



信用等级通知书

信评委函字[2019]G355-X号

珠海华发实业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“珠海华发实业股份有限公司面向合格投资者公开发行2020年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年十二月三十一日

珠海华发实业股份有限公司 面向合格投资者公开发行 2020 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	珠海华发实业股份有限公司
发行规模	本期债券发行规模不超过人民币 40 亿元（含 40 亿元）。
债券期限	本期债券期限不超过 5 年（含 5 年）。
债券利率	本期债券为固定利率债券，具体的票面利率及付息方式将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致确定。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

华发股份	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	232.15	264.79	321.84	336.24
总资产（亿元）	1,137.97	1,422.90	1,822.09	1,939.93
总债务（亿元）	584.74	741.37	943.37	1,006.18
营业总收入（亿元）	132.99	199.48	236.99	67.05
营业毛利率（%）	32.28	28.00	27.28	31.16
EBITDA（亿元）	22.91	28.22	38.25	-
所有者权益收益率（%）	6.15	6.70	7.46	8.93
资产负债率（%）	79.60	81.39	82.34	82.67
净负债率（%）	183.61	236.02	233.65	242.06
总债务/EBITDA（X）	25.53	26.27	24.66	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.50	0.74	0.70	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2018 年及 2019.Q1 其他流动负债中售房尾款资产证券化已调至短期债务核算；
3、2019 年一季度所有者权益收益率已经年化处理；
4、2016~2017 年数据均采用来年期初调整数。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“珠海华发实业股份有限公司面向合格投资者公开发行 2020 年公司债券（第一期）”信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望稳定，该级别反映了公司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。中诚信证评肯定了公司较为雄厚的股东背景及有力支持、显著的区域竞争优势、销售业绩快速提升、待结算资源丰富以及充足且较为优质的待开发项目储备等因素对公司信用水平的支持。同时，中诚信证评也关注到房地产调控政策持续且行业竞争加剧、公司债务规模上升较快、未来面临一定资本支出压力等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

正面

- 较为雄厚的股东背景及有力的支持。华发股份控股股东珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）系珠海市国资委全资子公司，业务布局较为多元，旗下拥有多家上市公司，整体具备较为雄厚的综合实力。华发股份作为华发集团旗下唯一的房地产开发平台，在项目资源、资金调配等方面可持续得到股东方较大支持。
- 显著的区域竞争优势。作为在珠海区域深耕多年的房地产企业，公司在珠海房地产市场具有很强的区域竞争实力及品牌知名度，近年来公司在珠海区域开发规模、销售金额位居前列，截至 2018 年末分布于珠海的待开发项目储备达到 242.88 万平方米，为后续业绩实现奠定了基础，珠海本土区域优势显著。
- 销售业绩快速提升，待结转资源丰富。公司专

分析师

蒋 滕 tjiang@ccxr.com.cn

李 昂 ali@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年12月31日

注于高品质住宅开发，同时得益于公司全国化布局的加快，近年来房地产销售业绩整体增长较快。2016~2018年，公司分别实现签约销售金额357.25亿元、310.17亿元和582.01亿元。同时，公司较大规模的已售待结算资源对其未来业绩提供保障。

- 充足且较为优质的待开发项目储备。近年来，公司持续深耕珠海市场，并布局全国核心一、二线城市。截至2018年末，公司持有的待开发项目储备建筑面积合计1,064.95万平方米，其中分布于一、二线城市待开发项目储备面积合计占总待开发项目储备的比例为67.39%。

关注

- 房地产调控政策持续且行业竞争加剧。在宏观经济增速放缓、因城施策等调控政策持续且房地产市场区域分化日益明显的背景下，房地产行业竞争加剧，利润空间不断收窄，行业环境及行业政策的变化具有不确定性，部分三、四线城市仍然面临较大去化压力，公司相关区域项目的去化情况仍需关注。
- 公司债务规模上升较快，面临一定的资本支出压力。近年来，华发股份加大在一、二线城市土地获取力度，对外融资需求持续增加，推升其债务规模快速上升，财务杠杆比率亦维持在较高水平。截至2018年末公司总债务为943.37亿元，资产负债率及净负债率分别为82.34%和233.65%。同时，考虑到公司未来仍有较大规模的在拟建项目，面临一定资本支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”或者“公司”）前身是珠海华发集团有限公司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批准，在珠海经济特区华发房地产公司的基础上改组设立珠海经济特区华发房地产股份有限公司，1992年10月改为现名。2004年2月公司在上海证券交易所上市（股票简称：“华发股份”，股票代码：600325）。后经多次派送红股、配售新股、转增股本和非公开发行股票，截至2019年3月末，公司实收资本为21.18亿元；同期末公司控股股东珠海华发集团有限公司直接持有公司24.19%的股权，另外其通过全资子公司珠海华发综合发展有限公司持有公司4.29%的股权。公司实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海国资委”）。

公司经营范围以房地产开发及销售为主，拥有房地产开发壹级资质，近年来坚持“立足珠海、面向全国”的发展战略，以珠海为战略大本营，向广州、上海、武汉等一线城市及重点二线城市不断拓展。

截至2018年12月31日，公司资产总额1,822.09亿元，所有者权益（含少数股东权益）321.84亿元，资产负债率82.34%；2018年公司实现营业总收入236.99亿元，获得净利润24.02亿元，同期产生经营活动净现金流159.99亿元。

另截至2019年3月31日，公司总资产1,939.93亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计336.24亿元，资产负债率为82.67%；2019年1~3月实现营业总收入67.05亿元，取得净利润7.51亿元，经营活动净现金流21.19亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	珠海华发实业股份有限公司
债券名称	珠海华发实业股份有限公司面向合格投资者公开发行 2020 年公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行规模不超过人民币 40 亿元（含 40 亿元）。
债券期限	本期债券期限不超过 5 年（含 5 年）。
债券利率	本期债券为固定利率债券，具体的票面利率及付息方式将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致确定。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本期债券所募资金扣除发行费用后拟用于偿还到期公司债券或公司债券回售，以及监管部门批准的其他用途。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

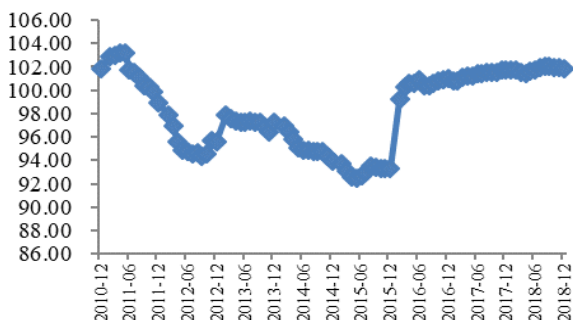
行业分析

房地产行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升，并于2007年11月达到历史顶点106.59点。此后，受2008年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009年随着国家信贷宽松政策出台，商品房销售情况有所好转；2010年以来，为抑制房价过快上涨，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升；2014年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入2015年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自2015年6月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至2016年上半年。2016年10月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有所上升。2017年以来国房景气指数持续上行，于2017年12月达到101.72点，但3月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。进

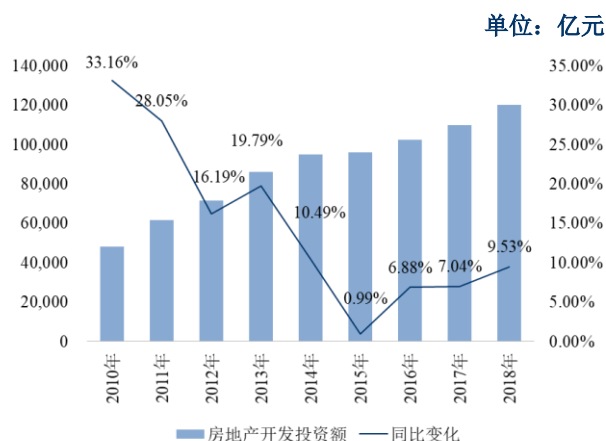
入2018年，各线城市调控政策持续高压，1~4月国房景气度持续回落，但得益于4月份央行定向降准改善外部资金流动性，5~9月期间国房景气度有所回升，9月份上涨至102.01点。9~12月，国房景气指数小幅回落，12月为101.85点，比9月份下降0.16点。

图 1: 2011~2018 年国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 2: 2010~2018 年全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，受益于宽松的行业政策，2016年房地产行业全面回暖，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资102,581亿元，同比增长6.88%，增速较上年上涨5.89个百分点。自2016年10月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017年全国累计完成房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018年以来，各线城市调控政策未出现明显放松，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼资金，加快房地产开发建设节奏，2018年全国房地产开发投资较上年同期增长9.53%至120,264亿元，增速较上年同期上升2.49个百分点。

