

信用等级公告

联合[2018]1537 号

广州番禺海怡房地产开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对广州番禺海怡房地产开发有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

广州番禺海怡房地产开发有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

广州番禺海怡房地产开发有限公司拟公开发行的 2018 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年七月三十日



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>

广州番禺海怡房地产开发有限公司

2018 年公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA
公司主体信用等级：AA
评级展望：稳定
本次债券发行规模：不超过 6.5 亿元（含）
本次债券期限：不超过 5 年（含）
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2018 年 7 月 30 日
主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	292.75	322.91	333.41
所有者权益（亿元）	68.91	81.07	94.76
长期债务（亿元）	51.36	70.03	43.70
全部债务（亿元）	67.06	75.85	71.92
营业收入（亿元）	80.02	89.35	95.55
净利润（亿元）	7.58	8.24	16.98
EBITDA（亿元）	13.52	14.69	25.02
经营性净现金流（亿元）	25.42	14.27	21.39
营业利润率（%）	23.13	22.66	31.84
净资产收益率（%）	11.69	10.99	19.31
资产负债率（%）	76.46	74.89	71.58
全部债务资本化比率（%）	49.32	48.34	43.15
流动比率（倍）	1.46	1.54	1.36
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.19	0.35
EBITDA 利息倍数（倍）	2.63	2.11	4.11
EBITDA/本次发债额度（倍）	2.08	2.26	3.85

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、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；除特别说明外，均指人民币；3、公司长期应付款全部为融资租赁款，已全部调整入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广州番禺海怡房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“海怡地产”）的评级反映了公司作为多年来专注于高端住宅物业的房地产开发企业，已形成了良好的品牌形象和市场影响力。公司土地成本较低，住宅品质优良，销售回款率保持在较高水平，资产质量较高，债务负担适中，经营性现金流持续净流入，盈利能力稳中有升。同时，联合评级也关注到公司项目储备分布相对集中、在建项目后续所需资金规模较大、所有者权益稳定性较弱等因素对其信用水平产生的不利影响。

未来，随着公司在售项目实现销售以及在在建项目逐步竣工，公司收入规模和盈利能力有望得到提升。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很低。

优势

1. 公司专注于高端房地产的开发和销售，经过多年经营，已经建立起良好的企业形象，在国内房地产市场具有良好的口碑。
2. 公司土地储备布局较好，一二线城市土储占比超过 70%且成本较低，为后续项目盈利能力的提升奠定了良好基础。
3. 公司资产质量较高，债务负担适中，经营性现金流持续净流入，盈利能力稳中有升。

关注

1. 2017年以来，房地产调控政策趋紧，公司项目开发周期与销售周期较长，将可能受到房地产市场波动的不利影响。
2. 公司项目储备集中于少数城市，存在一定区域集中风险，汕尾市项目储备规模较大，未

来销售存在一定不确定性；公司在建规模较大，未来面临一定的资金支出压力。

3. 公司与关联方资金拆借规模较大，对资金形成一定占用；所有者权益稳定性较弱；公司对关联方有一定担保金额，存在一定或有负债风险。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@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：



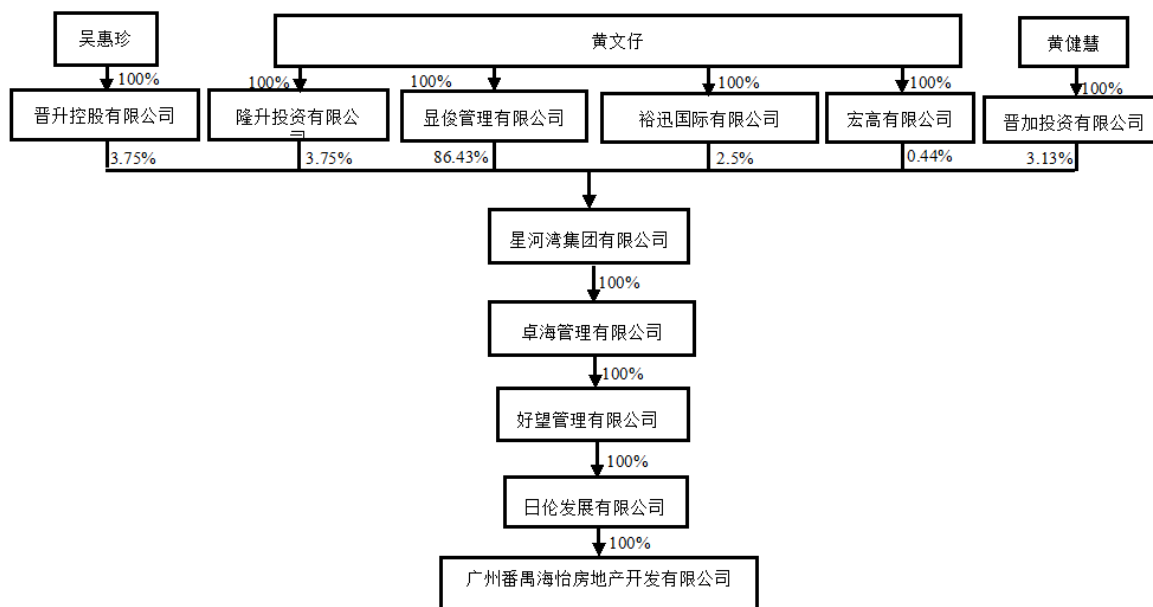
联合信用评级有限公司

一、主体概况

广州番禺海怡房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“海怡地产”），原名“番禺海怡房地产开发有限公司”，于1992年4月28日在广州市番禺区成立。公司初始注册资本为5,000.00万元，番禺县房地产联合开发有限公司（以下简称“番禺地产”）以建设项目土地使用权出资2,000.00万元，出资比例为40.00%；日伦发展有限公司（以下简称“日伦发展”）以现金认缴注册资本3,000.00万元，出资比例为60.00%。2007年7月3日公司更名为现名。

历经数次增资及股权转让，截至2017年底，公司注册资本75,000.00万元，直接控股股东为日伦发展，间接控股股东为星河湾集团有限公司（以下简称“星河湾集团”），公司实际控制人为自然人黄文仔先生。公司股权结构如下图所示。

图1 截至2017年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为房地产开发经营；建筑工程、土木工程技术咨询服务；工程技术咨询服务；工程项目管理服务；自有房地产经营活动；房屋租赁；场地租赁（不含仓储）。

截至2017年底，公司设有9个职能部门，即法务部、财务管理中心、合约成本管理中心、投资拓展及商业运营中心、市场营运中心、规划设计工程管理中心、酒店管理中心、人力资源行政IT中心和内审部（详见附件1）；合并范围内子公司50家，员工合计2,641人。

截至2017年底，公司合并资产总额333.41亿元，负债合计238.65亿元，所有者权益（含少数股东权益）94.76亿元，其中归属于母公司所有者权益91.06亿元。2017年，公司实现营业收入95.55亿元，净利润（含少数股东损益）16.98亿元，其中归属于母公司所有者的净利润16.72亿元；经营活动现金流量净额为21.39亿元，现金及现金等价物净增加额5.94亿元。

公司注册地址：广州市番禺南村沙滘岛东端；法定代表人：黄文仔。

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“广州番禺海怡房地产开发有限公司 2018 年公开发行公司债券”（以下简称“本次债券”），发行规模为不超过 6.50 亿元（含 6.50 亿元），发行期限不超过 5 年（含 5 年），附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券面向合格投资者发行，票面金额 100 元/张，平价发行。本次债券按年付息、到期一次还本。本次发行公司债券的票面利率及其支付方式由公司和主承销商通过市场询价协商确定，并将不超过国务院或其他有权机构限定的利率水平。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金主要用于偿还公司有息债务。

三、行业分析

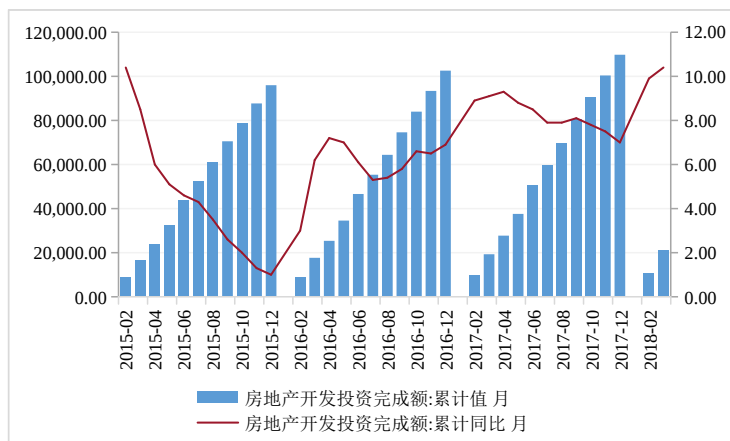
公司营业收入主要来自房地产开发与销售，业务经营受房地产行业整体运行情况、行业政策影响较大。

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，2015 年，我国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速继续同比下滑 9.50 个百分点；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 10,2581.00 亿元，名义同比增长 6.88%；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年同期上升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元（占比为 68.44%），同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点；办公楼投资 6,761 亿元（占比 6.16%），同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点；商业营业用房投资 15,639 亿元（占比 14.24%），同比减少 1.26%。2018 年一季度，全国房地产开发投资 21,291.29 亿元，同比增长 10.40%，为近三年最高水平，整体投资热情仍旧较高，主要系房地产企业拿地积极性较高所致。

