

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)2019 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

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）2019 年跟踪信用评级报告

报告编号：

中鹏信评【2019】跟踪第【590】号 01

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@cspengyuan.com
本次评级采用中证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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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.cspengyuan.com

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	2019 年 6 月 25 日	2018 年 9 月 11 日
评级观点：		

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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 日公开发行公司债券（品种一、品种二）（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券品种一、品种二信用等级维持为 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待售房源位置较好，储备项目投资规模较大，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仍能有效地提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司房地产项目销售受政策影响较大，存货周转效率较低，面临一定的资金压力及有息债务规模增长较快等风险因素。

正面：

- 公司待售房源位置较好，储备项目投资规模较大，未来房地产业务发展有一定支撑。截至 2019 年 3 月末，公司主要房地产项目待售面积合计 23.18 万平方米，主要位于珠海市；主要在建房地产项目总投资 171.88 亿元，已累计投资 119.55 亿元，分布于珠海、上海及重庆市。
- 广东再担保提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。经中证鹏元评定，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仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注:

- **公司房地产销售受政策调控影响较大，需持续关注项目去化情况。**近几年珠海市执行较为严厉的调控政策，公司前期开发项目格力广场三期、四期及格力海岸 S1、S2 项目去化周期较长。
- **公司存货周转效率仍较低。**2018 年公司存货周转天数虽较上年有所缩短，但仍低于行业水平。
- **公司经营活动净现金流表现欠佳，面临一定的资金压力。**2018 年公司经营活动现金净流出 12.17 亿元，2019 年 3 月末主要在建房地产项目尚需投资 52.33 亿元，存在一定的资金压力。
- **公司有息债务增长较快，偿债压力加大。**截至 2019 年 3 月末，公司净负债率上升至 215.80%，有息债务规模达 194.62 亿元，增长较快，2018 年 EBITDA 利息保障倍数降至 0.72，有息债务规模增速较快，偿债压力加大。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	3,097,374.89	2,966,876.09	2,733,375.66	2,637,592.73
归属于母公司股东权益合计	796,939.13	819,566.35	781,220.69	730,251.57
有息债务	1,946,151.32	1,853,157.01	1,613,748.96	1,373,798.27
资产负债率	74.24%	72.34%	71.36%	72.10%
剔除预收款项的资产负债率	73.69%	71.92%	70.88%	69.76%
净负债率	215.80%	200.75%	170.40%	127.79%
短期现金债务比	0.75	0.81	0.47	0.62
流动比率	4.27	4.10	3.05	2.25
速动比率	0.49	0.46	0.37	0.41
营业收入	172,373.59	307,849.94	313,013.29	312,175.94
营业利润	30,837.97	67,376.52	83,569.34	79,454.03
净利润	22,991.67	51,181.78	62,335.36	59,901.17
综合毛利率	23.10%	34.28%	42.92%	37.09%
总资产回报率	-	2.58%	3.25%	3.77%
EBITDA	-	77,697.80	89,315.06	90,552.55
EBITDA 利息保障倍数	-	0.72	1.01	1.10
经营活动现金流净额	192.62	-121,657.64	-210,241.72	-123,475.66

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

广东再担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	842,468.55	845,692.79	800,181.36
所有者权益	716,478.44	731,007.77	692,080.32
准备金覆盖率	4.32%	3.92%	3.82%
担保责任余额	2,367,606.00	1,926,910.00	1,951,313.00
融资担保放大倍数	2.39	2.10	1.51
累计代偿回收率	8.63%	32.87%	36.06%

注：2016年财务数据采用2017年审计报告期初数，下同。

资料来源：广东再担保2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

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，募集资金拟用于偿还有息债务和补充流动资金。截至2018年12月31日，本期债券募集资金账户余额为17.17万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、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，2019年3月末累计转股数为43.77万股；此外，公司分别于2018年8月23日至2018年8月29日和2019年2月22日至2019年2月28日进行了格力转债的回售，回售数量分别为55,216.80万元和2,309.20万元。截至2019年3月31日，除已回售的外尚未转股的格力转债金额为40,152.90万元。

截至2019年3月31日，公司实收资本增至206,017.99万元，实际控制人仍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”）其通过珠海投资控股有限公司（以下简称“海控公司”）间接持有公司41.13%的股权，截至2019年3月末，海控公司将持有的4.2亿股股票质押，占其持有公司股份的49.57%。2018年公司收购上海弘翌投资合伙企业（有限合伙）100%股权，新设5家子公司并纳入合并范围，同期注销3家子公司，具体变化情况见表1。

表 1 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2018年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
上海格力地产发展有限公司	78.00%	10000.00	房地产开发	新设
中冶格力（安徽）建设发展有限公司	70.00%	10000.00	房地产开发	新设
中冶格力（马鞍山）健康小镇建设发展有限公司	70.00%	50000.00	房地产开发	新设
珠海粤雅传媒有限公司	60.00%	2000.00	广告	新设
重庆静云酒店管理有限公司	100.00%	50.00	酒店经营	新设
上海弘翌投资合伙企业（有限合伙）	100.00%	-	投资管理	收购
2、2018年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入合并报表的原因

重庆格力房地产有限公司	100.00%	5000.00	房地产开发	注销
西安格力房地产开发有限公司	100.00%	1000.00	房地产开发	注销
珠海海控商城商业服务有限公司	100.00%	600.00	商业服务	注销

资料来源：公司 2018 年审计报告

三、运营环境

2018年以来中央层面房地产调控政策总体基调未变，但“一城一策”下，不同城市的调控政策开始分化

2018年以来，我国经济面临内部去杠杆和外部贸易摩擦的双重压力，经济下行压力持续凸显，GDP增长率呈现逐季回落的特征，全年GDP增速为6.6%，同比下降0.2个百分点。2018年房地产调控政策也经历了由紧到边际放松的转变。2018年3月政府工作报告重申坚持“房住不炒”的定位，7月中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”，8月住建部提出对楼市调控不力的城市坚决问责，10月国务院常务会议明确要因地制宜调整完善棚改货币化安置政策。中央层面仍坚持调控总基调不变，但2018年10月之后，房地产市场成交开始降温，12月百强房企单月销售金额同比增速已从7月近60%的高位大幅回落至21%左右，土地流拍成为常态。在此背景下，中央政策层面步入“空窗期”。