房地产开发投资资金的到位情况方面，2016~2018年房地产开发企业到位资金分别为144,214亿元、156,053亿元和165,963亿元，年均复合增长率7.3%；同期增速分别为15.2%、8.2%和6.4%。从资金来源来看，房企资金来源中自筹资金规模呈上升趋势，分别为49,133亿元、50,872亿元和55,831亿元，占比分别为34.1%、32.6%和33.6%；定金及预收款规模及其占比呈快速上升态势，2016~2018年房企资金来源中定金及预收款规模为41,952亿元、48,694亿元和55,418亿元，占比从2016年的29.1%上升至2018年的33.4%；同期国内贷款分别为21,512亿元、25,242亿元和24,005亿元，个人按揭贷款分别为24,403亿元、23,906亿元和23,706亿元，受外部资金环境紧缩影响，2018年国内贷款和个人按揭贷款同比分别下降4.9%和0.8%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性提高。

表 2: 2016~2018 年房地产开发投资资金来源

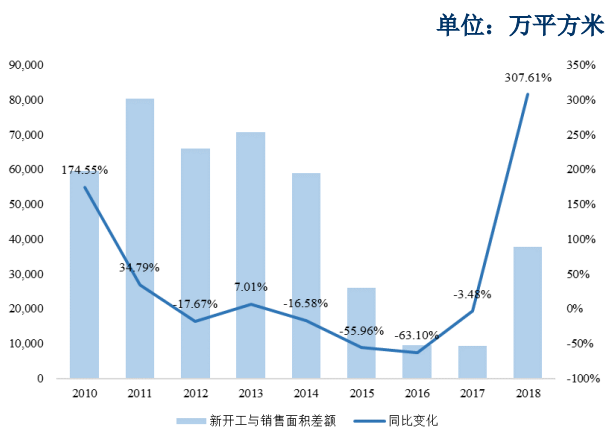
单位：亿元、%			
指标	2016	2017	2018
资金来源合计	144,214	156,053	165,963
同比增长	15.2	8.2	6.4
其中：			
自筹资金	49,133	50,872	55,831
占比	34.1	32.6	33.6
同比增长	0.2	3.5	9.7
国内贷款	21,512	25,242	24,005
占比	14.9	16.2	14.5
同比增长	6.4	17.3	-4.9
利用外资	140	168	108
占比	0.1	0.1	0.1
同比增长	-52.6	19.8	-35.8
定金及预收款	41,952	48,694	55,418
占比	29.1	31.2	33.4
同比增长	29.0	16.1	13.8
个人按揭贷款	24,403	23,906	23,706
占比	16.9	15.3	14.3
同比增长	46.5	-2.0	-0.8

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现稳步增长态势。具体来看，2016年，在一、二线重点城市

房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加快开发节奏以及及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积 166,928 万平方米，同比上升 8.1%。2017 年，随着房地产政策的持续收紧，当期房地产开发企业房屋新开工面积为 178,654 万平方米，增速较上年回落 1.1 个百分点至 7.0%，同期全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）为 9,246 万平方米，同比下降 3.5%，商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下，基于对内部流动性资金的需求，房企加快了项目新开工进度，2018 年商品房新开工面积完成 209,342 万平方米，同比增长 17.2%，增速比 2017 年提高 10.2 个百分点。从新开工面积与销售面积的差额来看，2018 年，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长 307.6% 至 37,688 万平方米。

图 3：2010~2018 年商品房新开工与销售面积差额

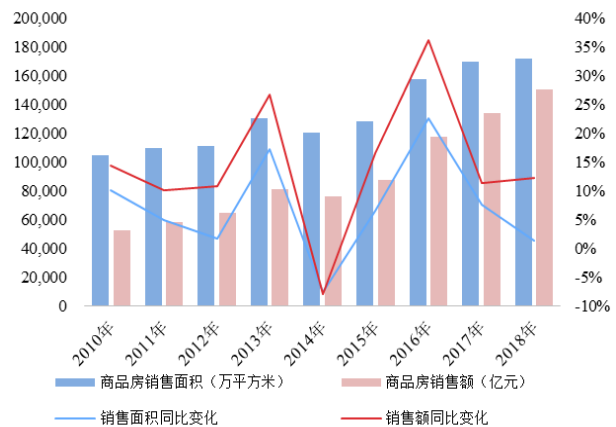


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，2016 年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，分别同比增长 22.5% 和 34.8%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长 22.4% 和 36.1%。2017 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.7% 和 13.7%。2018 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3% 和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.47 个百分点，受房地产调控政策持续的影响，房地产销售增速放缓明显。其中，

2018 年住宅销售面积同比增长 2.2%，销售额同比增长 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。

图 4：2010~2018 年商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

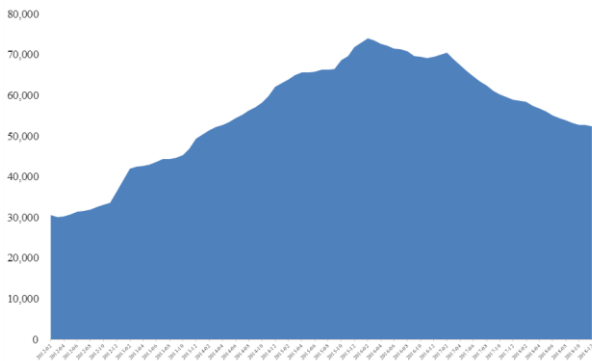
从不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域。2018 年，东部地区商品房销售额 79,258 亿元，同比增长 6.5%；中部地区商品房销售额 33,848 亿元，同比增长 18.1%；西部地区商品房销售额 31,127 亿元，同比增长 23.4%；东北地区商品房销售额 5,740 亿元，同比增长 7.0%。2018 年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售增速高于东部地区。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点¹。受 2016 年 10 月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

重影响，近年来全国住宅房价增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 5：2012~2018 年全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品房库存方面，2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 58,923 万平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。2018 年以来全国商品房待售面积进一步下降，截至 2018 年末为 52,414 万平方米，较上年末减少 6,510 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~12 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年进一步缩短至 3.7 个月；但考虑到 2018 年全国商品房新开工面积有所增长，未来商品房新增供应将有所增加。

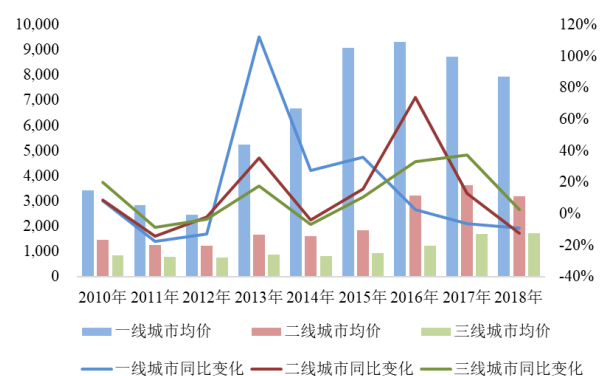
土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2016~2018 年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 22,025 万平方米、25,508 万平方米和 29,142 万平方米，同比增速分别为-3.45%、15.81%和 14.25%；同期土地成交价款分别为 9,129 亿元、13,643 亿元和 16,102 亿元，增速分别为 19.77%、49.45%和 18.02%，2018 年增速较上年大幅下降 31.43 个百分点。土地购置成本增速亦有回调，2016~2018 年房地产企业土地购置成本分别为 4,144.84 元/平方米、5,348.52 元/平方米和 5,525.36 元/平方米，同比分别增长

24.05%、29.04%和 3.31%，2018 年增速较上年大幅下降 25.73 个百分点，表明在融资环境紧缩及销售景气度下降的背景下，房企拿地回归理性。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交均价的涨幅在 2013 年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交均价则持续增长至 2016 年到达顶点，2017 年以来一线城市土地成交均价持续回落，2018 年一线城市土地成交均价及溢价率分别为 7,925.80 元/平方米和 5.38%。二线城市土地成交均价于 2013~2015 年间小幅波动增长，而 2016 年二线城市土地成交均价大幅增长 73.67%至 3,221.65 元/平方米，平均溢价率同比上升 35.57 个百分点至 56.08%，2017 年以来土地市场热度持续减弱，2018 年二线城市土地成交均价为 3,189.58 元/平方米，同比下降 12.24%，溢价率回落至 13.60%。三线城市成交土地均价于 2016 年以来维持高位增长，2016 年和 2017 年土地均价涨幅分别达 33.05%和 37.44%，平均溢价率分别为 30.58%和 30.90%，而 2018 年以来亦出现回落，三线城市土地成交均价为 1,728.86 元/平方米，涨幅下滑至 2.81%，平均溢价率则下降至 15.35%，房企拿地更趋审慎。

图 6：2010~2018 年各能级城市土地成交情况

单位：元/平方米



资料来源：WIND 数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，受国内房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下滑。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个大幅增加近 50 个。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。2016 年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016 年 8 月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9 月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等 21 个城市相继出台了限购限贷政策。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涞水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时