图 2 2015~2018 年一季度全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

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，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；2016 年以来房地产投资增速有所回升，但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

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。

2015 年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于上年，但楼面均价上涨幅度较大。其中，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金上升 1%外，二、三线城市土地出让金分别下降 7%和 19%。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 19%和 2 个百分点到 9,180 元/平方米和 27%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 18%和 10 个百分点到 1,560 元/平方米和 17%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 1%和 2 个百分点到 751 元/平方米和 8%。

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

表 1 2015~2017 年全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
推出面积	113,235	103,212	111,907
同比	-18	-9	8
成交面积	85,671	85,885	95,036
同比	-21	-3	8
出让金	21,793	29,047	40,623
同比	-10	31	38
楼面均价	1,384	1,904	2,374
同比	14	40	26
土地平均溢价率	16	43	29
同比	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。

（2）开发资金来源状况

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 296.53 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

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 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 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 年一季度，房地产开发企业到位资金 36,770 亿元，同比增长 3.1%，增速比 1~2 月份回落 1.7 个百分点。其中，国内贷款 6,957 亿元，同比增长 0.90%；利用外资 16 亿元，同比下降 78.40%；自筹资金 11,449 亿元，同比增长 5.10%；定金及预收款 11,130 亿元，同比增长 11.20%；个人按揭贷款 5,160 亿元，同比下降 6.80%。

2017 年 11 月 17 日，“一行三会一局”联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外

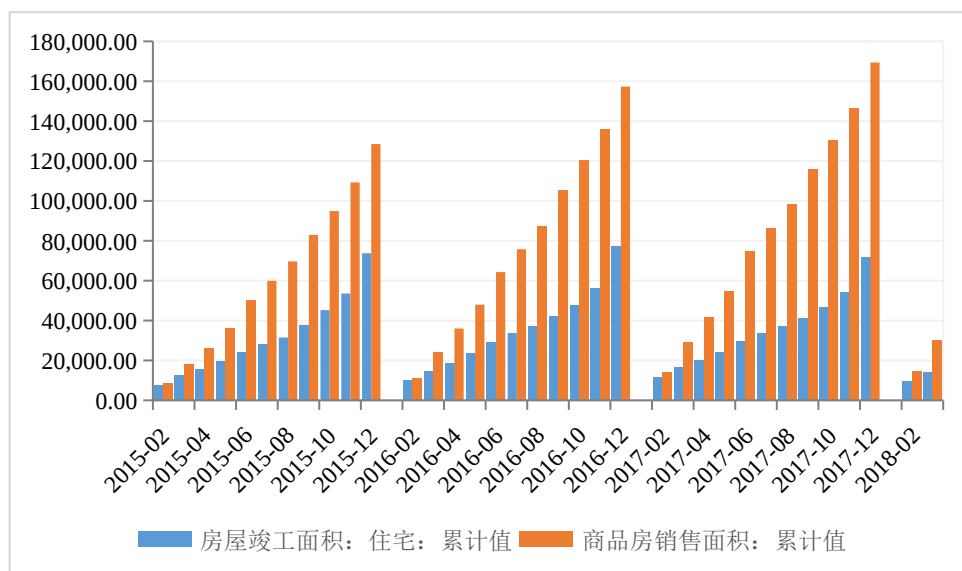
汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，反映出监管对于规范资管市场，打压非标资产的意愿。若非标融资渠道被严格约束，房地产资金缺位问题将凸显。

总体看，2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧，需重点关注非标融资的政策变化情况。

（3）市场供需情况

2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

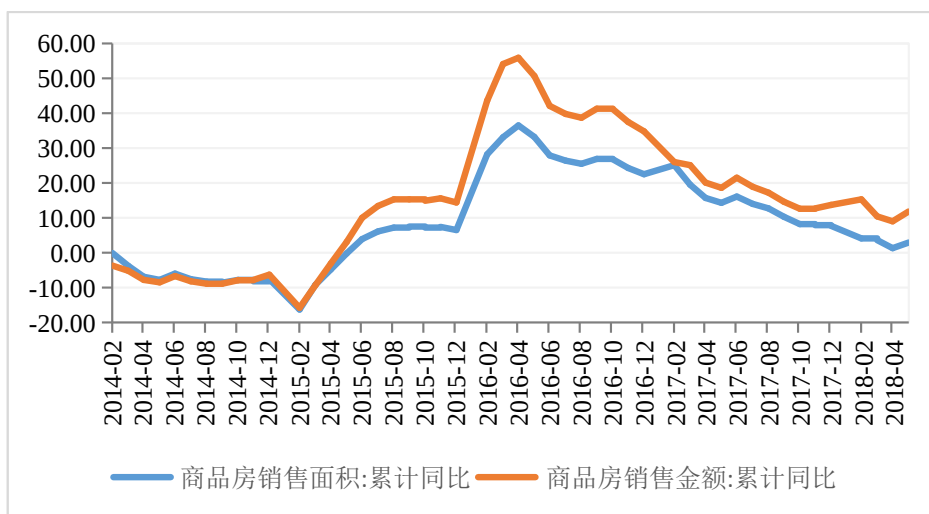
图 3 2015~2018 年一季度全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

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 157,349.00 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 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

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资讯

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%。

2018 年一季度，全国房地产销售面积 44,721.00 万平方米，同比增长 3.79%，与 1~2 月增速基本持平；全国房地产销售金额 38,051.00 亿元，同比增长 11.95%，较 1~2 月下降 3.3 个百分点。

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。政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市内部则出现分化，房企整体开工意愿下降，可售房源规模有所下滑。

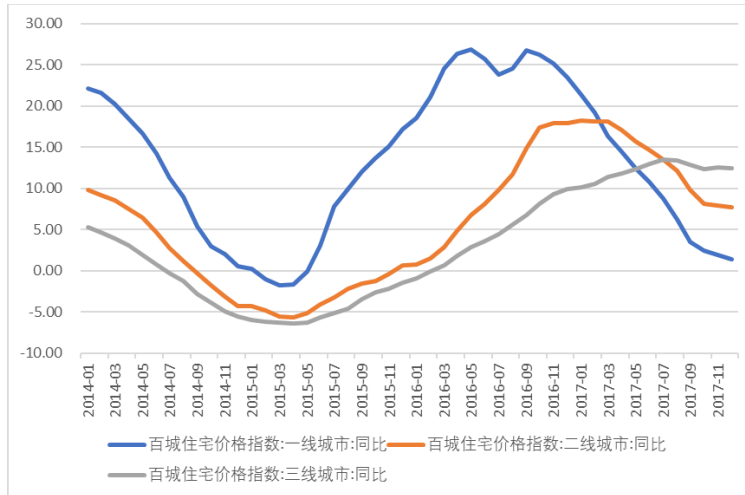
（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

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 年底，百城价格指数为 13,035.00 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。

图 5 2014~2017 年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 资讯

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,部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象,三线城市价格增速降缓,但仍表现较好。

3. 行业竞争

从 2003 年至今,房地产市场已经走过了黄金 10 年,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。

2015 年,房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大。2016 年,房地产行业集中度进一步提升,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。

表 2 2014~2017 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81	24.10
前 20 大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33	32.50
前 10 大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19	15.38
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94	20.03

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。

表 3 2017 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	中国恒大	6	保利地产
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科地产	8	华夏幸福
4	绿地控股	9	华润置地
5	融创中国	10	龙湖地产

资料来源：克而瑞研究

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
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016 年 6 月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
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
------------	---

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。

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。

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期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

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为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

公司以“品牌是战略的核心，用高品质打造第一居所”的理念进行高端房地产开发。公司建立起标准化、科学化、系统化、精细化的质量管理体系，形成了较好的过程质量控制和成本控制机制。公司所开发高端房地产项目在业界口碑较好，多次获得房地产业的知名奖项。2015~2017年，公司先后获得观点地产新媒体主办并颁发的“中国房地产卓越100榜”和“中国房地产社会贡献卓越榜”，建设部住宅产业中心颁发的“国家康居住宅示范工程规划设计”金奖、联合国发展规划署颁发的“国际花园社区”奖等奖项；2016年，公司入选中国互联网新闻中心评选的“2016中国房地产年度红榜-年度典范项目”并跻身全联房地产商会和中国房地产报社联合举办的“2016年

中国房地产企业品牌 50 强”，按品牌影响力得分位列第 20 位。根据中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心主办的中国房地产 500 强测评成果，星河湾集团有限公司（其房地产业务运营主体为广州番禺海怡房地产开发有限公司）位列 2017 年中国房地产 100 强第 78 位，为“2017 中国房地产开发企业 100 强”企业；2018 年位列中国房地产 100 强第 87 位，为“2018 年中国房地产开发 100 强企业”。

公司拥有房地产开发二级资质，项目所在城市主要分布于上海、广州、太原、西安等一二线城市，上述城市高端住宅需求量较大，项目规划配套完善、交通发达、升值潜力较大。公司在上述地区持有土地成本低，项目利润空间较大。截至 2017 年末底，公司土地储备规划建筑面积 408.03 万平方米。

