

信用等级公告

联合[2015]490 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发行的 2015 年公司债券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 AA，评级展望为“稳定”

珠海华发实业股份有限公司拟发行的 2015 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

信评委主任：

二零一五年九月八日

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

2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 30 亿元（含）

债券期限：不超过 5 年（含），附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本或提前偿还本金

评级时间：2015 年 9 月 8 日

主要财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额(亿元)	289.64	437.28	674.31	755.89
所有者权益(亿元)	87.48	100.63	129.86	131.74
长期债务(亿元)	83.42	146.42	210.84	308.95
全部债务(亿元)	123.27	227.82	400.07	468.94
营业收入(亿元)	45.47	70.17	71.04	22.33
净利润(亿元)	5.87	5.48	6.29	2.35
EBITDA(亿元)	9.86	10.08	10.20	--
经营性净现金流(亿元)	-6.09	8.72	20.32	5.64
营业利润率(%)	30.66	19.72	20.36	27.41
净资产收益率(%)	7.48	5.82	5.46	1.80
资产负债率(%)	69.80	76.99	80.74	82.57
全部债务资本化比率(%)	58.49	69.36	75.49	78.07
流动比率	2.39	2.26	1.92	2.24
EBITDA 全部债务比	0.08	0.04	0.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.25	0.60	0.32	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.33	0.34	0.34	--

注：本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；本报告财务数据及指标计算均为合并口径；二季度指标未年化。

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区域房地产行业的龙头企业，近年来，在房地产行业景气度波动的背景下，公司营业收入持续稳健增长，区域内品牌影响力较大。公司业务主要以珠海当地为主，同时覆盖部分国内重要的一、二线城市，土地储备较充足。同时，联合评级也关注到房地产市场波动、公司产品区域分布相对集中、在建项目资金需求较大以及资产负债率较高等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

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持续提升。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以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是区域房地产行业龙头企业，在品牌影响力、产品品质等方面居于区域内领先地位。

2. 公司建立了成熟、高效的采购、经营、销售和管理体系，保障公司在建项目较快实现销售和回款，有利于公司经营和财务安全。

3. 公司土地储备主要位于一二线城市，地理位置良好，为公司塑造品牌形象和提升盈利能力奠定了良好基础，较大规模的土地储备为公司的可持续发展奠定了良好基础。

4. 近年来，公司销售收入保持增长，随着公司现有在售项目实现销售以及在建项目逐步进入销售阶段，公司收入、利润规模有望进一步提升。

关注

1. 虽然近期房地产政策出现放松迹象，但整体看房地产行业高速发展的阶段已经过去。未来公司受房地产周期调整的影响需持续关注。

2. 公司土地储备相对集中于若干一二线城市，其中一线城市的金额占比较大，二线城市则面积占比较大，需关注部分地区房地产市场变化对公司整体经营的影响。

3. 公司在建项目规模较大，预计随着公司经营规模的扩大，对建设开发资金的需求将保持较大规模，需关注公司经营现金流与开发资金需求的匹配情况。

4. 公司资产负债率较高，公司短期债务规模较大，面临一定短期支付压力，未来较大规模的长期债务的集中偿付也加大了公司偿债压力。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@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.unitedrating.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）与珠海华发实业股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与珠海华发实业股份有限公司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，未因珠海华发实业股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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公司相关资料主要由珠海华发实业股份有限公司提供，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珠海华发实业股份有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：

钟晓 周旭

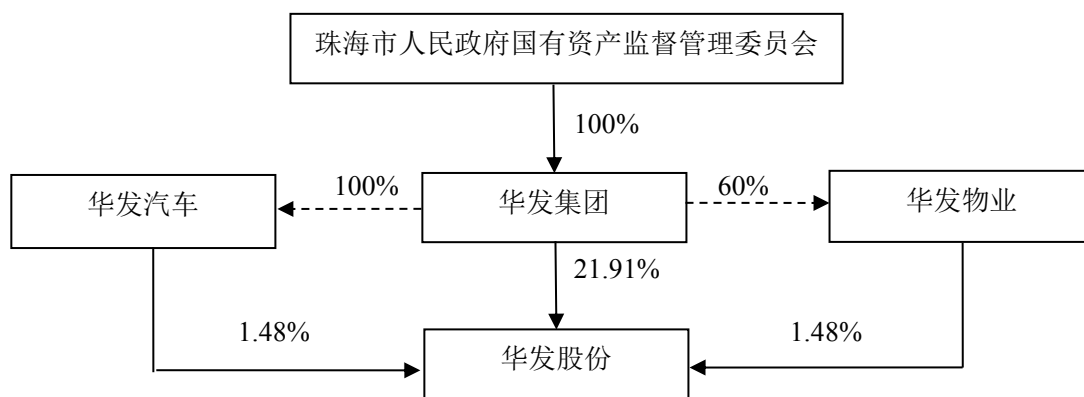
联合信用评级有限公司

一、主体概况

珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”或者“公司”）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）。

历经数次转股增资等，截至2015年6月底，公司注册资本为人民币8.17亿元。华发集团直接持有公司21.91%的股份，通过全资子公司华发汽车、控股子公司华发物业间接持有公司2.96%的股份。公司实际控制人为珠海市国有资产监督管理委员会。公司2015年6月末的股权结构如下：

图1 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、化工等业务。

截至2015年6月底，公司下设战略与运营管理部、工程技术部、产品研发部、市场营销管理部、成本部、资金部、计划部，招标采购部，投资拓展部，内部稽核部等职能部门（详见附件1）；下辖72家全资子公司和27家控股子公司。