环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至阜南、景洪等县级城市，全国约有 50 余城市根据当地市场情况从多维度新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化调控。2018 年 6 月，北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳等 12 个城市作为住房租赁首批试点。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。同年 3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。同年 4 月，中国证监会和住房城乡

建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。同年5月银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》明确表明支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道。同年12月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒

的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

总体来看，2018年以来房地产调控政策延续“房住不炒”的主基调，各线城市继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的房地产制度，短期调控和长效机制的衔接更为紧密。

表 3：2018 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2018.01	国土资源部和住房城乡建设部办公厅	同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，坚持按照区域协调发展和乡村振兴的要求，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。
2018.03	中国人民银行、银保监会	要努力抑制居民杠杆率，重点控制居民杠杆率的过快增长，严控个人贷款违规流入股市和房市，继续遏制房地产泡沫化，严肃查处各类违规房地产融资行为。
2018.03	十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》	更好解决群众住房问题，进一步强调“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.04	中国证监会和住房城乡建设部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。
2018.05	银保监会《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道，有利于发挥保险资金长期、稳定的优势，助推国家房地产调控长效机制的建设，加快房地产市场供给侧结构性改革。
2018.06	北京、上海等 30 个城市	北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击，表明了政府坚决整治市场秩序，遏制房价上涨的决心。市场监管的方向和重心也从过去的控需求、管供给转向整秩序、治乱象。
2018.07	住房城乡建设部	公布 20 家违法违规房企及中介黑名单，直指哄抬房价、“黑中介”、捂盘惜售、虚假宣传等房地产市场乱象。
2018.07	中央政治局会议	坚决遏制房价上涨。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2018.08	住房城乡建设部座谈会	要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任，明确提出两点要求：其一，加快制定住房发展规划，调整住房和用地供应结构，大力发展住房租赁市场等。其二，坚决遏制投机炒房，并引入问责机制，对工作不力、市场波动大、未能实现调控目标的城市坚决问责。
2018.12	中央经济工作会议	强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

在延续“房住不炒”为主基调的房地产调控政策影响下，房地产企业内外部流动性来源持续收紧，加之房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战。

从内部流动性来源来看，2016 年，在相对宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，

房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016~2018 年，全国商品房销售金额为 117,627.05 亿元、133,701.31 亿元和 149,973.00 亿元，同比增速为 34.77%、13.67%和 12.17%，增速呈逐年放缓趋势；同期住宅销售金额为 99,064.17 亿元、110,239.51 亿元和 126,393.00 亿元，同比增速为 36.13%、11.28%和 14.65%。另外从开发资金到位情况来看，2016 年房地产开发资

金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的 39.28% 上升为 46.01%，金额为 66,355.08 亿元，同比增长 34.92%，较上年同期增速上升 22.89 个百分点。但受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，增速同比下降 25.51 个百分点；2018 年，房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 8.99%，增速同比下降 0.43 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。

外部流动性方面，目前房地产企业外部流动性来源主要来自于银行贷款、非银行金融机构贷款、债券等债权融资所产生的现金流。2018 年以来，《银行金融机构联合授信管理办法（试行）》、《商业银行委托贷款管理办法》等系列政策出台，银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2016 年和 2017 年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为 18,158 亿元和 20,485 亿元，分别同比上升 4.3% 和 12.80%；来源于非银行金融机构贷款金额分别为 3,354 亿元和 4,756 亿元，同比分别增长 19.84% 和 41.81%。而受融资环境趋紧影响，2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,025.96 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.67%，增速大幅下滑。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券

到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并采购项目增加，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升，房企规模分化格局持续加大。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP20 房企销售额占比达到 37.50%，较上年提升 5.00 个百分点；TOP10 房企销售金额门槛超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

表 4：2016~2018 年国内房企销售额集中度

	2016	2017	2018
TOP3	8.88%	12.00%	12.60%
TOP10	18.35%	24.10%	26.90%
TOP20	24.73%	32.50%	37.50%
TOP50	34.59%	45.90%	55.10%
TOP100	43.92%	55.50%	66.70%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

竞争优势

较为雄厚的股东背景，能够获得有力支持

公司控股股东华发集团是珠海国资委下属全资子公司，系珠海市重要的国有资产经营和基础设施建设运营主体，职能定位重要，自 1985 年成立以来持续获得珠海市政府在资金注入、资产划拨和项目承接等方面的支持。华发集团旗下拥有包括华发股份、珠海华金资本股份有限公司（以下简称“华金资本”，股票代码 000532.SZ）和华金国际资本控

股有限公司（以下简称“华金国际资本”，股票代码 0982.HK）三家上市公司。其中，华金资本和华金国际资本是华发集团布局金融产业和产业投资等领域的重要组成部分；华发股份系华发集团旗下唯一的房地产开发平台。华发集团目前已形成以城市运营、房地产开发、金融产业、产业投资为核心，以商贸服务、文体教育及现代服务等为协同的多元化发展格局，经过多年的发展，自身综合实力雄厚，竞争优势明显。

华发股份作为华发集团旗下核心的房地产业务主体，在项目资源方面可持续获得股东方支持。此外，华发集团亦通过控股子公司珠海华发集团财务有限公司（以下简称“华发财务公司”）为各级子公司以及合联营公司提供贷款和综合授信额度。截至2018年末，华发财务公司对华发股份授信额度为150亿元。

总体来看，作为珠海市政府管理下的集团公司，公司控股股东华发集团背景雄厚，多年来政府持续支持且自身经营稳定，拥有多家上市公司，综合实力很强。华发股份可在项目资源获取和资金调配等方面持续获得来自股东和政府的有力支持。

显著的区域竞争优势

作为起步且多年深耕于珠海的房地产企业，华发股份凭借其较好的项目运作能力、较为高端的产品定位及较高的产品品质，在珠海区域内开发了包括华发首府、华发水岸、华发新城、华发世纪城、华发水郡等多个系列的房地产项目，在区域积累了丰富的房地产开发经验。与此同时，公司重视建立产品线，坚持“打造宜居精品”的理念，近年来顺应“互联网+”和全球人居发展趋势，打造新一代“优+生活”产品体系，全面开启新一代人居产品，引领宜居未来，目前已形成从刚需到高端的未来系、城市系、四季系、府系四大具有“华发印记”的产品系列，在珠海及周边市场建立了较为广泛的品牌知名度和市场影响力，亦为其走向全国化的战略打下了基础。

凭借珠海区域多年深耕获得的品牌知名度，珠海区域的签约销售系公司收入的主要贡献，2016~2018 年公司在珠海区域实现房地产签约销售

额分别为 217.06 亿元、69.01 亿元和 124.40 亿元，近年来均位居前列，珠海本土优势显著。从待开发项目储备来看，截至 2018 年末公司在珠海区域拥有的待开发项目储备面积合计 242.88 万平方米，占期末总待开发项目储备面积的 22.81%，公司在珠海区域内充足的待开发项目储备可对其未来区域竞争力的保持提供有力保障。

待开发项目储备²充足，区域布局良好

近年来华发股份全面实施“立足珠海，布局全国”战略布局，在以珠海本土竞争优势作为支撑的同时，自 2015 年开始全国化跨区域布局战略，并成功进入全国多个重点一、二线城市。截至 2018 年末，公司业务已拓展至北京、上海、广州、深圳、天津、武汉、南京、杭州、南宁、沈阳、青岛等全国 20 余个主要城市，形成了珠海、华南、华东、华中、北方、山东 6 大区域以及北京公司的“6+1”区域布局，期末持有待开发项目储备计容建筑面积合计 1,064.95 万平方米，其在华中和华东地区储备占比 50.13%，华南粤港澳大湾区储备占比 38.18%。从城市来看，分布于珠海、武汉、南京、沈阳、大连、青岛、广州、北京、杭州和深圳国内主要一、二线城市的待开发项目储备面积合计占比达到总待开发项目储备的 67.39%，储备项目充足且较为优质。

业务运营

公司主营业务包括房地产开发、物业管理和商业物业投资与运营等，其中，房地产销售系公司收入和利润的主要来源。2016~2018 年，公司分别实现营业收入 132.99 亿元、199.48 亿元和 236.99 亿元，其中房地产销售收入分别为 125.40 亿元、190.08 亿元和 226.61 亿元，占营业收入的比重均在 94% 以上。另 2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 67.05 亿元，毛利率为 31.16%。

² 此处待开发项目储备口径为公司全口径持有待开发项目土地的规划计容建筑面积。

表 5：2016~2018 年公司分板块收入、毛利率情况

单位：亿元、%

	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售	125.40	33.29	190.08	28.60	226.61	27.95
其他*	7.58	15.60	9.40	15.83	10.38	12.52
合计	132.99	32.28	199.48	28.00	236.99	27.28