随着中央政府将政策自主权下放至地方政府，地方政府可根据各城市市场实际情况，一城一策，精准调节，以实现房地产市场的“稳地价、稳房价、稳预期”目标。因城施策调控下，部分地区调控政策开始有松动迹象，2018年12月菏泽市取消了一年前提开始实行的限售措施；广州三区取消限价政策，对商服类物业项目不再限制销售对象，多城市例如北京、广州、深圳三个一线城市下调房贷利率上浮比例。

2019年第一季度，房地产市场开始逐步回暖，全国房地产开发投资23,803亿元，同比增长11.8%；商品房销售面积29,829万平方米，同比下降0.9%，降幅比1-2月份收窄2.7个百分点；商品房销售额27,039亿元，增长5.6%，增速提高2.8个百分点。

在市场回暖的背景下，2019年4月，中共中央政治局会议再次提及了“房住不炒”的定位，显示中央层面房地产调控的长效机制始终不会放松。从地方层面看，区域市场需求依旧旺盛，供求关系偏紧，房价上行压力较大的高能级城市，仍大概率维持现有调控力度；而区域经济走弱，人口净流出，居民杠杆高、棚改货币化安置力度大幅退坡等特征的城市，房地产调控力度有望边际放松。

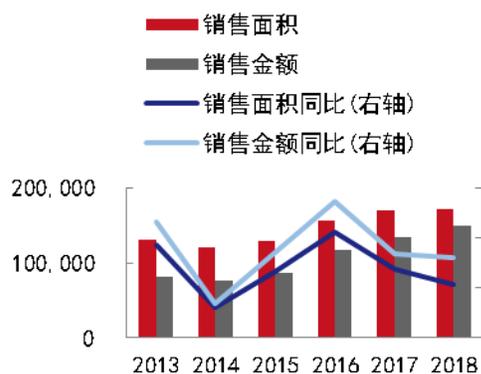
在房住不炒的基调下，2018年商品房成交面积较上年微增，其中一线城市商品房成交

持续下滑，二线城市同比增速有所回升，三四线城市同比增速明显回落；2019年需关注受棚改货币化影响较大的低能级城市销售情况

2018年中央继续强调房地产调控政策的稳定性和连续性，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，提出构建房地产市场健康发展长效机制，因城施策、分类指导，当年房地产市场成交主力的三四线城市明显降温，带动全国商品房销售面积同比增幅回落。根据国家统计局数据，2018年全国商品房销售面积同比增长1.3%，增速较上年下滑6.4个百分点；销售额同比增长12.2%，增速同比下滑1.5个百分点。在房住不炒的基调下，2018年商品房成交面积较上年微增，其中三四线城市成交面积占比达到83%。

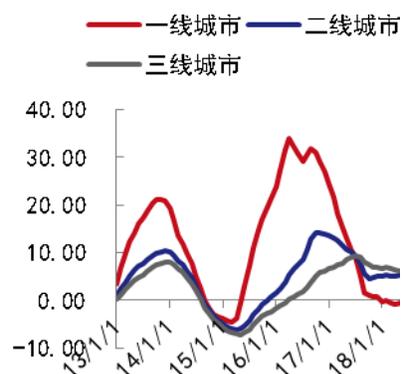
从不同类别城市表现来看，一线城市商品房成交持续下滑，但在前期深度调控的低基数下，成交面积降幅有所收窄，2018年销售面积同比下降5.11%，销售额同比增长7.62%；二线城市增速有所回升，但仍表现低迷，2018年销售面积同比基本持平，销售额同比增长11.46%；随着去库存红利消退、棚改货币化安置力度走弱，三四线城市同比增速明显回落，2018年商品房销售面积同比仅增加4.95%。新建商品房住宅价格方面，不同能级城市间价格走势呈现一定的分化。

图 1 商品房销售情况(万方, 亿元, %)



资料来源：Wind，中证鹏元整理

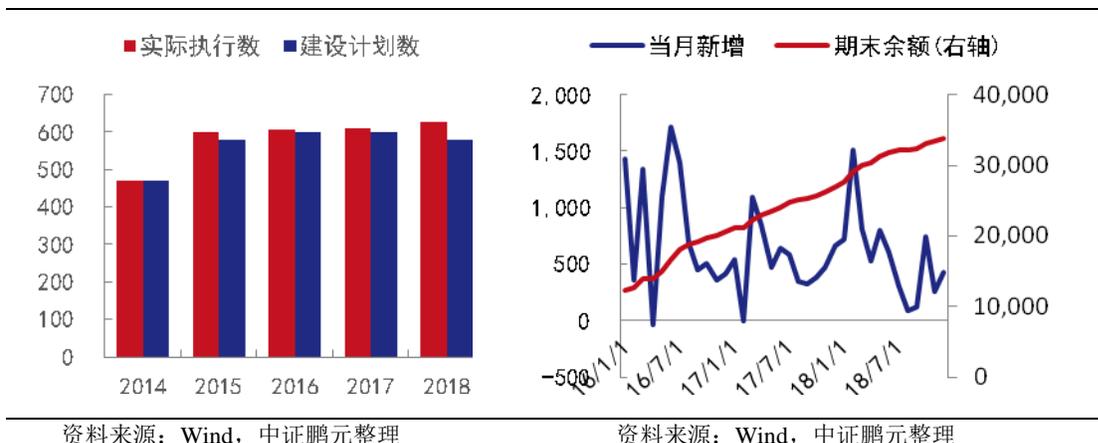
图 2 不同能级城市住宅价格指数情况(%)



