

跟踪评级公告

联合[2018]768 号

珠海华发实业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

珠海华发实业股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

珠海华发实业股份有限公司公开发行的“15 华发 01”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月十一日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

珠海华发实业股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
15 华发 01	30 亿元	5 年	AA+	AA+	2017 年 6 月 6 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 11 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	1,137.97	1,396.83	1,530.90
所有者权益（亿元）	232.15	239.16	234.73
长期债务（亿元）	474.21	546.42	569.93
全部债务（亿元）	584.74	741.37	842.05
营业收入（亿元）	132.99	199.17	15.88
净利润（亿元）	14.28	17.78	5.63
EBITDA（亿元）	22.91	28.25	--
经营性净现金流（亿元）	190.69	112.99	1.76
营业利润率（%）	21.57	18.45	20.54
净资产收益率（%）	6.76	7.54	--
资产负债率（%）	79.60	82.88	84.67
全部债务资本化比率（%）	71.58	75.61	78.20
流动比率（倍）	2.48	2.12	1.96
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.04	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.50	0.74	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.76	0.94	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2017 年，珠海华发实业股份有限公司（以下简称“公司”或“华发股份”）在继续巩固珠海地区房地产企业龙头地位的基础上，稳步增加新进城市的项目储备，土地储备较为充足，业务发展较为稳健。2017 年，公司收入规模大幅增长，经营性净现金流持续大额净流入。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司 2017 年受政策调控影响协议销售面积和金额有所下滑、在建项目对开发资金的需求较大、债务负担较重等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司储备及在建项目的持续推进，公司经营状况将保持良好。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 华发 01”债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 公司土地储备主要位于珠海、南京、武汉、威海等地区，公司项目所处地区经济发展水平较高，土地储备质量较好。

2. 2017 年，公司房地产开发业务收入增长较快；目前公司在建项目较多，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要。

3. 公司收入规模大幅增长，经营性净现金流持续大额净流入；公司融资渠道畅通。

关注

1. 2017 年，受政策调控影响，公司协议销售面积和金额有所下滑，需关注行业调控政策对公司经营的影响。

2. 公司在建项目较多，在建面积较大，对公司资金流形成一定压力，需关注由此带来的经营和财务风险。

3. 跟踪期内，公司债务规模增长较快，债务

负担较重。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

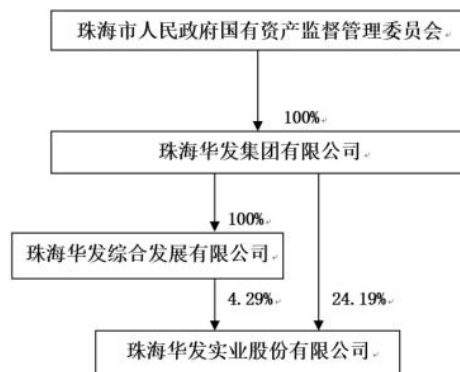
一、主体概况

珠海华发实业股份有限公司（以下简称“公司”或“华发股份”）前身系珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）的全资子公司珠海经济特区华发房地产公司。1992年4月，经珠海市经济体制改革委员会珠体改委[1992]50号文批准，在珠海经济特区华发房地产公司的基础上改组设立为珠海经济特区华发房地产股份有限公司。1992年10月，经珠海市经济体制改革委员会珠体改委[1992]93号文批准更名为现名，并于1994年12月经广东省经济体制改革委员会粤体改[1994]140号文确认。经中国证券监督管理委员会证监发行[2004]7号文批准，2004年2月，公司在上海证券交易所上市（股票简称：“华发股份”，证券代码：600325.SH）。经过历年派送红股、配售新股、转增股本、增发新股、非公开发行股票等，截至2016年12月31日，公司注册资本为1,169,045,620元。

2017年3月，公司实施了限制性股权激励股权计划，向160名员工定向发行779.5万股，公司注册资本由116,904.56万元变更为117,684.06万元。2017年6月，公司实施每10股转增8股的利润分配方案，注册资本变更为211,831.31万元。

截至2018年3月底，公司注册资本21.18亿元，公司控股股东为珠海华发集团有限公司，实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会。

图1 截至2018年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：房地产经营、物业管理；批发零售、代购代销：建筑材料、金属材料（不含金）、建筑五金、五金工具、电子产品及通讯设备（不含移动通讯终端设备）、化工原料（不含化学危险品）、五金交电、化工。

2017年5月，公司调整组织架构，公司本部下设董事局秘书处、财务管理部、人力资源管理中心、投资拓展部、资金管理部、股权投资管理中心、证券及投资者关系管理部、市场营销管理中心、设计管理中心、产品研发中心、法律事务部、总裁办公室、战略研究部、运营管理部、工程管理中心、安全生产办公室、成本管理部、招标及采购管理部、内部稽核室共计19个职能部门。

截至2018年3月底，公司拥有162家全资子公司及29家控股子公司；公司拥有在职员工3,707人。

截至2017年末，公司合并资产总额1,396.83亿元，负债合计1,157.67亿元，所有者权益（含少数股东权益）239.16亿元，其中归属于母公司所有者权益合计118.83亿元。2017年，公司实现营业收入199.17亿元，净利润（含少数股东损益）17.78亿元，其中归属于母公司所有者的净利润16.20亿元；经营活动产生的现金流量净额112.99亿元，现金及现金等价物净增加额-46.50亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额 1,530.90 亿元，负债合计 1,296.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）234.73 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 122.51 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 15.88 亿元，净利润（含少数股东损益）5.63 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.83 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.76 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.00 亿元。

公司注册地址：广东省珠海市昌盛路 155 号；法定代表人：李光宁。

二、本次债券概况

本次债券名称为“2015 年珠海华发实业股份有限公司公司债券（第一期）”，发行规模 30 亿元，面值 100 元，平价发行，期限为 5 年，票面利率为固定利率。本次债券已于 2015 年 11 月 27 日发行结束，票面利率为 4.5%，每年付息一次，到期还本，最后一期利息随本金偿还，起息日为 2015 年 11 月 26 日，付息日为 2016 年至 2020 年每年的 11 月 26 日（遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日，顺延期间付息款项不另计利息）。本次债券已于 2015 年 12 月 14 日起在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“15 华发 01”，证券代码“136057.SH”。