*注：1、公司其他业务板块包括物业管理及商业运营等；
2、合计数尾数差异为四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司作为珠海的龙头房地产开发企业，坚持“立足珠海，布局全国”的战略，经过多年发展，截至 2018 年末其业务累计已进入全国 20 余个主要城市，开发及储备项目集中于珠海、广州、上海、武汉、青岛、北京、苏州、南宁等一线城市及重点二线城市，产品主要以定位改善型和高端品质住宅为主，近年来在全国积累了较好的品牌知名度和市场影响力。

从项目运作情况看，公司秉承着“顺周期销售，逆周期拿地开发”的房地产开发策略，结合房地产市场环境变化，调整产品形态及开发节奏。2016~2018 年公司新开工面积分别为 173 万平方米、238 万平方米和 720 万平方米，呈现不断增长趋势，其中，2018 年公司加快项目开发速度，新开工面积同比大幅增长 202.52%；同期公司在建面积呈逐年上升的趋势，分别为 756 万平方米、984 万平方米和 1,447 万平方米。竣工面积方面，2016~2018 年，公司竣工面积分别为 149 万平方米、183 万平方米和 228 万平方米，随着公司项目建设持续推进，竣工面积保持增长。

表 6：2016~2018 年公司开工及竣工情况

单位：万平方米

	2016	2017	2018
在建面积	756	984	1,447
新开工面积	173	238	720
竣工面积	149	183	228

注：公司新开工、竣工及在建面积均为全口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，2016~2018 年，公司分别实现签约销售金额 357.25 亿元、310.17 亿元（权益销售金额 272 亿元）和 582.01 亿元（权益销售金额 419 亿元），复合增长率达 27.64%；同期公司平均签约销售单价

分别为 22,102 元/平方米、23,195 元/平方米和 26,391 元/平方米；其中 2017 年，受楼市调控政策和公司推盘节奏的影响，当期公司签约销售金额同比下降 13.18%；2018 年，得益于公司全国布局的加快，珠海区域外市场销售贡献增长较快，带动整体销售金额快速上升，同时，珠海区域及其他区域外重点城市房地产回温，销售价格不断提升。

表 7：2016~2018 年公司房地产销售情况

单位：亿元、万平方米、元/平方米

指标	2016	2017	2018
签约销售面积	161.68	133.76	220.53
签约销售金额	357.25	310.17	582.01
平均签约销售单价	22,102	23,195	26,391

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售区域分布方面，公司房地产项目销售区域主要集中于华南区域（珠海、中山、广州、南宁）、华东区域（上海、南京、苏州）和华中区域（武汉）。具体来看，2018 年，公司销售金额来自全国 16 个城市，当年公司在华东区域实现签约销售 226.78 亿元，其中上海签约销售额 151.26 亿元，占总签约销售金额的 25.99%，系最主要的贡献来源；华南区域实现销售金额 214.62 亿元，其中珠海实现签约销售 124.40 亿元，占总签约销售金额的 21.37%，贡献度依然较大；华中区域中武汉实现签约销售 90.85 亿元，占总签约销售金额的 15.61%，成为公司新的利润贡献点。总体来看，公司在深耕珠海市场的基础上，实现了核心城市的重点突破，推动公司市场格局的显著优化和全面发展，带动销售金额整体实现较快增长。

表 8: 2016~2018 年公司销售分布情况

单位: 万平方米、亿元

城市	2016		2017		2018	
	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额
珠海	93.84	217.06	27.41	69.01	48.71	124.40
上海	8.85	66.45	6.09	51.06	26.58	151.26
武汉	8.59	24.20	34.71	89.30	34.52	90.85
广州	2.71	8.25	7.58	30.13	9.13	45.49
南京	-	-	-	-	11.70	40.70
苏州	-	-	2.24	9.26	10.10	34.82
南宁	2.48	4.03	11.45	15.17	14.96	23.72
中山	18.63	16.48	19.95	20.07	18.91	21.01
沈阳	2.20	2.50	2.58	2.76	21.70	18.08
威海	14.45	12.60	15.70	19.69	14.09	17.79
大连	6.39	3.32	5.22	3.14	8.66	12.66
包头	2.43	1.96	0.60	0.50	1.47	1.23
盘锦	1.11	0.40	0.19	0.08	-	-
合计	161.68	357.25	133.72	310.17	220.53	582.01

注: 1、合计数尾数差异为四舍五入所致;

2、表 8 中销售城市数量与上文中销售城市数存在差异系部分城市销售归属于大区区域管理城市中所致。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

结算方面, 2016~2018 年, 公司实现结算金额分别为 125.40 亿元、190.08 亿元和 226.61 亿元, 呈现不断增长趋势; 同期公司平均结算单价分别为 12,778 元/平方米、16,491 元/平方米和 20,801 元/平方米; 其中 2017 年, 珠海区域项目实现结转金额 150.29 亿元, 受益于珠海项目整体结算价格较高, 公司当期结算均价明显提升; 2018 年, 公司实现结转金额中珠海区域结算金额 79.84 亿元, 上海区域结算金额 66.43 亿元, 得益于上述两个地区的结算价格较高, 公司当期结算均价较上年增长 26.14%。公司结算区域主要集中于以珠海为主的华南区域以及上海区域, 收入结转对上述区域的依赖较大, 未来其他城市的收入贡献程度仍有待提升。

表 9: 2016~2018 年公司房地产销售情况

单位: 亿元、万平方米、元/平方米

指标	2016	2017	2018
结算面积	98.14	115.26	108.94
结算金额	125.40	190.08	226.61
平均结算单价	12,778	16,491	20,801

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

截至 2018 年末, 公司在建面积为 1,447 万平方米, 主要分布在华南、华中及华东等区域, 期末公

司在珠海、武汉、上海、南京、中山、苏州等城市在建面积占比分别为 30.10%、19.12%、10.27%、9.58%、6.08%和 4.52%。

公司土地获取以自主拿地方式为主。近年来公司紧跟房地产市场格局的变化, 实行积极而严谨的土地收购政策, 积极推进“珠海为战略大本营, 广州、上海、武汉等一、二线核心城市重点突破”的布局策略。2016~2018 年, 公司分别新增土地建筑面积 74.38 万平方米、507.63 万平方米和 620.87 万平方米。同期, 公司新增土地拿地金额分别为 103.36 亿元、493.58 亿元和 409.01 亿元, 土地获取力度逐年加大。

2016 年, 在热点城市地王频现、土地招拍挂市场竞争白热化的背景下, 公司实施谨慎的拿地策略, 整体拿地规模较小, 当期公司首次进入苏州市场, 竞得姑苏区胥江路地块, 同时还与福州秦禾房地产有限公司签署合作开发协议, 共同开发苏州虎丘路地块。除苏州地区外, 当期新增土地主要位于珠海和威海。2017 年, 公司进驻南京、佛山、嘉兴等市场。同时公司亦积极跟进珠海区域、上海、广州、深圳、佛山和中山等区域的城市更新、旧城改造等项目, 以拓宽拿地方式。2018 年公司继续通过

公开竞购、合作开发、城市更新等多种方式，增加土地储备，同时有效降低拿地成本，为未来获利空间奠定一定基础。2018年公司通过公开竞购方式在苏州、武汉、无锡、青岛、深圳、广州等多个城市新增25个项目，区域布局逐渐分散。

表 10：2016~2018 年公司新增土地项目情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

指标	2016	2017	2018
新增项目数量	8	31	25
新增土地建筑面积	74.38	507.63	620.87
新增土地金额	103.36	493.58	409.01
新增土地楼面地价	14,063	9,723	10,441

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

待开发项目储备方面，截至2018年末，公司在全国16个城市共拥有待开发项目储备³规划计容建筑面积1,064.95万平方米，能够满足公司未来3~5年的房地产销售需求。区域分布方面，公司待开发项目储备主要集中于以珠海为主的珠三角区域、长三角区域以及武汉地区，当期末公司分布于珠海、武汉、南京、沈阳、大连、青岛、广州、北京、杭州和深圳国内主要一、二线城市的待开发项目储备面积717.72万平方米，合计占比达到总待开发项目储备的67.39%，项目储备较为充足且区域布局良好；但同时，公司在鄂州、江门、威海等三、四线城市的待开发项目储备面积分别为179.95万平方米、31.82万平方米和31.81万平方米，合计占比达到总待开发项目储备的22.87%，上述区域受城市能级较低、经济增速放缓等因素影响，房地产市场表现相对较弱，未来库存去化情况值得关注。

表 11：截至 2018 年末公司待开发项目储备分布情况

单位：万平方米、%

城市	待开发项目储备面积	面积占比
珠海	242.88	22.81
鄂州	179.95	16.90
武汉	176.21	16.55
南京	115.42	10.84
沈阳	69.69	6.54
中山	52.63	4.94
惠州	44.92	4.22
大连	39.03	3.66
江门	31.82	2.99
威海	31.81	2.99
青岛	18.05	1.69
广州	17.45	1.64
北京	15.76	1.48
杭州	12.39	1.16
深圳	10.85	1.02
肇庆	6.10	0.57
合计	1,064.95	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司持有物业主要系珠海华发商都项目，华发商都于2014年5月开业，总建筑面积10.42万平方米，未来将打造成为包括大型购物中心以及休闲娱乐为一体的优质商业物业。截至2018年末，华发商都出租面积10.42万平方米，整体出租率为99%；全年实现租金收入2.33亿元。

