。此次收购完成后本公司将实际持有茶陵嘉元矿业有限公司100%的股权。2014年，公司实现矿业收入101.9万元，毛利率为-89.74%，主要是由于2014年以后，钨锡精矿市场价格走低，公司矿业出现亏损；为避免在市场价格下行的背景下出现亏损，明大矿业暂时性停产，故2015年矿业收入为零。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2013年度合并财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司提供的2014~2016年一季度专项审计财务报表基于淮南置业、淮南言爱天鹅湾置业有限公司、海南置业、海南天鹅湾物业服务有限公司、海南粤泰投资

有限公司和海南江宏于2014年1月1日纳入合并范围，其他子公司按实际发生日纳入合并范围，已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，截至2013年底，公司纳入合并范围子公司合计17家。2014年公司新纳入合并范围子公司共18家，新增1家为嘉元矿业；2015年公司合并范围新增3家，为普联开发、亿城泉说酒店和广州茂华物业管理有限公司。因上述3家公司为非同一控制下企业合并，故未进行追溯调整。公司2016年一季度合并范围较2015年底无变化。因2013年审计报告未进行专项审计，该年财务数据不具可比性，以下财务分析基于2014~2016年一季度专项审计报告。

截至2015年底，公司（合并）资产总额75.34亿元，所有者权益14.29亿元（含少数股东权益2.14亿元）。2015年，公司实现营业收入9.27亿元，利润总额0.84亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额118.13亿元，所有者权益合计53.53亿元（含少数股东权益1.62亿元）。2016年1~3月，公司实现营业收入1.40亿元，利润总额-0.23亿元。

2. 资产质量

截至2015年底，公司资产总额75.34亿元，同比增长30.97%，主要是受预付款项和存货规模增加的影响，其中流动资产占91.11%，非流动资产占8.89%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

截至2015年底，公司流动资产同比增长33.06%，主要来自预付款项、其他应收款和存货的增长。截至2015年底，公司流动资产68.64亿元，构成主要包括货币资金（占5.80%）、预

²2012年公司以当时公司控股子公司北京博成房地产开发有限公司（以下简称“博成公司”）名义参与了北京产权交易所关于茶陵嘉元矿业有限公司64%股权及963.1万元债权的竞标，并最终以前6544万元竞得。其后公司与粤泰控股签订《广州粤泰集团有限公司与广州东华实业股份有限公司、北京博成房地产开发有限公司的股权转让协议》，将公司持有的博成公司100%股权转让给粤泰控股。但由于嘉元矿业是由公司以博成公司名义参与公开竞拍所得，所有股权竞拍款均是由公司支付，因此公司与博成公司签订股权转让协议，博成公司将所持有的嘉元矿业股权不做任何增值转让予公司，转让价格为博成公司支付的全部招拍挂价款及相关费用。因此，公司在进行此次交易前，已经实际持有标的公司的64%股权，为标的公司的实际控制人。

付款项（占10.08%）、其他应收款（占11.07%）和存货（占71.26%）。

截至2015年底，公司货币资金3.98亿元，同比下降6.23%，其中银行存款1.33亿元（占33.42%）、库存现金0.02亿元、其他货币资金2.63亿元（占66.08%），全部为使用受限资金（为银行按揭保证金0.04亿元、农民工工资保证金0.02亿元、贷款保证金2.58亿元），公司货币资金受限比例高。

公司应收账款快速增长，截至2015年底，应收账款为1.20亿元，同比增长36.82%，公司应收账款主要为应收房款以及应收工程款。截至2015年底，公司应收账款账面余额1.25亿元，主要为从账龄看，1年以内的应收账款占比59.25%，1至2年的占比为38.45%，2年以上的占2.29%；前五名单位合计占总金额比重为44.13%，集中度较高。同期，公司累计计提坏账准备0.05亿元。

截至2015年底，公司预付款项金额为6.92亿元，同比大幅增长（2014年为1.18亿元），主要系预付淮南市财政局北校区土地出让款，预付账款前五名单位金额合计6.46亿元，占预付款项总额的93.36%，集中度高。

