

跟踪评级公告

联合〔2019〕922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“15 华发 01”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 AAA，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”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年五月三十一日

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 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 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	29.45 亿元	3+2 年	AA+	AAA	2018 年 6 月 11 日

跟踪评级时间：2019 年 5 月 31 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,137.97	1,396.83	1,822.09	1,939.93
所有者权益 (亿元)	232.15	239.16	321.84	336.24
短期债务 (亿元)	110.53	194.95	440.60	398.03
长期债务 (亿元)	474.21	546.42	502.78	548.64
全部债务 (亿元)	584.74	741.37	943.37	946.68
营业收入 (亿元)	132.99	199.17	236.99	67.05
净利润 (亿元)	14.28	17.78	24.02	7.51
EBITDA (亿元)	22.91	28.25	38.25	--
经营性净现金流 (亿元)	190.69	112.99	159.99	21.19
营业利润率 (%)	21.57	18.45	18.93	21.92
净资产收益率 (%)	6.76	7.54	8.56	--
资产负债率 (%)	79.60	82.88	82.34	82.67
全部债务资本化比率 (%)	71.58	75.61	74.56	73.79
流动比率 (倍)	2.48	2.12	1.70	1.74
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.04	0.04	0.04	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.50	0.74	0.70	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.78	0.96	1.30	--

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、2019 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；5、公司其他流动负债已计入短期债务。

评级观点

2018 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，积极对外扩张，新拓展广东省外多个二线城市，区域布局有所优化，受益于良好的区域布局，公司签约销售规模大幅增长，经营活动现金流净流入进一步扩大；目前公司土地储备较充足质量较高，且随着粤港澳大湾区规划的正式落地，区域房地产市场迎来良好发展契机，公司股东在珠海区域持有大量土地资源，公司作为其下属房地产开发平台，未来将受益于此。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司在建项目对未来资金需求较大、债务负担较重且对外部筹资依赖度较高等因素对公司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，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级至 AAA，评级展望为“稳定”；同时上调“15 华发 01”债项信用等级为 AAA。

优势

1. 粤港澳大湾区规划近期落地，该区域房地产市场将迎来较快发展，公司作为珠海市国有控股地产上市公司，在珠海有较强的区域竞争力；公司股东在珠海区域持有大量土地资源，公司作为其下属房地产开发平台，未来将受益于区域房地产市场的发展。

2. 2018 年以来，公司加大了拿地力度，新拓展多个二线城市，目前公司土地储备充足，质量较高且布局有所优化。

3. 2018 年公司保持良好的发展势头，销售规模大幅增长，经营性净现金流持续大额净流入，资产和权益规模快速增长。

4. 公司作为国有控股上市公司，融资渠道

通畅且较为多元化。

关注

1. 近年来，公司为未来销售规模制定了更高目标，开启了新一轮的投资布局，存在较大补库存需求；公司在建项目较多，在建面积较大，面临较大项目开发建设支出压力。
2. 2018 年随着公司经营规模扩大，债务规模增长较快，债务负担较重，且 2019 年及 2020 年公司存在一定的债务集中到期压力。
3. 2018 年公司筹资活动前现金流持续为净流出，且规模较大，对筹资活动的依赖性较大。
4. 公司土地储备获取中并购项目规模较大，并购拿地方式存在一定不确定性，部分项目的开发进度会有一定影响。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

王 彦

电话：010-85172818

邮箱：wangyan@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：



王彦

联合信用评级有限公司

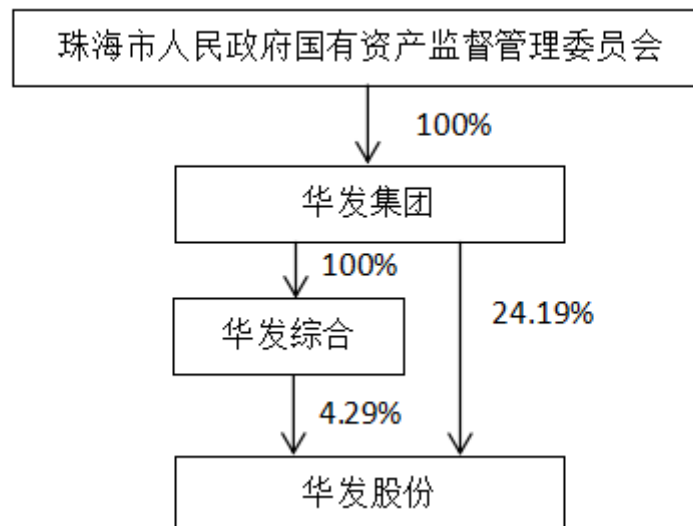
一、主体概况

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）。

根据2018年2月26日国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）下发的《关于无偿划转所持珠海华发实业股份有限公司股份有关问题的批复》（国资产权[2018]109号），国务院国资委同意珠海华发物业管理服务有限公司（以下简称“华发物业公司”）、珠海华发汽车销售有限公司（以下简称“华发汽车公司”）分别将所持有公司21,723,332股和21,723,343股股份无偿划转给珠海华发综合发展有限公司（以下简称“华发综合公司”）。本次股权划转完成后，公司总股本不变，华发物业公司、华发汽车公司不再持有公司股份，华发综合公司持有90,877,280股，占公司总股本4.29%。