资料来源：Wind，中证鹏元整理

棚改货币化安置是本轮三四线城市房地产市场重要的支撑力量，2016-2017 年我国棚改货币化安置比例分别为 48.9% 和 60.0%，其中三四线城市通过棚改货币化安置分别去库存 1.4 亿平方米和 1.8 亿平方米，占销售面积的 14.8% 和 18.0%。2019 年及 2020 年年均棚改任务将明显减少，同时国务院会议明确提出因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，在商品住房存量不足、房价上涨压力大的市县要尽快取消货币化安置优惠政策。因此预计棚改货币化安置带来的购房需求难以长期延续，2019 年部分受棚改货币化支撑较大的低能级城市商品房销售面积将明显下降。

图 3 2018 年棚改实际执行超预期（万套） 图 4 2018 年 H2 新增 PSL 投放量缩减（亿元）

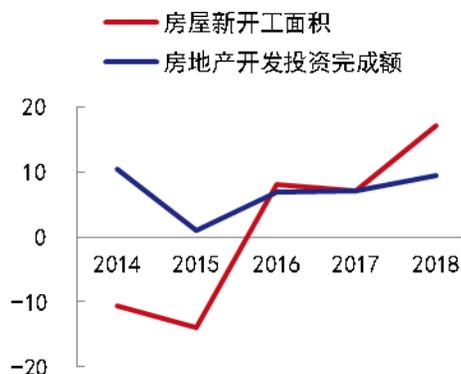


2018 年房屋新开工面积和开发投资保持高增长，土地购置力度大幅增强，房企拿地需求逐渐向确定性更强的一二线城市倾斜

房屋新开工方面，2018年全国房屋新开工面积同比增长17.20%，较上年提高10.20个百分点，显著高于同期商品房销售增速；其主要原因在于，一是2018年初待售面积处于低位，房企补库存需求旺盛；其次在整体融资环境偏紧的背景下，房企加快新开工推盘以实现销售回款所致。随着下半年土地市场降温，商品房销售预期走弱，中证鹏元预计2019年房屋新开工面积增速将回落。开发投资方面，2018年房屋销量的增长进一步刺激投资的增加，房地产开发投资同比增长9.70%，但其中建筑、安装投资均呈负增长，土地购置等其他费用投资同比大幅增长46.90%，土地购置等支出支撑房地产投资增速保持高位。

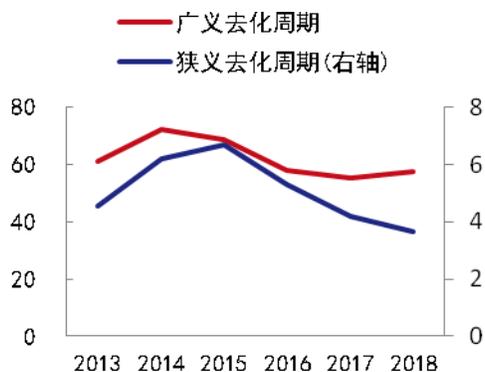
自2016年11月以来国内商品房待售面积持续下滑，2018年末同比下滑11.05%，降幅有所收窄，同时狭义去化周期持续下行；期末广义房屋库存去化周期为57.49个月，较2017年末小幅增加2.13个月，广义房屋去化周期开始回升。

图 5 房屋新开工面积以及开发投资同比增速(%)



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 6 广义及狭义去化周期(月)



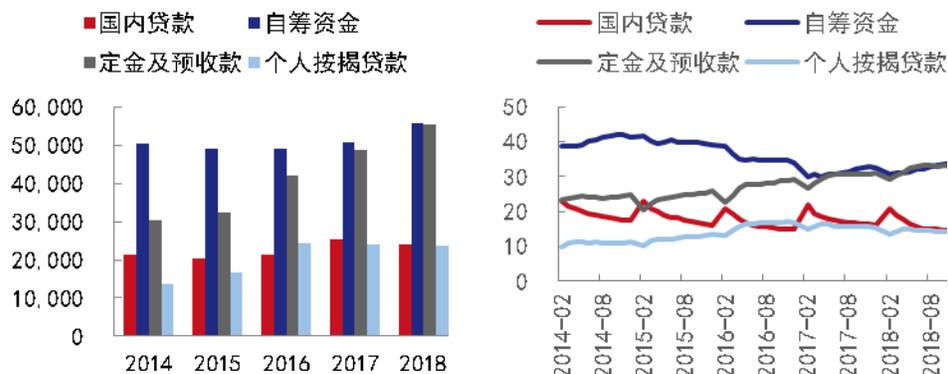
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2018年百城成交土地建面同比增加9.39%，增速同比回落7.40个百分点，其中三线城市土地成交面积规模最大且增速最快。当前地产调控政策依然较严，各城楼面均价呈现下行的态势，但住建部稳地价预期强烈，预计未来下行幅度有限。对于房企而言，受棚改货币化退坡以及三四线城市居民杠杆率偏高的影响，三四线城市拿地面临的风险较大，房企拿地需求逐渐向确定性更强的一二线城市倾斜。

2017年以来房地产企业的融资渠道受限，外部融资规模下降，销售回款占资金来源比重呈上升趋势

2017年以来，房地产融资政策持续收紧，2018年房地产开发投资资金合计为165,962.89亿元，同比增加6.35%，同比增速较2017年下滑1.86个百分点，整体资金面相对紧张。从各项资金来源的情况来看，房地产开发投资资金以定金及预收款、个人按揭贷款组成的其他资金为主，其次为房地产企业的自筹资金和国内贷款。2018年以来，银行对房地产企业贷款审核趋于严格，房地产贷款利率总体上升，同时在融资表外转表内的政策方向下，委托贷款和信托贷款的融资环境受到不利影响，2018年国内贷款24,004.52亿元，同比减少4.90%，占投资资金的比重为14.46%。此外，2017年以来公司债、非标融资等传统外部融资方式受到严监管，其规模出现大幅下滑。在外部融资收紧的情况下，房地产企业愈发依赖通过销售回笼的资金。2018年个人按揭贷款和定金及预收款分别为23,705.89亿元和55,418.17亿元，合计占总资金比例为47.68%，占比同比上升1.15个百分点。