根据《珠海华发实业股份有限公司公开发行 2015 年公司债券（第一期）募集说明书》中的约定，本次债券募集资金中 14.5 亿元用于偿还银行贷款，剩余募集资金用于补充流动资金。其中，拟偿还的银行贷款为 2015 年 11 月 27 日到期的广发银行股份有限公司珠海分行南屏支行的 14.5 亿元贷款，并约定若募集资金到位时间与公司预计不符，公司将本着有利于优化债务结构、尽可能节省公司利息费用的原则灵活安排偿还所借银行贷款。考虑到资金成本及自身业务经营需要，该笔银行贷款已在公司债券募集资金到位前进行了偿还。为此，公司于 2015 年 12 月 3 日召开第八届董事局第八十一次会议，决定将该部分 14.5 亿元的募集资金用于补充流动资金。

截至 2015 年 12 月 21 日，募集资金全部使用完毕。本次公司债券募集资金的管理和使用，与公司债券募集说明书承诺的用途、使用计划和其他约定一致，符合公司债券募集资金使用的各项规定。

公司已于 2017 年 11 月 27 日向全体“15 华发 01”债券持有人支付了 2016 年 11 月 26 日至 2017 年 11 月 25 日期间的利息。

三、行业分析

公司主营业务为房地产开发与经营，属于房地产行业。

1. 行业概况

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点；其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 3.18%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 2.57%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.54%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.00%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。除二线

城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一、二、三线城市的土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

资金来源方面，2017 年，全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

市场供需方面，2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%。其中，住宅销售面积同比增长 5.30%，办公楼销售面积同比增长 24.30%，商业营业用房销售面积同比增长 18.70%；住宅销售额同比增长 11.30%，办公楼销售额同比增长 17.50%，商业营业用房销售额同比增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减少 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

销售价格方面，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

竞争格局方面，2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

2. 行业政策

2016 年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017 年 3 月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017 年 4 月 6 日，住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在 36 个月以上的，应停止供地；36~18 个月的，要减少供地；12~6 个月的，要增加供地；6 个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。2017 年 7 月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租赁法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部等 9 部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取 12

个城市先行试点。2017年8月3日，北京市城乡和住房建设委对《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会各界公开征求意见，希望通过引入政府与购房人按份共有产权，有效调节产权比例，对引导新的住房消费理念有重要影响。

2017年10月18日，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。2017年12月18日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。2018年3月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。

总体看，2017年，政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制。

3. 行业关注

（1）行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2017年9月底，Wind资讯的地产行业资产负债率为79.01%，较2016年底提高了2.24个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

（2）房地产调控政策不放松，但实行差异化调控

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

4. 行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具

有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

四、管理分析

跟踪期内，公司治理结构、管理制度无重大变化。

2017年3月3日，公司职工监事阮宏洲先生因工作原因辞去职工监事职务。公司于2017年3月10日召开的2017年度第一次职工代表大会，选举仝鑫鑫先生为公司第九届监事会职工监事，任期与公司第九届监事会任期一致。

2017年6月1日，公司监事张勇先生因工作原因申请辞去公司第九届监事会监事职务。经公司于2017年6月19日召开的2017年第三次临时股东大会选举，陈振环先生当选为公司第九届监事会监事，任期与公司第九届监事会任期一致。

2017年6月2日，公司召开第九届董事局第十四次会议，聘任张驰先生为公司执行副总裁，任期自董事局审议通过之日起至本届董事会届满之日止。

总体看，跟踪期内，公司法人治理结构未发生变化，主要高级管理者未发生变动，核心团队人员稳定，三会一层运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司主营业务仍为房地产开发与销售。2017年，公司实现营业总收入199.17亿元，同比增长49.76%，主要系结转项目同比增加及合并范围变动所致。

从收入构成看，2017年公司实现主营业务收入190.08亿元，占营业总收入的95.44%，公司主营业务突出；公司其他业务收入主要是与房产开发相关的装饰、代理、设计、广告、工程管理、物业服务、房屋租赁收入以及体育健身等收入，2017年公司其他业务收入9.09亿元，占比4.56%，对公司整体经营影响不大。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发与销售	125.40	94.30	33.29	190.08	95.44	28.60	14.13	88.98	27.54
其他业务	7.58	5.70	15.60	9.09	4.56	19.27	1.75	11.02	22.99
合计	132.98	100.00	32.28	199.17	100.00	28.18	15.88	100.00	27.04

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2017年，公司综合毛利率为28.18%，同比下滑4.10个百分点。公司综合毛利率变动主要源自房地产开发业务的毛利率变化。2017年房地产开发业务毛利率为28.60%，同比下滑4.68个百分点，主要系部分结转项目毛利率较低所致。2017年，公司其他业务毛利率为19.27%，同比增长3.67个百分点。

2018年1~3月，公司实现营业收入15.88亿元，同比减少62.26%，主要系房产项目交楼确认收入减少所致；净利润5.63亿元，同比增长8.37%，主要系合营、联营企业盈利增加所致。

总体看，2017年，公司收入规模大幅增长，房地产开发业务收入增长较快，毛利率有所回落；

其他业务规模不大，对公司整体经营影响不大。

2. 土地储备

2017 年，公司加大了拿地力度，开启新一轮的投资布局，公司新增土地储备计容建筑面积 274.79 万平方米（权益面积），同比增长 514.47%；购地支出 230.57 亿元，同比增长 798.21%。

表 2 2016~2018 年 3 月公司土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元）

年份	占地面积 (权益)	建筑面积 (权益计容)	购地支出
2016 年	23.53	44.72	25.67
2017 年	119.98	274.79	230.57
2018 年 1~3 月	31.86	74.33	46.49