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2019年3月底，公司注册资本21.18亿元，实收资本21.18亿元。公司控股股东为华发集团，华发集团直接持有公司24.19%的股份，通过子公司华发综合公司间接持有公司4.29%的股份。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2019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、电子产品及通信设备（不含移动通信终端设备）、化工原料（不含化学危险品）、五金交电、化工。

截至 2019 年 3 月底，公司下设董事局秘书处、财务管理中心、人力资源管理中心、投资拓展中心、资金管理中心等 20 个职能部门（详见附件 1）。截至 2018 年底，公司纳入合并范围内控股子公司 270 家，较年初增加合并单位 109 家，减少合并单位 4 家。截至 2018 年底，公司在职工合计 4,972 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,822.09 亿元，负债合计 1,500.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）321.84 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 148.73 亿元。2018 年，公司实现营业收入 236.99 亿元，净利润（含少数股东损益）24.02 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 22.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额 159.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 76.35 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 1,939.93 亿元，负债合计 1,603.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益）336.24 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 154.35 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 67.05 亿元，净利润（含少数股东损益）7.51 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.59 亿元；经营活动产生的现金流量净额 21.19 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.90 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 2018 年 11 月 26 日向全体“15 华发 01”债券持有人支付了 2017 年 11 月 26 日至 2018 年 11 月 25 日期间的利息。

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》中所设定的回售条款，“15 华发 01”的债券持有人可按规定在本次回售申报日（2018 年 11 月 5 日至 2018 年 11 月 7 日）对其所持有的全部或部分“15 华发 01”申报回售，本次回售价格为债券面值（100 元/张）。公司于 2018 年 10 月 29 日披露了《关于“15 华发 01”公司债券回售的公告》（公告编号：2018-114），并于 2018 年 10 月 30 日和 2018 年 10 月 31 日分别披露了《关于“15 华发 01”公司债券回售第一次提示性公告》（公告编号：2018-117）和《华发股份关于“15 华发 01”公司债券回售第二次提示性公告》（公告编号：2018-120）。根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对“15

“华发 01”回售申报登记的统计，有效回售申报数量为 545,000 张，回售金额为人民币 54,500,000.00 元。回售实施完毕后，“15 华发 01”债券在上海证券交易所上市并交易的数量为 29,455,000 张。

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

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速高于 2017 年水平；其中，住宅投资 85,192 亿元，增长 13.40%，比上年提高 4 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.80%；办公楼投资 5,996 亿元，同比下降 11.30%；商业营业用房投资 14,177 亿元，同比下降 9.40%。整体看，在土地购置费和补库存驱动的新开工高速增长背景下，房地产开发投资增速继续维持在高位。

土地供应方面，2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

市场供需方面，2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

销售价格方面，2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

竞争格局方面，从市场集中度来看，2018年，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为26.89%和38.32%；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为19.08%和25.74%，集中度继续提升。从房企销售额来看，据CRIC统计的2018年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入5,000亿，其中碧桂园销售额超过7,000亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入3,000亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入2,000亿阵营，另有20家房企世茂房地产、招商蛇口、华夏幸福、阳光城等销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2018年，全国房地产开发投资保持较高增速；土地供应量继续上扬，成交楼面均价及溢价率继续走低；商品房销售增速在持续调控下继续回落；货币政策结构性宽松，房企融资环境有所改善；行业集中度进一步提升。

2. 行业政策

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2019年3月，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

总体看，2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

3. 行业关注

行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，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，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

进入2019年，从“政府工作报告”及住建部副部长倪虹近期在中国发展高层论坛上的发言来看，“房住不炒”的定位没变，房地产调控不会动摇，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。总体看，房地产调控政策短期内难以出现实质性放松。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿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，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。

四、管理分析

2018 年以来，公司治理结构、管理制度无重大变化。

2018 年 5 月 15 日，公司召开 2018 年第四次临时股东大会，选举郭凌勇先生、汤建军先生、张学兵先生为公司第九届董事局董事，其中张学兵先生为新增独立董事。任期为自股东大会审议批准之日起至第九届董事局届满为止。

公司第九届董事局副局长刘亚非先生、刘克先生因工作调整，申请辞去公司第九届董事局副局长职务。经公司于 2018 年 6 月 9 日召开的第九届董事局第三十三次会议选举，陈茵女士、郭凌勇先生、汤建军先生当选为公司第九届董事局副局长，任期为董事局审议通过之日起至第九届董事局届满为止。

总体看，2018 年以来，公司法人治理结构未发生变化，主要高级管理人员未发生变动，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