总体看，公司是国内优秀的高端住宅开发商，产品质量较高，业界口碑较好，有较强的市场影响力。公司土地成本较低，为公司产品的销售以及盈利提供了良好基础。

2. 人员素质

截至2018年3月底，公司有董事3人，监事1人，高级管理人员8人。公司高级管理人员均有丰富的行业经验和管理经验。

公司董事长黄文仔先生，1953年出生，广东省社会科学院经济管理专业研究生学历，广州番禺海怡房地产开发有限公司创办人，现主要负责制订公司的发展策略、投资拓展及提供指引。

公司副董事长、执行总裁吴惠珍女士，1959年出生，广东省社会科学院经济管理专业研究生学历，参与公司的创办。吴惠珍女士自公司成立之日起，即担任公司高层，执行董事长的决策，全面管理公司业务。

截至2017年末，公司在职员工2,641人，其中销售人员占5.91%，财务人员占6.85%，行政人员占5.26%，工程人员占12.38%，设计人员占6.44%，其他人员（含物业、酒店及其他人员）占63.16%；从文化程度看，大专以下学历人员占79.33%，本科及以上学历占20.67%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，主要管理人员是公司的创始人，具有多年行业从业经验和管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司不设股东会，日伦发展有限公司是公司的唯一股东。公司设董事会，董事会成员 3 人，任期三年，其中董事长 1 人；公司董事由股东委派，任期届满时可以连任；董事会对股东负责，执行股东的决定，制订公司的经营计划和投资方案、预决算方案等。公司不设监事会，设监事 1 人，由股东指定，任期三年，监事负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。公司设总经理，由董事会聘任，对董事会负责；公司总经理主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议并接受董事会和监事的监督。

总体看，公司作为单一股东企业，法人治理结构较简单，符合法律要求，公司运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

2. 管理体制

公司设立 9 个职能部门，即法务部、财务管理中心、合约成本管理中心、投资拓展及商业运营中心、市场营运中心、规划设计工程管理中心、酒店管理中心、人力资源行政 IT 中心、内审部，

形成了以营销为导向、质量为核心的运营管理体系。公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在营销及招标采购管理、工程结算及技术管理、财务管理、子公司管理等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的各个环节。

营销管理方面，公司出台了《营销决策委员会组成及议事程序》制度，程序中规定了营销决策委员会的成员构成、职责权限、议事规则等方面内容，有效规范了公司营销决策的管理框架。

招标采购方面，公司制定了《工程招投标管理制度》制度，规定了公司根据实际情况可采取的 4 种招标方式；规定了两级招标管理体系，成立集团招标委员会和城市招标委员会。公司成立招标监督小组，监督集团招标委员会和城市公司招标委员会对项目的招标过程。公司为了进一步明确具体专业职能部门职责及《工程招投标管理制度》中的操作要点，制定了《工程招标投标管理办法及工作指引》。

工程结算管理方面，公司制定了《工程结算管理办法（试行）》制度，规定了公司工程结算均实行二审定审制；制定 12 大类结算类别，根据不同的类别规定了结算报送时限。对工程结算的前提条件及工程结算资料、工程结算报审及审核要求、工程结算的核对及确认、结算资料的移交与存档和结算人员的行为准则进行了详细、严格的规定。

工程技术管理方面，公司制定了《产品设计及工程标准》制度，对开发项目的土建部分、装饰部分、公建部分、地下室、车廊、园林、交楼标准及效果做出了详细规定，同时针对不同区域的项目制定专项规定。公司出台了《针对性的工程技术措施》对模板工程、钢筋工程、砌体工程、防水工程等 15 项工程施工制定了相关技术措施，并配以图片说明。公司出台《项目管理细则（试行版）》，对项目部组织结构、项目管理制度、质量控制、安全文明施工、进度控制、对施工单位管理、合约管理、材料管理和项目管理用表进行了详细的规定与工作指引，对公司工程项目制定了标准化管理模式。

财务管理方面，公司制定了 4 个“办法”、两类“规范”、一个“制度”和一个“指引”，涉及到资金管理、预算管理、融资管理、会计档案管理、财务报告管理、房地产销售管理、房地产会计核算、行政费用与报销管理 8 个方面内容。

子公司管理方面，公司针对项目投资决策、子公司董事、监事和高级管理人员配备、财务资金管理、品牌管理四大方面实行集团化统一管控，保持公司经营管理的统一性，并在项目具体的设计开发、销售策划等方面给予子公司高度的自主权。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，财务制度规范，对子公司和分支机构管理严格，公司整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括房地产销售、酒店餐饮、物业管理以及所开发住宅项目配套学校运营。近三年，公司主营业务收入占比均在 95%以上，主营业务十分突出。2015~2017 年，受益于房地产项目结转规模增加，公司营业收入逐年增长，分别为 80.02 亿元、89.35 亿元以及 95.55 亿元，年均复合增长 9.27%；公司实现营业利润分别为 12.34 亿元、14.64 亿元以及 23.84 亿元，年均复合增长 39.02%；2017 年受益于结转项目毛利率的提升以及星河湾品牌使用费¹增长，公司营业利润

¹ 公司对部分非自主操盘的合作开发项目，进行品牌输出，项目冠名“星河湾”品牌，合作方支付公司品牌使用费，体现于其他营业收入中，毛利率为 98%以上。

同比增长 62.84%。

从公司主营业务收入构成看，房地产销售业务为公司主要收入来源，近三年对主营业务贡献均在 96%以上，受益于项目结转规模持续扩大，业务收入逐年增长，年均复合增长 6.95%，2017 年为 88.67 亿元。酒店餐饮方面，整体经营稳健，2016 年实现收入 2.78 亿元，受益于上海两家酒店入住率的提高以及拓展对外会议及餐饮服务，同比增长 20.71%；2017 年实现收入 2.74 亿元，同比变化不大，在主营业务收入中占比 2.99%。公司物业管理以及住宅项目配套教育收入规模很小，不再具体分析。

从毛利率看，近三年，受房地产结转项目毛利空间差异影响，公司房地产销售业务毛利率有所波动，2017 年为 38.62%，较上年提高 4.62 个百分点；受益于公司加强管理、节约支出，公司酒店餐饮业务毛利率呈逐年提高态势，2017 年为 48.98%，较上年提高 1.12 个百分点；物业管理板块近年毛利率为负，主要系公司为提高业主体验，多年未提高部分在管项目的物业费，出现成本倒挂所致，公司住宅售价较高，在一定程度上弥补了物业费的亏损。综上，近三年公司主营业务综合毛利率波动增长，2017 年为 38.88%，较上年提高 4.66 个百分点。

表 5 2015~2017 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

细分板块	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	775,230.90	97.08	34.09	859,372.89	96.81	34.00	886,685.57	96.89	38.62
酒店餐饮	23,037.66	2.89	40.31	27,808.84	3.13	47.86	27,367.56	2.99	48.98
物业管理	250.02	0.03	-66.73	211.02	0.02	-150.04	212.23	0.02	-133.67
教育	--	--	--	266.68	0.03	6.17	885.57	0.10	20.95
合计	798,518.59	100.00	34.24	887,659.43	100.00	34.22	915,150.93	100.00	38.88

资料来源：公司提供

总体看，房地产销售为公司主要收入来源，受益于其结转规模的提高，近三年公司营业收入和利润水平持续增长，主营业务综合毛利率稳中有升。

2. 土地储备情况

土地储备策略方面，公司对土地储备的区位选择和发展潜力较为重视，公司土地购置受土地价格、城市规划等众多因素影响，公司会对拟进入城市的现状、城市规划、消费能力以及对房价的承载能力等进行综合分析及判断，并重点关注拟购入土地的成本价格、经济发展规划、配套设施和交通情况等因素，以保证土地储备的保值升值能力。

公司土地获取方式主要有股权收购和招拍挂两种方式。近三年公司土地购置面积波动较大，2015 年，公司新增土地面积 12.67 万平方米，规划建筑面积 32.93 万平方米；2016 年，公司仅获取一块沈阳酒店商业用地，于 2017 年取得土地证，计入 2017 年新增土地储备。2017 年，公司新增土地面积 49.43 万平方米，对应规划建筑面积 149.63 万平方米；截至 2017 年底，公司土地储备建筑面积为 408.03 万平方米，其中未开工建筑面积约 200 万平方米左右。

表 6 2015~2017 年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、万元）

项目	土地购置面积	对应建筑面积	期末土地储备建筑面积
2015 年	12.67	32.93	258.50
2016 年	0.00	0.00	258.50
2017 年	49.43	149.63	408.03

数据来源：公司提供，联合评级整理。

注：1.表中数据为并表口径，且未按权益折算 2.表中数据仅指已缴清土地出让金和契税，取得国有土地使用证的储备用地，不包括正在办理一级开发、三旧改造的土地储备。

截至 2017 年底，公司共在 6 个城市拥有土地储备，分别为广州、上海、西安、太原、沈阳和汕尾；其中广州、上海土地通过收购项目公司获得，其他地块通过招拍挂获得。具体来看，一线城市（广州、上海）土地储备建筑面积 55.96 万平方米，占比 13.71%；二线城市（西安、太原和沈阳）土地储备建筑面积 234.44 万平方米，占比 57.46%，三线城市（汕尾）土地储备建筑面积 117.63 万平方米，占比 28.83%。从土地储备的均价来看，由于公司土地获取时间较早且选择地块都是临近经济新区的地块，土储楼面均价较低，项目开发具有成本优势，利润空间得到一定保障。