截至2014年底，公司合并资产总额674.31亿元，负债总额544.45亿元，所有者权益（含少数股东权益60.72亿元）129.86亿元。2014年，公司实现合并营业收入71.04亿元，净利润（含少数股东损益-0.18亿元）6.29亿元。经营活动产生的现金流量净额20.32亿元，现金及现金等价物净增加额0.94亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额755.89亿元，负债总额624.16亿元，所有者权益（含少数股东权益60.99亿元）131.74亿元。2015年1~6月，公司实现合并营业收入22.33亿元，净利润（含少数股东损益-0.08亿元）2.35亿元。经营活动产生的现金流量净额5.64亿元，现金及现金等价物净增加额10.18亿元。

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

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 2015 年公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券面向合格投资者公开发行，发债规模为不超过人民币 30 亿元，期限为不超过 5 年（附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权）。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。本次债券票面利率由公司和主承销商按照发行时簿记建档结果共同协商确定，具体面向合格投资者发行的票面利率确定方式视发行时上证所相应交易规则确定。

2. 本次债券募集资金用途

公司拟将本次债券募集资金扣除发行费用后用于补充公司流动资金及偿还银行贷款。

三、行业分析

公司主营业务为房地产开发与销售、物业投资、物业管理以及建筑设计，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，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产开发企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房企普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产开发企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房企较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产开发企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产开发企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地政府相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动，但在整个宏观经济增速放缓背景下，我国房地产行业整体呈现下行趋势。

2014年全年，全国房地产开发投资95,036亿元，名义同比增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速比2013年回落9.3个百分点。其中，房屋施工面积72.65亿平方米，同比增长9.2%，新开工面积17.96亿平方米，同比下降10.7%，降幅扩大1.7个百分点。

2015年上半年，全国房地产开发投资43,955亿元，同比名义增长4.6%，增速比上年同期回落9.5个百分点。其中，房屋施工面积63.76亿平方米，同比增长4.3%，新开工面积6.75亿平方米，同比下降15.8%，降幅收窄0.2个百分点，政策宽松效果逐步显现。

图2 2006年~2015年5月全国房地产市场发展情况 单位：%



资料来源：国家统计局，联合评级整理。

总的来看，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，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。进入2015年上半年，房地产开发企业到位资金、土地购置面积和新开工面积作为房地产开发投资走势的先行指标，降幅均有所收窄，显示出房地产业有向好迹象。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。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能力，加之需求端的限购等政策，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。

2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，全国300个城市共成交土地11.96亿平方米，较上年同期下降15%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，全国300个城市住宅类用地平均溢价率回调8个百分点至16%。尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。

表1 2012年~2015年6月全国300个城市土地交易情况

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
推出面积 (万平方米)	158,084	177,964	135,659	47,372
同比	-8%	13%	-24%	-29%
成交面积 (万平方米)	119,595	143,569	104,032	33,362
同比	-15%	20%	-28%	-40%
出让金 (亿元)	19,504	31,305	23,412	7,835

同比	-13%	61%	-25%	-38%
楼面均价（元/平方米）	942	1,174	1,234	1,269
同比	-1%	25%	5%	4%
土地平均溢价率	8%	16%	10%	10%
同比	下降 4 个百分点	上升 8 个百分点	下降 6 个百分点	下降 2 个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理。

2014年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。全年全国300个城市土地供求量均有较大程度跌幅，推出面积及成交面积比2013年分别减少24%和28%，各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至10%。其中，住宅类用地平均溢价率为12%，较2013年同期下降7个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为1,234元/平方米，同比上涨6%。从各线城市来看，一线城市推出面积0.37亿平方米，成交土地面积0.34亿平方米，同比分别减少26%和27%；楼面均价7,705元/平方米，同比上涨41%；土地溢价率25%，比2013年下降7个百分点，但土地价格依然相对坚挺。二线城市推出土地面积5.20亿平方米，成交土地面积4.32亿平方米，同比分别减少20%和23%，跌幅为各线城市最小；楼面均价1,337元/平方米，同比下降4%；土地溢价率8%，同比下降8个百分点。三四线城市推出土地面积8.00亿平方米，成交土地面积5.74亿平方米，同比分别减少26%和36%，跌幅最大；楼面均价724元/平方米，同比下降2%；土地溢价率6%，同比下降4个百分点。整体看，一线城市地价较为坚挺，二三四线城市土地市场遇冷。

2015年上半年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于去年同期，仅楼面均价小幅上调。从各线城市来看，各线城市推出土地面积及成交土地面积同比均有大幅下降。一线城市土地溢价率也出现大幅下滑，比2014年同期下降16个百分点至17%；仅有楼面均价小幅上涨9%至8,829元/平方米。二线城市楼面均价及土地溢价率同比分别微涨至1,393元/平方米和10%；三四线城市则延续下行趋势，微跌至722元/平方米和5%。

