跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1262 号

珠海华发实业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“15 华发 01”和“20 华发 02”进行跟踪评级，确定：

珠海华发实业股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

珠海华发实业股份有限公司公开发行的“15 华发 01”和“20 华发 02”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

珠海华发实业股份有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	当前余额	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
15 华发 01	29.455 亿元	5（3+2）年	AAA	AAA	2019 年 5 月 31 日
20 华发 02	15.80 亿元	5（3+2）年	AAA	AAA	2019 年 5 月 31 日

跟踪评级时间：2020 年 6 月 9 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,422.90	1,822.09	2,341.11	2,600.89
所有者权益（亿元）	264.79	321.84	432.95	469.70
长期债务（亿元）	546.42	502.78	617.90	774.38
全部债务（亿元）	741.37	936.17	1,054.72	1,229.83
营业收入（亿元）	199.48	236.99	331.49	90.34
净利润（亿元）	17.74	24.02	33.16	9.04
EBITDA（亿元）	28.22	38.25	56.11	--
经营性净现金流（亿元）	110.99	159.99	280.35	35.08
营业利润率（%）	18.28	18.93	20.12	18.30
净资产收益率（%）	7.14	8.19	8.79	--
资产负债率（%）	81.39	82.34	81.51	81.94
全部债务资本化比率（%）	73.68	74.42	70.90	72.36
流动比率（倍）	2.16	1.70	1.68	1.79
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.04	0.05	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.74	0.70	0.79	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.62	0.85	1.24	--

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. 公司其他流动负债中的债务已计入短期债务，其他非流动负债中的债务已计入长期债务；4. 本报告所采用的部分财务指标计算公式与公司年报所披露计算口径存在一定差异

评级观点

2019年，珠海华发实业股份有限公司（以下简称“公司”或“华发股份”）继续推进全国化战略布局，区域布局有所优化；公司作为珠海市国资委旗下的上市房企，在珠海区域内保持较高的品牌知名度和丰富的项目开发经验，融资渠道畅通；2019年，公司合同销售金额保持较快增长态势，土地储备充足。同时，联合信用评级有限公司（“以下简称“联合评级”）也关注到公司业务易受到房地产行业调控政策影响、三线城市项目面临一定的去化风险、公司未来资金需求较大、债务负担较重且债务结构有待改善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，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“15 华发 01”和“20 华发 02”债项信用等级为 AAA。

优势

1. **公司股东背景较强，具有较强的区域竞争力。**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。

2. **公司土地储备充足，且区域布局有所优化。**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，土地储备规模充足且分散度有所提高。

3. **公司规模持续扩大。**2019 年，公司合同销售金额保持较快增长，资产及权益规模持续扩大。

4. **公司融资渠道通畅。**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. **受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，行业销售面临下滑压力。**受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，房地产行业销售和回款承压；公司湖北省内土地储备占比较高，需关注区域市场需求情况及项目去化速度。

2. **公司面临较大的项目开发建设支出压力。**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；同时，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。

3. **公司债务负担较重且存在一定的债务集中到期压力。**公司债务规模较大，债务负担较重，且债务结构中短期债务规模和占比偏高。

分析师

罗星驰　登记编号（R0040218050005）
赵　兮　登记编号（R0040220040005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：罗[illegible]

联合信用评级有限公司

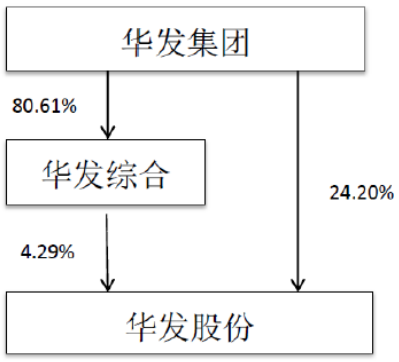
一、主体概况

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 2020 年 3 月底，公司注册资本 21.17 亿元。公司控股股东为华发集团，华发集团直接持有公司 24.20%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。截至 2020 年 3 月底，华发集团和华发综合所持公司股份不存在质押或冻结情况。

图 1　截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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

截至 2019 年底，公司内设董事局秘书处、品牌管理部、财务管理中心、人力资源管理中心、投资拓展中心、资金管理中心等多个职能部门（附件 1）。截至 2019 年底，公司纳入合并财务报表范围的子公司以及本部共计 407 户，公司在职员工合计 7,566 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 2,341.11 亿元，负债合计 1,908.16 亿元，所有者权益 432.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 197.57 亿元。2019 年，公司实现营业收入 331.49 亿元，净利润

33.16 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 27.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额 280.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 66.91 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 2,600.89 亿元，负债合计 2,131.20 亿元，所有者权益 469.70 亿元，其中归属于母公司所有者权益 210.43 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 90.34 亿元，净利润 9.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.02 亿元；经营活动产生的现金流量净额 35.08 亿元，现金及现金等价物净增加额 111.41 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、债券发行及募集资金使用情况

公司于 2015 年 11 月 27 日完成发行“15 华发 01”（证券代码：136057.SH），发行总额为 30.00 亿元，债券期限为 5 年（3+2），发行时票面利率为 4.50%，债券于 2015 年 12 月 14 日上市。2018 年 11 月 26 日，“15 华发 01”实施回售，回售金额 0.545 亿元。回售实施完毕后，“15 华发 01”债券余额 29.455 亿元，票面利率上调至 5.50%。公司已于 2019 年 11 月 26 日向全体“15 华发 01”债券持有人支付了 2018 年 11 月 26 日至 2019 年 11 月 25 日期间的利息。截至 2019 年底，“15 华发 01”募集资金全部使用完毕，募集资金的管理和使用，与募集说明书承诺的用途、使用计划和其他约定一致，符合公司债券募集资金使用的各项规定。

