

信用等级公告

联合〔2019〕921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珠海华发实业股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）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

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

本次公司债券信用等级：AAA
 公司主体信用等级：AAA
 评级展望：稳定
 发行规模：不超过 40 亿元（含 40 亿元）
 债券期限：不超过 5 年（含 5 年）
 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/本次发债额度（倍）	0.57	0.71	0.96	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 2019 年 1-3 月数据未经审计，相关指标未年化。4. 公司其他流动负债已计入短期债务

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对珠海华发实业股份有限公司（以下简称“公司”或“华发股份”）的评级反映了公司作为珠海市国资委旗下的上市房企，在珠海区域房地产市场处于龙头地位，有较高的品牌知名度，项目开发经验较为丰富，且融资渠道畅通；近年来公司在深耕珠海的基础上积极对外扩张，区域布局有所优化，签约销售规模较大，目前土地储备较充足，且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业务易受到房地产行业调控政策影响、公司未来资金需求较大、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，随着公司项目开发销售持续推进，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司实际控制人为珠海市国资委，股东背景雄厚，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此。

2. 近年来公司在深耕珠海的基础上积极向外扩张，区域布局有所优化；2018 年以来，公司加大了拿地力度，开启新一轮投资布局，公司土地储备充足。

3. 近三年，公司签约销售金额波动增长，资产及权益规模持续扩大，总体规模较大。

4. 公司间接融资渠道畅通；公司为上海

证券交易所上市公司，融资渠道较为多元化。

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. 近年来，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，存在一定的债务集中到期压力。

3. 近两年，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）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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

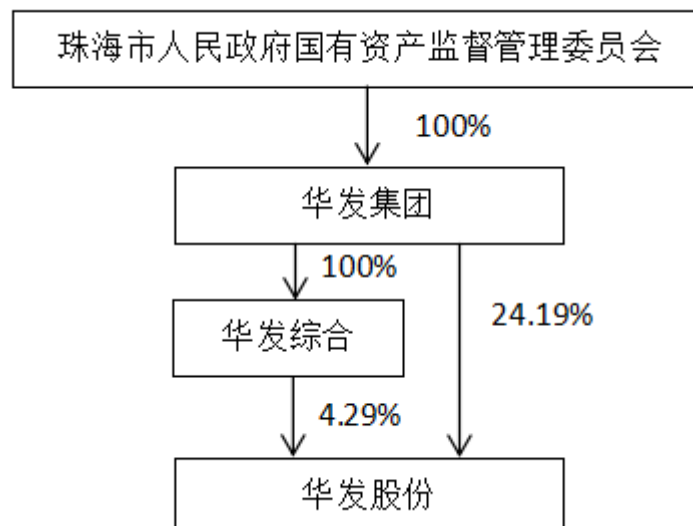
一、主体概况

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）。

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”）。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、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“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）”，发行规模为不超过 40 亿元（含），拟一次或分期发行。本次债券期限为不超过 5 年（含），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种或含权品种，具体期限构成和各期限品种的发行规模将由公司和主承销商根据市场情况确定。本次债券面值为 100 元，按面值平价发行。本次债券为固定利率债券，票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司和主承销商按照国家有关规定协商一致确定。本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券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，具体募集资金用途将提请公司股东大会授权董事局根据公司资金需求情况在上述范围内确定。

三、行业分析

公司主营业务是房地产开发销售与商业物业租赁，属于房地产行业。

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.9 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，

整体投资热情仍旧较高。2018年，全国房地产开发投资120,263.51亿元，同比增长9.50%，增速较前11月回落0.2个百分点，但仍高于2017年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高速增长下继续维持在高位。2019年1季度，全国房地产开发投资23,803亿元，同比增长11.80%，增速创近几年新高，主要系土地购置费依旧高位，以及一季度销售、资金端改善，房企新开工和施工意愿增强，带动建安投资回升所致。

图2 2015-2019年3月全国房地产市场发展情况(单位:亿元、%)



资料来源: Wind

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，房地产投资增速2016年后有所回升，2018年之后在土地购置费、新开工增加带动下保持高位。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2016年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现1%和0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降16%外，二、三线城市土地出让金分别上升68%和9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升9%和18个百分点到9,965元/平方米和45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升74%和34个百分点到2,696元/平方米和51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升19%和18个百分点到887元/平方米和26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017年，全国300个城市成交面积95,036万平方米，同比增加8%；土地出让金总额为40,623亿元，同比增加38%。其中，住宅用地成交面积35,433万平方米，同比增加24%；商办类用地成