表 7 截至 2017 年底公司土地储备地域情况（单位：平方米、元/平方米、%）

项目名称	位置	类型	占地面积	建筑面积	可售面积	获取时间	权益比例	楼面均价
海怡五、六期	广州市番禺区沙湾岛东端	住宅	121,801.48	318,979.80	318,979.80	1992.8	100	68.96
陕西二至十期	西咸新区秦汉新城兰池大道	住宅	384,130.00	922,431.00	922,431.00	2014.10	70	535.32
陕西二至十期	西咸新区秦汉新城兰池大道	住宅	126,672.00	152,402.00	152,402.00	2015.2	70	1,145.49
太原五至七期	龙城大街以南，滨河东路以东，平阳路以西	住宅	218,488.60	626,300.00	626,300.00	2012.1	80	875.96
沈阳二至四期	沈阳市东陵区白塔河南路	住宅	91,206.49	323,291.95	323,291.95	2014.1	60	1,060.37
沈阳酒店地块	沈阳市东陵区智慧二街 98 号	住宅、商业	88,954.34	320,000.00	320,000.00	2017.5	60	1,377.40
闵行三期	上海市闵行区都会路	住宅	111,342.00	240,600.00	240,600.00	2004.12	100	919.70
汕尾星河湾一期	粤（2017）汕尾市不动产权第 0001195 号	住宅	111,162.00	411,911.00	411,911.00	2017.2	100	588.36
汕尾星河湾一期商业	粤（2017）汕尾市不动产权第 0001195 号	商业	37,054.00	62,315.00	62,315.00	2017.2	100	1,296.39
汕尾星河湾二期 A 区	汕尾市区金湖路北侧 站前路东侧	住宅	78,570.00	204,282.00	204,282.00	2017.2	100	912.03
汕尾星河湾二期 B 区	汕尾市区金湖路北侧 站前路东侧	住宅	94,736.00	246,314.00	246,314.00	2017.2	100	911.96

汕尾星河湾三期	汕尾市区金湖路北侧站前路东侧	住宅	83,826.00	251,478.00	251,478.00	2017.12	100	3,003.17
合计	—	—	1,547,942.91	4,080,304.75	4,080,304.75	—	—	—

资料来源：公司提供

注：广州市番禺区沙湾岛东端和上海市闵行区都会路拿地时间较早，楼面价很低，预计于2018年末开工。

总体看，公司土地储备规模能够满足未来开发需求，土储楼面均价低，项目盈利空间较大；但公司土储城市分布较为集中，面临一定的区域集中风险；三线城市汕尾市项目储备规模较大，未来销售存在一定不确定性。

3. 项目建设开发情况

公司采用总公司、城市公司的两级管理架构，房地产项目开发的前期准备由总公司进行，待项目进入后期建设阶段转由城市公司进行管理。总公司对城市公司及下属项目的采购、建设、销售等制定计划，进行管控并组织考核。公司下属项目的土建工程管理和监督由公司规划设计工程管理中心负责，城市公司对项目建设进行日常管理。

按照公司的管理架构，下级城市公司负责对项目质量做日常管理，上级总公司项目工程部组织工程师、设计师和施工方在房屋验收交房前对项目建筑的结构安全（包括混凝土、钢筋、基础结构等）、房间规整度、渗漏水情况等进行逐一检查，最大限度保证产品质量。

从公司房地产开发建设情况看，2015年，公司新开工面积7.76万平方米，公司新开工项目系位于上海市的闵行二期B区项目；当期竣工面积54.01万平方米，期末在建面积129.92万平方米；2016年，公司新开工太原4号园项目，新开工面积24.35万平米，当期竣工面积为37.53万平方米，期末在建面积下降至116.74万平方米；2017年，公司新开工面积12.59万平方米，较上年下降48.30%，新开工的为广商大厦和星河湾中心大厦，当期竣工面积52.06万平方米，较上年增长38.72%，期末在建面积77.27万平方米。

表8 2015~2017年公司项目开发建设情况（单位：万平方米、个）

项目	2015年	2016年	2017年
当期新开工面积	7.76	24.35	12.59
当期新开工项目数量	1	1	2
期末在建面积	129.92	116.74	77.27
当期竣工面积	54.01	37.53	52.06

资料来源：公司提供

注：2017年期末在建面积与期初在建面积+当期新开工面积-当期竣工面积略有差异，主要系新纳入合并范围公司有在建面积，未进行期初调整所致。

公司住宅定位高端、高品质、精装修产品，项目建设周期较长，通常主体工程建设需要1年时间，园林建设工程以及基础装修需要1.5年左右时间。从公司在建项目分布看，截至2017年底，公司在建住宅项目12个，预计总投资金额301.00亿元，已完成投资160.55亿元，尚需投资140.45亿元，公司在建规模较大，后续面临一定资金支出压力。

表9 截至2017年底公司在建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	开工时间	预计总投资金额	2017年末累计已投	2018年预计投入	2019年预计投入	2020年预计投入
1	广州星河湾半岛四期	2013年9月	344,454.19	327,231.48	17,222.71	--	--

2	广州星河湾半岛18栋	2013年7月	38,560.00	25,064.00	13,496.00	--	--
3	广州星河湾半岛公建5、6栋（幼儿园、综合服务中心）	2014年12月	23,354.12	22,186.41	1,167.71	--	--
4	沈阳一期（C地块）	2014年4月	290,000.00	232,000.00	29,000.00	29,000.00	--
5	沈阳星河湾二期（酒店住宅地块）	2017年6月	240,000.00	72,000.00	72,000.00	96,000.00	--
6	西安星河湾二期住宅	2017年4月	130,000.00	52,000.00	39,000.00	26,000.00	13,000.00
7	太原4号园	2016年3月	183,600.00	128,520.00	36,720.00	18,360.00	--
8	广商大厦项目	2017年4月	500,000.00	325,000.00	50,000.00	75,000.00	50,000.00
9	汕尾一期住宅项目	2017年3月	300,000.00	150,000.00	90,000.00	60,000.00	--
10	汕尾一期酒店项目	2017年3月	150,000.00	105,000.00	30,000.00	15,000.00	--
11	汕尾二期住宅项目（含学校等配套）	2017年12月	630,000.00	94,500.00	189,000.00	189,000.00	157,500.00
12	星河湾中心（原在海怡架构外，2017年末办妥股权变更后，海怡持有90%股权）	2016年6月	180,000.00	72,000.00	36,000.00	36,000.00	36,000.00
合计		--	3,009,968.31	1,605,501.89	603,606.42	544,360.00	256,500.00

资料来源：公司提供

总体看，公司项目管理及质量管控较为严格，但开发周期较长，对资金回笼产生一定不利影响；随着汕尾市项目的逐步开工，2017年公司新开工面积及期末在建面积大幅增加，在建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资金支出压力。

4. 房产销售情况

公司项目的销售方式主要为自主销售及委托第三方代理销售。第三方代理公司主要有易居（中国）控股有限公司、广东合富房地产置业有限公司及地方性代理公司。由于公司销售的住宅产品价格高、销售时间较长，公司支付给第三方代理公司的销售提成高于行业一般水平，按销售额的1.2%~1.5%计提；公司在收到全部房款或者按揭贷款办理完毕后与代理公司进行结算。

总公司市场运营中心从当年认购额、签约额、回款额和营销费用四个方面制定年度销售计划，年度销售计划分解至季度和月度计划，由城市公司落实；城市公司营销部门负责协调代理公司执行销售计划，按周把握进度，按季度对代理商进行考核。总公司与城市公司销售团队定期召开销售会议，协调销售进度，调整销售计划，控制销售价格。公司对销售人员考核中回款率是重点考核内容之一，达到公司当年要求的回款率，公司方可发放销售奖励。

从公司近年销售情况看，2016年，受益于房地产市场继续回暖以及公司加大二线城市项目的销售力度，2016年公司签约销售面积41.96万平方米，较上年大幅增长56.22%；2016年，公司签约销售均价为2.19万元/平方米，较上年有所下降，主要系一线城市销售占比下降，太原、沈阳和西安等二线城市项目销售占比上升所致；2016年，公司签约销售金额为91.76亿元，较上年增长13.54%。2017年，公司实现销售面积36.61万平方米，较上年下降12.75%，主要系广州、上海的项目因当地政府限价、限签原因导致签约放缓所致；2017年，公司在售项目销售均价均有所上升，公司签约

销售均价为2.42万元/平方米，较上年上升了10.50%。由于销售面积的下降，2017年公司签约销售金额为89.17亿元，较上年下降2.82%。近三年，公司销售回款率保持在较高水平，2017年为103%。

表 10 2015~2017 年公司的销售情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
签约销售面积（万平方米）	26.86	41.96	36.61
签约销售金额（亿元）	79.05	91.76	89.17
签约销售均价（万元/平方米）	2.92	2.19	2.42
销售回款率（%）	98	92	103
结转收入面积（万平方米）	26.58	33.02	38.86
结转收入（亿元）	77.52	85.94	88.67