表 11 截至 2015 年底预付款项金额前五名单位情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比	款项性质
淮南市财政局	4.45	64.29	土地出让款
预付重组资产契税	0.76	10.99	契税
茂名市电白建筑工程总公司	0.70	10.12	工程款
广东中鼎集团有限公司	0.43	6.21	合作转让款
信宜市博航建筑装饰公司	0.12	1.75	工程款
合 计	6.46	93.36	--

资料来源：审计报告

截至2015年底，其他应收款余额为8.09亿元，同比增长49.61%，主要系关联方往来款项（4.29亿元）、代垫拆迁款（3.40亿元）和城改保证金（0.40亿元）。从集中度看，前五大客户欠款金额占其他应收款比重为49.84%，客户集

中度较高。按账龄分析法计提的坏账准备的其他应收款中，1年以内的其他应收款占比51.32%，1~2年占比34.21%，2年以上占比14.04%，账龄较短。同期，其他应收款累计计提坏账准备0.49亿元，综合计提比例6.04%，计提较充分。

表 12 截至 2015 年底其他应收款前五名单位情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	款项性质	占比
北京建贸永信玻璃实业有限公司	2.68	代垫拆迁款	33.09
番禺樟边村、官堂村城改项目	0.40	保证金	4.95
山河建设集团有限公司	0.37	往来款	4.67
茂名市电白建筑工程总公司	0.30	往来款	3.67
广州鼎泓投资咨询有限公司	0.28	往来款	3.47
合 计	4.03	--	49.84

资料来源：审计报告

截至2015年底，随着开发项目持续投入，公司存货余额为48.91亿元，其中开发成本占69.56%，主要为公司商业和建住宅项目，其中期末存货余额较大的项目有淮南天鹅湾（中）项目（期末余额10.51亿元）、淮南天鹅湾（西）项目（期末余额5.31亿元）、海南白马天鹅湾项目（期末余额4.65亿元）、旭城项目（期末余额3.68亿元）、嘉盛大厦项目（期末余额3.25亿元）和北京虹湾国际中心（期末余额2.42亿元）。截至2015年底，公司开发产品账面余额14.65亿元，同比增加8.45亿元，占存货比重为29.95%，主要为竣工未售项目；开发产品中期末存货余额较大的项目有亿城泉说项目（期末余额6.31亿元）、江门天鹅湾项目（期末余额3.36亿元）和侨林街59号项目（期末余额2.30亿元）、三门峡天鹅湾项目（期末余额0.76亿元）、和益丰花园项目（期末余额0.69亿元）等，截至2016年3月底，公司对存货计提跌价准备65.55万元。

非流动资产

截至2015年底，公司非流动资产合计6.70亿元，受固定资产和递延所得税资产的带动，

同比增长12.85%，构成以投资性房地产（占17.92%）、固定资产（占21.81%）、在建工程（占10.73%）、无形资产（占26.42%）和递延所得税资产（占16.05%）为主。

公司可供出售金融资产近两年保持不变，截至2015年底为0.12亿元，主要为对按成本法计量的可供出售权益工具（陕西高鑫项目投资有限公司）的投资。

公司投资性房地产均为已出租的建筑物，采用成本计量法计量，截至2015年底，公司投资性房地产账面原值合计1.52亿元，累计折旧和摊销合计0.32亿元，投资性房地产账面价值为1.20亿元，较年初减少0.52%，主要系计提投资性房地产摊销所致。

截至2015年底，公司固定资产账面原值2.17亿元，同比增长40.91%，主要为新增亿城泉说项目酒店固定资产，固定资产中房屋及建筑物占51.61%、运输设备占18.89%、机器设备占11.52%和井建设备占10.14%。公司对固定资产共进行累计折旧0.71亿元，截至2015年底，固定资产账面价值为1.46亿元。

截至2015年底，公司在建工程0.72亿元，同比增长2.86%，2015年公司主要在建项目为海南白马天鹅湾酒店工程（0.03亿元）、陇上矿区工程（0.37亿元）和合江口矿区工程（0.24亿元）。