交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

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。

2019 年 1-3 月，土地市场下行，全国 300 个城市土地市场指标均不同程度下降；其中一线城市供求双涨，但高溢价率现象明显减少；二线城市成交量价均降，溢价率较去年同期变化不大；三四线城市供求、成交均价和溢价率均出现较大程度下滑。2019 年 3 月，二线城市土地成交溢价率和楼面均价同环比均涨，二线城市土地市场热度有所回升。

表 1 2016-2019 年 3 月全国 300 个城市土地交易情况 (单位: 万平方米、%、亿元、元/平方米)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
推出面积	103,212	111,907	128,440	25,204
同比	-9	8	20	-7
成交面积	85,885	95,036	105,492	20,686
同比	-3	8	14	-14
出让金	29,047	40,623	41,773	8,281
同比	31	38	2	-16
楼面均价	1,904	2,374	2,159	2,176
同比	40	26	-11	-3
土地平均溢价率	43	29	13	13
同比	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 6 个百分点

资料来源: CREIS 中指数据, 联合评级整理。

总体看, 2016 年土地市场热度高涨, 楼面均价及溢价率均大幅上涨, 随着 2017 年后土地增加供应量及调控政策影响, 楼面均价及溢价率有所回落, 2018 年至 2019 年一季度房企拿地趋于理性, 成交楼面均价及溢价率走低的态势在 2019 年一季度末有所逆转。

(2) 开发资金来源状况

受益于宽松的信贷政策, 2016 年前三季度房地产销售市场火爆, 房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份, 上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理, 部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年, 房地产开发企业到位资金 144,214 亿元, 同比增长 15.18%。其中, 国内贷款 21,512 亿元, 同比增长 6.42%; 利用外资 140 亿元, 同比下降 52.79%; 自筹资金 49,133 亿元, 同比增长 0.19%; 其他资金 73,428 亿元, 同比增长 31.93%。在其他资金中, 定金及预收款 41,952 亿元, 增长 29.0%; 个人按揭贷款 24,403 亿元, 增长 46.5%。

2017 年, 房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元, 同比增长 8.20%, 增速较上年同期下降 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，上升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%。

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。

2019年1-3月，房地产开发企业到位资金38,948亿元，同比增长5.90%，增速较前两月回升3.8个百分点，其中国内贷款、个人按揭贷款同比转正；另目前首套房及二套房房贷利率2019年以来连续三月下降，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。

总体看，2016年10月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018年，货币政策结构性宽松，2019年一季度房企融资环境有所改善。

（3）市场供需情况

2016年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016年，全国商品房销售面积157,349万平方米，同比增长22.5%。其中，住宅销售面积增长22.4%，办公楼销售面积增长31.4%，商业营业用房销售面积增长16.8%。从供应来看，2016年，全国房屋竣工面积106,128万平方米，同比增长6.1%。其中，住宅竣工面积77,185万平方米，同比增长4.6%。

图3 2015-2019年3月全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind

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%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长5.30%，办公楼销售面积增长24.30%，商业营业用房销售面积增长18.70%；住宅销售额增长11.30%，办公楼销售额增长17.50%，商业营业用房销售额增长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 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%。

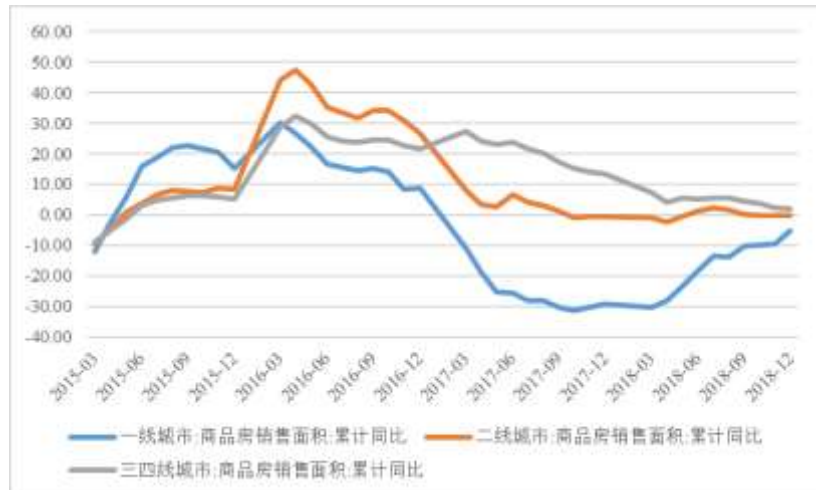
图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind

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。

图5 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



注：二线城市数据用 Wind 资讯 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一二线城市数据进行模拟代替。