公司于 2020 年 2 月 24 日完成发行“20 华发 02”（证券代码：163168.SH），发行总额为人民币 15.80 亿元，债券期限为 5 年（3+2），发行时票面利率为 3.38%，债券于 2020 年 3 月 4 日上市。截至本报告出具日，“20 华发 02”尚未到达第一个付息日。截至 2020 年 3 月底，“20 华发 02”募集资金全部使用完毕，已全部用于“18 华发 01”回售，与募集说明书承诺的用途一致。

三、行业分析

1. 行业概况

2019 年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020 年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下降明显，尤其商业地产投资和销售影响较大。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点。2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020 年 1－3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额

20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。

2019年，随着我国经济增长面临下行压力以及商业地产投资过剩，商业地产市场面临较大挑战。其中2019年商业营业用房和办公楼投资增速分别为-6.70%和2.80%，增速明显回落；办公楼销售面积同比下降14.68%，商业营业用房销售面积同比下降15.02%，需求端下降明显。2020年1－3月，新冠疫情爆发，各地出台措施限制人们出行，商业地产开发投资和销售面积均出现大幅下跌，市场环境短期内出现紧缩。其中商业地产开发投资（含商业营业用房及办公楼）同比下降13.53%，商业地产销售面积同比下降38.89%。

2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

2. 行业关注

行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，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。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

新冠疫情或加大行业资金压力

2020年新冠疫情爆发以来，房地产行业开工建设、签约销售、商业地产出租等受到较大影响，行业资金回笼受阻，或加大行业资金压力。

3. 未来发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

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

四、管理分析

2019 年以来，公司治理结构、管理制度无重大变化，主要高级管理人员未发生变动，核心团队人员稳定。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司营业收入规模保持增长，毛利率有所提升。

2019 年，公司实现营业收入 331.49 亿元，同比增长 39.87%，主要系交付房屋结转的销售收入增长所致。2019 年，公司实现净利润 33.16 亿元，同比增长 38.08%；其中归属于母公司所有者的净利润 27.85 亿元。

从收入构成看，公司房地产开发与销售收入占公司营业收入的比例仍在 95%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。公司房地产开发销售收入保持较快增长态势；2019 年公司实现房地产开发与销售收入 317.35 亿元。其他业务收入主要是与房产开发相关的装修、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，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 1　2017－2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 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	190.08	80.21	28.60	226.61	95.62	27.95	317.35	95.73	30.31
其他业务	9.40	3.97	15.83	10.38	4.38	12.52	14.14	4.27	14.08
合计	**199.48**	**84.17**	**28.00**	**236.99**	**100.00**	**27.28**	**331.49**	**100.00**	**29.62**

资料来源：公司提供

2019 年，受结转项目毛利率提升影响，公司房地产开发与销售毛利率为 30.31%，同比提升 2.36 个百分点；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，2019 年，公司综合毛利率为 29.62%，同比提升 2.34 个百分点。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 90.34 亿元，同比增长 34.73%，主要系房产项目收入增加所致；实现净利润 9.04 亿元，同比增长 20.42%；其中归属于母公司所有者的净利润 6.02 亿元。

2. 土地储备

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；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，其中华中地区项目体量大，面临一定的去化风险。

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。近年来，公司在深耕珠海的基础上，积极向外扩张。2019 年，公司通过公开竞购、合作开发等方式，成功取得 36 个新项目；并首次进驻重庆、成都、长沙、郑州、宜昌、湛江、烟台等 11 个城市，完成了珠海、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。2019 年，公司新获取土地建筑面积 348.62 万平方米，土地出让金总额为 246.57 亿元。

表 2　2017－2019 年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元）

年份	建筑面积	土地出让金总额
2017 年	274.79	229.73
2018 年	491.50	269.11
2019 年	348.62	246.57

数据来源：公司提供

截至 2019 年底，公司合并范围内共拥有 33 个项目的土地储备，并表项目建筑面积合计 697.48 万平方米，主要分布于武汉、珠海、大连等二线和鄂州、湛江、中山等三线城市，其中华南地区（不含珠海）建筑面积占比 24.65%，华中地区建筑面积占比约 40.80%，珠海区域建筑面积占比为 9.28%。总体看，相对于公司的销售规模，公司的土地储备充足；但公司华中地区尤其是湖北区域土地储备占比较高，在新冠疫情影响下开工和销售速度可能受到一定影响，需关注区域市场需求情况及项目去化速度。

表 3　截至 2019 年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	7	64.72	9.28
2	中山	3	38.77	5.56
3	江门	2	24.64	3.53
4	湛江	1	97.53	13.98
5	汕尾	1	11.00	1.58
6	成都	1	5.25	0.75
7	重庆	1	9.68	1.39
8	武汉	6	104.64	15.00
9	鄂州	1	179.95	25.80
10	郑州	1	19.29	2.77
11	上海	2	17.70	2.54
12	杭州	1	12.96	1.86
13	常熟	1	27.28	3.91
14	威海	1	23.90	3.43
15	烟台	1	10.30	1.48
16	沈阳	1	10.84	1.55
17	大连	2	39.03	5.60
合计	--	**33**	**697.48**	**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，不包含一级开发项目
资料来源：公司提供，联合评级整理

3. 项目建设开发情况

2019 年，公司项目开发规模受销售增长拉动保持增长；公司在建项目规模较大，为后续销售和

结转收入提供了保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。

2019 年，公司保持较大规模项目建设规模，实现新开工面积 650.62 万平方米，同比增长 26.67%；实现竣工面积 279.97 万平方米，同比增长 56.78%。截至 2019 年底，公司期末在建面积 1,367.02 万平方米。