截至2015年底，公司无形资产1.77亿元，同比变化不大，主要为探矿权（0.93亿元）和土地使用权（0.79亿元）。

截至2016年3月底，公司资产总额为118.13亿元，较2015年底增长56.80%，主要系非公开发行完成所致；其中流动资产占比提升至91.25%，非流动资产占比为8.75%，资产结构较2015年底变化不大。流动资产中，公司货币资金增加至16.94亿元，较2015年底增长12.96亿元，主要来自非公开发行股份募集资金，货币资金中受限的额度为1.47亿元；存货金额较2015年底增长30.97亿元至79.88亿元，增加项目主要为广州天鹅湾二期项目15.35亿元、雅鸣轩项目（一期、二期）7.09亿元，淮南天鹅湾项

目7.85亿元。预付款项较2015年底下降69.81%，因淮南土地预付金计入开发成本所致。非流动资产方面，截至2016年3月底，公司投资性房地产金额为4.72亿元，较上年底增长3.52亿元，为新增的城启大厦投资性房地产；其余科目较上年底变化不大。

总体看，受非公开发行股票影响，公司资产规模迅速增长，以流动资产为主，资产构成较为稳定，符合房地产行业特点。流动资产中，货币资金较充裕，存货规模大；非流动资产主要以固定资产和无形资产为主。公司整体资产质量尚可，但存货占比较高，考虑到近年来房地产行业受宏观政策调控影响景气度有所波动，且部分区域出现分化，公司存货仍面临一定的周转风险和价值波动风险。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益合计为14.29亿元，同比增长2.58%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增长。归属于母公司的所有者权益为12.14亿元，其中实收资本占24.70%，资本公积占34.19%，盈余公积占8.09%，未分配利润占33.02%。

截至2016年3月底，公司所有者权益合计53.53亿元（含少数股东权益1.62亿元），较2015年底增长39.24亿元，其中实收资本12.68亿元，较2015年底增长9.68亿元，系发行股份购买资产增加7.73亿股和发行股份募集配套资金增资1.95亿元；资本公积34.37亿元，较2015年底增长30.22亿元，系发行股份导致资本溢价，其余科目较2015年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比高；受非公开发行影响，公司所有者权益大幅增长，所有者权益稳定性尚可

负债

负债方面，受短期借款和其他应付款快速增长的影响，公司流动负债迅速增长，截至2015年底，公司负债合计61.05亿元，其中流动负债

占71.75%，非流动负债占28.25%。

公司流动负债增长主要来自短期借款和其他应付款的增长。截至2015年底，公司流动负债43.80亿元，同比增长33.76%，构成以短期借款（占38.93%）、应付账款（占5.69%）、预收款项（占2.16%）和其他应付款（占47.84%）为主。

截至2015年底，公司短期借款17.05亿元，较2014年底大幅增长，主要系公司2015年为了收购子公司而增加委托贷款所致，截至2015年底，公司短期借款中委托贷款占63.64%，质押借款占12.72%、抵押借款占23.64%。

截至2015年底，应付账款金额为2.49亿元，同比增长32.72%，主要为新增亿城泉说项目应付工程款项。从账龄来看，1年以内占69.23%，1-2年的占12.17%，2-3年的占7.36%，其余账龄均在3年以上，账龄适中。

截至2015年底，公司预收款项金额为0.95亿元，同比大幅下降65.56%，主要系随着江门天鹅湾项目和益丰花园项目收入结转的影响，公司预收房款的下降所致。

截至2015年底，公司其他应付款金额为20.96亿元，同比增长15.67%，主要为应付粤泰控股的淮南公司原股东代垫款10.56亿元，账龄在1年以上，剩余往来款主要为亿城泉说原股东代垫款。其他应付款中账龄在1年以上的款项占68.41%，1-2年的占11.77%，2-3年的占11.19%，其余账龄为3年以上，整体账龄适中。

截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债3.89亿元，其中一年内到期的长期借款0.90亿元，一年内到期的应付债券2.99亿元。截至2015年底，公司一年内到期非流动负债合计0.67亿元，同比下降较大，主要为公司已偿还一年内到期的应付债券导致。