图 7 房地产开发投资资金来源情况（亿元） 图 8 房地产开发投资资金来源占比（%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018年珠海市继续执行较为严厉调控政策，楼市成交量延续回落；受益于政策局部松动等，2019年以来房地产市场有所回暖；中长期来看，珠海市位置优越，经济持续较快增长，房地产市场发展外部环境较为有利

在中央层面“房住不炒”的定位下，2018年以来珠海市整体上仍执行较为严格的楼市调控政策，2018年全市商品房销售面积为301.58万平方米，同比减少40.80%，降幅扩大18.83个百分点，楼市成交量继续回落，房地产企业拿地意愿亦减弱，全年土地购置面积为9.78万平方米，较2017年降低84.5%。

为促进区域楼市的平稳发展，珠海市楼市调控政策局部有所放松，如2018年4月珠海市出台力度较大的人才引进措施并放宽落户条件；自2018年10月起，非珠海市户籍居民购房，不再需要连续缴纳5年社保，只需一年社保加珠海市人才证明。另一方面，粤港澳大湾区规划落地直接利好珠海，特别是港珠澳大桥通车，香港及澳门客群外溢带来投资需求，短期内带动珠海市楼市成交放大，2019年1-4月全市商品房销售面积为124.17万平方米，同比增长67.30%。

中长期来看，珠海市作为中国五个经济特区之一，位于广东省珠江口的西南部，东与香港隔海相望，南与澳门相连，区位优势。珠海市作为较为发达的口岸经济城市，近年国内生产总值增速均维持8.0%及以上，地区经济发展水平较高，随着自贸区横琴片区的不断发展及粤港澳大湾区规划的逐步实施，区域房地产市场发展外部环境较为有利。

四、经营与竞争

公司主营房地产的开发与经营，该业务仍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。2018年公司实现营业收入30.78亿元，同比略有降低，其中房地

产业务收入占比为77.61%，仍是主要收入来源。其他业务收入主要包括物业管理以及配套服务业等，2018年收入同比变化不大。2018年公司新增代建工程业务收入，该业务主要由子公司珠海保联国际物流合作园投资有限公司（以下简称“保联物流”）及珠海洪湾中心渔港发展有限公司（以下简称“洪湾渔港”）负责，当年确认代建收入5.13亿元。

毛利率方面，2018年公司房地产业务结转毛利率有所下滑，同期新增的代建工程业务毛利率水平较低，拉低公司综合毛利率至34.28%，较上年降低8.64个百分点。2019年1-3月，公司实现营业收入17.24亿元，同比增长100.38%，主要系代建工程业务收入大幅增加所致。

表 2 公司营业收入和毛利率构成情况（单位：万元）

项目名称	2019年1-3月		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
房地产收入	37,984.93	41.04%	238,935.02	40.34%	296,866.14	42.41%
代建工程收入	130,204.36	17.49%	51,305.74	3.56%	0.00	-
其他收入	3,306.10	32.06%	14,970.12	38.63%	14,294.73	49.02%
主营业务小计	171,495.39	22.99%	305,210.87	34.07%	311,160.87	42.72%
出租业务	427.15	73.91%	1,139.40	93.42%	923.36	91.88%
其他	451.05	17.88%	1,499.66	32.06%	929.05	61.74%
其他业务小计	878.20	45.13%	2,639.07	58.55%	1,852.41	76.76%
合计	172,373.59	23.10%	307,849.94	34.28%	313,013.29	42.92%

资料来源：公司2018年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

受益于政策局部松绑，公司珠海房地产项目销售有所改善，同时重庆新盘去化表现较好，2018年商品房销售面积及金额同比实现增长，新开工项目规模亦有所增加

受益于政策的局部松绑，同时公司对符合珠海市引进人才提供一定优惠购房政策，2018年公司主力销售项目格力海岸S4及平沙九号二期销售情况改善，重庆新盘格力两江商住（P25-1/01）住宅项目2018年销售情况表现较好，当年去化超过80.0%。以上影响下，2018年公司商品房合同销售面积及合同销售金额分别为13.85万平方米和27.57亿元，同比分别增长106.10%和40.52%。由于平沙九号二期及重庆项目销售均价相对较低，导致销售均价为1.99万元/平方米，较上年降低31.81%。2019年1-3月公司分别实现商品房合同销售面积及合同销售金额5.26万平方米和10.24亿元，同比均有所改善。在销售情况好转的带动下，2018年公司加大对珠国土储2016-12地块等项目开发，全年新开工面积为91.37万平方米，竣工面积60.44万平方米，较上年均有大幅增长。

表 3 公司房地产业务主要运营指标

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
新开工面积（万平方米）	4.46	91.37	40.71
竣工面积（万平方米）	0.00	60.44	10.40

合同销售面积（万平方米）	5.26	13.85	6.72
合同销售金额（亿元）	10.24	27.57	19.62
当期结转收入（亿元）	3.80	23.89	29.69

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从结转情况来看，受项目结转进度影响，2018年公司房地产项目结转收入为23.89亿元，较上年减少19.51%，结转项目主要来自格力海岸及平沙九号等项目，结转毛利率较上年小幅回落2.07个百分点。

表 4 公司主要房地产项目收入结转与资金回笼情况（单位：万元）

项目名称	2019年1-3月		2018年		2017年	
	结转收入	回笼资金	结转收入	回笼资金	结转收入	回笼资金
格力海岸项目	18,853.09	28,830.00	183,886.48	161,505.73	217,044.29	111,606.04
平沙九号项目	18,682.75	23,840.00	43,955.04	44,792.94	65,493.98	3,599.15
格力广场项目	387.43	0.00	6,622.18	6,029.85	13,255.53	10,462.30
合计	37,923.27	52,670.00	234,463.70	212,328.52	295,793.80	125,667.49

资料来源：公司提供

总体来看，受益于政策局部松绑等，2018年以来公司商品房销售情况有所改善，但珠海市作为国内楼市限购执行较严厉的城市之一，而公司在售房地产主要集中于珠海市，未来需持续关注当地楼市调控政策对公司经营的影响。