数据来源：公司提供

从新增土地储备情况看，2017 年，公司获取项目主要分布于南京、武汉、珠海等共 8 个城市，累计获取项目数量 31 个，占地总面积达 119.98 万平方米，计容建筑面积 274.79 万平方米，平均楼面价 8,360.20 元/平方米。2017 年，公司通过公开竞购、合作开发等方式，在继续深耕珠海、武汉等已布局城市的基础上，成功开辟南京、佛山、嘉兴等市场，不断增加新进城市的项目储备。

表 3 2017 年公司土地储备获取情况（单位：个、万平方米、亿元、元/平方米）

地区	获取项目数量	占地面积	计容建筑面积	土地出让金总额	平均楼面价
佛山	1	2.69	10.76	13.45	12,499.95
嘉兴	1	3.25	4.22	4.24	10,038.35
南京	6	21.47	61.53	82.18	13,356.18
上海	1	1.11	4.34	11.15	25,717.02
太仓	2	6.97	9.44	4.85	5,132.12
威海	2	17.65	24.68	7.74	3,135.09
武汉	7	41.6	95.21	40.05	4,206.88
珠海	11	25.24	64.61	66.07	10,227.14
合计	31	119.98	274.79	229.73	8,360.20

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2017 年底，公司共拥有 47 个项目的土地储备，待开发面积合计 419.33 万平方米，规划计容建筑面积合计 873.45 万平方米，主要分布于珠海、南京、武汉、威海等地，公司所持土地总体地理位置较佳。

表 4 截至 2017 年底公司土地储备分地区情况（单位：个、万平方米）

地区	项目数量	持有待开发 土地的面积	一级土地整 理面积	规划计容建 筑面积	合作开发项 目涉及的面积	权益建筑面 积
包头	1	1.20	--	10.49	--	10.49
北京	1	--	35.00	--	35.00	--
大连	2	35.00	--	51.33	27.33	45.86
佛山	1	2.69	--	10.76	--	10.76
广州	1	0.76	--	2.43	--	2.43
嘉兴	1	9.56	--	12.42	12.42	4.22

南京	6	81.77	--	196.87	196.87	61.53
南宁	1	6.78	--	13.68	--	13.68
上海	1	2.22	--	8.67	8.67	4.34
沈阳	1	41.40	--	103.50	--	103.50
太仓	2	14.22	--	19.27	19.27	9.44
威海	6	51.62	--	77.05	--	77.05
武汉	8	70.75	--	143.55	96.46	103.73
中山	2	40.55	--	93.87	--	93.87
珠海	13	60.81	--	129.56	73.13	98.13
合计	47	419.33	35.00	873.45	434.15	639.03

资料来源：公司提供，联合评级整理

2018 年 1~3 月，公司通过公开竞买方式新获取 4 宗土地项目，计容建筑面积合计 74.33 万平方米，分布在武汉（2 宗，计容建筑面积 45.93 万平方米）、苏州（1 宗，计容建筑面积 0.56 万平方米）和无锡（1 宗，计容建筑面积 27.83 万平方米）三座城市。截至 2018 年 3 月底，公司土地储备计容建筑面积 867.24 万平方米。

总体看，2017 年公司加大了拿地力度，公司土地储备规模较大，土地储备质量较高，能够满足未来 2~3 年开发需求。

3. 项目建设开发情况

2017 年，公司新开工面积为 220.47 万平方米，同比下滑 6.35%，主要系公司坚持以销定产的原则控制开工节奏，在限购影响销售金额下降的基础上导致开工面积同比出现小幅度地下滑；竣工面积为 215.28 万平方米，同比增长 61.12%，主要系工程进度加快所致；期末在建面积为 715.35 万平方米，同比增长 26.10%，主要系 2017 年度新增部分 2016 年未列入合并范围的项目，导致期末在建面积大幅度增加所致。2018 年 1~3 月，公司新开工面积 84.20 万平方米，竣工 70.42 万平方米；截至 2018 年 3 月底，公司在建面积 730.56 万平方米，在建面积较大，可满足公司未来销售需求。

表 5 公司房地产项目开发情况（单位：个，万平方米）

项目	2016年	2017年	2018年1~3月
新开工项目数量	17	15	5
新开工面积	235.42	220.47	84.20
竣工面积	133.56	215.28	70.42
在建项目数量	19	32	50
期末在建面积	567.31	715.35	730.56

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司在建、拟建项目合计 62 个，总建筑面积达 1,889.29 万平方米，主要分布于斗门、南京、威海、武汉、中山和珠海等城市。公司在建、拟建项目计划总投资 2,562.67 亿元，已完成投资 1,485.94 亿元，尚需投资 1,076.73 亿元；其中 2018 年计划投资 330.16 亿元，2019 年计划投资 274.53 亿元，2020 年计划投资 208.17 亿元，公司面临一定资金压力。

表 6 截至 2018 年 3 月底公司在建、拟建项目投资及区域分布情况（单位：个，万平方米、亿元）

城市	项目数量	总建筑面积	计划总投资	已完成投资	尚需投资
包头	1	12.73	6.82	3.04	3.78

大连	1	16.29	6.49	2.38	4.11
斗门	8	317.74	241.90	85.68	156.22
佛山	1	14.69	24.80	14.50	10.30
广州	3	61.61	107.53	91.73	15.81
嘉兴	1	19.90	21.82	14.00	7.82
南京	6	213.94	539.30	275.50	263.80
南宁	2	75.30	68.80	59.60	9.20
上海	4	97.55	376.95	267.00	109.95
沈阳	1	46.47	30.60	6.31	24.29
苏州	2	32.68	74.80	55.00	19.80
太仓	1	19.27	27.22	11.00	16.22
威海	5	166.77	107.52	38.39	69.13
无锡	1	41.76	62.00	36.00	26.00
武汉	13	415.80	341.09	165.32	175.77
中山	4	136.26	65.36	28.43	36.93
珠海	8	200.53	459.67	332.06	127.61
合计	62	1,889.29	2,562.67	1,485.94	1,076.73