资料来源：Wind，联合评级搜集整理

2019 年 1—3 月，全国房地产销售面积 29,828.94 万平方米，同比下降 0.90%，增速转负，但较前两月上涨 2.7 个百分点；销售金额 27,038.77 亿元，同比增长 5.60%，增速较前两月上涨 2.80 个百分点；受益于调控政策在因城施策下结构性微调、信贷条件宽松，一二线城市被压制需求释放，3 月房地产销售情况有所好转。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。2016 年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。2019 年一季度，销售面积增速下滑，但在因城施策的结构性宽松下，一二线城市景气度回升。

（4）销售价格情况

2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年末，百城住宅平均价格为 13,035 元/平方米，较年初增长 18.22%。

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。

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%。

2019 年一季度，百城住宅价格指数同比继续收窄，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年底触底回升，二三线城市住宅价格指数增速继续下行。

图 6 2015 - 2019 年 3 月全国百城住宅销售价格指数同比变化情况 (单位: %)



资料来源: Wind

总体看,近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势,房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正,需求进一步释放;但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响,一、二线城市房地产价格增速大幅下降,三线城市价格增速降缓;2019 年一季度,一线城市价格增速触底回升,二三线城市价格增速继续下探。

3. 行业竞争

随着近年来调控政策的逐渐加码,房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长,企业分化加剧,行业集中度不断提高的发展态势。

2016 年,房地产行业前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%,分别较上年提高 1.94 和 2.52 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 12.19%和 15.94%,分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。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分别为 15.38%和 20.03%,分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点,也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。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。

表 2 2015 - 2018 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况 (单位: %)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10	26.89
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50	38.32
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38	19.08
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03	25.74

资料来源: CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势,资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中,龙头企业在竞争中占据明显优势;从 2017 年全年房企销售额来看,5,000 亿房企 3 家,3,000 亿房企 3 家。具体来看,前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破,11-30 的房企在踏

准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31—50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。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。

表 3 2019 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	中海地产
2	万科企业	7	龙湖集团
3	碧桂园	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	保利地产	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住房和城乡建设部联合签发《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》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局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”
2017 年 8 月	《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》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	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
2017 年 12 月	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，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。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	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法

2018年7月	中央政治局会议提出“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年12月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018年12月	2018年中央经济工作会议提出“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”
2019年1月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019年3月	2019年3月《政府工作报告》提出“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”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”
2019年4月	中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，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，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要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，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。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”，坚持分类调控，因城因地施策。

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。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“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。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“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”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

2019年3月5日，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。

中共中央政治局2019年4月19日召开会议，会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。”房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，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，实行差别化调控，加快房产税落地。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年的两会和4月份中央政治局会议定调房住不炒、因城施策，继续推进长效调控机制，确保房地产市场平稳发展。

5. 行业关注

（1）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。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，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。

（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。

6. 未来发展

（1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

（2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在

满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

（3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

（4）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，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、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司自成立以来专注于房地产领域，先后建成“华发新城”、“华发世纪城”、“华发水郡”、“华发蔚蓝堡”等优质楼盘，具备丰富的住宅开发经验。公司是珠海地区房地产行业的龙头企业，在珠海地区保持较高的市场占有率和品牌知名度。近年来，公司持续稳步地推进对外扩张步伐，坚持“立足珠海、面向全国”的发展战略，积极推进“珠海为战略大本营，上海、广州、武汉、南京等一线城市及重点二线城市突破”的战略思想，目前已经形成以珠海为战略大本营，上海、广州、武汉、南京等核心城市为重点的区域布局并取得显著成效。

公司控股股东华发集团是珠海市人民政府国有资产监督管理委员会直属的以城市运营、房产开发、金融服务和产业投资为核心业务，商贸服务、文体教育及现代服务等多种产业并举发展的综合性企业集团，在公司融资、项目建设及与政府协调方面能够给予公司一定的支持。同时，公司控股股东持有较多土地储备，为公司未来持续发展提供了有力支持。

2017年3月，公司入选“2017中国房地产卓越100榜”、“2017中国房地产上市企业30强”；2017年6月，公司荣获“第十六届（2017年度）广东地产资信20强”；2018年3月，公司被广东省房地产行业协会授予“广东省房地产行业AAA级信用企业”；2019年3月，公司被广东省房地产行业协会授予“广东省改革开放40周年特别贡献企业”。

总体看，公司作为珠海地区房地产行业的龙头企业，项目开发经验较为丰富，在珠海地区保持较高的市场占有率和品牌知名度；公司控股股东在公司融资、项目建设及与政府协调方面能够给予公司一定的支持；近年来公司持续稳步对外扩张；整体综合实力较强。

2. 人员素质

截至2018年底，公司董事、监事及高级管理人员共计20人。

公司董事局主席李光宁先生，生于 1971 年 9 月，硕士研究生学历。曾任珠海华发集团有限公司总经理助理、副总经理，本公司董事局秘书、董事。现任珠海华发集团有限公司法定代表人、总经理，珠海金融投资控股集团有限公司法定代表人、董事长，华金资本股份有限公司董事长，本公司法定代表人、董事局主席。