总的来看，公司商业物业仍处于规划发展阶段，收入规模较小，目前公司商业物业已形成华发商都和新天地两大产品线，其中珠海华发商都地理区位优势，出租率较高，运营情况良好，对公司收入形成了有益补充。

公司管治

治理结构

公司根据《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》等国家法律法规和《公司章程》规定，建立了股东大会、董事局、监事会和经营管理层，有效实现“决策层”和“管理层”分离，各层机构依法合规独立行使权利，规范运行。

公司股东大会是公司的权力机构，依法行使公

³ 待开发项目储备口径为公司全口径持有待开发项目土地的规划计容建筑面积。

司经营策略等制定的决定权。公司设有董事局为公司的经营决策和业务执行机构，对股东大会负责。公司董事局由 14 名董事组成，其中独立董事 5 名。设董事局主席 1 名、董事局副局长 1~3 名。董事由股东大会选举产生，每届任期三年，任期届满，可以连任。董事局负责召集股东大会，并向大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。公司设立监事会，监事会由 3 名监事组成，监事会设监事长 1 人，监事长由全部监事的三分之二以上选举产生。监事长不能履行职权时，由该监事长指定一名监事代行其职权，监事每届任期三年，任期届满，可以连任。股东担任的监事由股东大会选举、罢免和更换，其程序参照董事的选举、罢免和更换的程序；职工担任的监事由公司职工民主选举产生或更换。监事会应向全体股东负责，对公司财务以及公司董事、经理和其他高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督等。公司设总裁 1 名，由董事局聘任或者解聘，任期 3 年，届满可连任；董事可受聘兼任总裁或者其他高级管理人员，但兼任总裁或者其他高级管理人员职务的董事不得超过公司董事总数的二分之一。总裁对董事局负责，向董事局报告工作，接受董事局和监事的监督，在董事局的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动，组织实施董事局决议。

整体来看，公司建立了完善的治理制度，明确决策、执行、监督等职责权限，通过有效执行，形成了科学合理的制衡机制，治理情况良好。

内部控制

公司严格依照《公司法》、《证券法》、《上市公司信息披露管理办法》、《企业内部控制基本规范》、《上海证券交易所主板上市公司规范运作指引》等相关法律法规及《公司章程》的规定，结合行业及发行人业务结构特点，建立了规范、有效的内控组织架构，形成了覆盖决策、执行和监督等全方位的组织体系和制度体系。

公司组织体系内主要职能部门包括财务管理中心、投资拓展中心、资金管理中心、工程管理中

心、安全生产办公室、成本管理部、招标及采购管理部和内部稽核室等。各部门职责明确、分工清晰，形成了较为完整运营管理体系。

投资管理方面，为健全投资决策程序，提高公司投资工作的科学性与有效性，进一步配合和促进房地产主业的发展，公司制定了合理的投资管理制度，由公司投资管理工作小组负责组织管理，对公司的投资事项进行统筹领导、研究分析以及就可行性作出决定，并组织公司相关部门对投资事项进行实施落实。

资金管理方面，为加强公司资金统筹支付和融资管理工作，建立健全以现金流量控制为重点的公司资金统一调控管理体系，提高资金利用效率，控制融资风险，实现公司资金管理的高度统一，公司制定了资金管理制度。公司资金管理的决策机构为公司资金管理工作小组。资金管理工作小组设组长 1 名，副组长 2~3 名，成员若干名。组长和副组长由董事局主席提名，总裁办公会审议批准。成员由组长提名并报总裁办公会审议批准。为实现公司资金安全性要求和全过程管理，资金管理小组主要工作职责是在为公司各项业务提供资金保障的前提下，确保现金流充裕，财务收支结算顺畅，资产状况健康可持续性发展，并利用各种投融资渠道和理财工具，提高公司资金使用效率和收益。按照目前公司资金业务种类及收支特点，将资金管理小组主要工作内容分为经营管理、工程项目、信贷融资等三部分内容。

财务管理方面，公司根据《中华人民共和国会计法》、《企业财务通则》、《企业会计准则》、《会计人员工作规则》等国家各项法律法规和本公司章程，结合公司实际情况，制定财务管理制度。公司财务管理工作实行“统一管理，分级分部门分项目核算”体制。财务管理以守法经营、厉行节约、谨慎理财、资金优化配置实现公司效益最大化为基本原则。公司设立财务总监、财务管理中心总监、财务管理中心副总监、出纳、工程成本会计、费用核算会计、往来账核算会计、固定资产核算会计、收入利润核算会计、税务会计、资金管理会计、稽核会计、总账会计、报表与财务分析会计、合同及

会计档案管理员、电脑系统管理员等岗位（可一人多岗或一岗多人）。财务人员的工作岗位每三年有计划地进行轮换，特殊情况报财务总监和总裁批准。

关联交易管理方面，公司制定了关联交易管理制度，以规范公司关联交易，维护公司投资者特别是中小投资者的合法权益，保证公司与关联方之间订立的关联交易合同符合公平、公正、公开的原则。公司关联交易的决策权限为：（一）公司与关联自然人发生的交易金额不满 30 万元，或者与关联法人发生的交易金额不满 300 万元或占公司最近一期经审计净资产绝对值 0.5% 以下（以较高者为准）的关联交易由公司董事局主席批准；（二）公司与关联方发生的交易除第（一）项以外的关联交易且交易金额在 3,000 万元（含本数）以下或占公司最近一期经审计净资产绝对值 5%（含本数）的以下的关联交易，由公司董事局审议批准；（三）公司与关联方发生的交易金额在 3,000 万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值 5% 以上的关联交易，由公司董事局向股东大会提交议案，并经股东大会审议批准。

对外担保管理方面，公司建立了严格的对外担保管理制度，对外担保实行统一管理，对符合条件、同时具有较强的偿债能力的公司经公司董事局或股东大会批准后方可提供担保。公司对外担保实行统一管理，未经公司董事局或股东大会批准，任何人无权以公司名义签署对外担保的合同、协议或其他类似的法律文件。

总体来看，公司法人治理结构健全，内部组织机构完善，管理制度较为健全，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

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，品牌影响力不断增强。

区域拓展方面，公司继续坚持“立足珠海，布

局全国”的战略，确保珠海的龙头地位，同时加大对上海、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。

项目开发模式方面，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。

总的来看，公司已经拥有了较为成熟的运营模式，并制定了清晰的战略规划，依托自身较强的运营能力和丰富的开发经验，上述规划有望逐步落实。

财务分析

以下财务分析基于经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2018 年审计报告以及未经审计 2019 年一季度财务报告。

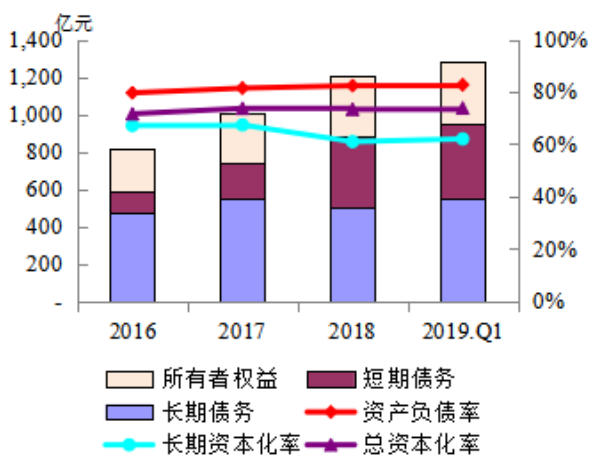
资本结构

近年来随着房地产开发业务规模的快速扩张，公司资产规模保持较快的增长态势。2016~2018 年末，公司资产总额分别为 1,137.97 亿元、1,422.90 亿元和 1,822.09 亿元，年均复合增长率为 26.54%。同时，随着外部融资规模的上升及预收购房款的大幅增长，公司负债水平显著上升，2016~2018 年末，公司负债总额分别为 905.81 亿元、1,158.11 亿元和 1,500.25 亿元，年均复合增长率为 28.70%。近年来，受少数股东权益增加、非公开增发股票的募集资金流入、永续债的发行以及未分配利润的持续积累，公司自有资本实力不断夯实，同期末所有者权益合计分别为 232.15 亿元、264.78 亿元和 321.84 亿元，年均复合增长率为 17.74%，其中 2018 年公司发行永续债规模 30.98 亿元。财务杠杆方面，同期末公