资料来源：公司提供

注：签约销售回款率口径为本年累计回款/本年累计签约金额

截至 2017 年末，公司剩余可售面积 67.36 万平方米，公司可售面积尚可，能够满足公司未来 2 年左右的销售需求。此外从分布区域看，一线城市可售面积占比为 25.53%，二线城市可售面积占比为 31.54%，三线城市（汕尾市）可售面积占比为 42.93%，汕尾项目存货规模较大，当地经济、人口支撑有限，未来销售存在一定不确定性（在售项目详情见附件 2）。

整体看，公司销售组织、执行情况良好，近年来销售规模波动提高，可售面积充足；公司汕尾项目存货规模较大，当地经济、人口支撑有限，未来销售存在一定不确定性。

5. 自持物业

公司持有酒店、商业物业和车位等物业。其中，车位和商业物业按公允价值计量，计入公司投资性房地产；酒店类物业按成本计量，计入公司固定资产。

（1）车位和商业物业

截至 2017 年底，公司持有车位和商业物业 10 处，主要分布位于上海、广州、太原和北京，以一线城市为主，合计 19.14 万平方米。自持物业入账成本 8.16 亿元，截至 2017 年底自持物业公允价值合计 36.18 亿元，增值率 343.40%。公司自持物业外包给第三方物业公司，收入计入主营业务以外的其他业务收入，近三年自持物业产生收入分别为 1,233.38 万元、2,283.63 万元和 3,010.21 万元，呈逐年增长态势。

表 11 2017 年底公司自持物业增值情况（单位：万元、%）

物业名称	位置	入账成本	公允价值	增值率
上海星河湾商业街	上海	1,150.14	89,773.17	7,705.42
浦东星河湾商业街	上海	11,235.06	79,781.63	610.11
星河湾半岛一期车库	广州	11,315.11	47,854.05	322.92
星河湾半岛二期车库	广州	6,465.59	15,192.06	134.97
星河湾半岛三期车库	广州	14,797.27	49,572.04	235.01
星河湾半岛商业街	广州	1,286.11	6,284.83	388.67
太原星河湾商业街	太原	6,756.64	28,129.25	316.32
太原星河湾一期车库	太原	18,905.34	30,255.40	60.04
太原星河湾 3 号园地下车库	太原	9,679.12	14,930.37	54.25
合计	--	81,590.38	361,772.80	343.40

资料来源：公司提供

整体看，公司自持物业由商铺和车位构成，主要集中在一二线城市，自持物业增值率高；近年物业收入逐年快速增长，未来有望继续为公司贡献较为稳定的现金流入。

（2）酒店

公司自持酒店方面，已建成并投入运营的酒店有 6 家，分别为太原星河湾酒店、北京星河湾酒店、上海闵行星河湾酒店、上海浦东星河湾酒店、广州星河湾半岛酒店和西安星河湾酒店；其中，北京星河湾酒店由于建设和运营时间较早，酒店建筑面积已计入北京星河湾项目楼盘的公建面积，成本已相应摊销。公司自持物业中所有酒店均由兄弟公司广州星河湾酒店物业管理有限公司代为管理。

从酒店经营情况来看，近年来，随着经济发展速度的放缓及相关政策影响，高消费类服务的市场需求缩减，公司通过下调客房价格、调整目标客户群、积极开展营销、拓展对外会议及餐饮服务等方式，实现了酒店营业收入的整体提升。近三年，公司实现酒店餐饮业务收入分别为 2.30 亿元、2.78 亿元以及 2.73 亿元，2017 年受北京星河湾酒店部分楼层装修未全部营业影响，收入小幅下滑。西安星河湾酒店于 2017 年末开始营业，因此入住率较低，其他酒店经营情况稳定。

表 12 2015~2017 年公司酒店经营情况（单位：平方米、间、%、元/间/晚、万元）

酒店名称	建筑面积	客房数量	项目	2015 年	2016 年	2017 年
太原星河湾酒店	77,761	352	入住率	27.00	45.14	53.00
			客房均价	586.76	548.96	637.06
			营业额	6,382.67	6,383.90	6,569.00
北京星河湾酒店	6,306	64	入住率	64.00	53.34	46.00
			客房均价	764.16	836.38	756.39
			营业额	2,630.11	2,703.57	820.19
上海闵行星河湾酒店	65,771	253	入住率	47.00	51.04	55.90
			客房均价	536.08	576.07	746.80
			营业额	4,771.20	7,444.60	7,768.57
上海浦东星河湾酒店	62,873	261	入住率	43.00	56.37	62.00
			客房均价	830.42	766.17	827.00
			营业额	7,762.41	10,160.22	10,279.52
广州星河湾半岛酒店	9,932	101	入住率	47.00	43.64	59.88
			客房均价	956.06	820.37	903.00
			营业额	3,986.11	4,171.92	4,926.31
西安星河湾酒店	49,035	331	入住率	--	--	6.17
			客房均价	--	---	628.34
			营业额	--	--	192.09

资料来源：公司提供

注：表中酒店收入数据为含税收入且未剔除内部消费

总体看，公司的自持酒店主要分布于一二线城市，整体经营管理成熟，发展稳健，营业收入整体呈波动上升态势，为公司主营业务形成良好补充。

6. 经营效率

2015~2017 年，公司流动资产周转率分别为 0.33 次、0.36 次和 0.38 次；存货周转率分别为 0.27 次、0.31 次和 0.32 次；总资产周转率分别为 0.28 次、0.29 次和 0.29 次，均呈增长态势，主要系已售项目陆续结转导致营业收入及营业成本较快增长所致。从同行业上市房地产公司比较的

情况看，公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率处于行业上游水平。

表13 房地产开发类上市公司2017年经营效率指标（单位：次）

证券简称	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
华远地产	0.34	0.36	0.32
新潮中宝	0.22	0.23	0.15
格力地产	0.13	0.09	0.12
美好置业	0.27	0.26	0.25
海怡地产	0.38	0.32	0.29

资料来源：Wind 资讯

总体看，公司整体经营效率尚可。

7. 经营关注

（1）限价限购政策常态化可能对公司去化和毛利率产生影响

房地产行业处于持续调控中，公司产品定位高端，售价较高，项目开发周期与销售周期较长，限价限购政策常态化可能对公司后续销售以及盈利产生一定不利影响。

（2）在建项目有一定资金支出压力

截至 2017 年底，公司在建住宅项目 12 个，预计总投资金额 301.00 亿元，尚需投资 140.45 亿元，公司在建规模较大，未来面临一定的资金支出压力。

（3）储备项目区域集中风险

公司土地储备相对集中于少数城市，存在一定区域集中风险，这些地区的地方经济及房地产市场波动将对公司经营产生较大影响；公司汕尾市项目储备规模较大，当地经济、人口对房地产市场支撑有限，未来销售存在一定不确定性。

8. 未来发展

（1）继续深耕一线城市，同时布局二线前端城市

公司继续坚持成功打造“第一居所”的开发经验，在项目选择上主要考虑以下方面：城市空港辐射区，满足工作生活全国化、全球化高端人群的优质居住需求；符合城市发展规划，未来三年内可形成城市副中心；交通方便，接近地铁、车站、机场，便利出入市中心；毗邻城市不可再生的景观资源；具有一定的净地规模，有利于配套与景观的营造。

（2）以高端产品市场为重点，打造适时的顶尖产品

公司专注高品质住宅产品的开发，在细分市场不断聚焦土地价值与产品细化，以大平层与“微豪宅”产品搭配组成公司“第一居所战略”。“微豪宅”户型设计并不仅仅是针对高端客户的独立居住需求，而是对于有分户需求的高端家庭，以及“双城工作”但对居住品质有高要求客户的组合套装。

同时，公司将进一步加强物业公司的管理，在各项目大力推广 ISO9001/14001 质量、环境管理体系认证，参考 ISO 质量管理体系的运作模式，明确各部门、各岗位职责，使管理及服务处于受控状态下，杜绝各种服务质量事故和安全隐患的发生，并通过 24 小时全天候服务，实现管理和服

（3）以住宅平层为主，稳健滚动开发，适当参与轻资产运作

在未来产品选择上，公司继续进行住宅地产的开发，继续坚持以精装大平层为主，户型主要

集中在 200 平方米左右的高端改善型住宅，定位于高净值人群。在开发建设上，以小盘滚动开发为经营模式，保证稳健持续发展。同时，以代建、品牌输出等方式，适当参与个别轻资产运作项目。

（4）控制负债规模，优化负债结构，降低整体融资成本

在资本运营方面，公司将根据未来业务拓展的需要，综合考虑公司的资本结构、盈利能力、外部市场环境和风险等多种因素，以“控制负债规模”为原则，利用资本市场的融资优势，通过开发贷款、公司债券、资产证券化产品等多种融资方式，进一步优化负债结构，降低整体融资成本，确保资金链的安全和稳定，为公司的可持续发展提供稳定、低成本的资金来源。

总体看，公司经营战略既结合当前市场形势，又有鲜明的自身特点，在布局、产品、运营方面形成了差异化的竞争策略和发展规划，对公司的未来经营具有明确的指导作用，可实施性较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年度财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均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 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及 2014 年最新会计准则修订指引编制。2015 年，公司通过投资新设，合并范围新增 2 家子公司；2016 年，公司通过出资设立，合并范围新增 8 家子公司；2017 年，公司通过投资新设，合并范围新增 12 家子公司；引起合并范围变动的子公司规模不大，同时公司主营业务未发生变化，公司财务数据可比性仍属较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 333.41 亿元，负债合计 238.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益）94.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益 91.06 亿元。2017 年，公司实现营业收入 95.55 亿元，净利润（含少数股东损益）16.98 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 16.72 亿元；经营活动现金流量净额为 21.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.94 亿元。