公司董事局副局长、总裁陈茵女士，生于 1970 年 11 月，硕士研究生学历。曾任珠海英格仕房产开发有限公司总经理助理兼工程业务部经理，珠海华发实业股份有限公司销售部经理、总经理助理、副总裁，本公司董事局董事、总裁。。2018 年 6 月起任公司董事局副局长、总裁。截至 2018 年底，公司在职工合计 4,972 人，其中总部在职工 443 人。从学历构成看，硕士及以上学历 530 人，本科学历 2,869 人，大专学历 1,520 人，高中及以下学历 53 人；从岗位构成看，销售人员 1,078 人，财务人员 315 人，行政人员 442 人，技术人员 2,045 人，生产人员 1,092 人；从年龄分布看，30 岁以下 2,321 人，30—50 岁 2,538 人，50 岁以上 113 人。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具备多年的行业生产和管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

五、公司管理

1. 公司治理

公司根据《公司法》等有关法律、法规的规定制定了公司章程，设立了股东大会、董事局、监事会和经营管理层。

股东大会是公司的权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。

公司设董事局，对股东大会负责。董事局由十四名董事组成，其中独立董事五名。设董事局主席一名，董事局副局长一至三名。董事由股东大会选举产生。董事任期三年，董事任期届满，可连选连任。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。

公司设监事会。监事会由三名监事组成，二名由股东大会选举产生和罢免，另一名由公司职工选举产生和罢免。监事会设监事长一名，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。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。监事连选可以连任。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。

公司设总裁一名，由董事局聘任或解聘。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。总裁每届任期三年，连聘可以连任。总裁对董事局负责，负责主持公司的生产经营管理工作等。

总体看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事局、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

2. 管理体制

公司下设财务管理中心、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职能部门，各部门职责明确、分工清晰，形成了

较为完整运营管理体系。公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点以及公司业务具体情况，建立健全了相应的内部控制制度。

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一名，副组长两至三名，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、财务经理、财务副经理、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。

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

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发与经营，公司拥有房地产一级开发资质。2016—2018年，受交付房屋结转收入逐年增多的影响，公司营业收入逐年增长，年均复合增长33.49%，2018年实现营业收入236.99亿元；公司净利润持续增长，年均复合增长29.70%，2018年实现净利润24.02亿元。

从收入构成看，房地产开发与销售收入占公司营业收入的比例均在90%以上，主营业务突出；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、物业相关服务、房屋租赁收入以及体育健身等收入。2016—2018年，公司房地产开发销售收入持续增长，年均复合增长37.47%；其他业务收入占营业收入的比例在5%左右，对公司整体经营影响不大。

表5 2016—2018年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

2016—2018年，受房地产市场波动和结转项目结构变化影响，公司房地产开发与销售业务毛利率持续下降，分别为33.29%、28.60%和27.95%，整体处于一般水平；公司其他业务收入占比较小，对公司综合毛利率影响不大；综上，公司综合毛利率持续下降，分别为32.28%、28.18%和27.28%。

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，近三年，受房地产业务结转收入影响，公司营业收入规模持续增长；公司房地产业务毛利率持续回落，整体处于一般水平。

2. 土地储备

公司房地产经营模式以自主开发销售为主，并稳步推进合作开发等多种经营模式。公司通过公开竞购、合作开发等方式增加土地储备。近年来，公司在深耕珠海的基础上，积极向外扩张，以上海、广州、武汉等核心城市为依托，对周边卫星城市进行渗透。公司投资布局聚焦于粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区，其中珠海为公司战略大本营，北京、上海、广州、武汉、苏州、南京、大连等一线城市及重点二线城市为公司战略发展方向。

从近年来公司购地情况看，2016年，面对土地公开市场上竞争激烈的态势，公司缩减购地规模，并通过合作开发等方式降低公司购地资金支出压力，当年新获取土地权益建筑面积38.89万平方米，购地支出25.67亿元；新获取土地主要位于珠海、苏州和威海。

2017年以来，公司为未来销售规模制定了更高目标，加大了拿地力度，开启新一轮的投资布局。2017年，公司新增土地储备权益建筑面积274.79万平方米，同比增长606.58%；购地支出229.73亿元，同比增长798.21%。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。

2018 年，公司继续通过招拍挂等方式获取土地储备建筑面积合计 491.50 万平方米，土地出让金总额 269.11 亿元，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。2019 年 1—3 月，公司获取土地规模较小。

表 6 2016-2019 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
2016 年	38.89	25.67
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 7 截至 2019 年 3 月底公司并表项目土地储备分地区情况（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