表 4　公司房地产项目开发情况（单位：个、万平方米）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1－3月
新开工面积	220.47	513.64	650.62	156.24
竣工面积	215.28	178.57	279.97	25.24
期末在建面积	715.35	1,004.23	1,367.02	1,498.04

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 年底，公司期末在建、拟建项目数量合计为 106 个，合并口径总建筑面积合计 2,064.51 万平方米，主要分布于珠海、武汉、上海、沈阳、威海、大连、中山等地，计划总投资 2,809.21 亿元，已投资 645.99 亿元，尚需投资 2,163.22 亿元；公司在建、拟建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。

表 5　截至 2019 年底公司在建和拟建项目区域分布情况（单位：个、万平方米、亿元）

城市	项目数量	建筑面积	计划总投资	已完成投资	尚需投资
珠海	25	401.30	471.88	85.24	386.63
武汉	21	379.94	612.94	213.73	399.21
鄂州	1	179.95	152.44	11.46	140.98
沈阳	6	137.96	63.82	12.58	51.24
湛江	2	125.87	299.78	58.16	241.62
中山	7	107.92	75.95	13.04	62.91
威海	5	95.73	103.94	12.48	91.46
上海	5	74.57	128.67	54.23	74.44
大连	4	72.56	80.09	16.29	63.81
南京	2	69.00	149.43	10.38	139.05
江门	3	44.00	70.43	25.60	44.83
无锡	1	38.66	62.54	5.89	56.66
太仓	1	37.41	35.00	4.55	30.45
杭州	2	31.75	96.49	46.67	49.82
天津	3	27.59	30.05	9.31	20.74
常熟	1	27.28	44.62	4.93	39.70
北京	1	24.85	48.28	29.95	18.33
青岛	1	24.39	22.49	3.16	19.34
苏州	3	20.64	52.14	5.90	46.24
郑州	1	19.29	35.42	2.02	33.40
南宁	1	18.76	18.97	4.46	14.51
广州	2	15.90	23.98	2.67	21.31
佛山	1	15.14	19.84	2.56	17.28
温州	1	13.68	31.33	2.01	29.32
包头	1	12.28	6.31	1.45	4.86

清远	1	11.85	10.88	1.43	9.45
汕尾	1	11.00	9.14	0.92	8.22
烟台	1	10.30	9.80	1.52	8.28
重庆	1	9.68	20.41	3.33	17.08
成都	1	5.25	22.16	0.09	22.07
合计	**106**	**2,064.51**	**2,809.21**	**645.99**	**2,163.22**

注：公司在建和拟建项目建筑面积统计口径为合并口径
资料来源：公司提供，联合评级整理

4. 房产销售情况

得益于公司全国化布局战略的加快实施，公司合同销售金额保持较快增长态势；公司剩余可售项目主要集中在珠海和武汉等二三线城市，可售项目剩余可售面积规模一般，去化压力尚可。

从销售情况看，近年来得益于公司全国化布局战略的加快实施，公司合同销售面积持续增长，2019 年公司实现合同销售面积 395.91 万平方米，同比提升 103.17%。销售价格方面，2019 年公司合同销售均价为 2.33 万元/平方米，有所回落。2019 年，公司实现合同销售金额 922.73 亿元，同比增长 58.54%。

表 6　公司房地产项目销售情况（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
合同销售面积	133.76	194.87	395.91	58.02
合同销售金额	310.17	582.01	922.73	152.48
合同销售均价	2.32	2.99	2.33	2.63

资料来源：公司提供

从合同销售的区域分布看，2019 年，公司珠海区域全年完成销售 256.21 亿元，销售占比 27.76%；华东区域全年完成销售 375.21 亿元，销售占比 40.66%；华南区域全年完成销售 103.06 亿元，销售占比 11.17%；华中区域全年完成销售 80.89 亿元，销售占比 8.77%；北方区域全年完成销售 54.37 亿元，销售占比 5.89%；山东区域全年完成销售 32.81 亿元，销售占比 3.56%；北京公司全年完成销售 20.18 亿元，销售占比 2.19%，整体区域分布较为均衡。

表 7　2019 年公司合同销售区域分布情况（单位：万平方米、%）

区域	合同销售金额	占比
华东区域	375.21	40.66
珠海区域	256.21	27.76
华南区域	103.06	11.17
华中区域	80.89	8.77
北方区域	54.37	5.89
山东区域	32.81	3.56
北京公司	20.18	2.19
合计	**922.73**	**100.00**

资料来源：公司年报，联合评级整理

从公司可售项目情况看，截至 2019 年底，公司在售项目 91 个，可供出售面积合计 423.30 万平方米，其中已售面积 297.14 万平方米，剩余可售面积 126.16 万平方米；从公司近两年销售速度来看，可售项目剩余可售面积规模一般，去化压力尚可。