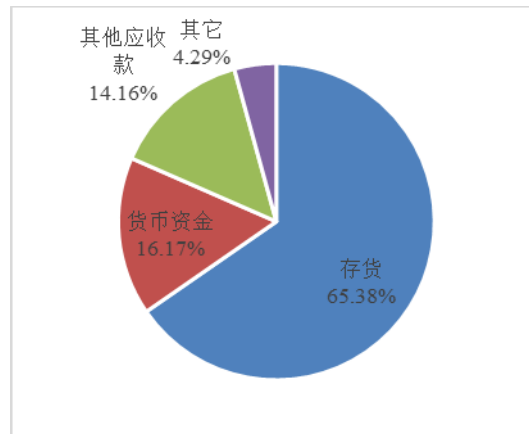
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 6.72%，主要系非流动资产增加所致；截至 2017 年底，公司资产总额 333.41 亿元，较年初增长 3.25%。从资产构成上看，流动资产占比 76.87%，非流动资产占比 23.13%，资产构成以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产规模逐年小幅增长，年均复合增长 2.33%；截至 2017 年底，公司流动资产 256.29 亿元，较年初增长 0.37%；主要由货币资金（占比 16.17%）、其他应收款（占比 14.16%）和存货（占比 65.38%）构成。

图6 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司货币资金呈逐年增长态势，年均复合增长39.53%。截至2017年底，公司货币资金41.44亿元，较年初增长17.49%，主要系房地产项目销售资金回笼增加以及支付往来资金减少等共同影响所致。货币资金由银行存款（占比99.42%）、其他货币资金（占0.56%）和库存现金（占0.02%）构成，其他货币资金0.23亿元全部为受限资金，受限比例低。

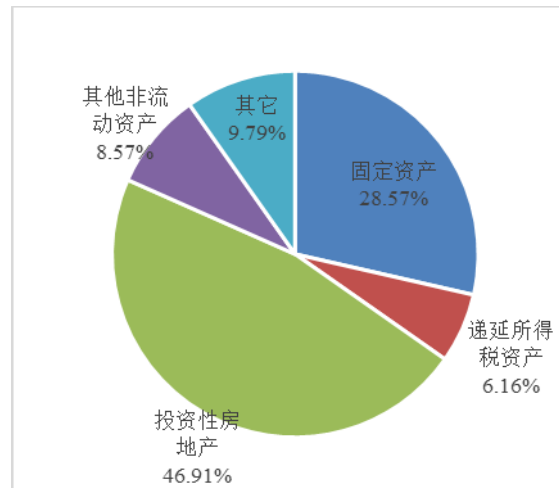
2015~2017年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长104.87%，主要系关联方往来款持续增长所致。截至2017年底，公司其他应收款账面价值36.28亿元，较年初增45.02%，以押金及保证金（占比24.55%）和关联方往来款（占比68.36%）为主；公司累计计提坏账准备0.29亿元，计提比例0.80%，公司其他应收款余额前五名合计20.48亿元，占比55.99%，集中度较高；按账龄计提坏账准备的其他应收款中，1年以内的占89.75%，5年以上的占6.64%，以一年以内为主，账龄较短。公司关联方往来款对资金形成一定占用。

2015~2017年，公司存货规模逐年减少，年均复合减少6.69%，主要系项目交付结转以及部分存货完工转入投资性房地产等共同影响所致。截至2017年底，公司存货账面价值167.57亿元，较年初减少10.83%；其中，开发产品和开发成本分别占比10.75%和89.06%；考虑到公司储备项目以一、二线以及强三线城市（汕尾市）为主，且公司土地成本合理，整体跌价风险较小，公司存货未计提跌价准备；汕尾市存货规模较大，需关注其后续销售情况。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产规模呈逐年增长态势，年均复合增长26.72%，主要系投资性房地产、固定资产逐年增长以及2016年新增其他非流动资产等综合影响所致。截至2017年底，公司非流动资产77.12亿元，较年初增长14.14%；主要由投资性房地产（占比46.91%）、固定资产（占比28.57%）、递延所得税资产（占比6.16%）和其他非流动资产（占比8.57%）构成，如下图所示。

图 7 截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司投资性房地产呈逐年增长态势，年均复合增长20.51%，主要系存货转入以及公允价值增值所致。截至2017年底，公司投资性房地产账面价值36.18亿元，较年初增长12.82%，其中公允价值增加2.03亿元，存货转入2.08亿元；公司投资性房地产主要由与项目开发配套的商业物业和车库构成，主要分布在上海、广州、太原和北京，以一线城市为主，增值率较高。投资性房地产有19.77亿元用于抵押借款，受限比例54.64%，受限比例较高。

2015~2017年，公司固定资产规模逐年增长，年均复合增长18.68%。截至2017年底，公司固定资产账面价值22.03亿元，较年初增长39.01%，主要系购置运输工具所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比75.71%）和运输工具（占比21.65%）构成，房屋及建筑物主要是公司的酒店资产；公司固定资产累计计提折旧6.58亿元，成新率为76.97%，固定资产成新率尚可。

2015~2017年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长16.67%；截至2017年底，公司递延所得税资产账面价值4.75亿元，较年初增长11.25%，主要系预售房款可抵扣暂时性差异增加所致。

截至2017年底，公司其他非流动资产6.61亿元，较年初减少14.63%，主要系随着采购结算完成，部分预付设备款减少所致；公司其他非流动资产主要为投资意向款（占比91.98%），公司投资意向款主要是公司有意在上海收购或参股二手地块，向上海信虹房地产有限公司、上海昌星实业有限公司、姚坤金、李金松支付的投资意向金。

截至2017年底，公司受限资产合计33.38亿元，占总资产比率为10.01%，占比较低。

表 14 截至 2017 年底公司受限资产情况（单位：万元）

项目	账面价值	受限原因
银行存款	2,289.09	保函保证金、贷款保证金、按揭保证金
投资性房地产	197,684.05	抵押用于借款
开发成本	97,345.98	
固定资产	36,434.54	
合计	333,753.67	

资料来源：公司审计报告

总体看，近三年公司资产规模逐年增长，以流动资产为主；公司货币资金充裕，关联方往来款对资金形成一定占用，投资性房地产权理位置优越，公允价值波动风险可控，公司资产受限比例较低，整体资产质量较高。

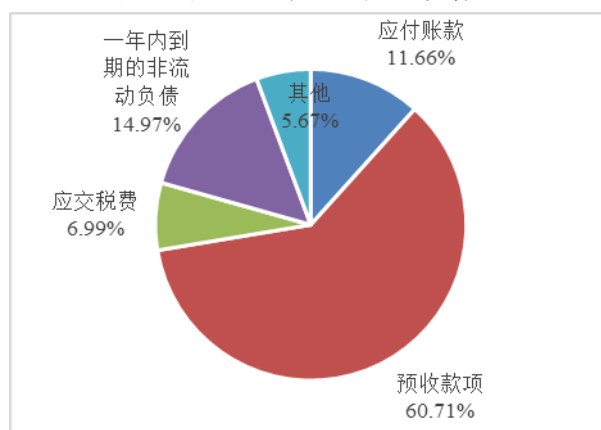
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017年，公司负债规模小幅波动增长，年均复合增长3.26%。截至2017年底，公司负债合计238.65亿元，较年初减少1.32%，变化不大；其中流动负债占比78.98%，非流动负债占比21.02%。

2015~2017年，公司流动负债波动增长，年均复合增长5.94%；截至2016年底，公司流动负债165.98亿元，较年初减少1.17%；截至2017年底，公司流动负债188.48亿元，较年初增长13.56%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占比11.66%）、预收款项（占比60.71%）、应交税费（占比6.99%）和一年内到期的非流动负债（占比14.97%）构成。

图8 截至2017年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司应付账款呈波动增长态势，年均复合增长6.55%。截至2016年底，公司应付账款18.63亿元，较年初下降3.72%。截至2017年底，公司应付账款21.97亿元，较年初增加17.92%，主要系公司在建项目规模扩大，应付工程款相应增加所致；公司应付账款主要为应付工程款，占比88.99%。

2015~2017年，受益于地产项目良好的签约销售，公司预收款项呈逐年增长态势，年均复合增长2.76%。截至2017年底，公司预收款项114.43亿元，较年初增长1.05%，变动不大，公司预收款项主要为预收购房款，占比99.56%。

2015~2017年，公司应交税费逐年增长，年均复合增长96.19%。截至2017年底，公司应交税费13.17亿元，较年初增长37.15%，主要系应付企业所得税增长所致。

2015~2017年，随着长期借款和应付债券逐步临近到期，公司一年内到期的非流动负债呈波动增长态势，年均复合增长77.01%。截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债28.21亿元，较年初增长5.38倍，主要系“15海怡01”2018年到期转入所致；其中，一年内到期的长期借款占比8.86%，一年内到期的应付债券占比88.96%，一年内到期的长期应付款占比2.18%。