资料来源：公司提供，联合评级整理

注：计划总投资数据为项目总投资，非按权益计算需要公司投资的金额

总体看，公司在建项目较多，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要，但在建项目对开发资金有一定需求。

4. 房产销售情况

从销售情况看，2017 年，受限购调控政策影响，公司实现协议销售面积 133.76 万平方米，同比下降 20.23%；协议销售金额 310.17 亿元，同比下降 13.18%；协议销售均价 2.32 万元/平方米，同比上升 8.92%，主要系公司 2017 年签约销售项目主要来源于武汉、上海、广州、珠海等核心城市，几大核心城市房价维持较高水平，受益于几大核心城市布局，使得公司签约销售均价有所增长。

表 7 公司房地产项目销售情况（单位：个，万平方米，万元/平方米，亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
实现预售项目	26	47	48
协议销售面积	167.68	133.76	47.73
协议销售均价	2.13	2.32	2.099
实现预售金额	357.25	310.17	100.2
结转收入面积	101.68	115.26	9.93
结转收入	125.40	190.08	14.13

资料来源：公司提供

从结转情况看，2017 年，公司结转收入面积 115.26 万平方米，同比增长 13.36%，主要系 2016 年销售项目 2017 年竣工结转较多所致；结转收入 190.08 亿元，同比增长 51.58%，主要系结转收入面积增长及结转项目的均价相对高所致。

从公司可售项目情况看，截至 2017 年底公司在售项目可供出售面积合计 179.19 万平方米，其中已预售面积 117.03 万平方米，剩余可售面积 62.16 万平方米，从公司近两年销售速度来看，去化压力不大；公司可供出售项目以住宅为主，主要分布于珠海、南宁、中山、武汉和威海等地。

表 8 截至 2017 年末公司可售项目情况（单位：个、万平方米）

城市	项目数量	可供出售面积	已预售面积	剩余可售面积
包头	1	1.83	0.62	1.20
大连	5	9.27	5.22	4.05
广州	4	10.83	7.31	3.52
南宁	4	24.83	11.14	13.69
盘锦	2	1.78	0.18	1.60
上海	4	6.57	6.09	0.48
沈阳	3	3.06	2.58	0.48
苏州	3	6.92	2.24	4.68
威海	3	21.19	15.70	5.49
武汉	4	40.53	34.71	5.82
中山	8	25.49	19.95	5.54
珠海	10	26.88	11.28	15.60
合计	51	179.19	117.03	62.16

资料来源：公司年报，联合评级整理

2018 年 1~3 月，公司实现销售金额 100.20 亿元，销售面积 47.73 万平方米；结转收入金额 14.13 亿元，占 2017 年结转收入的 7.43%，结转收入较少主要原因系一季度竣工备案结转的项目较少，集中在二、三、四季度竣工结转所致。

总体看，受政策调控影响，公司协议销售面积和金额有所下滑；在售项目主要分布于珠海、南宁、中山、武汉和威海等地，从公司近两年销售速度来看，剩余可售面积去化压力不大。

5. 自持物业情况

公司持有物业为珠海华发商都项目，2014 年 5 月投入运营，截至 2017 年末出租率为 100%，较上年末提高 6.05 个百分点。2017 年华发商都实现收入 2.24 亿元，同比提高 12.56%，主要系租金上涨和出租率提高所致。

总体看，相比公司房产销售业务，自持物业整体规模不大，但经营情况良好。

6. 经营关注

房地产市场波动和政策变动的风险

2017 年，受政策调控影响，公司协议销售面积和金额有所下滑。房地产市场的波动和限购政策均对公司房地产业务具有一定影响。

未来开发资金需求规模较大

公司在建/拟建项目较多，在建/拟建面积较大，对公司资金流形成一定压力，需要关注由此带来的经营风险。

7. 未来发展

公司将继续实施精品战略升级，同时积极推行高周转战略，全力推进优+生活体系建设，推动产品品质及竞争力不断提升。

区域拓展上，扎根珠海，确保珠海的龙头地位；加大对上海、广州、武汉等地的投资布局，努力开拓其他一线及二线重点城市的市场；采取聚焦战略，围绕粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中

下游地区等核心城市群形成区域布局；项目拓展以核心城市、核心地段的城区盘为主；项目拓展方式上，强化合作开发、项目并购、城市更新等多种方式。

在定制装修取得良好成效的基础上，逐步开创探索房地产开发的新模式，加快实施战略转型升级，不断提高房地产开发能力和市场份额，进一步扩大品牌优势，形成独具特色的核心竞争力。

此外，公司将积极探索发展“长租房”项目，拓展租赁市场，构建“租购并举”新模式。

2018 年是公司未来三年战略规划的开局之年，公司将致力于提高销售业绩、增加土地储备、推动战略转型三个工作重点，抓住“粤港澳大湾区”建设的新机遇，着力强化资金、管理、人才三大核心支撑，积极拓展租赁市场，全力推进各项工作再上新台阶。

总体看，公司未来的发展战略目标清晰。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 年度合并财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）进行确认和计量，在此基础上，结合中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）的规定编制。公司 2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司 165 家，较年初增加合并单位 40 家，减少合并单位 8 家；截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司 191 家，较年初增加合并单位 27 家，减少合并单位 1 家。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 1,396.83 亿元，负债合计 1,157.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）239.16 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 118.83 亿元。2017 年，公司实现营业收入 199.17 亿元，净利润（含少数股东损益）17.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 16.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 112.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 -46.50 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额 1,530.90 亿元，负债合计 1,296.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）234.73 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 122.51 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 15.88 亿元，净利润（含少数股东损益）5.63 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.83 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.76 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.00 亿元。