2018 年，公司主营业务仍为房地产开发与销售。2018 年，公司实现营业总收入 236.99 亿元，同比增长 18.99%，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，2018 年公司实现主营业务收入 226.61 亿元，占营业总收入的 95.62%，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，2018 年公司其他业务收入 10.38 亿元，占比 4.38%，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		
	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	226.61	95.62	27.95
其他业务	7.58	5.70	15.60	9.09	4.56	19.27	10.38	4.38	12.52
合计	132.98	100.00	32.28	199.17	100.00	28.18	236.99	100.00	27.28

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2018 年，公司综合毛利率为 27.28%，同比下滑 0.90 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。2018 年房地产开发业务毛利率为 27.95%，同比下滑 0.65 个百分点，主要系部分结转项目毛利率较低所致。2018 年，公司其他业务毛利率为 12.52%，同比下降 6.75 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 67.05 亿元，同比增长 3.22 倍；净利润 7.51 亿元，同比增长 33.34%，增幅小于营业收入增幅，主要系公司投资收益大幅下降所致。

总体看，2018 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

2018 年，公司加大了拿地力度，开启新一轮的投资布局，公司继续通过并购和招拍挂等方式获取土地储备建筑面积合计 491.50 万平方米，同比增长 78.86%，土地出让金总额 269.11 亿元，同比增长 17.14%，平均楼面价 5,475.28 元/平方米；新获取项目主要分布于无锡、武汉、青岛、大连、天津等城市。

表 2 2017~2019 年 3 月公司土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元）

年份	建筑面积	土地出让金总额
2017 年	274.79	229.73
2018 年	491.50	269.11
2019 年 1~3 月	3.47	1.93

数据来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内共拥有 35 个项目的土地储备，并表项目建筑面积合计 753.54 万平方米（未按权益折算），主要分布于武汉、珠海、大连等二线和鄂州、中山等三线城市，其中武汉区域建筑面积占比约 21.67%，鄂州区域建筑面积占比为 23.88%，珠海区域建筑面积占比为 18.40%。总体看，相对于公司的销售规模，公司的土地储备充足。

表 3 截至 2019 年 3 月底公司并表项目土地储备分布情况（单位：个、万平方米、%）

序号	城市	项目数量	建筑面积	占比
1	珠海	9	138.63	18.40
2	中山	2	52.63	6.98
3	广州	2	17.45	2.32
4	江门	1	14.87	1.97
5	武汉	8	163.28	21.67
6	鄂州	1	179.95	23.88
7	杭州	1	12.39	1.64
8	青岛	1	18.05	2.40
9	威海	3	31.81	4.22
10	沈阳	4	69.69	9.25
11	大连	2	39.03	5.18
12	北京	1	15.76	2.09
合计	--	35	753.54	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，2018 年公司在深耕珠海的基础上积极向华东、华中和华南等珠海以外地区扩张，拿地方式以并购和招拍挂为主，拿地力度加大；目前公司土地储备充足，并表项目土地储备主要分布于二三线城市，能够满足未来 2~3 年开发需求；其中鄂州项目体量大，后续可能面临一定的去化压力。

3. 项目建设开发情况

2018 年，公司新开工面积为 513.64 万平方米，同比增长 132.98%，主要系公司加大开工力度和加快开发节奏所致；竣工面积为 178.57 万平方米，同比减少 17.05%；期末在建面积为 1,004.23 万平方米，较年初增长 40.38%。

2019 年 1~3 月，公司无新开工项目，截至 2019 年 3 月底，公司在建面积为 878.46 万平方米，竣工面积 125.77 万平方米，在建面积较大，可满足公司未来销售需求。

表 4 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	2019年1~3月
新开工项目数量	17	15	28	0
新开工面积	235.42	220.47	513.64	0.00
竣工面积	133.56	215.28	178.57	125.77
在建项目数量	19	32	55	52
期末在建面积	567.31	715.35	1,004.23	878.46

资料来源：公司提供

注：上表部分数据不满足期末在建面积=上期期末在建面积+新开工面积-竣工面积的勾稽关系，主要系公司增资和收购规模扩大，且未对上年末数据追溯调整所致。

截至 2019 年 3 月底，公司在建项目合计 52 个，总建筑面积达 878.46 万平方米，主要分布于珠海、南京、威海、武汉、中山和大连等城市。公司在建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。

表 5 截至 2019 年 3 月底公司在建项目区域分布情况（单位：个、万平方米、%）

序号	城市	项目数量	总建筑面积	占比
1	珠海	14	202.24	22.84
2	中山	4	55.30	6.25
3	广州	2	17.93	2.03
4	武汉	9	164.05	18.53
5	南宁	2	23.65	2.67
6	上海	1	14.22	1.61
7	无锡	1	38.66	4.37
8	嘉兴	1	19.91	2.25
9	温州	1	13.85	1.56
10	天津	1	10.25	1.16
11	苏州	3	27.68	3.80
12	太仓	1	37.41	4.23
13	南京	2	91.79	10.37
14	威海	4	58.83	6.64
15	大连	3	43.74	4.94
16	沈阳	2	47.58	5.37
17	包头	1	12.28	1.39
合计	--	52	878.46	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