司资产负债率分别为 79.60%、81.39% 和 82.34%，净负债率分别为 183.61%、236.02% 和 233.65%，若将永续债调至债务进行计算，2015~2018 年公司资产负债率分别为 79.60%、81.39% 和 84.04%，净负债率分别为 183.61%、236.02% 和 269.19%，公司杠杆比率持续增长且处于较高水平。

另截至 2019 年 3 月末，公司总资产为 1,939.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）336.24 亿元；同期末，公司资产负债率和净负债率进一步上升，分别达到 82.67% 和 224.36%；若将永续债调整至长期债务核算，公司期末资产负债率和净负债率分别为 85.63% 和 276.77%。

图 7：2016~2019.Q1 公司资产结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产主要由流动资产构成，2016~2018 年末，公司流动资产分别为 1,063.74 亿元、1,319.75 亿元和 1,695.06 亿元，占同期末资产总额的比重分别为 93.4%、92.75% 和 93.03%。公司流动资产主要由货币资金、预付款项、存货和其他流动资产构成。货币资金方面，2016~2018 年末，公司货币资金账面余额分别为 158.47 亿元、116.40 亿元和 191.39 亿元。截至 2018 年末，公司受限货币资金为 0.46 亿元，其中 0.45 亿元为银行保证金，0.01 亿元因购房客户自身司法纠纷而被司法冻结资金，受限规模较小。同期，公司预付款项分别为 40.33 亿元、55.20 亿元和 49.62 亿元，主要包括预付的土地款等，其中 2018 年末前五大预付款对象分别为北京市财政局、杭州市财政局、江门市公共资源交易中心、江门市国土资源局和珠海市公共资源交易中心，合计 47.56 亿元，占当期预付账款总额的比

例为 95.85%。存货方面，2016~2018 年末，分别为 825.13 亿元、1,045.38 亿元和 1,284.16 亿元，公司存货中以开发成本为主，主要位于珠海、中山、广州、上海和武汉等一、二线城市，其中，2018 年末公司存货中开发产品和开发成本分别占存货余额的比例为 15.01% 和 83.39%。2016~2018 年末，公司其他流动资产分别为 36.99 亿元、94.74 亿元和 136.48 亿元，主要系预缴税金和向合联营企业的拆借款，近年来增长较快。其中，截至 2018 年末，公司预交税费 26.19 亿元，向合联营企业拆出借款 109.81 亿元。

非流动资产方面，2016~2018 年末公司非流动资产分别为 74.23 亿元、103.15 亿元和 127.03 亿元，主要由长期股权投资、投资性房地产以及递延所得税资产构成。长期股权投资方面，近年来公司在业务扩张的同时，不断加大对合联营项目的投资，2016~2018 年末分别为 25.79 亿元、47.17 亿元和 64.56 亿元；同期末投资性房地产分别为 23.61 亿元、23.68 亿元和 23.77 亿元，公司的投资性房地产华发商都位于珠海市的核心区域，建筑面积 10.42 万平方米，区位条件较好。递延所得税资产主要为预提土地增值税和预收账款预计利润形成的递延所得税，2016~2018 年分别为 10.89 亿元、16.60 亿元和 21.90 亿元，受可抵扣亏损和预收账款增加的影响，公司递延所得税逐年递增。

另截至 2019 年 3 月末，公司流动资产 1,810.37 亿元，其中货币资金、预付款项、存货和其他流动资产分别为 192.28 亿元、35.42 亿元、1,373.01 亿元和 169.64 亿元；同期末，非流动资产为 129.57 亿元，其中长期股权投资、投资性房地产和递延所得税资产分别为 66.05 亿元、23.77 亿元和 23.09 亿元。

负债方面，公司负债主要由应付账款、预收账款、其他应付款和有息债务构成。应付账款方面，随着开发项目的不断增多，项目工程款及材料款亦随之而升，2016~2018 年末，公司应付账款分别为 30.18 亿元、37.00 亿元和 47.43 亿元。2016~2018 年末预收账款分别为 240.28 亿元、281.47 亿元和 390.25 亿元，近年来伴随着公司签约销售规模的快

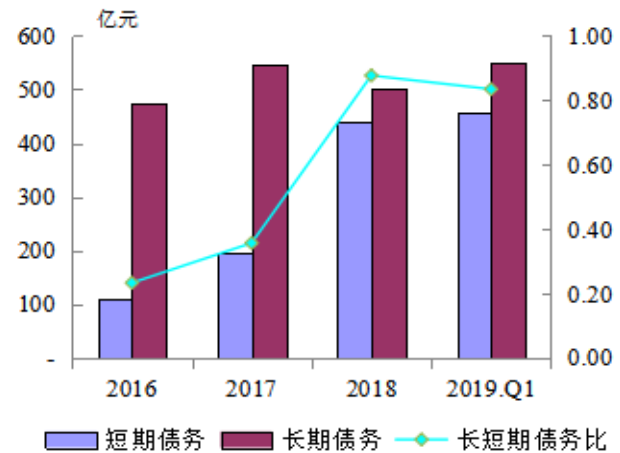
速增长，公司预收款项亦呈快速增长态势；其他应付账款方面，2016~2018年末，其他应付款⁴分别为36.74亿元、85.62亿元和101.97亿元，主要由合作项目的股东拆借款和土地增值税清算准备金构成。另截至2019年3月末，公司应付账款、预收账款和其他应付款分别为45.84亿元、420.19亿元和105.55亿元。

有息债务方面，近年来受房地产项目扩张的融资需求带动，公司总债务规模逐年增长，2016~2018年末，公司总债务规模分别为584.74亿元、741.37亿元和943.37亿元，年均复合增长率达到27.02%。从债务期限结构来看，同期公司长短期债务比分别为0.23倍、0.36倍和0.88倍，2018年受一年内到期的非流动负债增加以及售房尾款资产证券化发行影响，短期债务较上年末大幅增长126.00%，公司长短期债务比较上年末上升0.52倍，短期偿债压力有所上升。另截至2019年3月末，公司总债务进一步上升为1,006.18亿元，其中短期债务457.53亿元，长短期债务比0.83倍。

所有者权益方面，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、未分配利润、其他权益工具和少数股东权益构成。2016~2018年末，公司实收资本分别为11.69亿元、21.28亿元和21.18亿元；同期末，资本公积分别为56.27亿元、38.94亿元和14.64亿元。2017年受资本公积转增股本增加影响，公司实收资本增加，同时受收回少数股东股权共同作用影响，公司资本公积有所减少；2018年受因同一控制下企业合并及以现金方式收购下属子公司少数股东持有的股权影响，公司资本公积规模继续减少。其他权益工具方面，2018年公司发行永续债30.98亿元。得益于历年利润的不断累积，公司未分配利润持续增长，2016~2018年末分别为54.89亿元、58.97亿元和72.65亿元。受房地产合作项目有所增加影响，近年来少数股东权益持续增长，2016~2018年末分别为102.26亿元、139.04亿元和173.11亿元。另截至2019年3月末，公司所有者权益增至336.245亿元，其中，未分配利润和盈余

公积分别为79.21亿元和8.78亿元，同时，少数股东权益较上年末进一步增至181.90亿元。

图 8：2016~2019.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来随着公司房地产业务的大规模扩张，公司资产及负债规模不断提升，且有息债务规模增长较快，公司整体财务杠杆比率处于较高水平。

流动性

在项目开发及土地储备规模持续扩大的情况下，近年来公司流动资产规模逐年增长。2016~2018年末，公司流动资产分别为1,063.74亿元、1,319.75亿元和1,695.06亿元，年均复合增长率为26.23%，占资产总额的比重维持在92%以上。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，2016~2018年末存货占流动资产的比重分别为77.57%、79.21%和75.76%；货币资金占流动资产的比重分别为14.90%、8.82%和11.29%。另截至2019年3月末，公司流动资产规模为1,810.37亿元，期末流动资产占资产总额的比重为93.32%，存货和货币资金占流动资产的比重分别为75.84%和10.62%。

表 12：2016~2019.Q1 公司流动资产分析

	单位：%			
	2016	2017	2018	2019.Q1
流动资产/总资产	93.48	92.75	93.03	93.32
存货/流动资产	77.57	79.21	75.76	75.84
货币资金/流动资产	14.90	8.82	11.29	10.62
(存货+货币资金)/流动资产	92.47	88.03	87.05	86.46

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

⁴ 为保持数据可比性，公司其他应付款中不包含应付利息和应付股利。

存货方面，近年来公司着重扩张位于珠海、广州和上海等一、二线城市的地产项目，公司存货快速增长。2016~2018年公司存货分别为825.13亿元、1,045.38亿元和1,284.16亿元。其中，房地产开发成本占存货的比重分别为89.61%、89.64%和83.39%，公司存货中开发成本主要系位于珠海、中山、广州、上海和武汉等一、二线城市土地项目，较大规模的在建和拟建项目系公司持续经营的保障，但同时也对后续开发资金提出了较高要求。同期房地产开发产品占存货的比重为8.96%、9.16%和15.01%，呈现逐年增长趋势，公司位于沈阳、大连和包头等城市的存货或面临一定的去库存压力。