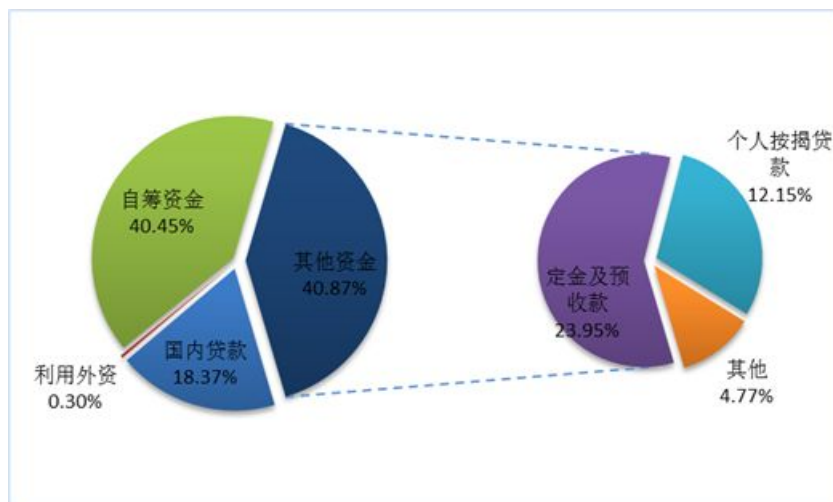
总体看，在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量出现较大下滑；但房企对重点城市优质地块的争夺未有丝毫减退，从而使得楼面均价仍然保持在较高水平，不过与一线城市相比，二三四线城市土地溢价率及楼面均价均有所降低，房企土地成本压力亦有所减轻。值得注意的是，2013年由于房企拿地成本较高、成交面积较大，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

（2）开发资金来源状况

2008年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。据国家统计局数据显示，2014年，房地产开发企业到位资金121,991亿元，比上年下降0.1%，增速比2013年回落26.6个百分点，结束了自2000年以来的正向增长。其中，国内贷款21,243亿元，增长8.0%，较2013年回落25.1个百分点；利用外资639亿元，增长19.7%，较2013年回落13.1个百分点；自筹资金50,420亿元，增长6.3%，较2013年回落15个百分点；其他资金49,690亿元，下降8.8%，较2013年回落37.7个百分点。在其他资金中，定金及预收款30,238亿元，下降12.4%，较2013年回落42.4个百分点；个人按揭贷款13,665亿元，下降2.6%，较2013年回落35.9个百分点。整体看，2014年银行信贷政策的收紧，使得房地产企业所获国内贷款增速出现了较大回落，个人按揭贷款更是出现了小幅下降；同时，房地产市场的低迷也降低

了定金及购房款的预缴额度。

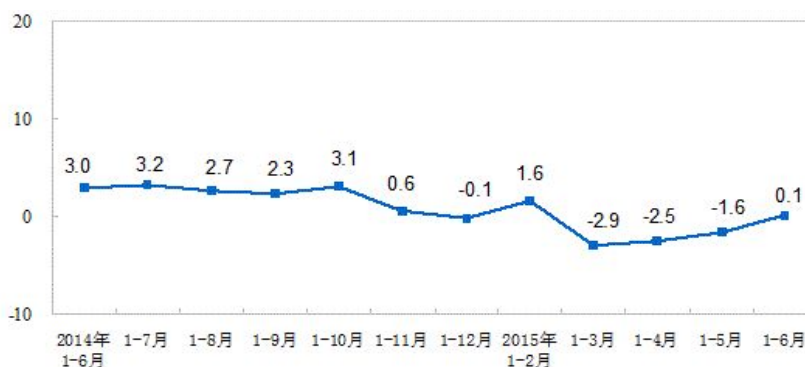
图3 2015年6月末房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

进入2015年，房地产开发企业到位资金增速较2014年同期有较大下滑，但已逐步显示出向好趋势。2015年前6个月，房地产开发企业到位资金58,948亿元，同比增长0.1%，降幅比1~5月份收窄1.7个百分点。其中，国内贷款10,831亿元，下降4.1%；利用外资179亿元，下降3.9%；自筹资金23,844亿元，增长0.1%；其他资金24,095亿元，下降2.0%。在其他资金中，定金及预收款14,121亿元，下降0.9%；个人按揭贷款7,163亿元，增长10.0%。

图4 全国房地产开发企业本年资金到位增速 单位：%



资料来源：国家统计局

总体看，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但在央行“930新政”下，随着金融机构对个人住房贷款投放力度的加大，房地产企业资金压力有望获得一定缓解。

(3) 市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2012年在一系列调控政策作用下，房地产市场整体运行稳定。全年房屋竣工面积9.94亿平方米，较2011年增长7.3%；商品房销售面积11.13亿平方米，较2011年增长1.8%。2013年房地产市场稳中有升，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。统计数据显示，受市场看淡影响，过去几年新开工面积增速的减缓导致2013年房屋竣工面积增速回落5.3个百分点；但商品房销售面积同比增长17.3%，也显示出了2013年房地产市场需求依然旺盛。

图 5 2006~2015 年 6 月全国商品住宅供求情况

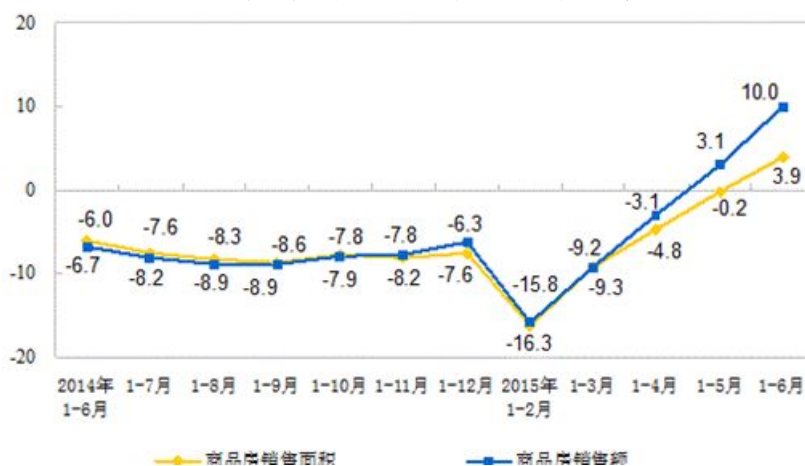


资料来源：国家统计局，联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于 1 说明供不应求，小于 1 说明供大于求。