注：公司土地储备统计口径为合并口径，与公司年报披露口径一致
资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，近年来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，其中鄂州项目体量大，需关注其去化情况。

3. 项目建设开发情况

公司主要开发产品为住宅、车库及商铺等，2016 年公司保持较快的开工节奏，当期新开工面积 235.42 万平方米；2017 年，公司销售金额受限购影响有所回落，公司采取以销定产策略控制开工节奏，当期新开工面积 220.47 万平方米，同比下降 6.35%；2018 年，公司加快开工节奏，当期

新开工 28 个项目，开工面积达 513.64 万平方米。2016—2018 年，随着公司项目建设持续推进，竣工面积有所波动，分别为 133.56 万平方米、215.28 万平方米和 178.57 万平方米。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。

表 8 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

注：公司不满足期末在建面积=上期末在建面积+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

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司期末在建项目数量为 52 个，总建筑面积合计 878.46 万平方米，主要分布于珠海、武汉、南京、威海、中山等地；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 9 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	26.78	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，2018 年，公司加快开工节奏；在建项目主要分布于珠海、武汉、南京、威海、中山等地；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。

4. 房产销售情况

公司对所开发的项目采用期房预售与现房销售相结合的销售方式。当公司开发项目达到政府

规定的预售条件时，公司及时办理《商品房预售许可证》，并组织营销队伍积极开展预售活动，早日回笼资金。公司所开发产品以自主营销为主，委托营销子公司负责公司项目的营销策划。公司年初依据公司自身战略和市场情况制定年度销售计划，并分解落实到区域公司，区域公司再将销售计划分解至地区公司和项目。公司考核区域公司的销售进度情况，区域公司对各地区公司的销售情况进行监督考核。

产品定价方面，公司对开发产品进行定价时考虑的主要因素包括产品的市场定位、产品的开发成本、产品的地理位置及周边交通通达度和配套设施完善度等。公司以项目的市场定位为基础，结合项目本身条件及开发成本，以上述因素设置权重系数，确定销售均价。公司单个产品采取“一房一价”的定价策略，在确定销售均价的基础上，根据每户的户型结构、朝向、层次、位置、付款方式作为调整系数，确定各不同房型的销售单价。

从销售情况看，2016—2018年，公司协议销售面积波动增长，分别为167.68万平方米、133.76万平方米和194.87万平方米；其中2017年同比下降20.23%主要系受珠海等地调控政策影响所致；销售价格方面，受益于几大核心城市布局，2016—2018年公司协议销售均价逐年增长，分别为2.13万元/平方米、2.32万元/平方米和2.99万元/平方米；受上述因素影响，2016—2018年公司实现预售金额呈波动增长态势，分别为357.25亿元、310.17亿元和582.01亿元。2019年1—3月，公司实现预售金额183.60亿元，销售均价为2.43万元/平方米。具体情况如下表所示。

表10 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	2016年	2017年	2018年	2019年1—3月
协议销售面积	167.68	133.76	194.87	75.40
实现预售金额	357.25	310.17	582.01	183.60
协议销售均价	2.13	2.32	2.99	2.43
结转收入面积	101.68	115.26	108.94	27.57
结转收入	125.40	190.08	226.60	64.90

资料来源：公司提供

从公司可售项目情况看，截至2019年3月底，公司在售项目54个，取得预售证面积合计841.59万平方米，其中已预售面积762.98万平方米，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48.49%，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。

表11 截至2019年3月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
合计	54	841.59	762.98	78.61

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，近三年，受珠海地区房地产调控政策影响，公司签约销售金额波动增长；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

公司持有物业为购物中心珠海华发商都项目，于2014年投入运营，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. 经营效率

2016—2018年，公司流动资产周转次数分别为0.14次、0.17次和0.16次，存货周转次数分别为0.12次、0.15次和0.15次，总资产周转次数分别为0.13次、0.16次和0.15次，与同行业其他主要上市公司比较，公司经营效率仍属较低。

表12 公司与房地产开发类上市公司2018年经营效率指标比较（单位：次）

公司简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
五矿地产	0.28	0.26	0.23
广宇发展	0.31	0.41	0.36
信达地产	0.24	0.24	0.22
中国金茂	0.47	0.29	0.16
华发股份	0.15	0.16	0.15

注：为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind资讯数据。

资料来源：Wind资讯

总体看，近三年，公司经营效率指标有所提升，在同行业中处于中下水平。

7. 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。

8. 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，品牌影响力不断增强。

区域拓展上，公司将扎根珠海，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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年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意见的审计意见。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 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。公司主营业务连续，且上述子公司规模相对较小，公司财务数据可比性仍属较强。