公司其他流动负债为拆迁补偿款，为对公开出让的海珠区江南大道中99号地块进行前期投入补偿，截至2015年底为0.07亿元。

公司非流动负债全部为长期借款，截至2015年底为17.25亿元，同比增长59.01%，主要是公司为了收购子公司而增加委托贷款所致，

截至2015年底，公司长期借款中委托贷款占69.86%、抵押借款占30.14%。

截至2016年3月底，公司负债合计64.60亿元，较2015年底增长5.81%，主要系短期借款和长期借款增加所致。截至2016年3月底，公司流动负债为46.13亿元，较2015年底增长5.30%。其中，短期借款金额为22.80亿元，较2015年底增加5.75亿元；其他应付款18.08亿元，同比下降13.74%；同期，公司非流动负债18.48亿元，较2015年底增长7.12%，主要来自委托贷款的增长。

公司全部债务规模快速增长。截至2015年底，公司全部债务34.96亿元，同比增长79.76%，其中短期债务规模扩大至17.71亿元，占50.67%，长期债务占49.33%，债务结构较为合理。截至2016年3月底，公司全部债务规模进一步扩大至41.93亿元，较2015年底增长19.93%；主要为短期借款的增长，占比提升至55.94%。

债务指标方面，截至2015年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率同比均有不同程度增长，上述三项指标分别为81.04%、70.99%和54.70%；截至2016年3月底分别为54.69%、43.93%和25.66%，受非公开发行股票募集资金增加净资产的影响，公司债务负担有所缓解，整体债务负担适宜。

总体看，近年来公司房地产业务规模持续扩张，开发资金需求推动债务规模逐年增长。公司委托贷款规模大，有息债务以短期债务为主，整体债务负担适宜，未来随着在建项目持续推进，债务规模或将持续上升。

4. 盈利能力

2015年公司实现营业收入9.27亿元，较2014年下降38.32%，主要系海南天鹅湾一期项目于2014年结转至收入，导致当期收入规模增长较大所致。2015年公司营业成本为5.27亿元，同比下降46.10%，降速略快于营业收入的降速，2015年营业利润率上升10.07个百分点至34.50%（2014年为24.43%）。

期间费用方面, 2015年, 公司期间费用共计2.45亿元, 构成以管理费用及财务费用为主。财务费用方面, 由于公司债务规模的增加, 财务费用快速增长, 2015年为1.19亿元, 同比增长44.01%。公司营业收入有所下降, 但期间费用增长迅速, 导致2015年公司期间费用占营业收入比重明显提升, 2015年为26.45% (2014年为13.81%), 期间费用控制能力较弱。总体看, 公司在业务规模不断扩大的过程中, 融资需求和成本不断提升, 期间控制能力有待改善。

非经营性损益方面, 2014~2015年, 公司营业外收入分别为0.46亿元和0.35亿元 (主要为政府补助0.44亿元、0.29亿元), 占当期利润总额比重分别为25.56%、41.67%。总体看, 非经营性损益对利润有一定贡献。

2014年, 公司实现利润总额1.80亿元。2015年, 受收入下降的影响, 公司实现利润总额0.84亿元, 同比下降53.33%; 盈利指标方面, 2014年公司总资本收益率及净资产收益率分别为6.77%和10.32%; 受净利润下降影响, 上述两项指标2015年分别同比下降3.05个百分点和6.00个百分点, 至3.72%和4.32%, 盈利能力一般。

2016年1~3月, 公司实现营业收入1.40亿元, 利润总额为-0.23亿元, 净利润为-0.20亿元; 同期, 公司营业利润率为34.83%。

整体看, 近年来公司房地产开发规模较小, 收入来源主要来自江门天鹅湾项目以及海南海口天鹅湾项目, 盈利能力一般, 2016年3月, 公司完成重大资产重组, 项目储备大幅增加, 未来2年, 随着置入项目的逐步开发, 公司收入或将大幅提升。

5. 现金流分析

从经营活动看, 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。2015年, 公司经营活动现金流入量为15.45亿元, 同比下降25.93%, 其中销售商品、提供劳务收到的现金金额为7.86亿元, 同比变化不大; 收到其他与