2014 年，尽管有多轮政策调整刺激住房需求，市场观望情绪仍然强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。全年，商品房销售面积 12.06 亿平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 7.63 万亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，2014 年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落。全年房屋竣工面积 10.75 亿平方米，其中住宅竣工面积 8.09 亿平方米，同比增长 2.7%。

图 6 全国商品房销售面积和销售额增速情况 单位：%



资料来源：国家统计局

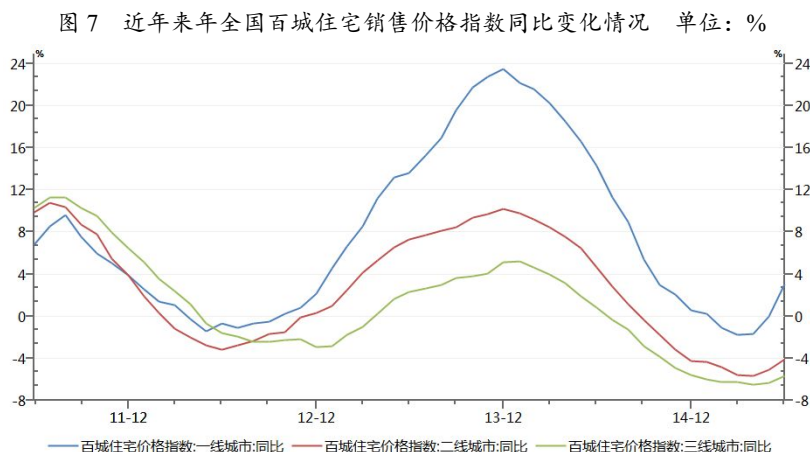
2015 年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。上半年，商品房销售面积 5.03 亿平方米，同比增长 3.9%，增速由负转正，环比提高 4.1 个百分点。1~6 月份商品房销售额 34,259 亿元，比 1~5 月增长 10.0%，增速环比提高 6.9 个百分点。从供给方面看，2015 年上半年房地产竣工面积 2.66 亿平方米，同比下降 13.3%，其中住宅竣工面积 1.96 亿平方米，下降 16.2%。

总体看，2015 年以来在政府调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放下，楼市逐步回暖趋势已基本确定，但未来行业的发展走向仍需继续关注。

(4) 销售价格情况

从商品房销售价格看，2010 年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011 年 9 月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷

纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入 2012 年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于 2012 年 6 月实现环比小幅上涨，结束了连续 9 个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2013 年 12 月百城住宅均价为 10,833 元/平方米，同比上涨 11.51%。2014 年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，跌幅扩大 0.33 个百分点，如下图所示。



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 年二季度百城住宅价格平均为 10,573 元/平方米，各月份较去年同期均下跌 2.7%~4.5%，跌幅明显收窄，较一季度环比有所回升，其中五月和六月环比上涨 0.45%和 0.56%，市场有所回暖。

总的来看，从 2008 年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013 年也已经基本确立了持续上涨趋势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，预计 2015 年随着利好政策逐步落地实施，需求将进一步释放，房价将继续稳中看涨。

3. 竞争格局

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。

进入 2014 年，行业集中度进一步提升。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 17.49%和 23.49%，较上年分别提高了 4.22 个和 5.24 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.26%和 13.51%，较上年分别提高了 1.89 和 2.39 个百分点（详见下表）。

表 2 2010~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	17.49%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	23.49%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	10.26%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.51%

资料来源: 联合评级搜集整理

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，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表3 2015年中国房地产开发公司测评前10强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

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

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表4 2013年~2015年6月主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014年9月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014年10月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
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3月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限

资料来源：联合评级搜集整理

2014年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议

“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

2015年上半年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月三次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至5.4%，公积金贷款利率降至3.5%，均已处于历史低位。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年上半年出台的主要房地产调控政策看，预计短期内房地产业政策环境向好，需关注政策持续性，及未来房地产市场对政策的反应程度。

5. 行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入2014年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

资金成本上升

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2013年房地产行业平均负债率有所上升，139家房企的平均负债率为63.15%，相较于2012年的61.64%上升了近两个百分点，逾四成房企资产负债率超过70%。在宏观经济增速放缓，市场资金面偏紧常态化的情况下，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获

得超额利润。

6. 行业发展

调控政策行政化和长期化

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。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，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，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

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，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，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。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，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小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

7. 区域经济

珠海是珠江三角洲南段的一个重要城市，是我国五个经济特区之一。国务院2008年底颁布实施《珠江三角洲改革发展规划纲要（2008-2020年）》，明确珠海为珠江口西岸的核心城市。截至2013年末，土地面积为1,724.32平方公里，常住人口159.03万人，户籍人口108.57万人。2013年珠海市完成地区生产总值1857.32亿元，同比增长10.3%，增速高于全国和全省平均水平。全年实现固定资产投资达1,135.05亿元，同比增长23.5%。