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。

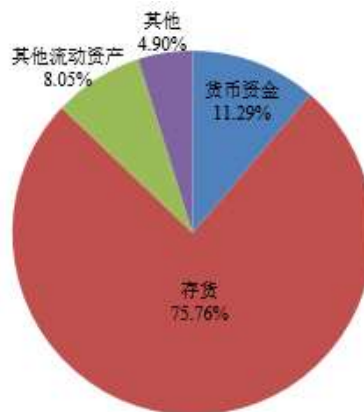
2. 资产质量

2016—2018年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长26.54%，主要系流动资产增长所致。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%；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

2016—2018年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长26.23%，主要系存货、货币资金和其他流动资产增长所致。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。

图7 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018年，公司货币资金波动增长，年均复合增长9.90%。截至2017年底，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；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。

2016—2018年，公司存货逐年增长，年均复合增长24.75%，主要系房地产开发投入增加所致。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。

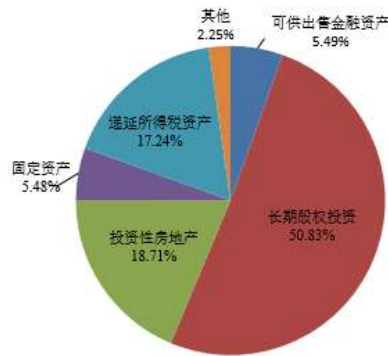
2016—2018年，公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长92.08%。截至2017年底，公司其他流动资产94.72亿元，较年初增长156.06%，主要系公司向合营、联营企业拆出资金增加所致；截至2018年底，公司其他流动资产136.48亿元，较年初增长44.08%，主要系本期预售楼盘的预收房款增加导致相应预交税费增加，以及向合营、联营企业拆出资金增加所致；公司其他流动资产主要由预交税费（占比19.19%）和拆出款项（占比80.46%）构成。

非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长30.82%。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。

图 8 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018 年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长 11.98%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 7.30 亿元，较年初增长 31.23%，主要系公司子公司认购珠海华金文化传媒专项股权投资基金及珠海知行并进文化产业投资基金所致；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。

2016—2018 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 58.24%。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。

公司投资性房地产为位于珠海市用于出租的购物中心华发商都，公司采用公允价值模式对投资性房地产进行后续计量，受公允价值变动影响，2016—2018 年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长 0.34%，截至 2018 年底，公司投资性房地产 23.77 亿元，较年初变动不大；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%。

2016—2018 年，公司固定资产波动增加，年均复合增长 1.04%。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。

2016—2018 年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长 41.79%，主要系土地增值税准备金、预收账款预计利润、可抵扣亏损等项目产生的可抵扣暂时性差异增加所致。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%。

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 13 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，2016—2018 年，公司资产规模稳步增长，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。

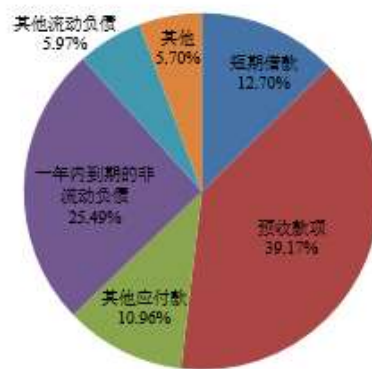
3. 负债及所有者权益

负债

2016—2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 28.70%，主要系流动负债的增长所致。截至 2018 年底，公司负债合计 1,500.25 亿元，较年初增长 29.59%；其中，流动负债占比 66.40%，非流动负债占比 33.60%。

2016—2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 52.25%。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。

图 9 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016—2018 年，公司短期借款持续增长，年均复合增长 107.90%。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多；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方式为流动资金贷款、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。

2016—2018 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 27.44%，主要系预收售楼款增长所致。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。

2016—2018 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 72.40%。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。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 76.80%。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。

2016—2017 年，公司无其他流动负债；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。

2016—2018 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 2.90%，主要系应付债券增长所致。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。

2016—2018 年，公司长期借款波动下降，年均复合减少 4.23%。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%）。

2016—2018 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 26.48%。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 2 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 14 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

2016—2018 年，公司全部债务分别为 584.74 亿元、741.37 亿元和 943.37 亿元，年均复合增长 27.02%，主要系短期借款增加所致。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。2016—2018 年，公司资产负债率分别为 79.60%、82.88%和 82.34%，波动增长；全部债务资本化比率分别为 71.58%、75.61%和 74.56%，波动增加；长期债务资本化比率分别为 67.13%、69.56%和 60.97%，波动下降。公司债务负担较重，2019 年有一定规模的债券到达回售期，2020 年面临较大的债务集中到期压力。

表 15 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: 公司年报, 联合评级整理

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%, 主要系短期借款、预收款项、长期借款和应付债券增长所致。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%, 主要系借款增多所致; 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, 公司债务负担小幅加重。