经营活动有关的现金主要为与经营相关的往来款、保证金、政府补助款及利息收入, 2014年公司收到其他与经营活动有关的现金规模较大为14.00亿元, 为淮南公司原股东垫付资金, 2015年为7.59亿元, 其中收到的关联公司款项6.83亿元。2015年, 公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主, 其中公司购买商品、接受劳务支付的现金7.29亿元, 支付的其他与经营活动有关的现金17.65亿元, 主要为关联方往来款项 (16.96亿元), 系偿还部分原股东代垫款及淮南项目校区重建支付款项。2015年, 公司经营活动产生的现金流量净额-11.90亿元。从收入实现质量看, 2015年公司现金收入比为84.80% (2014年为45.62%), 收入实现质量有所提升。

从投资活动看, 公司投资活动现金流活动主要体现为购建固定资产、无形资产等支付的现金和取得子公司等支付的现金。2014年公司取得子公司支付的现金为0.11亿元, 为收购茶陵嘉元矿业有限公司股权所支付的现金。2015年, 取得子公司等支付的现金净额为0.22亿元, 主要系并购普联开发所支出的现金。近两年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.35亿元和-0.34亿元。

2014~2015年, 公司筹资活动前现金流量净额分别为-1.30亿元和-12.24亿元。公司经营活动现金无法满足当期投资支出, 具有一定对外融资压力。

从筹资活动看, 2014~2015年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为1.11亿元和11.09亿元。公司筹资活动现金流入主要来自于借款取得的现金, 2014年筹资活动现金流入金额为17.42亿元, 主要包括取得借款收到的现金13.51亿元和收到其他与筹资活动有关的现金3.81亿元, 其中收到其他与筹资活动有关的现金为贷款及履约保证金退回款。2015年筹资活动现金流入金额为32.55亿元, 主要包括取得借款收到的现金30.98亿元和收到其他与筹资活

动有关的现金1.57亿元。公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务和支付其他与筹资活动有关的现金，2015年为15.38亿元和3.29亿元，支付其他与筹资活动有关的现金主要为贷款保证金（3.07亿元）。

2016年1~3月，公司经营活动现金流量净额为-8.61亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金为2.23亿元、支付其他与经营活动有关的现金为8.01亿元，主要为往来款和付现费用；同期，公司现金收入比95.55%，较2015年底有所好转。2016年1~3月，公司投资活动现金净流出0.22亿元，筹资活动现金净流入量22.95亿元；其中吸收投资收到的现金增加14.22亿元为非公开发行股票募集资金所致。

总体看，经营活动现金流量持续为负，且存在一定规模的对外投资，随着公司非公开发行的完成，公司对外融资压力有所缓解，但考虑到公司近年来开发项目较多，日常运营资金需求及规模大，对外融资压力仍将持续存在。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015年底，公司流动比率和速动比率分别为156.69%和45.03%，较2014年底分别同比下降0.83个百分点和上升10.23个百分点；2016年3月底分别为233.69%和60.51%，较2015年底均有所改善。2014~2015年，公司经营现金流动负债比分别为-2.90%和-27.16%，波动幅度较大。考虑到预收款项无需实际偿付，且非公开发行后货币资金较为充裕，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2014~2015年公司EBITDA利息倍数分别为2.85倍和1.69倍；公司全部债务/EBITDA倍数分别为7.16倍和14.81倍。总体看，近两年来公司长期偿债能力有所减弱，整体偿债能力一般。

2016年2月，公司成功于上海证券交易所非公开发行股票19459.78万股，共募集资金14.22亿元。本次非公开发行使得公司资产规模和净资产规模都有所增长，在一定程度上优化了公

司资本结构，提高了资本实力，并增强了公司后续持续融资能力，对公司短期偿债能力和长期偿债能力都具有积极的影响。

截至2016年3月底，公司合并范围内无对外担保。

截至2016年3月底，公司合并范围内获得银行授信额度共计4.19亿元，无尚未使用额度，公司间接融资渠道急待拓宽。考虑到公司作为上海证券交易所上市公司，公司具有直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10440104004559900），截至2016年8月2日，公司无未结清不良信息记录，已结清信贷记录中，有7笔关注类贷款和2笔不良/违约类贷款，发生主要原因为公司关联企业广州城启集团有限公司（以下简称“城启集团”）于2004年涉及超规划建设，政府对城启集团展开全面核查，导致城启集团有所业务被停止，影响当时到期贷款本息无法按时偿还，受此影响，公司逾期情况的贷款借据金额合计为27900万元。上述逾期借款已与2009年前全部清偿。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险、以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司拟发行本期中期票据额度为10亿元，占2016年3月底公司长期债务和全部债务的比重分别为54.12%和23.85%，对公司现有债务结构有一定影响。