公司剩余在售房地产面积尚可，储备项目规模较大；2018年公司拿地放缓，剩余土储规模不大且分布集中，在建项目面临一定的资金压力

2018年公司房地产销售项目主要来自格力海岸、平沙九号及重庆两江项目，2019年3月末平沙九号一期项目已基本售罄，格力广场三期、四期及格力海岸S1、S2项目为公司前期开发的主力项目，近年陆续实现一定销量，受政策限购等影响，整体去化周期较长。格力海岸S4项目于2017年10月对外开售，主要定位于中高端改善型需求客户，整体去化尚可，2019年3月末去化率为61.56%。平沙九号二期项目位于珠海市金湾区平沙镇，总投资14.00亿元，可售面积为13.98万平方米，于2017年10月开售，2019年3月末去化超过60%，销售情况表现尚可。截至2019年3月末，公司格力海岸及平沙九号等项目剩余可售面积合计23.18万平方米，主要位于珠海市，待售房地产项目位置较好。

表 5 截至 2019 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）

项目	总投资	已投资	可售面积	已售面积	累计销售	累计结转
格力广场项目	17.30	19.72	16.82	13.70	28.14	27.93
格力海岸项目	74.70	81.55	50.85	37.82	98.26	86.80
平沙九号项目	20.00	15.48	22.56	16.07	17.08	12.81
重庆两江项目	6.97	3.44	5.15	4.61	4.36	0.00

合计	118.97	120.19	95.38	72.20	147.84	127.54
----	--------	--------	-------	-------	--------	--------

资料来源：公司提供

2018年以来公司同时推进平沙九号广场等多个项目建设，2019年3月末主要在建房地产项目预计总投资171.88亿元，已累计投资119.55亿元。其中格力海岸S5地块等5个珠海项目，总投资73.64亿元，建筑面积合计65.97万平方米，均于2018年开工建设；上海前滩38-01地块、32-01地块以及上海松江泗泾均为住宅类项目，位于上海市中心城区，地理位置较好，合计总投资83.0亿元，建筑面积为20.76万平方米。总体来看，公司在建房地产项目投资规模较大，项目位于珠海、上海及重庆市，业务持续性较好，截至2018年末尚需投资52.33亿元，面临一定的资金压力。

表 6 截至 2019 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
平沙九号广场	13.44	5.60	21.47	-	-	2018 年	-
平沙九号花园二期 0406 地块（37#楼）	2.40	1.07	3.86	-	-	2018 年	-
珠国土储 2016-12 地块	18.00	13.77	6.21	-	-	2018 年	-
格力海岸 S5 地块	33.00	22.49	29.97	-	-	2018 年	-
珠海格力白蕉广场	6.80	3.74	4.46	-	-	2018 年	-
前滩 38-01 地块	25.00	20.21	4.95	-	-	2017 年	-
前滩 32-01 地块	30.00	22.04	5.22	-	-	2017 年	-
松江泗泾 10-05 地块	28.00	23.56	10.59	-	-	2017 年	-
格力龙盛总部经济区一期（P22-1/01 地块）	1.42	0.47	3.31	-	-	2018 年	-
格力龙盛总部经济区商业一期（P22-2/02）	3.39	1.72	5.26	-	-	2018 年	-
格力两江商住（P25-1/01）	6.97	3.44	14.35	5.15	0.54	2017 年	2018 年
格力两江商住（P26-1/01）	3.46	1.44	6.92	-	-	2017 年	-
合计	171.88	119.55	116.57	-	-	-	-

资料来源：公司提供

土地储备方面，近年珠海市大型头部房企入驻较多，市场竞争激烈，公开市场拿地压力较大，2018年以来公司拿地趋于谨慎，拿地节奏明显放缓，购置土地规模亦减少。2018年公司仅以招拍挂形式获取一宗二类居住用地，即珠海市斗门区桥东开发区白蕉路（田家炳中学西侧）地块，项目占地面积1.38万平方米，计容建筑面积3.36万平方米，楼面成本均价为1.07万元/平方米。截至2019年3月末，公司拥有土地储备占地面积合计65.31万平方米，规划建筑面积合计125.61万平方米，分布于珠海和重庆市，较为集中。

表 7 截至 2019 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	26.51	45.75	2013-2017	19.90
重庆地块	38.80	79.86	2013-2017	6.43
合计	65.31	125.61	-	26.33

资料来源：公司提供

公司新增代建工程收入，丰富了业务收入来源

2018年公司新增代建工程业务收入，该业务主要由保联物流及洪湾渔港负责，受项目业主委托在珠海市洪湾片区从事市政工程项目代建，当年确认代建收入5.13亿元，2019年1-3月大幅增至13.02亿元。

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，总体进度仍相对缓慢，尚未实现收益

依托股东背景优势和珠海的地理优势，近年公司积极开拓渔港、酒店、海岛旅游、游艇码头等口岸经济产业、海洋经济产业，在建多个项目。其中，渔港工程包括香洲港区域综合整治工程、珠海洪湾中心渔港核心区工程等项目。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。而对澳供水洪湾西引水渠改造工程为配套工程，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。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。万山二期为海岛酒店项目，位于大万山岛。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。

2018年以来公司主要推进渔港工程等项目建设，项目受政府相关部门配合等影响，进度相对缓慢。截至2019年3月末，公司非房地产项目总投资60.69亿元，已累计投资20.02亿元，仍未实现相关收益。

表 8 截至 2019 年 3 月末公司非房地产项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	开工时间	预计竣工时间
渔港工程	45.85	14.85	2014年	2020年
淇澳红树林湿地公园一期	7.80	0.07	2017年	2021年

竹洲水乡工程	0.54	0.73	2015年	2019年
万山二期	2.12	1.47	2014年	-
游艇码头	4.38	2.91	2014年	-
合计	60.69	20.02	-	-