2015~2017年，受应付债券规模大幅波动影响，公司非流动负债波动减少，年均复合减少5.26%；截至2017年底，公司非流动负债50.17亿元，较年初减少33.87%，主要由长期借款（占比34.34%）、应付债券（占比49.74%）和递延所得税负债（占比12.89%）构成。

2015~2017年，公司长期借款呈波动下降态势，年均复合下降11.08%。截至2017年底，公司长期借款17.23亿元，较年初增长11.36%；从长期借款期限分布看，2019年到期15.85亿元，2023年到期1.38亿元，集中于2019年到期。

2015~2017年，受新发行公司债券以及存续债券逐步到期影响，公司应付债券波动较大，年均

复合减少8.14%。截至2017年底，公司应付债券24.95亿元，较年初减少54.26%，主要系“15海怡01”部分回售以及剩余部分转入一年内到期的非流动负债所致。公司应付债券由发行规模15亿元“16海怡01”和10亿元“16海怡02”构成，将分别于2021年和2019年到期。考虑到“16海怡01”2019年3月为回售期，应付债券存在集中偿付的情况，但考虑到公司充裕的现金类资产，公司集中兑付压力不大。

2015~2017年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长19.37%。截至2017年底，公司递延所得税负债6.46亿元，较年初增长10.79%，主要系公司投资性房地产公允价值增加引起应纳税暂时性差异增长所致。

近三年，受应付债券波动下滑以及一年内到期的非流动负债波动增长共同影响，公司全部债务呈波动增长态势，年均复合增长3.56%。截至2017年底，公司全部债务71.92亿元，较年初减少5.18%；其中，短期债务占比39.23%，长期债务占比60.77%。近三年，受资产总额以及净资产规模逐年增长影响，公司资产负债率和全部债务资本化比率逐年下滑，2017年分别为71.58%和43.15%，较年初分别下滑3.31个百分点以及5.19个百分点；受应付债券波动下滑影响，公司长期债务资本化比率呈波动减少态势，2017年为31.56%，较年初下滑14.78个百分点。公司债务负担有所减轻，整体规模适中。

总体看，近三年，公司负债总额小幅波动增长，构成以流动负债为主；预收款项占流动负债比率较高，为未来收入结转提供良好保证；公司债务负担有所减轻，整体规模适中。

所有者权益

2015~2017年，受益于未分配利润积累，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长17.26%；截至2017年底，公司所有者权益94.76亿元，较年初增长16.88%，其中归属于母公司所有者权益91.06亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比8.24%、未分配利润占比82.94%、盈余公积占比2.11%、其他综合收益占比6.71%，未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

总体看，近三年，公司所有者权益规模呈持续增长态势，归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

公司营业收入主要来自房产销售收入、酒店餐饮收入和物业收入。2015~2017年，受益于房地产项目结转规模逐步扩大，公司营业收入逐年增长，分别为80.02亿元、89.35亿元以及95.55亿元，年均复合增长9.27%；公司营业成本分别为52.61亿元、58.31亿元以及56.00亿元，2017年同比减少3.96%，主要系结转项目成本差异所致；公司实现净利润分别为7.58亿元、8.24亿元以及16.98亿元，年均复合增长49.63%。

从期间费用来看，2015~2017年，公司期间费用总额波动增长，年均复合增长2.04%，主要系管理费用波动增长所致。2017年，公司发生费用总额7.50亿元，同比增长9.77%；其中，销售费用、管理费用和财务费用分别占比60.01%、35.79%和4.20%。2015~2017年，随着公司控制宣传和人力成本，公司销售费用逐年小幅下滑，年均复合减少2.49%；2017年销售费用为4.50亿元，同比减少3.96%。2015~2017年，公司管理费用波动增长，年均复合增长5.57%；2016年，公司发生管理费用1.94亿元，同比下降19.52%，主要系中介服务费减少所致；2017年，公司发生管理费用2.68亿元，同比增长38.47%，主要系职工薪酬及折旧摊销费增加所致。2015~2017年，公司财务费用逐年增长，年均复合增长129.10%；2017年，公司发生财务费用0.31亿元，同比增长51.66%，主要系POS机手续费取消封顶限额导致手续费增加所致，但财务费用整体规模仍较小。

2015~2017年，受公司营业收入持续增长以及投资性房地产增值放缓影响，公司公允价值变

动收益在营业利润中占比分别为 8.41%、8.73%和 3.99%，占比波动下降，公司营业利润对公允价值变动收益依赖性降低。

近三年，受房地产结转项目毛利率差异影响，公司营业利润率波动上升，2017 年为 31.84%，较上年提高 4.49 个百分点。从各项盈利指标来看，2015~2017 年，受益于利润水平的逐步提高，公司总资本收益率和总资产报酬率均呈逐年增长态势，净资产收益率呈波动增长态势，2017 年分别为 10.53%、7.15%以及 19.31%，较上年分别提高 4.89 个百分点、2.76 百分点以及 8.33 个百分点，从盈利指标看，公司盈利能力逐步提高。与国内房地产上市公司盈利指标比较来看，公司销售毛利率、总资产报酬率均处于行业中游水平，净资产收益率处于上游水平，公司盈利能力尚可（如下表所示）。

表 15 房地产开发类上市公司 2017 年盈利指标（单位：%）

公司简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
华远地产	28.02	11.67	5.33
新湖中宝	28.17	10.85	4.67
格力地产	42.92	8.26	3.18
美好置业	36.78	9.81	5.77
海怡地产	34.38	11.09	4.44

资料来源：Wind 资讯

注：为便于数据可比性，海怡地产相关数据引自 Wind 资讯。

总体看，公司经营情况稳中向好，收入规模和利润水平持续增长，盈利指标稳步提高，盈利能力尚可。

5. 现金流

经营活动方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入呈波动增长态势，年均复合增长4.10%，主要系收到其他与经营活动有关的现金中关联方往来款波动减少以及房地产销售资金回笼逐年增长共同影响所致；2017年，公司经营活动现金流入132.12亿元，同比减少4.45%。2015~2017年，公司经营活动现金流出呈波动增长态势，年均复合增长7.12%，主要系往来款支出波动增长所致；2017年，公司经营活动现金流出110.72亿元，同比减少10.71%。综上，近三年公司经营活动现金流量净额波动下滑，年均复合减少8.26%；2017年公司经营活动产生的现金流量净额为21.39亿元，同比增长49.88%。

投资活动方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入呈波动增长态势，年均复合增长683.16%，主要系收回理财产品资金波动增长所致；2017年公司投资活动现金流入1.21亿元，同比减少39.68%，主要系收回理财产品资金较上年减少所致。2015~2017年，随着公司购买设备以及对外投资支出持续增长，公司投资活动现金流出逐年增长，年均复合增长106.68%；2017年，公司投资活动现金流出9.87亿元，同比增长37.49%。综上，近三年公司投资活动现金流呈持续净流出状态，2017年为-8.66亿元，净流出规模同比增长67.51%。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要为发行债券和银行借款流入，近三年逐年下滑，年均复合减少58.31%；2017年为9.40亿元，同比减少76.52%，当期公司无新发行债券且借款规模减少所致。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支出，近三年逐年减少，年均复合减少51.48%；2017年为16.20亿元，同比减少54.07%。综上，近三年，公司筹资活动现金流表现为净流出和净流入交替，现金流量净额分别为-14.69亿元、4.78亿元和-6.80亿元，2017年为净流出状态。

总体看，受益于房屋销售持续向好，公司经营活动现金流呈持续净流入态势；公司对外投资

规模持续增加，投资活动现金流持续净流出；考虑到公司未来拿地以及项目持续推进，公司仍然有一定的筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 1.46 倍、1.54 倍和 1.36 倍，呈小幅波动下滑态势，主要系流动负债波动增长所致；公司速动比率分别为 0.31 倍、0.41 倍和 0.47 倍，逐年提高；现金短期债务比分别为 1.36 倍、6.06 倍和 1.47 倍，波动较大，主要系公司 2016 年底短期债务大幅减少，2017 年底一年内到期的非流动负债大幅增长所致，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 逐年增长，年均复合增长 36.05%，主要系利润总额增长所致；2017 年公司 EBITDA 为 25.02 亿元，较上年增长 70.31%，主要由折旧（占比 4.98%）、摊销（占比 1.22%）和利润总额（占比 93.60%）构成。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.63 倍、2.11 倍和 4.11 倍，EBITDA 对利息支出覆盖情况较好；公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.20 倍、0.19 倍和 0.35 倍，公司 EBITDA 对全部债务覆盖情况尚可。综合以上，公司长期偿债能力较强。

根据公司提供的中国人民银行 2018 年 6 月 4 日出具的企业信用报告（机构信用代码：G10440113009038201），未结清信贷信息中无不良/违约、关注类信贷记录，已结清信贷信息中无不良/违约、关注类信贷记录，存在一笔欠息（金额为 0.01 元，系银行系统原因造成），已于 2014 年 9 月结清。

截至 2017 年底，公司不存在重大未决诉讼事项。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 11.10 亿元，占公司净资产的比例为 11.71%，公司对外担保均为对关联方担保，存在一定或有债务风险。