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较大需求。

4. 房产销售情况

从销售情况看，2018 年，公司实现协议销售面积 194.87 万平方米，同比增长 45.69%；协议销售金额 582.01 亿元，同比增长 87.64%；协议销售均价 2.99 万元/平方米，同比上升 28.88%，公司 2018 年签约销售项目主要来源于二线和强三线核心城市，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 6 公司房地产项目销售情况（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
协议销售面积	133.76	194.87	75.40
实现预售金额	310.17	582.01	183.60
协议销售均价	2.32	2.99	2.43
结转收入面积	115.26	108.94	27.57
结转收入	190.08	226.60	64.90

资料来源：公司提供

从结转情况看，2018 年，公司结转收入面积 108.94 万平方米，同比减少 5.48%，但得益于协议销售均价的提升、结转项目的均价相对高，结转收入 226.60 亿元，同比增长 19.21%。

从公司可售项目情况看，截至 2018 年底，公司在售项目 55 个，取得预售证面积合计 874.48 万平方米，其中已预售面积 795.88 万平方米，剩余可售面积 78.61 万平方米；在售项目以住宅为主，剩余可售项目主要位于珠海地区，占比达 38.12%，集中度较高，若当地房地产调控政策发生变动，将对公司项目销售有较大影响。

表 7 截至 2018 年底公司可售项目区域情况（单位：个、万平方米）

城市	项目数量	取得预售证面积	已预售面积	剩余可售面积
珠海	21	301.97	263.85	38.12
中山	3	85.28	83.77	1.51
广州	3	27.22	23.56	3.66
南宁	2	46.51	42.32	4.19
上海	4	34.90	33.13	1.76
嘉兴	1	7.82	6.80	1.03
天津	1	3.79	3.61	0.18
无锡	1	4.22	1.25	2.97
苏州	2	13.78	13.36	0.42
南京	2	26.47	23.46	3.01
杭州	1	11.52	6.23	5.29
武汉	6	89.92	83.30	6.62
威海	2	56.74	53.61	3.13
沈阳	3	82.73	81.11	1.62
大连	2	48.72	43.62	5.10
包头	1	32.88	32.88	0.00
合计	55	874.48	795.88	78.61

资料来源：公司提供，联合评级整理

2019 年 1~3 月，公司实现销售金额 183.60 亿元，销售面积 75.40 万平方米，协议销售均价 2.43

万元/平方米；结转收入金额 64.90 亿元，较上年同期大幅增长。

总体看，2018 年，公司签约销售金额和结转收入大幅增长；公司剩余可售项目主要集中在珠海地区，集中度较高，当地房地产政策的变动对公司项目销售有较大影响。

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，总可租面积 10.42 万平方米，截至 2019 年 3 月底出租率为 100%。2016~2018 年，华发商都租金收入分别为 1.71 亿元、1.86 亿元和 2.33 亿元，随着租金上涨和出租率提高而逐年增长。

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

公司土地储备中并购项目规模较大，鄂州项目存在一定去化风险

公司土地储备获取中并购项目规模较大，并购拿地方式和开发进度存在一定不确定性，鄂州单个项目建筑面积较大，城市能级较低，存在一定去化风险。

公司开发规模增长较快，存在管理方面风险

公司近年来加大项目开发力度，积极在二线和强三线城市布局，如武汉、南京、中山、威海、大连等地，新进入城市较多，在项目资源整合和管理方面存在一定风险。

公司在售项目区域分布较集中

截至 2019 年 3 月底，公司在售项目主要集中在珠海地区，当地房地产市场的政策会对公司的销售情况产生较大的影响。

未来资金需求规模较大

2017 年以来，公司为未来销售规模制定了更高目标，开启了新一轮的投资布局，存在较大补库存需求；公司在建项目较多，在建面积较大，面临较大项目开发建设支出压力。

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，公司将继续扎根珠海，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，公司将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。

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 2018 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2019年1~3月财务报表未经审计。

截至2018年底，公司纳入合并范围的控股子公司270家，较年初增加合并单位109家，减少合并单位4家；截至2019年3月底，公司纳入合并范围的控股子公司293家，较年初增加合并单位23家。

截至2018年底，公司合并资产总额1,822.09亿元，负债合计1,500.25亿元，所有者权益（含少数股东权益）321.84亿元，其中归属于母公司所有者权益合计148.73亿元。2018年，公司实现营业收入236.99亿元，净利润（含少数股东损益）24.02亿元，其中归属于母公司所有者的净利润22.84亿元；经营活动产生的现金流量净额159.99亿元，现金及现金等价物净增加额76.35亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额1,939.93亿元，负债合计1,603.69亿元，所有者权益（含少数股东权益）336.24亿元，其中归属于母公司所有者权益合计154.35亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入67.05亿元，净利润（含少数股东损益）7.51亿元，其中归属于母公司所有者的净利润5.59亿元；经营活动产生的现金流量净额21.19亿元，现金及现金等价物净增加额0.90亿元。