注：2018年公司将香洲港区域综合整治工程、珠海洪湾中心渔港核心区工程及其他项目统称为渔港工程。
 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2017-2018年度审计报告及未经审计的2019年1季度财务报表，报告均按照新会计准则编制。2018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2019年3月末，公司资产总规模为309.74亿元，较2017年末增长13.32%。流动资产仍是公司资产主要构成部分，2019年3月末占比为80.25%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	224,108.03	7.24%	206,013.62	6.94%	279,582.83	10.23%
存货	2,202,580.78	71.11%	2,143,853.20	72.26%	2,159,036.37	78.99%
流动资产合计	2,485,491.80	80.25%	2,417,162.60	81.47%	2,460,659.99	90.02%
投资性房地产	248,317.99	8.02%	248,317.99	8.37%	2,007.39	0.07%
长期应收款	152,721.48	4.93%	22,331.11	0.75%	30,303.93	1.11%
在建工程	117,969.06	3.81%	187,963.79	6.34%	150,541.07	5.51%
非流动资产合计	611,883.08	19.75%	549,713.49	18.53%	272,715.67	9.98%
资产总计	3,097,374.89	100.00%	2,966,876.09	100.00%	2,733,375.66	100.00%

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，中证鹏元整理

流动资产主要由货币资金和存货构成。截至2018年末，公司货币资金余额为22.41亿元，主要为银行存款，其中250.0万元的保函保证金使用权受限。存货是公司的主要资产，2018年末账面价值为214.39亿元，占总资产比重为72.26%，主要由开发成本和开发产品构成。

其中开发成本162.59亿元，包括格力海岸项目52.17亿元、上海项目63.97亿元和重庆项目14.97亿元；开发产品51.66亿元，规模较大的项目有格力海岸30.17亿元和平沙项目11.76亿元。2018年末公司已抵押存货规模为97.70亿元，占存货比重为45.57%，抵押比率偏高，存货未计提跌价准备。

非流动资产主要由投资性房地产、长期应收款及在建工程构成。长期应收款主要系应收渔港工程以及香炉湾沙滩工程等工程支出款项，2019年3月末规模大幅增至15.27亿元，主要系应收代建工程款增加所致。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。2018年末用于抵押的在建工程账面价值为5.52亿元。2018年末投资性房地产采用公允价值计量，2018年账面价值大幅增至24.83亿元，主要系格力海岸S3及部分重庆项目转入所致。

截至2018年末，公司受限资产规模为103.98亿元，占总资产的比重为35.05%。总体来说，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

公司存货周转效率仍低于行业平均水平

2018年公司房地产项目销售情况有所改善，而营业成本有所增加，存货周转天数较2017年缩短366.12天至3,828.42天，但仍低于行业平均水平。2018年公司总资产规模保持增长，营业收入略有降低，总资产周转天数较上年延长244.34天。

表 10 公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2018 年	2017 年
存货周转天数	3,828.42	4,194.54
流动资产周转天数	2,852.07	2,825.79
总资产周转天数	3,332.94	3,088.60

注：选取 A 股上市房企营业收入 TOP40 存货周转天数的平均数作为行业企业存货周转天数，2018 年存货周转天数为 1,486.67 天。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入略有下滑，未来业务收入有一定支撑

2018年公司营业收入主要来源于房地产业务，全年实现营业收入30.78亿元，同比略有降低，房地产业务收入规模受项目结算影响较大。2018年公司房产销售业绩有所改善，待

售房产规模尚可且储备项目规模较大，房地产业务未来发展有一定支撑。

毛利率方面，2018年公司房地产业务结转毛利率有所下滑，同期新增的代建工程业务毛利率水平较低，拉低公司综合毛利率至34.28%，较上年降低8.64个百分点。2019年1-3月，公司实现营业收入17.24亿元，同比增长100.38%，主要系代建工程业务收入大幅增加所致。期间费用方面，2018年公司销售业绩增长，管理费用有所上升，财务费用亦有所增加，而营业收入略有下降，公司期间费用率上升至8.08%。受以上因素影响下，2018年公司营业利润及利润总额同比分别减少19.38%和18.23%。

表 11 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	172,373.59	307,849.94	313,013.29
投资收益	-19.31	1,383.84	-107.23
营业利润	30,837.97	67,376.52	83,569.34
利润总额	30,868.67	67,602.10	82,672.27
净利润	22,991.67	51,181.78	62,335.36
综合毛利率	23.10%	34.28%	42.92%
期间费用率	3.89%	8.08%	7.36%
总资产回报率	-	2.58%	3.25%
净资产收益率	-	6.38%	8.21%
营业收入增长率	100.38%	-1.65%	0.27%
净利润增长率	7.20%	-17.89%	4.06%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金持续净流出，面临较大的融资压力

公司营业收入主要来自房地产业务，2018年商品房销售情况明显改善，销售商品、提供劳务收到的现金较上年增长81.90%，同期公司房产项目支出规模虽有所下降仍保持一定规模，且支付的代收代垫款净额大幅增加，导致公司经营活动现金净流出12.17亿元。

2018年公司房产销售改善回款好转，对外筹资力度有所减弱，通过发行债券及委托贷款等使得筹资活动现金流入73.35亿元，在偿还债务及支付利息后，筹资活动现金继续呈净流入。随着公司房产项目进度的推进，且需偿付较大规模的有息债务，面临较大的筹资压力。

表 12 公司现金流量情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.96	0.52

销售商品、提供劳务收到的现金	295,056.43	162,210.10
收到其他与经营活动有关的现金	6,902.50	8,247.00
经营活动现金流入小计	302,098.95	171,028.45
购买商品、接受劳务支付的现金	220,368.79	300,645.87
支付其他与经营活动有关的现金	123,755.77	26,610.96
经营活动现金流出小计	423,756.60	381,270.17
经营活动产生的现金流量净额	-121,657.64	-210,241.72
投资活动产生的现金流量净额	-34,457.27	-95,899.90
筹资活动产生的现金流量净额	81,850.59	153,947.13
现金及现金等价物净增加额	-73,519.21	-153,393.88

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增长较快，偿债压力加大

2018年公司部分存货转入投资性房地产，增加其他综合收益5.46亿元，公司股东权益规模有所增加，2019年1-3月回购部分股票，期末股东权益规模有所降低；2018年以来公司发行较大规模债券及新增借款，2019年3月末负债总额较2017年末增长17.89%。综合影响，2019年3月末公司产权比率增至288.16%。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	2,299,402.48	2,146,363.06	1,950,434.87
股东权益合计	797,972.41	820,513.03	782,940.79
产权比率	288.16%	261.59%	249.12%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