截至2016年3月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为

25.66%、43.93%和54.69%。本期中期票据发行后，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率将分别上升至34.73%、49.24%和58.22%，公司债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还银行贷款，公司实际债务负担或将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的1.31倍、2.09倍和1.54倍；公司经营活动现金净流量分别为本期中期票据的-0.05倍、-0.09倍和-1.19倍；经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力尚可。

2013~2015年，公司EBITDA较快增长，三年分别为本期中期票据发行额度的0.09倍、0.27倍和0.24倍。总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度尚可。

及盈利水平有望得以提升。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度尚可。

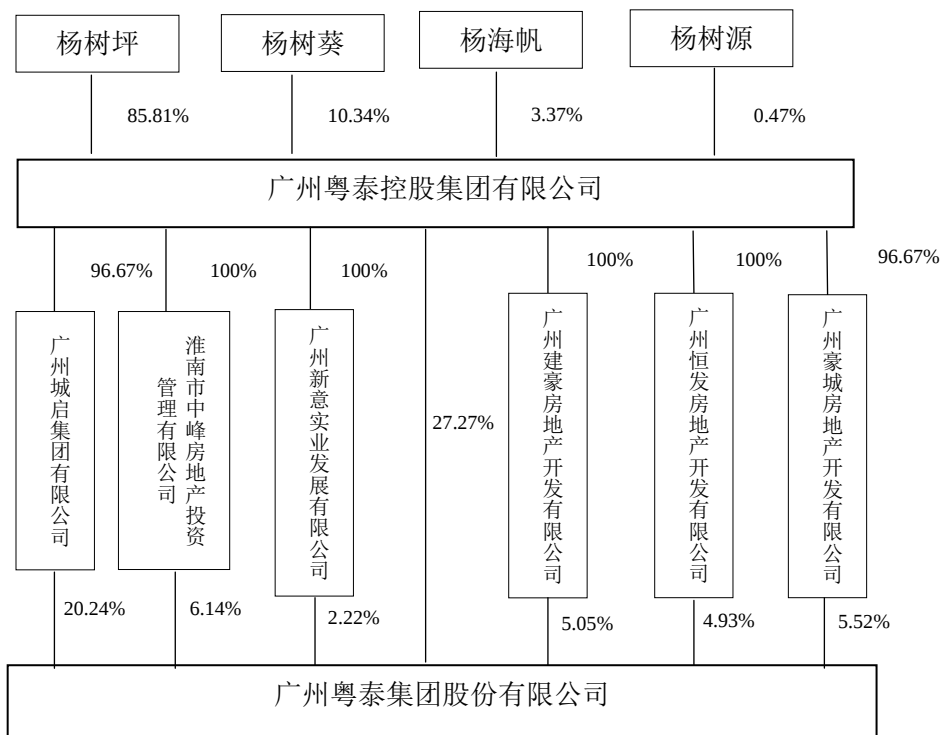
总体来看，公司主体信用风险低，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