表 8　截至 2019 年底公司可售项目区域情况（单位：个、万平方米）

城市	项目数量	可供出售面积	已预售面积	剩余可售面积
珠海	23	106.84	74.17	32.67
中山	10	22.38	15.81	6.57
广州	5	12.23	8.32	3.91
清远	1	2.57	0.96	1.61
南宁	4	13.76	8.95	4.81
江门	1	3.54	2.42	1.12
武汉	16	82.24	54.33	27.91
上海	3	8.34	7.58	0.76
嘉兴	1	9.71	9.49	0.22
温州	1	7.73	4.73	3.00
杭州	1	2.25	1.54	0.71
无锡	2	10.56	6.27	4.29
南京	1	6.41	2.45	3.96
苏州	2	9.79	7.62	2.17
太仓	1	9.91	9.82	0.09
天津	1	4.51	4.51	0.00
青岛	1	6.85	3.46	3.39
威海	6	30.71	18.98	11.73
沈阳	5	46.24	42.53	3.71
大连	4	14.68	9.19	5.49
包头	1	3.50	1.56	1.94
北京	1	8.55	2.45	6.10
合计	**91**	**423.30**	**297.14**	**126.16**

注：可售项目统计口径为合并口径
资料来源：公司提供，联合评级整理

5. 经营关注

公司开发规模增长较快且合作开发规模大，存在管理方面风险

随着公司在建项目的增多、区域布局的拓展，项目管理、资金管理难度相应加大，对公司项目运营管理能力提出更高的要求。

未来资金需求规模较大

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。

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，销售规模和项目去化速度面临下滑压力

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，房地产行业销售和回款承压；公司在受疫情影响较大的湖北省土地储备占比较高，需关注区域市场需求情况及项目去化速度。

6. 未来发展

公司未来的发展战略目标清晰。

公司将继续实施战略升级，同时积极提升项目周转效率，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。

在定制装修取得一定成效的基础上，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，公司通过延伸地产业务产业链，加大与房地产业务相关产业的股权投资，逐步向商业地产、住房租赁、定制装修等领域扩张，已形成以住宅为主业，商业地产与上下游产业链同步发展的“一核两翼”格局。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2019 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。合并范围变动方面，截至 2019 年底公司纳入合并财务报表范围的子公司以及本部共计 407 户，增加 136 户。2020 年 1－3 月，公司合并范围较年初增加合并单位 20 户。公司合并范围有一定变动，但主营业务连续，财务可比性仍较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 2,341.11 亿元，负债合计 1,908.16 亿元，所有者权益 432.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 197.57 亿元。2019 年，公司实现营业收入 331.49 亿元，净利润 33.16 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 27.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额 280.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 66.91 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 2,600.89 亿元，负债合计 2,131.20 亿元，所有者权益 469.70 亿元，其中归属于母公司所有者权益 210.43 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 90.34 亿元，净利润 9.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.02 亿元；经营活动产生的现金流量净额 35.08 亿元，现金及现金等价物净增加额 111.41 亿元。

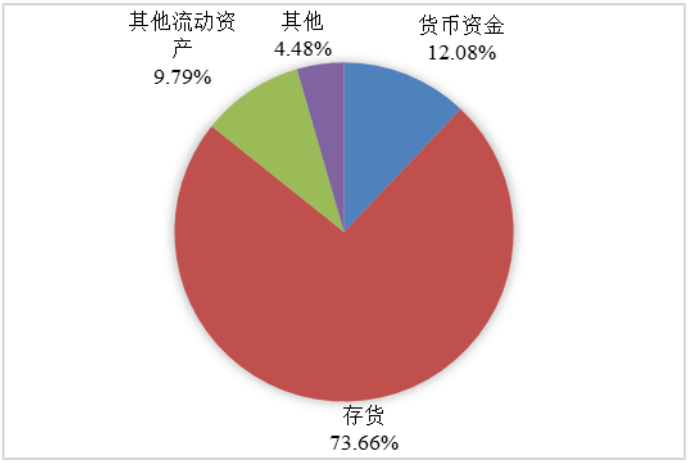
2．资产质量

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。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 2,341.11 亿元，较年初增长 28.48%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 92.24%，非流动资产占 7.76%。公司资产以流动资产为主。

截至 2019 年底，公司流动资产 2,159.33 亿元，较年初增长 27.39%，主要系存货、货币资金和其他流动资产增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 12.08%）、存货（占 73.66%）和其他流动资产（占 9.79%）构成。

图 2　截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

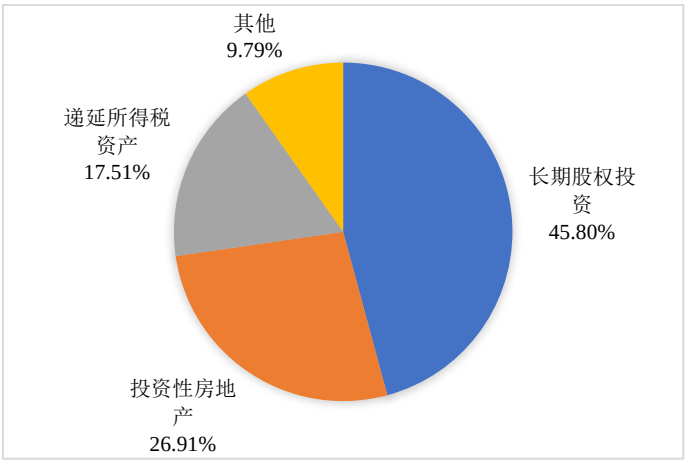
截至 2019 年底，公司货币资金 260.80 亿元，较年初增长 36.27%，主要系销售回款增长所致；货币资金主要由银行存款构成，其中受限货币资金 2.97 亿元，主要为各类保证金，占比 1.14%，受限比例很低。

截至 2019 年底，公司存货 1,590.45 亿元，较年初增长 23.85%，主要系房地产开发投入增加所致。公司存货主要由开发成本（占比 81.12%）和开发产品（占比 17.20%）构成，累计计提跌价准备 167.57 万元。公司存货主要分布于二三线城市，若未来因房地产市场波动或调控政策等因素影响公司房地产项目销售价格出现下滑，公司存货将面临一定跌价风险。