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 2018 年底, 公司负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 84.04%、77.01% 和 64.73%, 较年初分别提高 1.70 个百分点、2.45 个百分点和 3.76 个百分点; 截至 2019 年 3 月底, 公司负债率、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%, 较年初分别提高 1.59 个百分点、2.42 个百分点和 3.50 个百分点

总体看, 2016—2018 年, 随着公司经营规模扩大负债规模逐年增长; 公司债务规模较大, 债务负担较重, 2018 年公司债务规模延续较快增长态势, 且债务结构中短期债务占比有所提高。若考虑债券回售, 公司 2019 年和 2020 年存在集中到期压力。

所有者权益

2016—2018 年, 公司所有者权益规模逐年增长, 年均复合增长 17.74%。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优先股、永续债和债权融资计划等; 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; 其他综合收益较年初减少 18.65%, 主要系可供出售金融资产公允价值变动减少所致; 盈余公积较年初增长 46.92%, 主要系公司法定盈余公积增加所致; 未分配利润较年初增加 22.03%; 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%, 主要系未分配利润增长所致。

总体看, 2016—2018 年, 公司所有者权益规模有所增长; 所有者权益结构中, 未分配利润和少数股东权益占比较高, 公司权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司交付房屋结转收入逐年增多，营业收入逐年增长，分别实现营业收入 132.99 亿元、199.17 亿元和 236.99 亿元，年均复合增长 33.49%；实现净利润 14.28 亿元、17.78 亿元和 24.02 亿元，年均复合增长 29.70%；实现归属于母公司所有者的净利润 10.18 亿元、16.20 亿元和 22.84 亿元。

期间费用方面，2016—2018 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 43.93%，主要系公司业务规模扩大、销售费用和管理费用增加所致。2018 年，公司费用总额 20.14 亿元，同比增长 68.22%；其中，销售费用占比 45.47%，管理费用占比 43.04%，财务费用占比 11.48%，以销售费用和管理费用为主。2016—2018 年，公司销售费用和管理费用逐年增长，分别年均复合增长 36.72% 和 43.15%，主要系公司规模扩大相应费用增加所致。2016—2018 年，公司财务费用逐年增长，年均复合增长 97.49%；其中 2018 年同比增长 238.42%，主要系利息支出增加所致。

利润构成方面，2016—2018 年，投资收益占公司营业利润的比例分别为 2.63%、1.63% 和 20.23%，2018 年同比大幅增长，主要系权益法核算的长期股权投资收益大幅增长所致；2018 年投资收益对营业利润的影响较大，但不具有可持续性。

盈利指标方面，2016—2018 年，公司营业利润率分别为 21.57%、18.45% 和 18.93%，随结转项目毛利率波动减少。2016—2018 年，公司总资本收益率分别为 2.10%、2.25% 和 2.72%，总资产报酬率分别为 2.14%、2.17% 和 2.32%，净资产收益率分别为 6.76%、7.54% 和 8.56%，逐年提高，主要系利润规模增长较快所致。与同行业其他主要上市公司比较，公司盈利能力较为一般。

表 15 房地产开发类上市公司 2018 年盈利指标（单位：%）

股票简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
五矿地产	35.56	11.18	7.48
广宇发展	32.81	21.56	4.83
信达地产	34.87	14.46	4.79
中国金茂	37.53	15.18	5.73
华发股份	27.28	17.08	2.06

注：为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。
资料来源：Wind 资讯

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，2016—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，2016—2018 年，公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长 9.60%，主要系销售回款波动增长所致；2018 年，公司经营活动现金流入 371.14 亿元，同比增加 45.62%。2016—2018 年，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 33.61%，主要系房地产开发建设支出增多所致。2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 190.69 亿元、112.99 亿元和 159.99 亿元，持续净流入。

从投资活动看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入规模较小，分别为 1.12 亿元、1.13 亿元和 45.72 亿元，2018 年同比增长 39.30 倍，主要系收回投资收到的现金增加所致。公司将用于收并购的购地支出计入投资活动现金流，2016—2018 年，公司投资活动现金流出持续增长，年

均复合增长 87.92%；其中 2018 年同比增长 4.65%，主要系直接土地款投资及股权投资增加所致。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-99.70 亿元、-339.06 亿元和-310.29 亿元。2016—2018 年，公司经营活动和投资活动产生的现金流量净额合计分别为 90.99 亿元、-226.07 亿元和-150.30 亿元，近两年持续净流出，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。

从筹资活动看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入持续增加，年均复合增加 8.46%；2018 年，公司筹资活动现金流入 577.85 亿元，同比增长 8.61%，主要系取得借款和吸收投资收到的现金大幅增加所致。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出持续减少，年均复合减少 16.62%，主要系偿还债务支付的现金持续减少所致。2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-13.96 亿元、179.50 亿元和 226.59 亿元。