表 13：2016~2018 年公司存货分析

单位：亿元、%

	2016	2017	2018
存货	825.13	1,045.38	1,284.16
开发成本	739.41	937.04	1,070.86
开发成本/存货	89.61	89.64	83.39
开发产品	73.95	95.76	192.8
开发产品/存货	8.96	9.16	15.01

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转率方面，2016~2018年公司存货周转率分别为0.12次、0.15次和0.15次，总资产周转率分别为0.13次、0.16次和0.15次。受公司产品定位的影响，整体资产周转效率在行业内处于偏低水平。

表 14：2016~2018 年公司周转率相关指标

	2016	2017	2018
存货周转率（次/年）	0.12	0.15	0.15
总资产周转率（次/年）	0.13	0.16	0.15

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2016~2018年，公司经营性现金流净额分别为190.69亿元、110.99亿元和159.99亿元，呈现较大的波动态势，主要受下属项目公司与少数股东间资金拆借以及公司自身销售回款的影响；其中，同期公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为285.92亿元、235.86亿元和347.46亿元，受当年房地产销售情况的波动影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金有所波动。投资性现金流方面，2016~2018年公司投资性净现金流分别为-99.70亿元、-339.07亿元和-310.29亿元，持续呈

现净流出状态，主要系公司近年来合作开发项目增多，对合联营项目的投资增加所致。筹资性现金流方面，受融资需求不断加大影响，同期公司筹资活动净现金流分别为-13.96亿元、179.50亿元和226.59亿元。

货币资金方面，2016~2018年末，公司货币资金账面余额分别为158.47亿元、116.40亿元和191.39亿元；同期货币资金/短期债务分别为1.43倍、0.60倍和0.43倍，受短期债务规模持续增加影响，货币资金对短期债务的保障程度有待提升。另2019年一季度公司经营性现金流净额为21.19亿元，货币资金192.28亿元；截至2019年3月末，经营活动现金流/短期债务和货币资金/短期债务分别为0.19倍和0.42倍。

表 15：2016~2019.Q1 公司部分流动性指标

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金（亿元）	158.47	116.40	191.39	192.28
经营活动现金流净额（亿元）	190.69	110.99	159.99	21.19
经营净现金流/短期债务（X）	1.73	0.57	0.36	0.19
货币资金/短期债务（X）	1.43	0.60	0.43	0.42

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至2018年末，公司受限资产账面价值合计352.79亿元，主要系用于借款抵押的存货、长期股权投资、固定资产、无形资产和投资性房地产等，其中，保证金和司法冻结受限的货币资金合计0.05亿元，用于借款抵押的存货和投资性房地产分别为299.12亿元和23.77亿元，年末公司受限资产占总资产比重为19.36%。

总体来看，随着项目开发节奏加快，近年来公司存货规模上升较快，但资产周转效率偏低，同时受短期债务规模持续上升影响，公司货币资金对短期债务的保障程度亦有待提升。但考虑到公司拥有较大规模且区域布局较好的待开发项目储备，且存货结构较为合理，对其整体流动性能够形成良好支撑。

盈利能力

公司营业收入主要来源于房地产销售，2016~2018年公司营业总收入分别为132.99亿元、199.48亿元和236.99亿元，其中房地产业务收入占

比分别为 94.30%、95.29%和 95.62%。从毛利率水平看，受公司项目结转节奏影响，公司毛利率逐年降低，2016~2018年公司营业毛利率分别为 32.28%、28.00%和 27.28%。另外，近年来公司销售业绩良好，2016~2018 年末公司预收款项分别为 240.28 亿元、281.47 亿元和 390.25 亿元，丰富的待结算资源为其未来经营业绩的增长提供了保障。另 2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 67.05 亿元，综合毛利率为 31.16%。此外，截至 2019 年 3 月末，公司预收款项进一步增至 420.19 亿元。

期间费用方面，主要系由销售费用及管理费用构成。受公司业务规模的不断扩大，公司销售及管理费用规模快速上升，2016~2018 年，公司销售费用分别为 4.90 亿元、5.37 亿元和 9.16 亿元，其中 2018 年销售费用增幅较大主要系公司当期预售楼盘签约销售额增加，广告宣传费、职工薪酬和营销代理费等相应销售费用增加所致；管理费用分别为 4.23 亿元、5.94 亿元和 8.67 亿元，其中 2018 年管理费用大幅上涨主要系当期任职员工人数及薪资增长所致。综上，公司三费合计分别为 9.72 亿元、11.83 亿元和 20.14 亿元，呈快速增长态势，同期三费收入占比分别为 7.31%、5.93%和 8.50%，公司期间费用控制能力尚可。另 2019 年 1~3 月，公司期间费用合计 4.65 亿元，占同期营业收入比重为 6.93%。

表 16：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元				
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	4.90	5.37	9.16	1.97
管理费用	4.23	5.94	8.67	2.31
财务费用	0.59	0.51	2.31	0.36
三费合计	9.72	11.83	20.14	4.65
营业总收入	132.99	199.48	236.99	67.05
三费收入占比	7.31%	5.93%	8.50%	6.93%

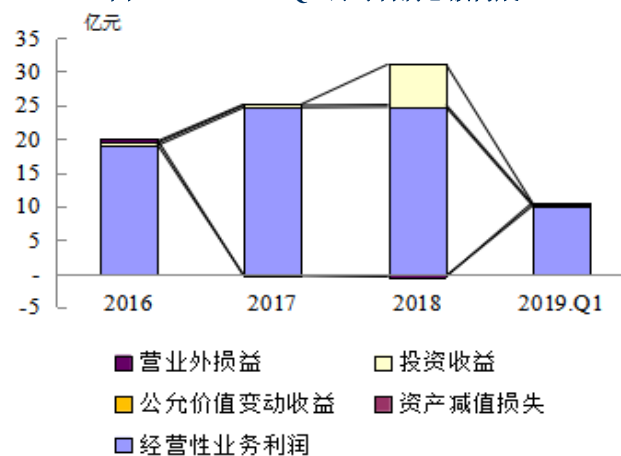
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润方面，公司利润总额主要由经营性业务利润⁵构成。在营业收入规模扩大的带动下，公司经营性业务利润同步提升，2016~2018 年公司经营性业务利润分别为 18.97 亿元、24.63 亿元和 24.72 亿元；

⁵ 经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

同期投资收益分别为 0.52 亿元、0.42 亿元和 6.27 亿元，其中 2018 年投资收益大幅增长，主要系当期联营企业确认投资收益增长幅度较大。此外，2016~2018 年公司资产减值损失分别为-0.04 亿元、9.47 万元和 0.12 亿元，主要为计提的坏账准备和存货跌价损失。同期公允价值变动收益分别为 0.10 亿元、0.08 亿元和 0.08 亿元，系公司投资性房地产的公允价值变动。2016~2018 年公司营业外损益分别为 0.08 亿元、-0.34 亿元和-0.12 亿元，其中政府补贴分别为 0.06 亿元、0.02 亿元和 0.06 亿元。综上，2016~2018 年公司利润总额分别为 19.70 亿元、25.03 亿元和 30.85 亿元；净利润分别为 14.28 亿元、17.74 亿元和 24.02 亿元；所有者权益收益率分别为 6.15%、6.70%和 7.46%。另 2019 年 1~3 月，公司实现利润总额 10.16 亿元，其中，经营性业务利润 10.05 亿元，投资收益 0.12 亿元，信用减值损失 0.13 亿元，综上，公司实现净利润 7.51 亿元，所有者权益收益率 8.93%。

图 9：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司作为珠海市房地产龙头企业，近年来业务规模持续扩张，公司结转收入规模大幅提升，带动利润总额的快速增长，整体盈利能力较强。此外，公司较大规模的期末待结算资源亦对其未来业绩增长形成有力保障。

偿债能力

从债务规模来看，随着近年土地获取及项目开发投入的增加，公司外部融资规模快速上升。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司总债务规模分别为 584.74 亿元、741.37 亿元、943.37 亿元和

1,006.18 亿元，长短期债务比分别为 0.23 倍、0.36 倍、0.88 倍和 0.83 倍。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2016~2018 年公司 EBITDA 分别为 22.91 亿元、28.22 亿元和 38.25 亿元，获现能力持续向好。公司经营活动净现金流分别为 190.69 亿元、110.99 亿元和 159.99 亿元。从主要偿债能力指标表现来看，2016~2018 年公司总债务/EBITDA 分别为 25.53 倍、26.27 倍和 24.66 倍，同期 EBITDA 利息保障倍数分别为 0.50 倍、0.74 倍和 0.70 倍。受公司有息债务规模的持续快速增长影响，公司 EBITDA 对债务本金的保障程度偏弱；受益于较好的获现能力，公司 EBITDA 对利息的保障程度有所波动提高。