2018年以来公司新发行较大规模债券，流动负债占比持续降低，2019年3月末非流动负债占比较2017年末上升16.08个百分点至74.70%，债务结构趋于合理。流动负债主要由应付票据及应付账款、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施工单位的工程款。预收账款主要为预收售楼款。其他应付款主要为应付关联单位的拆借款和土地增值税准备金，其中应付海控公司有息拆借款14.78亿元。一年内到期的非流动负债主要为2019年到期的长期借款和应付债券，债务刚性较强。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据及应付账款	113,459.88	4.93%	95,649.92	4.46%	63,591.66	3.26%

预收款项	64,580.77	2.81%	44,779.75	2.09%	45,095.63	2.31%
其他应付款	257,095.66	11.18%	237,053.41	11.04%	255,069.01	13.08%
一年内到期的非流动负债	93,601.32	4.07%	160,767.17	7.49%	364,431.90	18.68%
流动负债合计	581,688.48	25.30%	588,866.84	27.44%	807,180.74	41.38%
长期借款	882,876.11	38.40%	762,142.36	35.51%	586,567.27	30.07%
应付债券	716,853.89	31.18%	677,427.48	31.56%	459,681.69	23.57%
其他非流动负债	85,000.00	3.70%	85,000.00	3.96%	85,000.00	4.36%
非流动负债合计	1,717,713.99	74.70%	1,557,496.22	72.56%	1,143,254.13	58.62%
负债总额	2,299,402.48	100.00%	2,146,363.06	100.00%	1,950,434.87	100.00%
其中：有息债务	1,946,151.32	84.64%	1,853,157.01	86.34%	1,613,748.96	82.74%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

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。截至2018年末，公司长期借款余额为76.21亿元，其中抵押借款31.55亿元和保证借款44.66亿元。应付债券明细具体见表15。其他非流动负债为2017年发行的5年8.5亿元的私募债，票面利率为5.96%。

表 15 截至 2018 年末公司发行债券明细情况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	发行日期	债券期限
15 格房产	7.00	2015 年 9 月 24 日	3+2
16 格地 01	30.00	2016 年 6 月 23 日	3+2
格力转债	9.80	2014 年 12 月 25 日	5
18 格地 01	10.20	2018 年 5 月 7 日	2+2+1
18 格力 MTN001	5.00	2018 年 4 月 3 日	3
18 格力 MTN002	5.00	2018 年 4 月 23 日	3
18 格力 MTN003	6.00	2018 年 6 月 25 日	3
18 格地 02	6.00	2018 年 7 月 26 日	3+2
18 格地 03	6.00	2018 年 7 月 26 日	2+2+1
19 格地 01	4.00	2019 年 3 月 18 日	3
合计	89.00	-	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年3月末，公司有息债务规模为194.62亿元，较2017年末增长20.60%，其中长期有息债务占比为86.57%。截至2019年3月末，公司剔除预收款项的资产负债率、净负债率分别为73.69%和215.80%，较2017年末分别上升2.81个百分点和45.40个百分点，负债率水平较高。从偿债指标来看，公司速动比率仍表现较差，短期现金对短期债务覆盖不足；受利润规模下滑及有息债务规模持续上升影响，2018年末EBITDA利息保障倍数降至0.72，息税前利润对利息支出保障程度较弱。

表 16 公司偿债能力指标

项目	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	74.24%	72.34%	71.36%
剔除预收款项的资产负债率	73.69%	71.92%	70.88%
净负债率	215.80%	200.75%	170.40%
流动比率	4.27	4.10	3.05
速动比率	0.49	0.46	0.37
短期现金债务比	0.75	0.81	0.47
EBITDA（万元）	-	77,697.80	89,315.06
EBITDA 利息保障倍数	-	0.72	1.01
债务总额/EBITDA	-	27.62	21.84
经营性净现金流/流动负债	0.00	-0.21	-0.26
经营性净现金流/负债总额	0.00	-0.06	-0.11

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

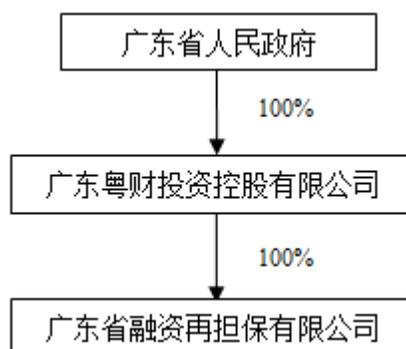
六、债券偿还保障分析

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仍能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2018年末，广东再担保注册资本为60.60亿元，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 2018 年末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，中证鹏元整理

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。2016-2018年广东再担保分别实现营业收入49,438.22万元、46,883.85万元和40,369.05万元，其中担保费收入分别为18,710.79万元、22,203.44万元和15,632.08万元，占营业收入比重分别为37.85%、47.36%和38.72%。由于自有资金较多，广东再担保将其投向银行理财、广州金融资产交易中心直融、信托等产品，获得可观的投资收益，同时银行存款亦获得较高的利息收入。2016-2018年广东再担保利息净收入和投资收益合计分别占当期营业收入的61.53%、51.02%和59.53%，系广东再担保收入的重要构成。

表 17 2016-2018 年广东再担保收入构成情况（单位：万元）

项 目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	15,632.08	38.72%	22,203.44	47.36%	18,710.79	37.85%
其中：直保业务收入	15,548.91	38.52%	21,937.94	46.79%	18,262.54	36.94%
再担保业务收入	83.17	0.21%	265.50	0.57%	448.25	0.91%
利息净收入	7,563.04	18.73%	7,117.87	15.18%	6,412.18	12.97%
投资收益	16,467.90	40.79%	16,800.63	35.83%	24,005.99	48.56%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-467.51	-1.16%	361.12	0.77%	7,634.36	15.44%
其他业务收入	504.49	1.25%	761.90	1.63%	309.26	0.63%
其他收益	198.66	0.49%	-	-	-	-
资产处置收益	2.88	0.01%	-	-	-	-
合计	40,369.05	100.00%	46,883.85	100.00%	49,438.22	100.00%