2. 资产质量

截至2018年底，公司合并资产总额1,822.09亿元，较年初增长30.45%，主要系流动资产增长所致；资产结构中，流动资产占比93.03%，非流动资产占比6.97%，公司资产结构以流动资产为主。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产1,695.06亿元，较年初增长31.01%，主要系存货、货币资金和其他流动资产增长所致。流动资产主要由货币资金（占比11.29%）、存货（占比75.76%）和其他流动资产（占比8.05%）构成。

截至2018年，公司货币资金191.39亿元，较年初增长70.98%，主要系公司2018年销售回款增加所致。公司货币资金主要由银行存款（占比99.97%）构成；受限货币资金0.46亿元，占货币资金余额的0.24%，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2018年底，公司存货账面价值1,284.16亿元，较年初增长25.40%；公司存货主要由开发成本（占比83.39%）和开发产品（占比15.01%）构成，累计计提跌价准备149.23万元；子公司珠海华商百货有限公司期初计提存货跌价准备的部分库存商品在本期已销售，相应计提的存货跌价准备也予以转销，本期转销金额为97.36万元。公司存货主要分布于二、三线城市，若未来因房地产市场波动或调控政策等因素影响公司房地产项目销售价格出现下滑，公司存货将面临一定跌价风险。

截至2018年底，公司其他流动资产136.48亿元，较年初增长44.08%，主要系本期预售楼盘的预收房款增加导致相应预交税费增加，以及向合营、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19.19%）和拆出款项（占比80.46%）构成。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产127.03亿元，较年初增长23.41%，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5.49%）、长期股权投资（占比50.83%）、投资性房地产（占比18.71%）、固定资产（占比5.48%）和递延所得税资产（占比17.24%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 6.98 亿元，较年初减少 4.45%，主要系可供出售的权益工具减少所致。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 64.56 亿元，较年初增长 36.87%，主要系合作开发项目增多所致。

截至 2018 年底，公司投资性房地产 23.77 亿元，较年初变动不大，采用公允价值模式计量；2018 年，华发商都实现租金收入 2.33 亿元，占期末公允价值的 9.80%。

截至 2018 年底，公司固定资产 6.96 亿元，较年初增长 13.07%，主要系购置房屋设备及在建工程转入、导致房屋及建筑物账面价值增长所致；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 2.49 亿元，成新率 64.22%，成新率尚可。

截至 2018 年底，公司递延所得税资产 21.90 亿元，较年初增长 32.61%，主要系内部交易未实现利润、预收账款预计利润等项目可抵扣暂时性差异增加所致。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产 352.79 亿元，占资产总额的 19.36%，公司资产受限程度一般。

表8 截至2018年底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	余额	受限原因
货币资金	0.46	银行按揭贷款保证金和借款保证金受限
存货	299.12	借款设定抵押
长期股权投资	28.59	借款设定质押
投资性房地产	23.77	借款设定抵押
固定资产	0.78	借款设定抵押
无形资产	0.06	借款设定抵押
合计	352.79	--

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年 3 月底，公司资产总计 1,939.93 亿元，较年初增长 6.47%，主要系存货和其他流动资产增长所致；其中，流动资产占比 93.32%，非流动资产占比 6.68%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2018 年，公司资产规模增长较快，以流动资产为主；公司存货集中在二三线城市，货币资金较为充裕，资产受限比例一般，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 1,500.25 亿元，较年初增长 29.59%，主要系流动负债大幅增长所致；其中，流动负债占比 66.40%，非流动负债占比 33.60%。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 996.21 亿元，较年初增长 63.28%，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占比 12.70%）、预收款项（占比 39.17%）、其他应付款（占比 10.96%）、一年内到期的非流动负债（占比 25.49%）和其他流动负债（占比 5.97%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 126.56 亿元，较年初增长 40.05%，随着公司规模扩大及经营发展需要，短期借款规模大幅增长；公司短期借款主要由保证借款（占比 41.13%）和信用借款（占比 44.25%）构成。公司短期借款的主要类型为流动资金贷款、信托贷款和短期开发贷。流动资金贷款和信贷款主要用途为补充公司流动资金和经营采购的需求，短期开发贷用于公司房产开发。