截至 2019 年底，公司其他流动资产 211.39 亿元，较年初增长 54.89%，主要系预收房款增加相应预缴税费增加、新开工或在建项目投入增加相应留抵进项税额增加以及合作方经营往来款增加所致。其中预交税费占比 22.83%，合营联营企业往来款占比 45.72%，合作方经营往来款占比 31.45%，往来款规模较大，存在一定资金占用。

截至 2019 年底，公司非流动资产 181.78 亿元，较年初增长 43.10%，主要系长期股权投资和投资性房地产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 45.80%）和投资性房地产（占 26.91%）构成。

图 3　截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2019 年底，公司长期股权投资 83.25 亿元，较年初增长 28.94%，主要系对合营和联营企业投资增多所致。

截至 2019 年底，公司投资性房地产 48.91 亿元，较年初增长 105.82%，主要系开发产品转为长租公寓所致。公司的投资性房地产主要为位于珠海市用于出租的购物中心华发商都、位于上海市普陀区的办公楼以及位于珠海市和南宁市的长租公寓，采用公允价值计量模式；投资性房地产公允价值变动受国家宏观经济形势、区域经济等影响较大，存在一定的估值波动风险。

截至 2019 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产 420.86 亿元，其中货币资金 2.97 亿元，存货 355.14 亿元，固定资产 0.99 亿元，长期股权投资 12.85 亿元，投资性房地产 48.91 亿元；受限资产占资产总额的 17.98%，公司资产受限程度一般。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 2,600.89 亿元，较年初增长 11.10%，主要系货币资金、存货和其他流动资产增多所致。其中，流动资产占 92.91%，非流动资产占 7.09%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

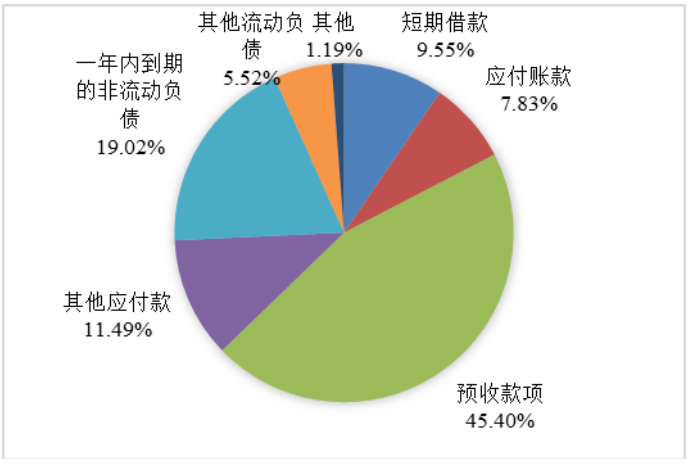
（1）负债

随着公司经营规模扩大，负债规模和债务规模增长较快；公司债务负担较重，且债务结构中短期债务规模和占比偏高。

截至 2019 年底，公司负债总额 1,908.16 亿元，较年初增长 27.19%，流动负债和非流动负债均有所增长。其中，流动负债占 67.55%，非流动负债占 32.45%。公司负债以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债 1,288.94 亿元，较年初增长 29.38%，主要系预收款项增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 9.55%）、应付账款（占 7.83%）、预收款项（占 45.40%）、其他应付款（占 11.49%）、一年内到期的非流动负债（占 19.02%）和其他流动负债（占 5.52%）构成。

图 4　截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2019 年底，公司短期借款 123.08 亿元，较年初下降 2.75%，变化不大；其中抵押借款占比 4.06%，保证借款占比 65.06%，信用借款占比 30.86%，未到期应付利息占比 0.01%。

截至 2019 年底，公司应付账款 100.95 亿元，较年初增长 112.85%，主要系应付工程款增多所致。

截至 2019 年底，公司预收款项 585.23 亿元，较年初增长 49.96%，主要系预收售楼款增多所致。

截至 2019 年底，公司其他应付款 148.13 亿元，较年初增长 35.65%，主要系往来及拆借款和土地增值税准备金增长所致；其他应付款主要由押金及保证金（占 6.00%）、往来及拆借款（占 70.57%）和土地增值税准备金（占 22.44%）构成。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 245.11 亿元，较年初下降 3.48%，变动不大。

截至 2019 年底，公司其他流动负债 71.13 亿元，较年初增长 19.55%，主要系发行短期融资券和美元境外私募债所致；其他流动负债主要由售房尾款资产证券化（占 78.03%）、短期融资券（占 11.80%）和美元境外私募债（占 9.77%）构成。

截至 2019 年底，公司非流动负债 619.22 亿元，较年初增长 22.85%，主要系长期借款增多所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 73.86%）和应付债券（占 20.98%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 457.35 亿元，较年初增长 33.00%，主要系新增保证借款和抵押借款所致；长期借款以保证借款和抵押借款为主。