根据珠海市统计局数据显示，2014年全年珠海市房地产开发投资388.30亿元，比上年增长42.5%。在房地产开发投资中，商品房住宅投资268.34亿元，增长28.0%。其中，90平方米及以下住宅投资60.39亿元，增长24.3%；90~144平方米住宅投资154.67亿元，增长71.5%；144平方米及以上住宅投资53.28亿元，下降27.9%；别墅、高档公寓投资14.02亿元，增长195.0%。办公楼和商业营业用房投资44.03亿元和39.88亿元，分别增长283.4%和118.7%。全年商品房施工面积2,055.98万平方米，增加10.9%，其中商品住宅1,401.81万平方米，增加7.3%。商品房竣工面积166.21万平方米，减少56.4%，其中住宅128.50万平方米，减少57.2%。商品房销售面积336.09万平方米，减少1.8%，其中住宅292.97万平方米，减少4.7%。年末商品房待售面积176.61

万平方米，增加 8.1%，其中住宅 114.91 万平方米，减少 0.6%。

表 5 2014 年珠海市房地产开发和销售主要指标

指标	单位	绝对数	比上年增长 (%)
房地产开发投资	亿元	388.3	42.5
其中：土地购置费	亿元	127.21	234.8
住宅	亿元	268.34	28
房屋施工面积	万平方米	2,055.98	10.9
其中：住宅	万平方米	1,401.81	7.3
房屋新开工面积	万平方米	563.93	33.3
其中：住宅	万平方米	372.32	28.1
房屋竣工面积	万平方米	166.21	-56.4
其中：住宅	万平方米	128.5	-57.2
商品房销售面积	万平方米	336.09	-1.8
其中：住宅	万平方米	292.97	-4.7
本年资金来源小计	亿元	1,180.94	48.5
其中：国内贷款	亿元	357.68	79.9
个人按揭贷款	亿元	119.47	34.2
本年购置土地面积	万平方米	76.87	37
商品房销售额	亿元	461.85	17.6
待售面积	万平方米	176.61	8.1
其中：住宅	万平方米	114.91	-0.6

资料来源：2014 年珠海市国民经济和社会发展统计公报

总体看，珠海市的房产投资增量趋于稳定快速增长的态势，随着宏观政策的松动，未来几年有望维持较高的投资增速。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

规模较大，区域竞争力较强

截至 2014 年底，公司总资产 674.31 亿元，营业收入达 71.04 亿元，营业利润 8.45 亿，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。公司有一级房地产开发资质。华发股份已形成以珠海为重点区域同时布局上海、广州、武汉、大连市、沈阳市和南宁市等地区的具有较大规模的房地产企业。公司控股股东珠海华发集团作为珠海市国资委重要的下属公司，承担了大部分珠海市综合城市运营和基础设施建设等政府职能，在公司融资、项目建设及与政府协调方面能够给予公司较好的支持。

较强的房地产综合营运能力

公司自上世纪八十年代初期开始在珠海从事房地产开发经营，先后建成“华发新城”、“华发世纪城”、“华发水郡”、“华发蔚蓝堡”等楼盘。公司有较丰富的住宅开发经验以及专业的管理团队，对房地产市场发展趋势的把握较好；其次，在公司利用资本运作促进产业运营方面优势突出。2004 年 2 月，公司成功在上交所上市，资本市场加速了公司运营，公司整体实力稳步增强

显著的品牌优势

公司是珠海市实力较强的房地产上市公司，在区域内具有较强的品牌优势。2008 年 4 月公司荣获“第七届广东地产资信 20 强”，同年 7 月荣获“中国人居 10 年·杰出贡献企业奖”，同年 12 月荣获“广东省 2008 感动社会模范房地产企业”、“广东省 2008 年度责任房企”，华发新城

五期被评为“2008年度广东省最畅销楼盘”；在“博鳌论坛2009中国房地产预警与产业振兴发展峰会暨2009中国房地产品牌地产榜颁奖盛典”中，公司荣获“2009中国房地产十佳诚信开发企业”，华发世纪城荣获“2009中国房地产十佳建筑品质金奖楼盘”；2009年6月公司荣获“第八届广东地产资信20强”；2010年3月华发新城被授予“和谐家园”称号，成为珠海首个“外国人融入社区”示范点；2011年7月公司获得2010年度广东省房地产企业社会责任示范企业；2014年6月华发新城五期项目获得广东省绿色住区称号。

区域市场领导地位

较强的运营能力、品牌优势及充足的土地储备使得公司保持在珠海房地产市场的领先优势，2014年公司居珠海房地产市场占有率首位，2012~2014年销售面积市场占有率分别为25.95%、20.71%和25.39%。公司已形成珠海区域内市场的稳固领导地位。

充足的土地储备

公司在立足珠海的基础上，积极向外扩张，根据目标城市实际情况以及公司资金状况，坚持以合理的价格，相对宽松、灵活的付款方式取得土地储备，相继在南宁、沈阳、广州、上海、武汉等地增加土地储备。目前，公司已在珠海市、广州市、上海市、武汉市、大连市、沈阳市及南宁市拥有与公司发展战略相匹配的土地储备。截至2014年底，公司在建项目和拟建项目计入容积率建筑面积超过900万平方米，按照公司现有开发速度，公司储备土地可保证公司未来3~4年的开发。

总体看，公司经营规模较大，土地储备丰富，项目覆盖珠海及部分一二线城市，品牌影响力较大。

2. 人员素质

截至2015年6月底，公司有董事、监事和高级管理人员22人。公司高管均有丰富的行业经验和管理经验，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