截至 2018 年底，公司预收款项 390.25 亿元，较年初增长 38.78%；公司预收款项主要由预收售楼款（占比 98.76%）构成。

截至 2018 年底，公司其他应付款 109.20 亿元，较年初增长 27.61%，主要系并表合作项目公司收到其他股东的拆借款增加以及本年度计提的土地增值税准备金增加所致；公司其他应付款主要由拆借款（占比 66.47%）、土地增值税准备金（占比 25.12%）和押金及保证金（占比 5.81%）构成。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 253.95 亿元，较年初增长 142.81%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至 2018 年底，其他流动负债 59.50 亿元，主要系公司将售房尾款的资产证券化所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 504.04 亿元，较年初减少 7.94%；公司非流动负债主要由长期借款（占比 68.22%）和应付债券（占比 31.53%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 343.87 亿元，较年初下降 15.48%；公司长期借款主要由质押借款（占比 11.14%）、抵押借款（占比 28.74%）、保证借款（占比 51.56%）和信用借款（占比 8.56%）构成；从期限分布来看，剩余期限在 1~2 年的长期借款 55.04 亿元（占比 16.01%），剩余期限在 2~3 年的长期借款 239.97 亿元（占比 69.78%），剩余期限在 3 年以上的长期借款 48.86 亿元（占比 14.20%）。

截至 2018 年底，公司应付债券 158.91 亿元，较年初增长 13.86%，主要系发行两期公司债和中期票据所致。公司应付债券明细如下表所示。

表9 截至2018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	票面利率	年末余额
15 华发 01	30.00	2015/11/26	3+2 年	5.50	29.35
16 华发 01	5.00	2016/3/2	3+2 年	5.80	5.00
16 华发 03	15.00	2016/3/21	3+2 年	5.70	14.99
16 华发 05	20.00	2016/9/9	3+2 年	3.85	19.96
18 华发 01	25.00	2018/3/12	2+1 年	6.49	24.87
18 华发 03	15.00	2018/12/6	2+1 年	5.50	14.88
17 华发实业 MTN001	10.00	2017/6/20	5 年	5.27	9.97
17 华发实业 MTN002	10.00	2017/7/25	5 年	5.28	9.97
17 华发实业 MTN003	20.00	2017/9/26	5 年	5.37	19.95
18 华发实业 MTN001	10.00	2018/10/26	5 年	4.88	9.98
合计	160.00	--	--	--	158.91

资料来源：公司年报，联合评级整理

截至 2018 年底，公司全部债务 943.37 亿元，较年初增长 27.25%，其中短期债务增长较快；债务结构中，短期债务占比 46.70%，长期债务占比 53.30%，公司债务结构有待进一步优化。2018 年，公司资产负债率为 82.34%，较年初下降 0.54 个百分点；全部债务资本化比率为 74.56%，较年初减少 1.05 个百分点；长期债务资本化比率为 60.97%，较年初下降 8.59 个百分点。公司债务负担较重，2019~2020 年面临较大的债务集中到期压力。

表 10 截至 2019 年 3 月底公司债务到期分布情况（单位：亿元）

时间	假设债券不回售		假设债券全部回售	
	到期债务金额	到期债券金额	到期债务金额	到期债券金额
2019 年 4~12 月	495.64	0.00	560.54	65.90
2020 年	223.14	38.95	225.19	40.00

2021 年及以后	224.59	175.78	157.64	108.83
合计	943.37	214.73	943.37	214.73

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 1,603.69 亿元，较年初增长 6.89%，主要系预收款项和长期借款增长所致。从负债结构看，流动负债占比 64.84%，非流动负债占比 35.16%，流动负债占比较年初下降 1.56 个百分点。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 946.68 亿元，较年初增长 0.35%；债务结构中，短期债务占比 42.05%，长期债务占比 57.95%，短期债务占比较年初有所下降。截至 2019 年 3 月底，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分别为 82.67%、73.79%和 62.00%，较年初分别提高 0.33 个百分点、降低 0.77 个百分点和提高 1.03 个百分点，公司债务负担变化不大。

2018 年四季度，公司发行债权融资计划和长期限含权中期票据共计 30.98 亿元，计入所有者权益中的其他权益工具；若将其计入长期债务，则截至 2019 年 3 月底，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分别为 84.26%、76.21%和 65.50%，债务负担较重但仍属可控。

总体看，2018 年，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，债务结构有待进一步优化，2019 年公司面临一定的债务集中偿付压力。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 321.84 亿元，较年初增长 34.57%，主要系其他权益工具和未分配利润增加所致；所有者权益中，本期新增其他权益工具 30.98 亿元，主要为公司发行在外的债权融资计划和长期限含权中期票据等；资本公积较年初减少 53.45%，主要系同一控制下企业合并导致资本公积溢价减少及收回少数股东股权共同作用所致；少数股东权益较年初增长 43.86%，主要系吸收少数股东投资所致。从所有者权益结构来看，截至 2018 年底，公司归属于母公司所有者权益占比 46.21%，少数股东权益占比 53.79%，少数股东权益占比较大，主要系公司合作开发项目占比较多所致；归属于母公司所有者权益中，股本占比 14.24%，其他权益工具占比 20.83%，资本公积占比 9.84%，盈余公积占比 5.90%，未分配利润占比 48.85%。整体看，公司所有者权益稳定性较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 336.24 亿元，较年初增长 4.48%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致，权益结构变化不大。