注：其他业务收入主要含资金管理费收入、承销费收入、房租收入等。

资料来源：广东再担保 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，广东再担保资产总额为84.25亿元，所有者权益为71.65亿元；2018年

度，广东再担保实现营业收入4.04亿元，利润总额2.16亿元。

表 18 2016-2018 年广东再担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	842,468.55	845,692.79	800,181.36
所有者权益合计	716,478.44	731,007.77	692,080.32
现金类资产	428,700.91	260,780.71	212,453.18
营业收入	40,369.05	46,883.85	49,438.22
担保费收入	15,632.08	22,203.44	18,710.79
利息收入	7,563.04	7,117.87	6,412.18
投资收益	16,467.90	16,800.63	24,005.99
利润总额	21,618.42	51,583.12	33,178.80
净资产收益率	2.19%	5.42%	4.39%
担保责任余额	2,367,606.00	1,926,910.00	1,951,313.00
其中：直接担保在保责任余额	1,600,618.00	1,717,848.00	1,330,723.00
当期担保发生额	4,277,802.00	4,149,813.00	3,468,117.00
拨备覆盖率	120.64%	777.43%	883.90%
准备金覆盖率	4.32%	3.92%	3.82%
融资担保放大倍数	2.39	2.10	1.51
直保业务当期代偿率	6.84%	0.00%	0.00%
再担保业务当期代偿率	0.03%	0.12%	0.00%
累计代偿回收率	8.63%	32.87%	36.06%

注：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 2017-2018 年审计报告、广东再担保提供，中证鹏元整理

综合来看，广东再担保实力雄厚，业务发展情况较好，经中证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、其他事项分析

（一）过往履约事项分析

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月7日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）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2018年末，公司承担阶段性担保余额为4.63亿元，占2018年末净资产的5.64%，面临一定的或有负债风险。

八、评级结论

公司待售房地产项目主要位于珠海市，且有较大规模的储备项目，而珠海市地理位置优越，经济持续保持较快增长，房地产市场发展外部环境较为有利，公司未来房地产业务发展有一定支撑。此外，广东再担保提供的不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

但中证鹏元也注意到，公司房产项目布局城市数量较少，珠海项目受当地楼市调控政策影响较大，位于上海地区的三个项目推盘及销售时间尚不确定；公司存货周转效率仍低于行业平均水平，珠海市土地市场竞争激烈，公司公开市场拿地面临较大压力，2018年以来拿地明显放缓，在建房地产项目还需投入较多资金和有息债务规模增长较快等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券品种一、品种二信用等级均为 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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	224,108.03	206,013.62	279,582.83	433,555.53
存货	2,202,580.78	2,143,853.20	2,159,036.37	2,004,696.08
流动资产合计	2,485,491.80	2,417,162.60	2,460,659.99	2,453,289.54
投资性房地产	248,317.99	248,317.99	2,007.39	0.00
非流动资产合计	611,883.08	549,713.49	272,715.67	184,303.19
资产总计	3,097,374.89	2,966,876.09	2,733,375.66	2,637,592.73
短期借款	20,000.00	20,000.00	29,500.00	45,603.94
预收款项	64,580.77	44,779.75	45,095.63	204,242.74
一年内到期的非流动负债	93,601.32	160,767.17	364,431.90	302,437.18
流动负债合计	581,688.48	588,866.84	807,180.74	1,091,259.27
长期借款	882,876.11	762,142.36	586,567.27	322,744.49
应付债券	716,853.89	677,427.48	459,681.69	453,988.84
非流动负债合计	1,717,713.99	1,557,496.22	1,143,254.13	810,566.98
负债合计	2,299,402.48	2,146,363.06	1,950,434.87	1,901,826.25
有息债务	1,946,151.32	1,853,157.01	1,613,748.96	1,373,798.27
所有者权益合计	797,972.41	820,513.03	782,940.79	735,766.48
营业收入	172,373.59	307,849.94	313,013.29	312,175.94
营业利润	30,837.97	67,376.52	83,569.34	79,454.03
净利润	22,991.67	51,181.78	62,335.36	59,901.17
经营活动产生的现金流量净额	192.62	-121,657.64	-210,241.72	-123,475.66
投资活动产生的现金流量净额	-10,484.06	-34,457.27	-95,899.90	-78,518.19
筹资活动产生的现金流量净额	29,049.15	81,850.59	153,947.13	333,081.07
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
存货周转天数	-	3,828.42	4,194.54	3,348.62
流动资产周转天数	-	2,852.07	2,825.79	2,554.65
总资产周转天数	-	3,332.94	3,088.60	2,709.35
综合毛利率	23.10%	34.28%	42.92%	37.09%
期间费用率	3.89%	8.08%	7.36%	8.16%
总资产回报率	-	2.58%	3.25%	3.77%
净资产收益率	-	6.38%	8.21%	10.58%
营业收入增长率	100.38%	1.65%	0.27%	22.67%
净利润增长率	7.20%	17.89%	4.06%	-56.26%
资产负债率	74.24%	72.34%	71.36%	72.10%

剔除预收款项的资产负债率	73.69%	71.92%	69.76%	79.58%
流动比率	4.27	4.10	3.05	2.25
速动比率	0.49	0.46	0.37	0.41
EBITDA（万元）	-	77,697.80	89,315.06	90,552.55
EBITDA 利息保障倍数	-	0.72	1.01	1.10
债务总额/EBITDA	-	27.62	21.84	21.00
经营性净现金流/流动负债	0.00	-0.21	-0.26	-0.11
经营性净现金流/负债总额	0.00	-0.06	-0.11	-0.06

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
净负债率	$(\text{有息债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益}$
短期现金债务比	$\text{货币资金} / \text{短期有息债务}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他非流动负债} + \text{其他有息借款}$

附录三 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。