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。历任华发集团助理总经理、副总经理，公司董事局秘书、董事；华发集团法定代表人、董事长；公司董事局副局长，后兼任公司总裁。系珠海市第八届人民代表大会代表，中国共产党珠海市第七届委员会候补委员。2014年4月起任公司董事局主席。

公司董事、总裁陈茵女士，生于1970年11月，硕士研究生学历。历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，公司销售部经理、总经理助理、副总裁。现为公司董事、总裁。

截至2015年6月底，公司总人数2,582人，其中，高层管理者（含股份本部、各下属公司高管）133人，占5.2%；中层管理者305人，占11.8%；其他员工2,144人，占83%。大专及以下1,164人，占45%；本科1,264人，占49%；硕士145人，占5.6%；博士9人，占0.4%。30岁以下1,320人，占51%；31-40岁866人，占33.5%；41-50岁321人，占12.5%；51岁以上75人，占3%。

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、管理分析

1. 治理结构

公司建立了完善的法人治理结构。公司设有股东大会、董事局、监事会，董事局下设战略委

员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会四个专门委员会。公司董事局由 11 名董事组成，其中 4 名为独立董事。人数和人员构成：任期三年，董事局主席 1 人，董事局主席及董事由股东委派及撤换，届满经继续委派可连任；董事局对股东负责，执行股东的决定，制订公司的经营方针、预决算方案等。公司设监事会，监事会成员 3 人，其中监事长 1 人，由股东委派，任期三年，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。公司实行董事局领导下的总裁负责制，公司设总裁 1 人，副总裁若干人，由董事局聘任，对董事局负责；公司经理主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事局决议并接受董事局和监事的监督。

总体看，公司建立、健全了法人治理结构，有完善的股东大会、董事局、监事会和管理层的独立运行机制，组织机构健全、清晰，其设置充分体现了分工明确、相互制约的治理原则。各机构之间的管理、分工、协作和信息沟通关系良好，机构设计必要、合理，运行有效。

2. 管理体制

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，在建设施工、安全质量、经营管理、财务会计等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的主要环节。公司下设战略与运营管理部、工程技术部、产品研发部、市场营销管理部、成本部、资金部、计划部，招标采购部，投资拓展部，内部稽核部等职能部门，各部门职责明确、分工清晰，形成了较为完整运营管理体系。

公司通过战略管控委员会对项目的进度、成本、价格、利润和物资采购进行管理。对每一个拟投资项目，地区公司将相关方案上报战略管控委员会评审会进行评审，形成项目目标下达给区域公司和地区公司，对项目的进度、成本、价格、利润等进行框架性的规定。项目执行过程中，若上述指标超过了评审会设定的目标，需要经过公司进行核准。

公司建立了完善的内部管理信息系统，公司总部能够监控所有在建项目的建设、成本、销售等情况，及时发现问题并快速进行分析和纠正。

开发建设管理方面，公司建立了严格的质量控制体系，由公司的招标及采购部、工程技术部联合组成项目小组，负责项目质量管理，建立了对方案设计图和施工图的会审制度，保证项目的切实可行。对施工单位的质量考核方面，公司对每一项工程的施工单位都采用招投标的方式来选择，保证每个施工单位都是具有相应资质并经国家建设主管部门认可注册的单位。在签订施工合同时，公司与施工单位约定详细的质量保证条款，包括对工程质量等级的要求，出现质量不符和质量争议时的解决方法，检查和验收的进行，并要求施工单位根据要求随时提供有关工程质量的技术资料等。公司对施工单位的质量考核主要是按双方约定的质量条款进行，公司项目组安排专人现场巡查监督，发现质量问题随时要求返工和重修。在公司与施工单位签订的施工合同中，一般都在质量保证期间预留应付工程款 5% 的质量保证金，待质量保证期内不发生质量问题再退还施工单位。每年公司会从施工质量、施工进度、和安全措施方面对施工单位进行评级，对不合格或警告之后不予整改的施工方进行淘汰。

财务管理方面，公司严格按照《会计法》、《企业会计准则》、《企业会计制度》等规定进行会计核算，同时对费用开支、款项收付等方面实行严格的审批制度，制定并严格执行《会计核算制度》、《财务管理制度》、《费用开支权限及管理办法》、《关联交易管理制度》、《对外担保管理制度》、《对外投资管理制度》、《募集资金管理制度》、《对控股（参股）公司的管理制度》、《公章使用制度》等规章制度，财务管理涵盖了所有业务环节，各级财务人员具备专业素质，并建立了持续的人员培训制度，对控制风险有相应的规定，会计岗位设置贯彻了“责任

分离、相互制约”原则，执行重要会计业务和电算化操作授权规定，按规定组织对账，公司财务管理内部控制具有完整性、合理性及有效性。

子公司管理方面，根据自身经营管理需要，公司建立了三级管控制度，其中公司层面对所有重大经营决策进行审核批准，公司各地区公司（城市公司）为公司经营和管理的基层单位，每个地区公司负责区域内的若干项目，对公司实际运营负责，区域公司则负责区域内项目公司的日常管理和部分考核评价。

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，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

公司主营业务为房地产开发与销售。2012~2014年，公司营业收入规模呈现较快增长态势，三年复合增长率为24.99%，其中2013年营业收入70.17亿元，较2012年增长54.31%，主要系公司2013年度建成房地产项目交楼面积增加所致。2014年实现营业收入71.04亿元，同比增加1.24%。受益于2015年年初至今房地产市场回暖，2015年1~6月，公司实现营业收入22.33亿元，其中商品房销售收入20.25亿元，其他业务收入2.07亿元，较去年同期均有大幅提高。