十一、结论

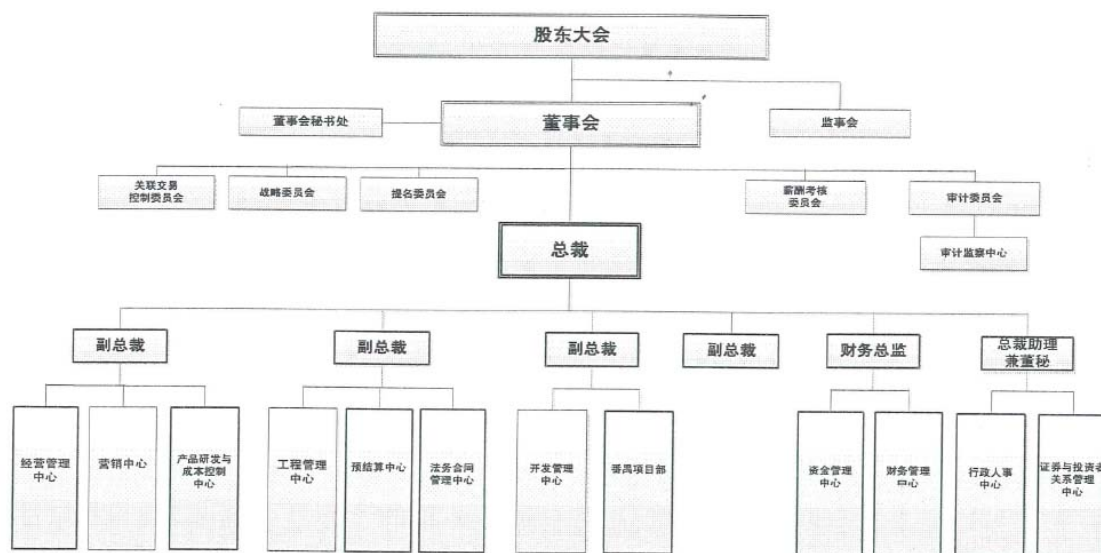
公司作为以房地产开发为主业的上市公司，是广州市老牌的房地产开发商，在房地产开发方面拥有一定经验，近年来，在北京、江门、河南、海口等地打造了多个“天鹅湾”品牌，与同档次的房地产产品相比具有一定市场竞争力。公司坚持以协议收购、股权收购和合作开发模式获取项目开发权，土地成本较低，为后续盈利能力提供一定保障。2016年3月，公司完成重大资产重组，置入广州、海南及淮南等地多处项目并募集配套资金14.44亿元，项目储备大幅增加，权益资本进一步充实，债务负担有所缓解。

近年来公司房地产业务规模持续扩张，开发资金需求带动负债规模逐年增长，公司委托贷款规模大，经营活动现金流量净额持续为负，项目回款能力较弱，未来随着在建项目持续推进，公司或面临较大资金压力，债务规模或将持续上升。未来随着置入项目的逐步开发，公司房地产开发规模将大幅上升，公司收入规模

附件 1-1 截至 2016 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.70	4.25	3.98	16.94
资产总额(亿元)	33.45	57.52	75.34	118.13
所有者权益(亿元)	10.72	13.93	14.29	53.53
短期债务(亿元)	8.57	8.60	17.71	23.45
长期债务(亿元)	4.92	10.85	17.25	18.48
全部债务(亿元)	13.49	19.45	34.96	41.93
营业收入(亿元)	4.90	15.03	9.27	1.40
利润总额(亿元)	0.29	1.80	0.84	-0.23
EBITDA(亿元)	0.93	2.72	2.36	--
经营性净现金流(亿元)	-0.49	-0.95	-11.90	-8.61
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.31	19.58	8.94	--
存货周转次数(次)	0.26	0.32	0.12	--
总资产周转次数(次)	0.16	0.33	0.14	--
现金收入比(%)	307.58	45.62	84.80	95.55
营业利润率(%)	33.57	24.43	34.50	34.83
总资本收益率(%)	3.18	6.77	3.72	--
净资产收益率(%)	2.11	10.32	4.32	--
长期债务资本化比率(%)	31.46	43.78	54.70	25.66
全部债务资本化比率(%)	55.73	58.27	70.99	43.93
资产负债率(%)	67.96	75.79	81.04	54.69
流动比率(%)	166.15	157.52	156.69	233.69
速动比率(%)	49.89	34.80	45.03	60.51
经营现金流动负债比(%)	-2.77	-2.90	-27.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.56	2.85	1.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.57	7.16	14.81	--
经营活动现金流入量偿债倍数	1.31	2.09	1.54	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	-0.05	-0.09	-1.19	--
EBITDA/本期发债额度	0.09	0.27	0.24	--

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 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

中长期债券信用等级设置及含义同主体长期。

联合资信评估有限公司关于 广州粤泰集团股份有限公司 2016 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

广州粤泰集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。广州粤泰集团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，广州粤泰集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注广州粤泰集团股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现广州粤泰集团股份有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如广州粤泰集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送广州粤泰集团股份有限公司、主管部门、交易机构等。