总体看，2018 年，公司所有者权益增长较快，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弱。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业总收入 236.99 亿元，同比增长 18.99%，主要系 2018 年公司房地产结转项目增长所致；实现净利润 24.02 亿元，同比增长 35.11%，增速高于营业收入增速；实现归属于母公司所有者的净利润 22.84 亿元。

期间费用方面，2018 年公司费用总额 20.14 亿元，同比增长 68.22%；其中，销售费用同比增长 70.86%，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 46.21%，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 238.42%，主要系利息收入减少所致。从费用构成看，销售费用占比 45.47%，管理费用占比 43.04%，财务费用占比 11.48%，销售费用和管理费用占比较高。

利润构成方面，2018 年公司投资收益为 6.27 亿元，占利润总额的比例为 20.23%，投资收益对利润总额有一定影响。

盈利指标方面, 2018 年, 公司营业利润率为 18.93%, 同比增长 0.48 个百分点; 总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.72%、2.32%和 8.56%, 同比分别提高 0.47 个百分点、0.15 个百分点和 1.02 个百分点, 主要系利润规模增长较快所致。

2019 年 1~3 月, 公司实现营业收入 67.05 亿元, 同比大幅增长 317.74%; 净利润 7.51 亿元, 同比增长 32.67%, 主要系主营业务收入增加所致; 归属于母公司所有者的净利润 22.84 亿元。

总体看, 2018 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, 非经常性损益对利润影响不大, 公司盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动看, 2018 年, 公司经营活动现金流入 371.14 亿元, 同比增加 45.62%, 主要系预收售楼回款增加所致; 经营活动现金流出 211.15 亿元, 同比增长 48.83%, 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 159.99 亿元, 净流入规模同比增长 41.59%。

从投资活动看, 2018 年, 公司投资活动现金流入 45.72 亿元, 同比增长 39 倍, 主要系收到关联方往来款和归还股东借款增加所致; 投资活动现金流出 356.02 亿元, 同比增长 4.65%, 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-310.29 亿元, 净流出规模同比减少 8.49%。

2018 年, 公司经营活动和投资活动产生的现金流量净额合计为-150.30 亿元, 持续净流出, 主要系公司近年来投资拿地规模不断扩大, 投资活动现金流出规模不断增加所致。2018 年公司筹资活动前现金流持续为净流出, 且规模较大, 对筹资活动的依赖性较大。

从筹资活动看, 2018 年, 公司筹资活动现金流入 577.85 亿元, 同比增长 8.61%, 主要系取得借款收到的现金增长所致; 筹资活动现金流出 351.26 亿元, 同比减少 0.37%; 筹资活动现金流量净额 226.59 亿元, 同比增加 26.23%。

2019 年 1~3 月, 公司经营活动现金流净额 21.19 亿元, 同比大幅增长 21 倍, 主要系销售回款增多所致; 投资活动产生的现金流量净额-90.54 亿元, 净流出规模同比减少 7.65%; 筹资活动产生的现金流量净额 70.29 亿元, 同比减少 28.33%。

总体看, 2018 年, 公司经营活动现金流保持较大规模的净流入, 投资活动现金持续净流出, 对外部融资依赖度仍较高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 截至 2018 年底, 公司流动比率由年初的 2.12 倍下降至 1.70 倍, 速动比率由年初的 0.44 倍下降至 0.41 倍, 主要系流动负债增长较快所致; 受短期债务规模增长影响, 现金短期债务比由年初的 0.57 倍下降至 0.43 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, 2018 年, 公司 EBITDA 为 38.25 亿元, 同比增长 35.39%, 主要系利润总额增长所致; 其中, 折旧和摊销占比 2.27%、计入财务费用的利息支出占比 17.08%, 利润总额占比 80.66%。2018 年, 公司 EBITDA 利息倍数由上年的 0.74 倍降低至 0.70 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 2019 年 3 月底, 公司对关联方提供担保金额 29.82 亿元, 占净资产的 8.87%; 被担保企业主要为合作开发项目公司, 或有负债风险可控。

截至 2019 年 3 月底, 公司无涉案金额超过 1,000 万元的重大未决诉讼。

截至 2019 年 3 月底, 公司共获得授信额度 1,305.70 亿元, 已使用 554.35 亿元, 未使用 751.35 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, 直接融资渠道较为畅通。

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 2019 年 4 月 17 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有待提高。考虑到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，未来销售回款和结转收入情况有望保持良好；同时，公司股东在珠海区域拥有大量土地，公司作为股东下属房地产开发平台，未来将受益于此，综合考虑以上因素，公司整体偿债能力极强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产 192.36 亿元，为“15 华发 01”本金的 6.41 倍，覆盖程度较高；净资产为 336.24 亿元，为债券本金 30 亿元的 11.21 倍，覆盖程度较高。