从公司营业收入的构成来看，房地产开发业务是公司主要收入来源，近三年占公司主营业务收入的比例均在96%以上，2014年房地产开发业务实现收入68.24亿元，占当年营业收入的96.06%，公司主营业务十分突出。公司其他业务主要包括房产开发相关的物业代理、设计、广告、管理服务、房屋租赁收入等；其他业务收入规模较小，对公司整体经营影响不大。

表6 2012~2015年6月底公司营业收入构成 单位：万元、%

项目	2012年度		2013年度		2014年度		2015年1~6月	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
主营业务收入	442,178.47	97.24	685,222.46	97.65	682,427.21	96.06	202,527.95	90.72
其他业务收入	12,554.77	2.76	16,490.09	2.35	28,002.99	3.94	20,724.48	9.28
合计	454,733.24	100.00	701,712.55	100.00	710,430.20	100.00	223,252.43	100.00

资料来源：公司年报

毛利率变化方面，总体看，近三年公司综合毛利率呈先降后升走势，公司综合毛利率变动主要源自主营业务即房地产业务的毛利率变化。分业务板块来看，公司房地产开发业务毛利率呈现先降后升的态势，其中2013年该业务毛利率为31.25%，较上年下降15.06个百分点，主要系当年完工结转项目所用土地成本较高，且大连、沈阳等地低毛利项目销售占比增加所致。2014年主营业务毛利率为35.81%，较上年提升4.56个百分点，主要系珠海、中山等高毛利项目实现销售所致，公司其他业务毛利率较低。2015年1~6月，公司主营业务毛利率为42.79%，其他业务毛利率为11.66%，综合毛利率39.90%，较上年同期均较大提高。详细情况参见下表。

表7 2012~2015年1~6月公司毛利率情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
主营业务毛利率	46.31%	31.25%	35.81%	42.79%
其他业务毛利率	4.78%	9.77%	-1.90%	11.66%
综合毛利率	45.16%	30.75%	34.32%	39.90%

资料来源：公司提供，联合评级整理。

公司房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润规模最为重要的环节。

从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本、前期费用（设计费、报批报建费用、三通一平）、建安成本（建筑费）、电力和市政配套（景观绿化）费用、开发解决费（含财务费用）和基建费（含管理费用、销售费用），其中土地成本和建安成本占比较高。建安费用的支付通常根据项目工程进度而定，竣工验收前支付款项不超过 80%，项目决算后一般付满 95%的款项，剩余 5%作为工程质保金。

总体看，公司主营业务收入规模不断扩大，住宅开发业务增长较快，但毛利率有所波动；其他业务规模不大，且利润水平较低。未来随着国内房地产市场环境逐步好转，以及公司在售楼盘的开发和销售渐次推进，预计公司营业收入规模将保持稳定。

2. 土地储备

土地储备策略方面，公司结合自身品牌形象和产品定位，主要在珠海本市及部分一二线城市的核心优良地段获取优质土地，并保持土地储备规模能够满足未来 4~5 年开发需求。从土地储备的区域来看，公司土地储备相对集中于珠海及部分一二线城市。公司会对拟进入城市的经济总量、发展趋势、人口、消费能力以及当地房地产行业规模、发展速度、竞争对手等进行综合分析及判断，并决定是否进入该城市。公司本着塑造品牌、打造精品的经营策略，对拟进入的城市进行严格的筛选，并控制进入地区和城市的数量。

目前，通过土地竞拍获得土地是公司获取土地的主要方式。城市公司负责其区域范围内土地信息收集（已进驻的城市）或由投资拓展部派专人负责土地信息收集（未进驻的目标城市），编制《项目简报》向投资拓展部报告，由投资拓展部对地块进行深入调研，撰写项目可行性研究报告。上报公司投资管理工作小组审议，并根据授权范围上报股东大会或董事局批准后实施竞拍，资金管理部负责准备资金，由参与地块竞买的公司财务部门负责按《出让合同》的约定完成付款工作。

从公司土地储备的具体执行情况来看，近三年公司拿地及开发的节奏呈逐步加快的趋势。截至 2015 年 6 月底，公司土地储备建筑面积约 802.36 万平方米，公司近三年土地购置面积呈现波动变化，对应建筑面积变动较小，主要系购置土地容积率较高所致。同时，公司购地支出呈逐年增加趋势，主要系公司近年来购地策略改变，主要向一线和二线城市发展，地块位置较好，购地成本较高。公司部分高价地块采取共同出资的形式取得，在一定程度上降低了公司购地资金支出的压力和风险，但公司整体土地储备支出较高。下表所示为公司按实际支出及公司所占权益面积统计。

表8 2012~2015年6月底公司土地储备获取情况 单位：万平方米、万元

	土地购置面积	对应建筑面积	用途	购地支出
2012 年	54.69	171.45	房地产开发	231,298.00
2013 年	84.97	178.98	房地产开发	1,120,558.97
2014 年	38.41	132.16	房地产开发	1,400,034.59
2015 年 1-6 月	22.76	68.02	房地产开发	979,975.35

数据来源：公司提供

从公司土地储备的区域分布来看，公司在巩固珠海市场的同时，加大在上海、武汉等地区的土地获取力度，项目区域布局进一步优化。仅 2015 年上半年公司两次联合华润竞得闸北区市北高