表 17：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务(亿元)	110.53	194.95	440.60	457.53
总债务(亿元)	584.74	741.37	943.37	1,006.18
资产负债率(%)	79.60	81.39	82.34	82.67
净负债率(%)	183.61	236.01	233.65	242.06
经营活动净现金流(亿元)	190.69	110.99	159.99	21.19
EBITDA(亿元)	22.91	28.22	38.25	-
总债务/EBITDA(X)	25.53	26.67	24.66	-
经营净现金流/总债务(X)	0.33	0.15	0.17	0.08
EBITDA 利息倍数(X)	0.50	0.74	0.70	-
经营净现金流/利息支出(X)	4.19	2.90	2.93	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2018 年末，公司对外担保余额共计 28.72 亿元，其中对合营公司珠海琴发实业有限公司提供的担保 28.32 亿元，担保余额占同期末净资产比重为 8.80%，或有负债风险较小。

财务弹性方面，公司与各大金融机构保持较好关系，截至 2018 年末，公司获得银行授信额度 1,221.71 亿元，未使用额度 627.78 亿元，备用流动性充足。

整体来看，随着房地产项目的持续推进，公司总债务规模逐年增长，且短期债务规模逐年上升，财务杠杆比率处于较高水平。但是，考虑到公司作为珠海区域的龙头房地产企业，以及持续增长的签约销售金额及充足的待结算资源，加之其相对充裕

的备用流动性和公司股东资金方面的支持，公司整体具备极强的偿债能力。

结 论

综上，中诚信证评评定珠海华发实业股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“珠海华发实业股份有限公司面向合格投资者公开发行 2020 年公司债券(第一期)”信用级别为 **AAA**。

关于珠海华发实业股份有限公司 面向合格投资者公开发行2020年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

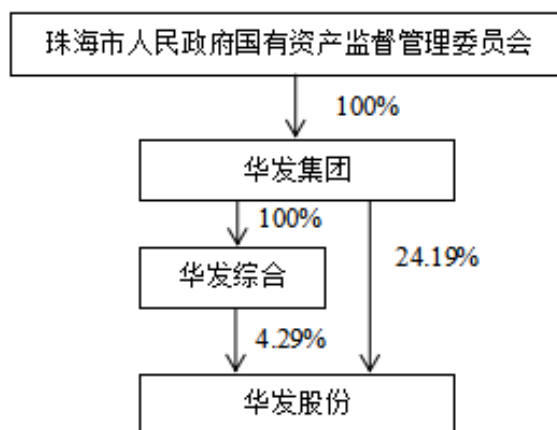
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起6个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

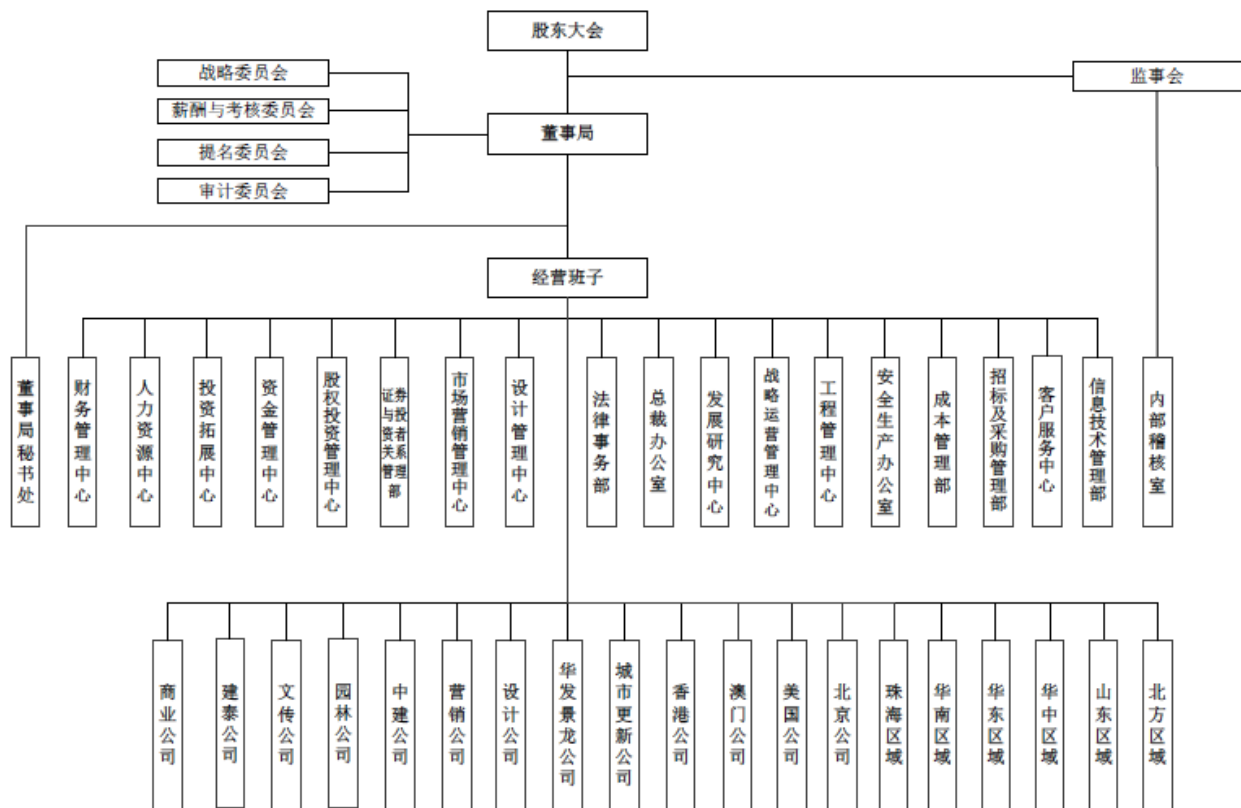
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：珠海华发实业股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：珠海华发实业股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：珠海华发实业股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	1,584,696.42	1,164,016.48	1,913,875.74	1,922,770.29
应收账款净额	568.32	1,205.71	1,339.77	1,613.38
存货净额	8,251,305.92	10,453,817.50	12,841,645.86	13,730,099.52
流动资产	10,637,430.46	13,197,538.63	16,950,620.32	18,103,674.15
长期投资	313,487.24	544,728.04	715,393.90	731,658.25
固定资产合计	304,260.99	298,788.82	308,139.24	306,101.57
总资产	11,379,683.51	14,229,018.38	18,220,908.85	19,399,344.64
短期债务	1,105,261.31	1,949,516.75	4,405,952.76	4,575,327.89
长期债务	4,742,129.64	5,464,214.70	5,027,767.82	5,486,444.65
总债务（短期债务+长期债务）	5,847,390.95	7,413,731.45	9,433,720.58	10,061,772.54
总负债	9,058,135.21	11,581,070.21	15,002,518.84	16,036,905.89
所有者权益（含少数股东权益）	2,321,548.30	2,647,948.17	3,218,390.00	3,362,438.75
营业总收入	1,329,891.11	1,994,776.23	2,369,892.74	670,531.96
三费前利润	286,920.68	364,578.20	448,654.43	147,005.32
投资收益	5,158.58	4,154.84	62,656.79	1,207.72
净利润	142,768.40	177,383.04	240,179.18	75,098.47
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	229,084.07	282,176.45	382,512.89	-
经营活动产生现金净流量	1,906,906.68	1,109,932.92	1,599,875.47	211,943.56
投资活动产生现金净流量	-996,952.36	-3,390,732.08	-3,102,926.26	-905,409.36
筹资活动产生现金净流量	-139,579.59	1,795,029.67	2,265,863.18	702,857.64
现金及现金等价物净增加额	770,898.87	-485,096.18	763,533.51	9,048.37
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	32.28	28.00	27.28	31.16
所有者权益收益率（%）	6.15	6.70	7.46	8.93
EBITDA/营业总收入（%）	17.23	14.15	16.14	-
速动比率（X）	0.56	0.45	0.41	0.42
经营活动净现金/总债务（X）	0.33	0.15	0.17	0.08
经营活动净现金/短期债务（X）	1.73	0.57	0.36	0.19
经营活动净现金/利息支出（X）	4.19	2.90	2.93	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.50	0.74	0.70	-
总债务/EBITDA（X）	25.53	26.27	24.66	-
资产负债率（%）	79.60	81.39	82.34	82.67
总债务/总资本（%）	71.58	73.68	74.56	74.95
长期资本化比率（%）	67.13	67.36	60.97	62.00
净负债率（%）	183.61	236.02	233.65	242.06

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2018年及2019.Q1已将其其他流动负债中售房尾款资产证券化调至短期债务核算；

3、2019年一季度公司所有者权益收益率、经营活动现金流/总债务等指标已经过年化处理；

4、2016~2017年数据均采用来年期初调整数。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

净负债率 = (总债务 - 货币资金) / 所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。