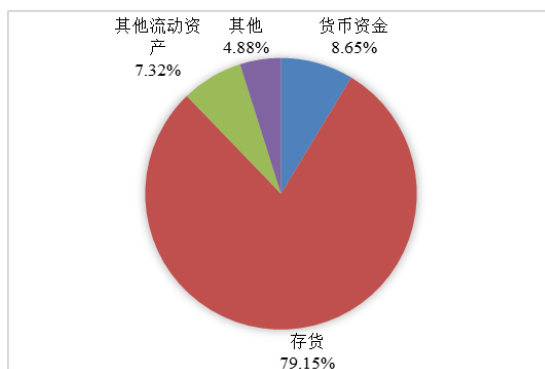
2. 资产质量

截至 2017 年末，公司合并资产总额为 1,396.83 亿元，较年初增长 22.75%，主要系流动资产增长所致；资产结构中，流动资产占比 92.63%，非流动资产占比 7.37%，公司资产结构仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年末，公司流动资产 1,293.89 亿元，较年初增长 21.64%，主要系存货和其他流动资产增长所致；流动资产主要由货币资金（占比 8.65%）、存货（占比 79.15%）和其他流动资产（占比 7.32%）构成。

图2 截至2017年末公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至2017年末，公司货币资金111.93亿元，较年初减少29.37%，主要系公司2017年直接土地款投资及股权投资规模较大所致；公司货币资金主要由银行存款（占比99.98%）构成；受限货币资金1.84亿元，占货币资金余额的1.64%，受限货币资金主要为银行借款及履约保证金和银行按揭贷款保证金。

截至2017年末，公司存货账面价值1,024.07亿元，较年初增长24.11%，主要系房地产开发投入增加所致；公司存货主要由开发成本（占比89.42%）和开发产品（占比9.35%）构成；累计计提跌价准备297.65万元，跌价准备计提的是大连华藤房地产开发有限公司开发的大连华发新城项目及珠海华商百货有限公司的库存商品；年初计提存货跌价准备的大连华发新城项目及珠海华商百货有限公司的部分库存商品分别于2017年交付和销售，相应计提的存货跌价准备予以转销；账面价值270.53亿元的存货被用于借款抵押，占比26.42%，存货受限程度较高。

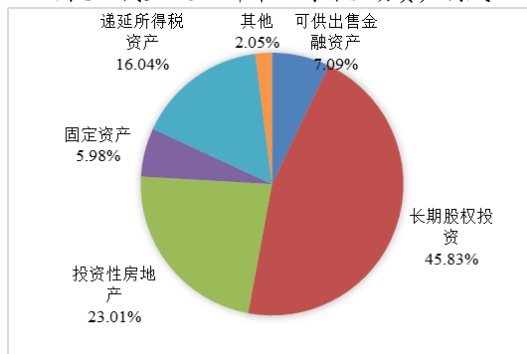
截至2017年末，公司其他非流动资产94.72亿元，较年初增长156.06%，主要系公司向合营、联营企业拆出资金增加所致；公司其他流动资产主要由预交税费（占比16.33%）和拆出款项（占比83.12%）构成。

截至2018年3月末，公司流动资产为1,420.87亿元，较年初增长9.81%，主要系存货增长所致；流动资产结构较年初变化不大。

非流动资产

截至2017年末，公司非流动资产102.94亿元，较年初增长38.68%，主要系长期股权投资和递延所得税资产增长所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比7.09%）、长期股权投资（占比45.83%）、投资性房地产（占比23.01%）、固定资产（占比5.98%）和递延所得税资产（占比16.04%）构成。

图3 截至2017年末公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2017 年末，公司可供出售金融资产 7.30 亿元，较年初增长 31.23%，主要系支付基金投资增加所致。

截至 2017 年末，公司长期股权投资 47.17 亿元，较年初增长 82.94%，主要系对联营、合营企业的投资增加所致。

截至 2017 年末，公司投资性房地产 23.68 亿元，较年初增长 0.32%，变动不大；公司投资性房地产全部被用于借款抵押。

截至 2017 年末，公司固定资产 6.16 亿元，较年初减少 9.71%，主要系公司 2017 年丧失对盘锦华发房地产开发有限公司及珠海华发新科技投资控股有限公司的控制权，相关资产不再纳入合并范围，按照合营企业采用权益法进行核算所致；公司固定资产不存在账面价值高于可变现净值的情形，故未计提减值准备；固定资产累计折旧 2.08 亿元，成新率 74.75%，成新率尚可。

截至 2017 年末，公司递延所得税资产 16.51 亿元，较年初增长 51.59%，主要系土地增值税准备金、预收账款预计利润、可抵扣亏损等项目可抵扣暂时性差异增加所致。

截至 2017 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产 296.04 亿元，其中货币资金 1.83 亿元，存货 270.53 亿元，投资性房地产 23.68 亿元，受限资产合计占资产总额的 21.19%，公司资产受限程度一般。

截至 2018 年 3 月末，公司非流动资产 110.03 亿元，较年初增长 6.89%，主要系长期股权投资增长所致；非流动资产结构较年初变化不大。

总体看，2017 年，公司资产规模稳步增长，资产构成仍以流动资产为主；公司流动资产中存货占比较高，现金类资产较为充裕；公司资产受限程度较高；公司整体资产质量一般。

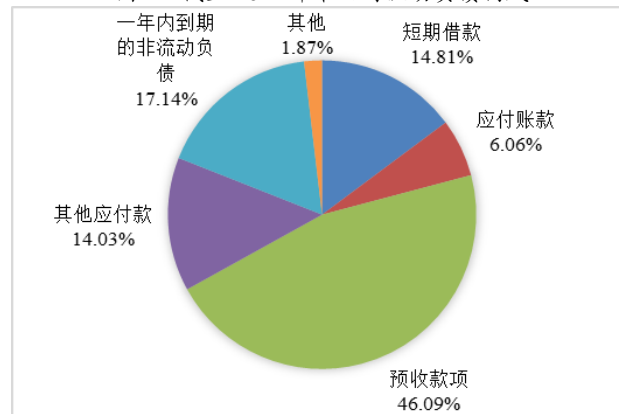
3. 负债及所有者权益

截至 2017 年末，公司负债合计 1,157.67 亿元，较年初增长 27.80%，流动负债与非流动负债均有所增长；负债结构中，流动负债占比 52.70%，非流动负债占比 47.30%，公司流动负债占比有所提高。