截至 2019 年底，公司应付债券 129.93 亿元，较年初下降 18.24%，主要系部分转入流动负债所致。截至 2019 年底公司应付债券明细如下表所示。

表9　截至2019年底公司应付债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行日期	债券期限	发行金额	期末余额
15 华发 01	2015/11/26	3+2 年	29.46	29.40
16 华发 01	2016/3/2	3+2 年	5.00	4.99
16 华发 02	2016/3/2	2+1 年	15.00	0.00
16 华发 03	2016/3/21	3+2 年	15.00	14.98
16 华发 04	2016/3/21	2+1 年	14.75	0.00
16 华发 05	2016/9/13	3+2 年	20.00	19.97
18 华发 01	2018/3/14	2+1 年	25.00	24.98
18 华发 03	2018/12/10	2+1 年	15.00	14.94
19 华发 01	2019/2/25	3+2 年	7.50	7.45
19 华发 02	2019/2/25	2+1 年	7.80	7.76
19 华发 03	2019/8/19	3+2 年	5.00	4.96
19 华发 04	2019/8/19	2+1 年	5.00	4.97
17 华发实业 MTN001	2017/6/22	5 年	10.00	9.98
17 华发实业 MTN002	2017/7/27	5 年	10.00	9.98
17 华发实业 MTN003	2017/9/28	5 年	20.00	19.96
18 华发实业 MTN001	2018/10/30	3 年	10.00	9.99
合计	--	--	**214.50**	**184.31**

资料来源：公司年报，联合评级整理

截至 2019 年末，公司全部债务 1,054.72 亿元，较年初增长 12.66%，主要系长期债务增加所致；其中短期债务占 41.42%，长期债务占 58.58%。截至 2019 年底，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 81.51%、70.90%和 58.80%，较年初分别下降 0.83 个百分点、下降 3.52 个百分点和下降 2.17 个百分点。整体看，公司债务负担较重。从全部债务期限结构来看，公司债务到期时间主要分布在 3 年以内。

表 10　截至 2019 年底公司全部债务期限分布情况（单位：亿元）

假设债券全部回售						
项目	**1 年内**	**1~2 年**	**2~3 年**	**3~4 年**	**4 年及以上**	**合计**
短期借款	123.06	--	--	--	--	**123.06**
一年内到期的非流动负债	240.52	--	--	--	--	**240.52**
其他流动负债科目中的有息负债	70.85	--	--	--	--	**70.85**
长期借款	--	159.94	203.85	22.49	71.07	**457.35**
应付债券	14.94	62.65	52.34	--	--	**129.93**
其他非流动负债科目中的有息负债	--	5.00	25.62	--	--	**30.62**
合计	**449.37**	**227.59**	**281.81**	**22.49**	**71.07**	**1,052.33**
假设债券不回售						
项目	**1 年内**	**1~2 年**	**2~3 年**	**3~4 年**	**4 年及以上**	**合计**
短期借款	123.06	--	--	--	--	**123.06**
一年内到期的非流动负债	240.52	--	--	--	--	**240.52**
其他流动负债科目中的有息负债	70.85	--	--	--	--	**70.85**
长期借款	--	159.94	203.85	22.49	71.07	**457.35**
应付债券	--	64.87	52.64	0.00	12.42	**129.93**
其他非流动负债科目中的有息负债	--	5.00	25.62			**30.62**
合计	**434.43**	**229.81**	**282.11**	**22.49**	**83.49**	**1,052.33**

注：上表未包含应付票据
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司其他权益工具 63.74 亿元，全部为永续债。如将永续债调入长期债务，截至 2019 年底，公司全部债务 1,118.46 亿元。其中，短期债务 436.81 亿元（占 39.05%），长期债务 681.65 亿元（占 60.95%）。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 84.23%、75.18%和 64.87%，较调整前分别上升 2.72 个百分点、4.28 个百分点和 6.07 个百分点，公司债务负担很重。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 2,131.20 亿元，较年初增长 11.69%，主要其他流动负债和长期借款增长所致。其中，流动负债占 63.50%，非流动负债占 36.50%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 1,229.83 亿元，较年初增长 16.60%，主要系长期债务增长所致。其中，短期债务 455.45 亿元（占 37.03%），长期债务 774.38 亿元（占 62.97%），较年初增长 25.32%。截至 2020 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 81.94%、72.36%和 62.25%，较年初分别提高 0.43 个百分点、提高 1.47 个百分点和提高 3.45 个百分点。

（2）所有者权益

公司所有者权益规模保持增长，权益中其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比较高，权益稳定性较弱。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 432.95 亿元，较年初增长 34.52%，主要系少数股东权益、其他权益工具和未分配利润增加所致；其中，归属于母公司所有者权益占比为 45.63%，少数股东权益占比为 54.37%。归属于母公司所有者权益中，股本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 10.72%、32.26%、5.78%、0.44%和 45.58%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 469.70 亿元，较年初增长 8.49%，主要系少数股东权益和未分配利润增多所致；所有者权益结构较年初变化不大。

4. 盈利能力

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;投资收益对营业利润贡献较大；公司整体盈利能力有待提高。

2019 年，公司实现营业收入 331.49 亿元，同比增长 39.87%，主要系交付房屋结转的销售收入增长所致。2019 年，公司实现净利润 33.16 亿元，同比增长 38.08%；其中归属于母公司所有者的净利润 27.85 亿元。

期间费用方面，2019 年，公司期间费用总额为 29.68 亿元，同比增长 47.36%，主要系销售费用和管理费用增多所致；其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 44.63%、43.52%、2.81%和 9.04%。2019 年，公司销售费用和管理费用分别同比增长 44.62%和 48.99%，主要系随着公司经营规模扩大、相应费用增多所致。2019 年，公司新增研发费用主要是下属子公司珠海华发景龙建设有限公司、建泰建设有限公司等研发项目支出新增所致。2019 年，公司财务费用 2.68 亿元，同比增长 15.98%，主要系利息支出增多所致。

利润构成方面，2018－2019 年，投资收益占公司营业利润的比例分别为 20.23%和 16.54%，2018 年以来占比较高，主要系权益法核算的长期股权投资收益大幅增长所致；投资收益对营业利润贡献较大。