表 16 截至 2017 年底公司对外担保余额情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
青岛星河湾房地产开发有限公司	15,000.00	2019.6.25
青岛星河湾房地产开发有限公司	46,000.00	2019.4.14
广州星河湾实业发展有限公司	33,250.00	2020.3.12
广州星河湾实业发展有限公司	11,750.00	2020.1.15
上海赫德曼市场营销管理有限公司	5,000.00	2021.11.15
合 计	111,000.00	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司拥有的授信总额为 115.00 亿元，已使用授信额度 23.90 亿元，未使用授信额度 91.10 亿元，公司间接融资渠道顺畅。

总体看，公司短期、长期偿债能力较强，间接融资渠道顺畅；考虑到其较高的土储质量以及较低的土地储备成本等因素，公司偿还债务的能力很强。

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 2017 年底，公司全部债务总额为 71.92 亿元，本次拟发行债券规模不超过 6.50 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行对公司整体债务影响有限。

以 2017 年底财务数据为基础，假设本次募集资金净额为 6.50 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 34.63%、45.28%和 72.12%，债务负担有所加重，但仍属适中水平，考虑到本次债券募集资金拟用于偿还公司债务，实际指标将低于上述预测值。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 132.12 亿元，对本次债券最大发行规模（6.50 亿元）的保护倍数为 20.33 倍；公司 2017 年 EBITDA 为 25.02 亿元，对本次债券最大发行规模（6.50 亿元）的保护倍数为 3.85 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本次债券的保护程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内知名高端物业开发商，产品品牌效应较高，土地成本较低，能够通过持续经营取得稳定的盈利水平，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

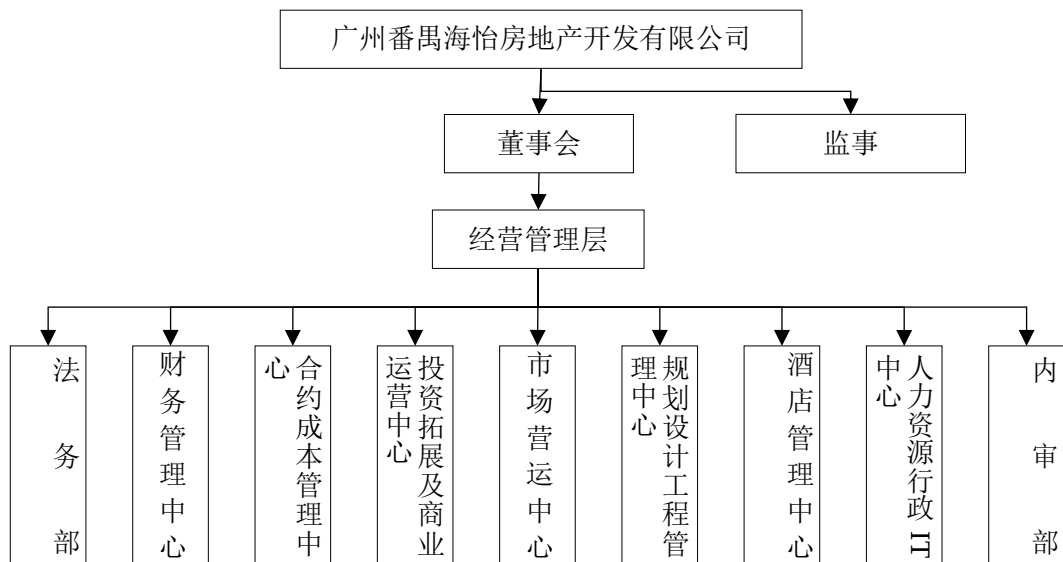
九、综合评价

公司作为多年来专注于高端住宅物业的房地产开发企业，已形成了良好的品牌形象和市场影响力。公司土地成本较低，住宅品质优良，销售回款率保持在较高水平，资产质量较高，经营性现金流充足，盈利能力稳中有升。同时，联合评级也关注到公司项目储备分布相对集中、在建项目后续所需资金规模较大、所有者权益稳定性较弱等因素对其信用水平产生的不利影响。

未来，随着公司在售项目实现销售以及在建项目逐步竣工，公司收入规模和盈利能力有望得到提升。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很低。

附件 1 广州番禺海怡房地产开发有限公司 组织结构图



附件 2 截至 2017 年底公司在售项目情况

单位：平方米

序号	项目	项目名称	总可售面积	首次开盘时间	销售面积				2017 年底剩余可售面积
					2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	
1	广州星河湾半岛	半岛星河湾一期	146,203	2009 年 9 月	524	810	--	--	1,386
2		半岛星河湾二期	46,633	2012 年 5 月	4,661	4,518	-839	522	3,114
3		半岛星河湾三期	177,906	2014 年 8 月	52,469	41,698	32,843	29,442	9,322
4		半岛星河湾四期	123,030	2014 年 12 月	2,038	20,203	23,902	4,899	62,884
小计		--	493,772	--	59,692	67,229	55,906	34,863	76,706
5	浦东星河湾	浦东星河湾一期	95,382	2009 年 8 月	--	--	--	--	--
6		浦东星河湾二期	77,476	2011 年 7 月	--	292	--	--	--
7		浦东星河湾三期	115,203	2014 年 10 月	7,454	37,105	12,439	15,824	41,626
8		浦东星河湾一期车位	28,932	--	--	--	--	--	28,060
小计		--	316,993	--	7,454	37,397	12,439	15,824	69,686
9	上海星河湾	上海星河湾一期	199,801	2010 年 10 月	27,707	375	1,552	2	1,113
10		上海星河湾二期 A 区	163,174	2013 年 8 月	33,211	45,455	23,672	3,973	3,018
11		上海星河湾二期 B 区	55,930	2016 年 5 月	--	--	23,175	8,495	21,465
小计		--	418,905	--	60,918	45,830	48,399	12,470	25,596
12	太原星河湾	太原星河湾一号园	215,042	2010 年 7 月	294	-829	-21	-382	854
13		太原星河湾二号园	259,358	2010 年 7 月	14,420	4,508	27,311	2,519	551
14		太原星河湾三号园	267,917	2012 年 10 月	72,227	64,244	47,694	24,791	1,362
15		太原星河湾四号园	242,098	2016 年 8 月	--	--	75,971	110,989	47,616
小计		--	984,415	--	86,941	67,923	150,955	137,917	50,383
16	沈阳星河湾	沈阳星河湾一期	331,983	2014 年 7 月	23,875	20,584	65,458	69,678	143,513
17	西安星河湾	西安星河湾一期	220,316	2015 年 6 月	--	33,071	86,462	68,081	18,527
18	汕尾星河湾	汕尾星河湾一期	289,160	2018 年 5 月	--	--	--	--	289,160
合计		--	3,055,544	--	238,880	272,034	419,619	338,833	673,571

资料来源：公司提供

注：表中部分项目销售面积为负数系顾客退房所致；公司采取小盘滚动开发模式，每一期楼盘分几次甚至十几次开盘和推售，上表中的开盘日期为项目最早一次推售日期。

附件 3 广州番禺海怡房地产开发有限公司 主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	292.75	322.91	333.41
所有者权益（亿元）	68.91	81.07	94.76
短期债务（亿元）	15.70	5.82	28.21
长期债务（亿元）	51.36	70.03	43.70
全部债务（亿元）	67.06	75.85	71.92
营业收入（亿元）	80.02	89.35	95.55
净利润（亿元）	7.58	8.24	16.98
EBITDA（亿元）	13.52	14.69	25.02
经营性净现金流（亿元）	25.42	14.27	21.39
流动资产周转次数（次）	0.33	0.36	0.38
存货周转次数（次）	0.27	0.31	0.32
总资产周转次数（次）	0.28	0.29	0.29
现金收入比率（%）	100.68	90.15	101.62
总资本收益率（%）	5.58	5.63	10.53
总资产报酬率（%）	4.21	4.39	7.15
净资产收益率（%）	11.69	10.99	19.31
营业利润率（%）	23.13	22.66	31.84
费用收入比（%）	9.00	7.64	7.85
资产负债率（%）	76.46	74.89	71.58
全部债务资本化比率（%）	49.32	48.34	43.15
长期债务资本化比率（%）	42.70	46.35	31.56
EBITDA 利息倍数（倍）	2.63	2.11	4.11
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.19	0.35
流动比率（倍）	1.46	1.54	1.36
速动比率（倍）	0.31	0.41	0.47
现金短期债务比（倍）	1.36	6.06	1.47
经营现金流动负债比率（%）	15.13	8.60	11.35
EBITDA/本次发债额度（倍）	2.08	2.26	3.85

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、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；除特别说明外，均指人民币。3、公司长期应付款全部为融资租赁款，已全部调整入长期债务。

附件 4 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	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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) / 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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次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 / 本次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 / 本次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+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 5 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 广州番禺海怡房地产开发有限公司 2018 年公开发行公司债券的跟踪评级安排

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，在每年广州番禺海怡房地产开发有限公司年报公告后的两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。

广州番禺海怡房地产开发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。广州番禺海怡房地产开发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广州番禺海怡房地产开发有限公司的相关状况，如发现广州番禺海怡房地产开发有限公司或本次（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债券的信用等级。

如广州番禺海怡房地产开发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，可宣布信用等级暂时失效，直至广州番禺海怡房地产开发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广州番禺海怡房地产开发有限公司、监管部门等。