流动负债

截至 2017 年末，公司流动负债合计 610.13 亿元，较年初增长 41.96%，主要系短期借款、预收款项和其他应付款增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占比 14.81%）、应付账款（占比 6.06%）、预收款项（占比 46.09%）、其他应付款（占比 14.03%）和一年内到期的非流动负债（占比 17.14%）构成。

图 4 截至 2017 年末公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2017 年末，公司短期借款 90.36 亿元，较年初增长 208.61%，主要系增加借款所致；公司短期借款主要由保证借款（占比 62.50%）和信用借款（占比 36.86%）构成。

截至 2017 年末，公司应付账款 37.00 亿元，较年初增长 22.59%，主要系应付工程款增长所致；公司应付账款主要由应付工程款（占比 96.26%）和应付材料款（占比 3.13%）构成。

截至 2017 年末，公司预收款项 281.20 亿元，较年初增长 17.03%，主要系预收楼款增长所致；公司预收款项主要由预收楼款（占比 99.55%）构成。

截至 2017 年末，公司其他应付款 85.57 亿元，较年初增长 132.91%，主要系合作项目公司收到的其他股东拆借款增加所致；公司其他应付款主要由拆借款（占比 68.19%）、土地增值税准备金（占比 22.70%）和押金及保证金（占比 6.43%）构成。

截至 2017 年末，公司一年内到期的非流动负债 104.59 亿元，较年初增长 28.73%，主要系一年内到期的长期借款增长所致。

截至 2018 年 3 月末，公司流动负债 724.94 亿元，较年初增长 18.82%，主要系短期借款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致；流动负债结构较年初变化不大。

非流动负债

截至 2017 年末，公司非流动负债合计 547.53 亿元，较年初增长 15.02%，主要系长期借款和应付债券增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占比 74.31%）和应付债券（占比 25.49%）构成。

截至 2017 年末，公司长期借款 406.86 亿元，较年初增长 8.53%，主要系长期融资额增加所致；公司长期借款主要由抵押借款（占比 54.43%）、保证借款（占比 34.80%）和信用借款（占比 9.34%）构成；从期限分布来看，剩余期限在 1~2 年的长期借款 241.80 亿元（占比 59.42%），剩余期限在 2~3 年的长期借款 131.49 亿元（占比 32.32%），剩余期限在 3 年以上的长期借款 33.57 亿元（占比 8.26%），公司于 2019~2020 年面临较大的集中偿付压力。

截至 2017 年末，公司应付债券 139.57 亿元，较年初增长 40.50%，主要系公司 2017 年发行了三期中期票据所致；公司应付债券明细如下，2018 年“15 华发 01”、“16 华发 02”和“16 华发 04”面临回售（截至 2018 年 3 月底，“16 华发 02”和“16 华发 04”回售期结束，回售金额合计 0.25 亿元）；2019 年“16 华发 01”、“16 华发 03”和“16 华发 05”面临回售；“16 华发 02”和“16 华发 04”将于 2019 年到期。若投资者选择行使回售权，公司面临较大集中偿付压力。

表9 截至2017年底公司应付债券情况（单位：亿元、%）

债券名称	发行金额	发行日期	债券期限	年末余额
15 华发 01	30.00	2015/11/26	3+2 年	29.91
16 华发 01	5.00	2016/3/2	3+2 年	4.98
16 华发 02	15.00	2016/3/2	2+1 年	14.99
16 华发 03	15.00	2016/3/21	3+2 年	14.94
16 华发 04	15.00	2016/3/21	2+1 年	14.98
16 华发 05	20.00	2016/9/9	3+2 年	19.90
17 华发实业 MTN001	10.00	2017/6/20	5 年	9.96
17 华发实业 MTN002	10.00	2017/7/25	5 年	9.97
17 华发实业 MTN003	20.00	2017/9/26	5 年	19.93
合计	158.00	--	--	139.57

资料来源：公司年报，联合评级整理

截至 2017 年末，公司全部债务 741.37 亿元，较年初增长 26.79%，短期债务和长期债务均有所

增长；债务结构中，短期债务占比 26.30%，长期债务占比 73.70%，公司债务结构仍以长期债务为主。截至 2017 年末，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分别为 82.88%、75.61% 和 69.56%，较年初分别提高 3.28 个百分点、4.03 个百分点和 2.42 个百分点，债务负担有所加重。

截至 2018 年 3 月末，公司非流动负债 571.24 亿元，较年初增长 4.33%，非流动负债结构较年初变化不大。

截至 2018 年 3 月末，公司全部债务 842.05 亿元，较年初增长 13.58%，短期债务和长期债务均有所增长，短期债务增长较快；债务结构中，短期债务占比 32.32%，长期债务占比 67.68%，短期债务占比较年初有所上升。截至 2018 年 3 月末，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分别为 84.67%、78.20% 和 70.83%，较年初分别提高 1.79 个百分点、2.59 个百分点和 1.27 个百分点，公司债务负担进一步加重。

根据公司公告，截至 2018 年 5 月末，公司借款余额为 894.30 亿元，较公司 2017 年末借款余额 741.37 亿元增加 152.93 亿元，占 2017 年末经审计净资产 239.16 亿元的比重为 63.95%；新增借款中，银行借款新增约 38.78 亿元，占 2017 年末经审计净资产的 16.22%；企业债券、公司债券等融资工具新增约 25.65 亿元，占 2017 年末经审计净资产的 10.73%；委托贷款、融资租赁等减少约 2.80 亿元，占 2017 年末经审计净资产的 -1.17%；其他借款（保险债权计划、信托贷款等）新增约 91.30 亿元，占 2017 年末经审计净资产的 38.18%。

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所增长，负债结构中流动负债占比有所上升，债务规模有所扩大，债务负担有所加重。