盈利指标方面，2019 年，公司营业利润率为 20.12%，同比提高 1.19 个百分点。2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.22%、2.64%和 8.79%，同比分别提高 0.52 个百分点、提高 0.34 个百分点和提高 0.60 个百分点，随着利润规模增长而有所提高，但与同行业其他主要上市公司比较，公司盈利能力仍有待提高。

表 11　房地产开发类上市公司 2019 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
中国海外发展	33.66	15.57	9.57
首创置业	26.86	6.96	3.83
华润置地	37.91	18.38	8.76
中国金茂	29.44	17.17	5.05
华发股份	**29.62**	**16.08**	**2.24**

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 数据
资料来源：Wind

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 90.34 亿元，同比增长 34.73%，主要系房产项目收入增加所致；实现净利润 9.04 亿元，同比增长 20.42%；其中归属于母公司所有者的净利润 6.02 亿元。

5. 现金流

公司经营活动现金流持续净流入;公司将购地支出计入投资活动现金流,因获取土地规模较大，投资活动现金流持续净流出；公司筹资活动前净现金流持续为负，融资需求较大。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 558.71 亿元，较上年增长 50.54%，主要系销售回款增多所致。2019 年，公司经营活动现金流出 278.36 亿元，较上年增长 31.83%，主要系房地产开发建设支出和支付的各项税费增多所致。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额 280.35 亿元，较上年增长 75.24%，持续净流入。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 56.64 亿元，较上年增长 23.88%，主要系取得投资收益收到的现金增多所致。公司将购地支出计入投资活动现金流，2019 年，公司投资活动现

金流出 377.92 亿元，较上年增长 6.15%。2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额-321.28 亿元，持续净流出。

2018－2019 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-150.31 亿元和-40.92 亿元，公司筹资活动前净现金流持续为负，融资需求较大。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 841.07 亿元，较上年增长 45.55%，主要系取得借款收到的现金增多所致。2019 年，公司筹资活动现金流出 733.26 亿元，较上年增长 108.75%，主要系偿还债务支付的现金增多所致。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 107.81 亿元，持续净流入。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 35.08 亿元，投资活动产生的现金流量净额 -78.33 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 154.74 亿元。

6. 偿债能力

公司债务负担较重，短期、长期偿债能力指标有待提高。考虑到公司股东背景较强、区域竞争力突出、项目储备充裕、融资渠道通畅等因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018－2019 年，公司流动比率分别为 1.70 倍和 1.68 倍，2019 年底有所下降主要系预收款项增长较快所致；速动比率分别为 0.41 倍和 0.44 倍。公司流动资产对流动负债的保障程度一般。2018－2019 年，公司现金短期债务比分别为 0.44 倍和 0.60 倍，现金类资产对短期债务的保障程度有待提升。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 较上年增长 46.69%，主要系利润总额增多所致；EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 19.71%）和利润总额（占 78.34%）构成。2018－2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 0.70 倍和 0.79 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度不足 1 倍；EBITDA 全部债务比分别为 0.04 倍和 0.05 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期债务偿债能力较弱。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 32.81 亿元，占净资产的 7.58%；公司面临一定或有负债风险。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2020 年 5 月 20 日，公司无未结清不良或关注类信贷信息。

截至 2019 年底，公司重大未决诉讼。

截止 2019 年底，公司共获得授信总额 1,523.3 亿元，已使用 687.2 亿元，未使用 836.1 亿元，间接融资渠道较为畅通。公司系上海证券交易所上市公司，融资渠道较为多元。

7. 母公司财务分析

母公司资产以其他应收款和长期股权投资为主，负债以其他应付款和应付债券为主，母公司资产负债率较高；所有者权益稳定性一般，利润以投资收益为主。

截至 2019 年底，母公司资产总额 1,030.16 亿元，较年初增长 14.93%，流动资产和非流动资产均有所增长。其中，流动资产 578.13 亿元（占比 56.12%），非流动资产 452.03 亿元（占比 43.88%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 10.83%）、其他应收款（占 72.28%）、存货（占 7.84%）和其他流动资产（占 9.00%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 97.75%）构成。截至 2019 年底，母公司货币资金为 62.61 亿元。

截至 2019 年底，母公司负债总额 817.87 亿元，较年初增长 11.44%。其中，流动负债 660.61 亿元（占比 80.77%），非流动负债 157.26 亿元（占比 19.23%）。从构成看，流动负债主要由其他应付

款（占85.22%）和一年内到期的非流动负债（占8.89%）构成，非流动负债主要由长期借款（占17.38%）和应付债券（占82.62%）构成。截至2019年底，母公司资产负债率为79.39%，较年初下降2.48个百分点。

截至2019年底，母公司所有者权益为212.28亿元，较年初增长30.68%，主要系其他权益工具增长所致；其中，股本为21.17亿元（占9.97%）、资本公积合计54.74亿元（占25.79%）、未分配利润合计62.36亿元（占29.38%）、盈余公积合计10.65亿元（占5.02%），所有者权益稳定性一般。

2019年，母公司营业收入为0.58亿元，净利润为26.35亿元，净利润以投资收益为主。

2019年，母公司经营活动产生的现金流量净额9.31亿元，投资活动产生的现金流量净额23.08亿元，筹资活动产生的现金流量净额-11.80亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况看，截至2020年3月底，公司现金类资产374.27亿元，为“15华发01”和“20华发02”当前余额（45.255亿元）的8.27倍，覆盖程度较高；净资产为469.70亿元，为“15华发01”和“20华发02”当前余额（45.255亿元）的10.38倍，覆盖程度较高。