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，2016—2018 年，公司经营活动现金流持续净流入；因公司将购地支出计入投资活动现金流，投资活动现金流持续净流出；近两年，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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 2.48 倍、2.12 倍和 1.70 倍，逐年下降，主要系公司业务规模扩大、预收款项增长较快所致；速动比率分别为 0.56 倍、0.44 倍和 0.41 倍，持续下降；受现金类资产和短期债务规模波动影响，现金短期债务比分别为 1.43 倍、0.57 倍和 0.43 倍，逐年下降。整体看，公司短期偿债能力有待提高。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 逐年增长，年均复合增长 29.22%，主要系利润总额增长所致。2018 年，公司 EBITDA 为 38.25 亿元，同比增长 35.39%；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%。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 0.50 倍、0.74 倍和 0.70 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.04 倍、0.04 倍和 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，或有负债风险尚可。

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。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 946.68 亿元，本次拟发行债券发行规模为 40 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度对公司债务水平影响尚可。

以 2019 年 3 月底财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 40 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 63.64%、74.58% 和 83.02%，较发行前分别上升了 1.64 个百分点、0.79 个百分点和 2.06 个百分点，债务负担进一步提高。考虑到本次募集资金拟用于偿还债务，实际债务指标较测算值会有所下降。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 38.25 亿元，为本次债券发行额度 40 亿元的 0.96 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。2018 年，公司经营活动现金流入量为 371.14 亿元，为本次债券发行额度 40 亿元的 9.28 倍，对本次债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到随着公司项目储备及在建项目的持续推进，未来销售回款情况有望保持良好，公司对本次债券整体偿债能力极强。

九、综合评价

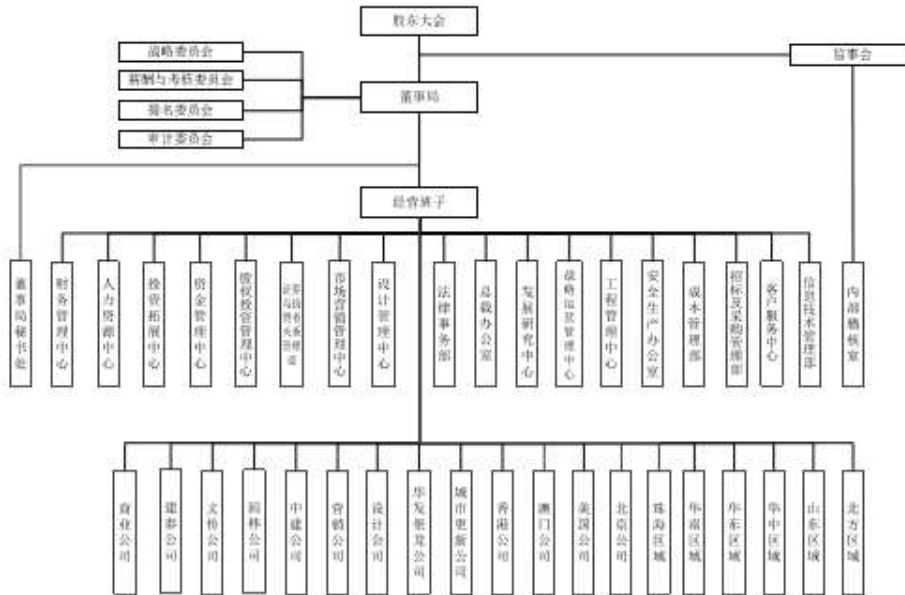
公司作为珠海市国资委旗下的上市房企，在珠海区域房地产市场处于龙头地位，有较高的品牌知名度，项目开发经验较为丰富，且融资渠道畅通；近年来公司在深耕珠海的基础上积极对外扩张，区域布局有所优化，签约销售规模较大，目前土地储备较充足，且公司股东在珠海区域持有大量土地资源，公司作为其下属房地产开发平台未来将受益于此。同时，联合评级也关注到公司业务易受到房地产行业调控政策影响、公司未来资金需求较大、债务负担较重且对外部筹资依赖度较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司项目开发销售持续推进，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

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/本次发债额度 (倍)	0.57	0.71	0.96	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 2019年1-3月数据未经审计，相关指标未年化

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=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/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]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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+勘探费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(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	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
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)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券发行额度
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/本期债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券发行额度

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+应付短期债券+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。

联合信用评级有限公司关于 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

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年珠海华发实业股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

珠海华发实业股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。珠海华发实业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注珠海华发实业股份有限公司的相关状况，如发现珠海华发实业股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如珠海华发实业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至珠海华发实业股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送珠海华发实业股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年五月三十一日