所有者权益

截至 2017 年末，公司所有者权益合计 239.16 亿元，较年初增长 3.02%，整体变动不大。所有者权益中，股本较年初增长 81.20%，主要系资本公积转增股本增加所致；资本公积较年初减少 44.13%，主要系资本公积转增股本及收回少数股东股权共同作用所致；其他综合收益较年初减少 58.72%，主要系可供出售金融资产公允价值变动所致；盈余公积较年初增长 55.87%，主要系公司计提盈余公积所致；少数股东权益较年初增长 17.67%，主要系吸收少数股东投资所致。从所有者权益结构来看，归属于母公司所有者权益占比 49.69%，少数股东权益占比 50.31%；归属于母公司所有者权益中，股本占比 17.83%，资本公积占比 26.46%，盈余公积占比 5.03%，未分配利润占比 50.10%。总体看，公司所有者权益稳定性较低。

截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益 234.73 亿元，较年初下降 1.85%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，2017 年，公司所有者权益小幅增长，权益结构有所变化，归属于母公司的所有者权益占比进一步降低，所有者权益结构稳定性较低。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业总收入 199.17 亿元，同比增长 49.76%，主要系 2017 年公司房地产结转项目增长所致；实现净利润 17.78 亿元，同比增长 24.51%，增速小于营业收入增速，主要系结转的项目毛利率下滑所致；实现归属于母公司所有者的净利润 16.20 亿元。

期间费用方面，2017 年公司费用总额 11.97 亿元，同比增长 23.14%；其中，销售费用同比增长 9.40%，主要系公司销售规模增长相应费用增加所致；管理费用同比增长 40.16%，主要系随着公司规模扩大职工薪酬增长所致；财务费用同比增长 15.25%，主要系利息收入减少所致。从费用构成看，销售费用占比 44.77%，管理费用占比 49.52%，财务费用占比 5.71%，销售费用和管理费用占比较高。

利润构成方面，2017 年公司投资收益、其他收益和营业外收入分别为 0.42 亿元、0.16 亿元和 0.13 亿元，占利润总额的比例分别为 1.66%、0.62%和 0.51%，对公司利润总额的影响小。

盈利指标方面，2017 年，公司营业利润率为 18.45%，同比下滑 3.12 个百分点，主要系结转的项目毛利率下滑所致；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.25%、2.17%和 7.54%，同比分别提高 0.15 个百分点、0.03 个百分点和 0.78 个百分点，主要系利润规模增长较快所致。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 15.88 亿元，同比减少 62.26%，主要系房产项目结转收入减少所致；净利润 5.63 亿元，同比增长 8.37%，主要系合营联营企业盈利增加所致。

总体看，2017 年，受公司交付房屋结转的销售收入增长影响，公司收入及利润规模实现较快增长，考虑到公司非经常性损益对利润影响较小、2017 年签约销售金额受高基数影响同比虽有回落但仍维持高位、预收款项规模较大等因素，公司盈利能力可持续性较强。

5. 现金流

从经营活动看，2017 年，公司经营活动现金流入 254.86 亿元，同比减少 17.51%，主要系预收售楼回款减少所致；经营活动现金流出 141.87 亿元，同比增长 19.95%，主要系支付工程款及往来款流出增长所致；经营活动现金流量净额 112.99 亿元，净流入规模同比减少 40.75%。

从投资活动看，2017 年，公司投资活动现金流入 1.13 亿元，同比增长 1.11%，变动不大；投资活动现金流出 340.20 亿元，同比增长 237.44%，主要系直接土地款投资及股权投资增加所致；投资活动现金流量净额-339.06 亿元，净流出规模同比扩大 240.10%。

从筹资活动看，2017 年，公司筹资活动现金流入 532.05 亿元，同比增长 8.31%，主要系取得借款收到的现金增长所致；筹资活动现金流出 352.55 亿元，同比减少 30.21%，主要系偿还债务支付的现金减少所致；筹资活动现金流量净额 179.50 亿元，由净流出转为净流入。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额 1.76 亿元；投资活动产生的现金流量净额-84.10 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 98.07 亿元；现金及现金等价物增加额 16.00 亿元。

总体看，2017 年，公司经营活动现金流量净额减少，投资活动现金净流出规模扩大，对外部融资依赖度提高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率由年初的 2.48 倍下降至 2.12 倍，速动比率由年初的 0.56 倍下降至 0.44 倍，主要系流动负债增长较快所致；受现金类资产规模减少及短期债务规模增长影响，现金短期债务比由年初的 1.43 倍下降至 0.57 倍。整体看，公司短期偿债能力指标弱化，短期偿债能力有待提高。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 28.25 亿元，同比增长 23.33%，主要系利润总额增长所致；其中，折旧和摊销占比 2.52%、计入财务费用的利息支出占比 8.69%，利润总额占比 88.78%。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 0.50 倍提高至 0.74 倍，EBITDA 全部债务比持平在 0.04 倍。整体看，公司 EBITDA 对利息和全部债务的保障程度较低，长期偿债能力较弱。

截至 2017 年底，公司对购房按揭人提供连带责任担保 16.00 万元；对合营企业珠海琴发投资有限公司（以下简称“琴发投资”）之全资子公司珠海琴发实业有限公司（以下简称“琴发实业”）提供连带责任担保 28.56 亿元，公司持有珠海琴发投资有限公司 60%的股权比例，董事会五名董事中

占三名¹。整体看，公司或有负债风险可控。

截至 2018 年 3 月底，公司无涉案金额在 500 万元以上的重大未决诉讼或仲裁事项。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得授信额度 1,052.01 亿元，已使用 601.67 亿元，未使用 450.34 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司系上海证券交易所上市公司，直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1044040200004890E），截至 2018 年 5 月 7 日，公司无未结清不良类及关注类信贷信息，过往履约情况良好。