从盈利情况看，2019年公司EBITDA为56.11亿元，为“15华发01”和“20华发02”当前余额（45.255亿元）的1.24倍，覆盖程度较高。

从现金流情况看，2019年公司经营活动现金流入为558.71亿元，为“15华发01”和“20华发02”当前余额（45.255亿元）的12.35倍，覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为区域房地产行业的龙头企业，在区域内品牌影响力、土地储备、资本实力等方面的优势，联合评级认为，公司对“15华发01”和“20华发02”的偿还能力极强。

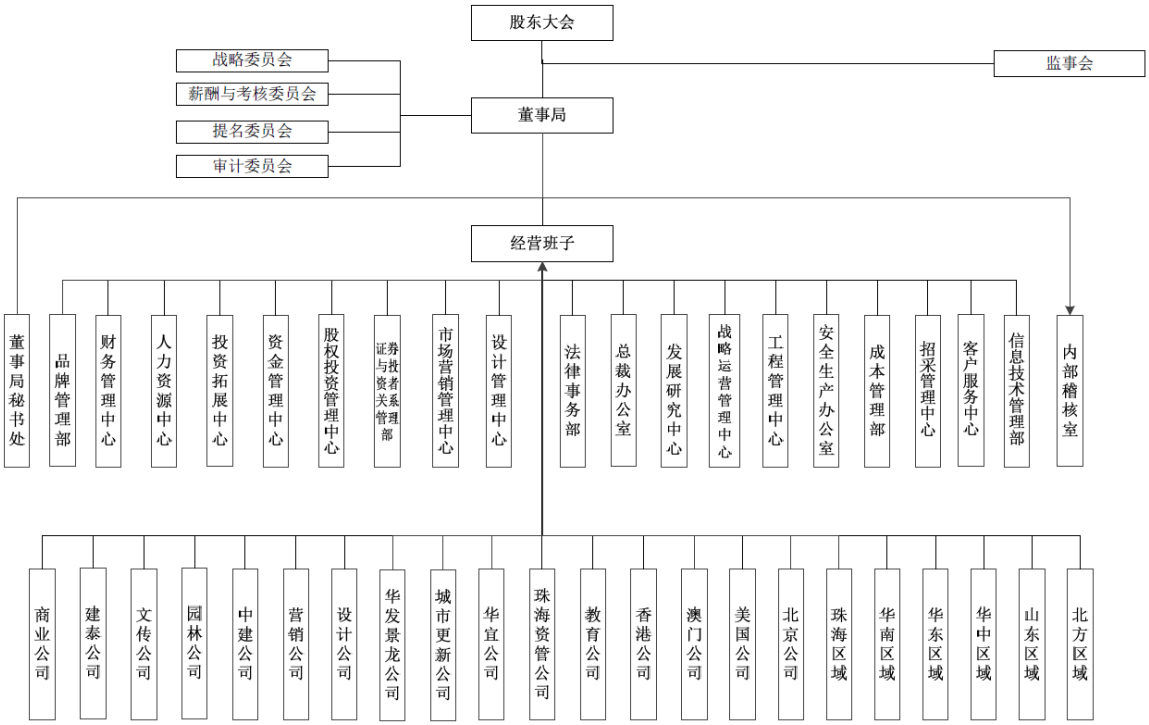
八、综合评价

2019年，公司继续推进全国化战略布局，区域布局有所优化；公司作为珠海市国资委旗下的上市房企，有较高的品牌知名度和丰富的项目开发经验，融资渠道畅通；2019年，公司合同销售金额保持较快增长态势，土地储备充足。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、三线城市项目面临一定的去化风险、公司未来资金需求较大、债务负担较重且债务结构有待改善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，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“15华发01”和“20华发02”债项信用等级为AAA。

附件 1　截至 2019 年底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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,422.90	1,822.09	2,341.11	2,600.89
所有者权益（亿元）	264.79	321.84	432.95	469.70
短期债务（亿元）	194.95	433.39	436.81	455.45
长期债务（亿元）	546.42	502.78	617.90	774.38
全部债务（亿元）	741.37	936.17	1,054.72	1,229.83
营业收入（亿元）	199.48	236.99	331.49	90.34
净利润（亿元）	17.74	24.02	33.16	9.04
EBITDA（亿元）	28.22	38.25	56.11	--
经营性净现金流（亿元）	110.99	159.99	280.35	35.08
流动资产周转次数（次）	0.17	0.16	0.17	--
存货周转次数（次）	0.15	0.15	0.16	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.15	0.16	--
现金收入比率（%）	118.24	146.61	160.07	95.64
总资本收益率（%）	2.22	2.70	3.22	--
总资产报酬率（%）	2.15	2.30	2.64	--
净资产收益率（%）	7.14	8.19	8.79	--
营业利润率（%）	18.28	18.93	20.12	18.30
费用收入比（%）	5.93	8.50	8.95	5.75
资产负债率（%）	81.39	82.34	81.51	81.94
全部债务资本化比率（%）	73.68	74.42	70.90	72.36
长期债务资本化比率（%）	67.36	60.97	58.80	62.25
EBITDA 利息倍数（倍）	0.74	0.70	0.79	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.04	0.05	--
流动比率（倍）	2.16	1.70	1.68	1.79
速动比率（倍）	0.45	0.41	0.44	0.53
现金短期债务比（倍）	0.60	0.44	0.60	0.82
经营现金流动负债比率（%）	18.18	16.06	21.75	2.59
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.62	0.85	1.24	--

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. 公司其他流动负债中的债务已计入短期债务，其他非流动负债中的债务已计入长期债务；4. 本报告所采用的部分财务指标计算公式与公司年报所披露计算口径存在一定差异

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	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-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+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。