从盈利情况看，2018 年公司 EBITDA 为 38.25 亿元，为“15 华发 01”本金的 1.28 倍，覆盖程度较高。

从现金流情况看，2018 年公司经营活动产生的现金流量净额为 159.99 亿元，为“15 华发 01”本金的 5.33 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，联合评级认为，公司对“15 华发 01”的偿还能力极强。

八、综合评价

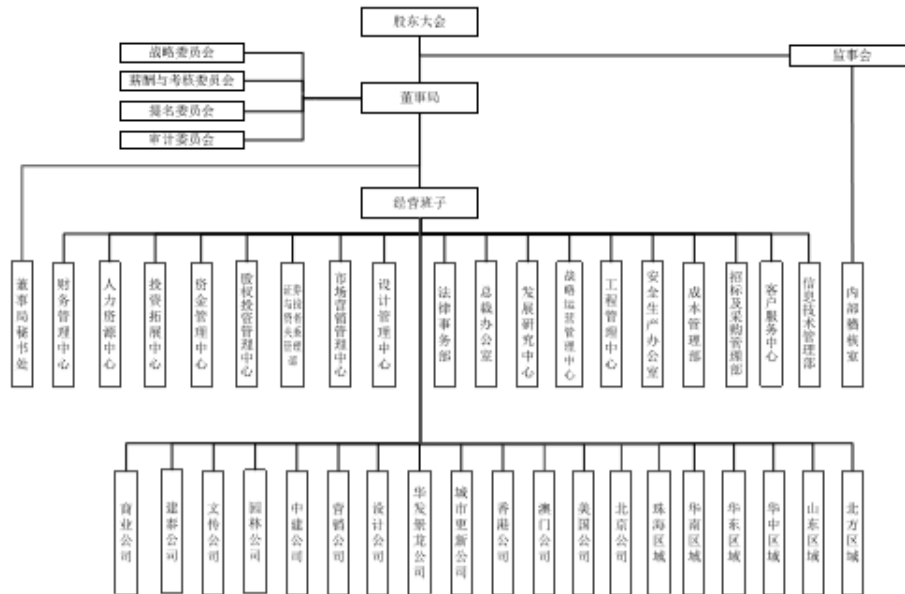
2018 年，公司在继续巩固珠海地区房地产企业龙头地位的基础上，积极对外扩张，新拓展广东省外多个二线城市，区域布局有所优化，受益于良好的区域布局，公司签约销售规模大幅增长，经营活动现金流净流入进一步扩大；目前公司土地储备较充足质量较高，且随着粤港澳大湾区规划的正式落地，区域房地产市场迎来良好发展契机，公司股东在珠海区域持有大量土地资源，公司作为其下属房地产开发平台，未来将受益于此。同时，联合评级也关注到公司在建项目对未来资金需求较大、债务负担较重且对外部筹资依赖度较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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，联合评级上调公司的主体长期信用等级至 AAA，评级展望为“稳定”；同时上调“15 华发 01”债项信用等级为 AAA。

附件 1 珠海华发实业股份有限公司 组织架构图

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	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	1,137.97	1,396.83	1,822.09	1,939.93
所有者权益（亿元）	232.15	239.16	321.84	336.24
短期债务（亿元）	110.53	194.95	440.60	398.03
长期债务（亿元）	474.21	546.42	502.78	548.64
全部债务（亿元）	584.74	741.37	943.37	946.68
营业收入（亿元）	132.99	199.17	236.99	67.05
净利润（亿元）	14.28	17.78	24.02	7.51
EBITDA（亿元）	22.91	28.25	38.25	--
经营性净现金流（亿元）	190.69	112.99	159.99	21.19
流动资产周转次数（次）	0.14	0.17	0.16	--
存货周转次数（次）	0.12	0.15	0.15	--
总资产周转次数（次）	0.13	0.16	0.15	--
现金收入比率（%）	214.99	118.42	146.61	147.21
总资本收益率（%）	2.10	2.25	2.72	--
总资产报酬率（%）	2.14	2.17	2.32	--
净资产收益率（%）	6.76	7.54	8.56	--
营业利润率（%）	21.57	18.45	18.93	21.92
费用收入比（%）	7.31	6.01	8.50	6.93
资产负债率（%）	79.60	82.88	82.34	82.67
全部债务资本化比率（%）	71.58	75.61	74.56	73.79
长期债务资本化比率（%）	67.13	69.56	60.97	62.00
EBITDA 利息倍数（倍）	0.50	0.74	0.70	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.04	0.04	--
流动比率（倍）	2.48	2.12	1.70	1.74
速动比率（倍）	0.56	0.44	0.41	0.42
现金短期债务比（倍）	1.43	0.57	0.43	0.48
经营现金流动负债比率（%）	44.37	18.52	16.06	2.04
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.78	0.96	1.30	--

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、2019 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；5、公司其他流动负债已计入短期债务。

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。