总体看，公司债务负担较重，流动性和长期偿债能力指标较弱。考虑公司目前在建项目及预收账款规模较大，未来可售及可结转面积较大，对收入有一定的支撑；此外，公司的持有型物业资产质量优良，可为公司带来稳定的现金流补充，公司整体偿债能力很强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产 128.67 亿元，为“15 华发 01”本金的 4.29 倍，覆盖程度较高；净资产为 234.73 亿元，为债券本金 30 亿元的 7.82 倍，覆盖程度较高。

从盈利情况看，2017 年公司 EBITDA 为 28.25 亿元，为“15 华发 01”本金的 0.94 倍，覆盖程度较高。

从现金流情况看，2017 年公司经营活动产生的现金流量净额为 112.99 亿元，为“15 华发 01”本金的 3.77 倍，覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为区域房地产行业的龙头企业，在区域内品牌影响力、土地储备、资本实力等方面的优势，公司对“15 华发 01”的偿还能力很强。

八、综合评价

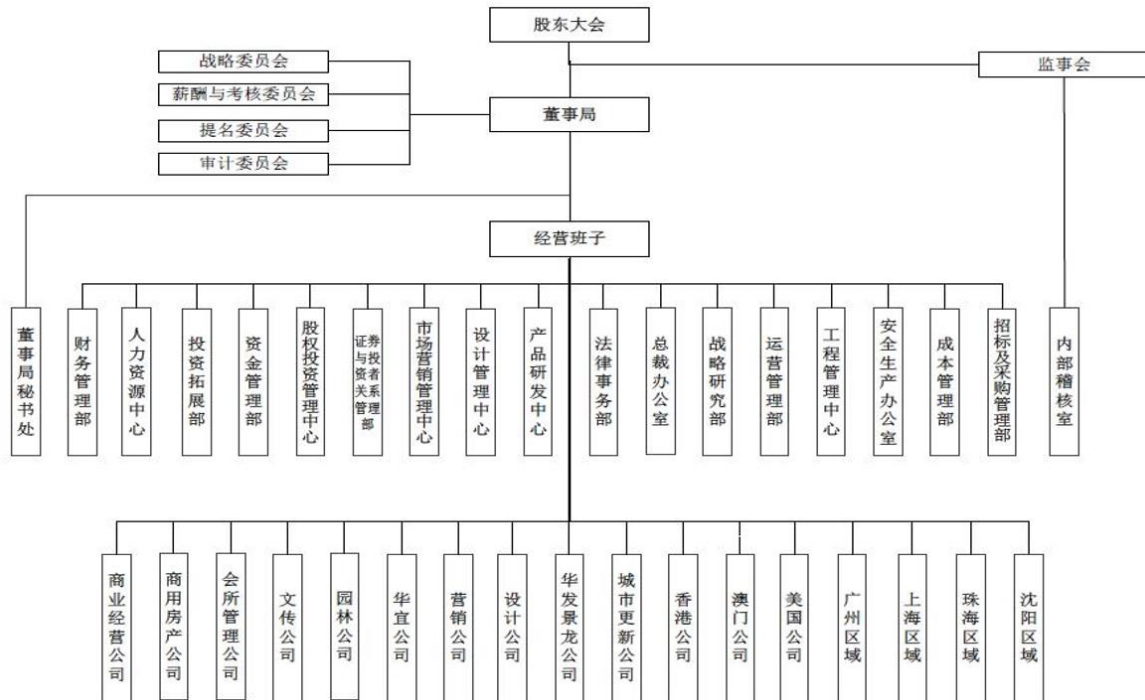
2017 年，公司在继续巩固珠海地区房地产企业龙头地位的基础上，稳步增加新进城市的项目储备，土地储备较为充足，业务发展较为稳健。2017 年，公司收入规模大幅增长，经营性净现金流持续大额净流入。同时，联合评级也关注到公司 2017 年受政策调控影响协议销售面积和金额有所下滑、在建项目对开发资金的需求较大、债务负担较重等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司储备及在建项目的持续推进，公司经营状况将保持良好。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 华发 01”债项信用等级为“AA+”。

¹ 公司持有珠海琴发投资有限公司 60%的股权比例，董事会五名董事中占三名，但根据公司章程股东会会议由股东按照认缴出资比例行使表决权，且会议必须经股东所持表决权三分之二以上同意方能通过；董事会决议的表决实行一人一票，且会议作出决议必须经全体董事不低于三分之二同意方能通过。公司不能对其财务和经营决策实施控制。

附件 1 珠海华发实业股份有限公司 组织架构图



附件 2 珠海华发实业股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	1,137.97	1,396.83	1,530.90
所有者权益（亿元）	232.15	239.16	234.73
短期债务（亿元）	110.53	194.95	272.12
长期债务（亿元）	474.21	546.42	569.93
全部债务（亿元）	584.74	741.37	842.05
营业收入（亿元）	132.99	199.17	15.88
净利润（亿元）	14.28	17.78	5.63
EBITDA（亿元）	22.91	28.25	--
经营性净现金流（亿元）	190.69	112.99	1.76
流动资产周转次数（次）	0.14	0.17	--
存货周转次数（次）	0.12	0.15	--
总资产周转次数（次）	0.13	0.16	--
现金收入比率（%）	214.99	118.42	326.98
总资本收益率（%）	2.10	2.25	--
总资产报酬率（%）	2.14	2.17	--
净资产收益率（%）	6.76	7.54	--
营业利润率（%）	21.57	18.45	20.54
费用收入比（%）	7.31	6.01	17.88
资产负债率（%）	79.60	82.88	84.67
全部债务资本化比率（%）	71.58	75.61	78.20
长期债务资本化比率（%）	67.13	69.56	70.83
EBITDA 利息倍数（倍）	0.50	0.74	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.04	--
流动比率（倍）	2.48	2.12	1.96
速动比率（倍）	0.56	0.44	0.42
现金短期债务比（倍）	1.43	0.57	0.47
经营现金流动负债比率（%）	44.37	18.52	0.24
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.76	0.94	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债 / 自有资产 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据
+ 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。