新技术服务业园区 N070501 单元 10-03 号及 09-03 号地块，为公司在上海拓展业务创造条件。公司形成了以珠海、广州、上海和武汉为重点区域的开发格局。截至 2015 年 6 月底，公司共拥有 19 个项目的土地储备，其中公司有 4 个项目位于广州和上海 2 个一线城市，公司所持土地总体地理位置较佳，升值空间较大。

总体看，公司土地储备规模较大，近年来逐步向一线及重要二线城市拓展，土地储备区域分布较为合理，土地储备质量较高，能够满足未来几年开发需求。

3. 工程招标和原材料采购

公司将采购分为土建、装修、材料等不同部分，但采购方式基本相同。公司采用集中采购与分散采购相结合、以集中采购为主的采购模式。

工程招标

工程招标是公司发包量最大的采购项目。公司一般从自建的合格施工单位库中，筛选实力较强的不少于 3 个土建方组织招投标。公司对招标过程进行严格管理，一般需要由工程子公司、区域公司和地区公司三方联合进行招标和评标，以保证土建方的选择过程公平、透明。

施工质量方面，公司与建筑施工单位、监理单位三方共同对供货商进行考察，监督施工单位通过招投标方式确定具体产品。因此公司主要通过管理供应商和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制施工质量。

工程施工方集中度方面，由于公司建立了较为广泛的合格施工单位库，且建筑行业竞争较为激烈，处于买方市场状态，公司在珠海地区房地产开发行业中又处于龙头地位，不存在向单个施工单位的工程款支付比例超过发包总额 50%或严重依赖于少数施工单位的情况。

工程结算方面，一般是按照工程进度付款，但完工前付款总额一般不超过工程款 80%，当项目整体竣工验收合格后支付不超过 95%，剩余 5%质保金，每年付 2.5%，两年内付全。结算执行状况良好。

材料采购

公司材料供应分为甲供和乙供两类。甲供材料是指由公司采购并运至项目现场使用的材料，乙供材料是指由总包方采购的材料。公司项目主要由供应商提供建造服务及相关建筑材料。原材料主要包括建筑材料（木材、水泥、钢材等）、设备（电梯、电气设备等）及精装修工程材料（空调、家用电器、洁具、五金等）为主，工程基本全部采用招标方式总包给施工单位，原材料基本由施工单位采购，公司自行采购的约占 20%左右，主要是一些后期装修的建材，如地漏、样板房和销售中心的装修采购项目等小散物品。

甲供材料采购方面，公司统一由全资子公司铨国商贸编制《集中采购年度计划表》，并按计划采购。公司建立了严格的供应商管理体系包括了供应商筛选、审查等环节，并将合格的供应商列入供应商数据库。中标后由铨国商贸与该供应商签订战略合作协议，并将中标供应商资料通知各有关部门及各城市公司，根据项目公司的具体情况向其提供签订战略合作协议的供应品牌、联系方式、销售单价等信息。每年公司会对供应商进行考评，对供应商的供货质量、供货速度、及配套服务进行专项打分，并向供应商进行反馈，以利改进，对不合格的供应商或警告后屡次不改的供应商予以淘汰。由于该类材料在市场上可供选择的品牌较多，通过招标确定的供应商较为分散，不存在向单个供应商的采购金额比例超过采购总额 50%或严重依赖于少数供应商之情况。

货款支付方面，一般情况下，公司均采取到货价，根据货到初步验收合格付 80%，一般是项目整体竣工验收，或者单项最终验收合格付款至 95%，剩余 5%质保金，每年付 2.5%，两年内付

全。公司材料采购款支付情况良好，截至 2014 年底，公司应付材料款仅为 15.27 万元，为正常采购往来款项。

整体看，公司采取施工方采购为主、集中采购为辅的采购模式，公司对供应商的筛选、管理和评价有具体有效的措施方法，公司对采购成本具有较强的控制能力。

4. 项目建设开发情况

公司采用总公司、区域公司、地区公司的三层管理架构，公司房地产开发业务均以地区公司作为经营实体。

公司对工程建设进度进行严密计划，每个项目在获取时就已经制定了项目周期的完整开发和销售计划。每年初，公司依据项目计划和预计销售进度将当年建设目标按照区域和地区公司进行分解，并落实到每个项目的开发进度。公司工程子公司、营销子公司和战略投资部配合建设计划制定相应的设计、招标和采购计划，以确保土建工作顺利进行，供货量能够保证销售进度。公司每半年对现有项目的建设、销售等情况进行分析，动态调整建设计划，以适应市场变化，减少资金占压。公司通过加强管理提高项目周转速度。地区公司根据公司下达的工程计划的主要工程节点，结合自身情况进行细化至多个详细的工程进度节点，并进行跟踪监控，确保工程进度。

质量管理方面，公司下属工程公司对工程质量进行管控，各个地区公司的工程人员负责所在项目工程质量的日常管理，工程公司和区域公司定期或不定期对工程质量进行巡检，发现材料质量问题或者工程施工质量问题，及时向材料供应商或工程承包商反馈，要求其整改。

从公司房地产开发建设情况看，虽然近三年我国房地产市场在政府调控政策影响下出现调整，尤其是三四线城市房价开始下行，但公司转变经营策略，主要向一线及部分二线城市发展，受房地产市场调控影响较小，公司年度新开工建设项目逐年增加，2013 年新开工面积、竣工面积、在建面积分别为 97.10 万平方米、114.80 万平方米、205.30 万平方米；2014 年新开工面积 149.38 万平方米，较 2013 年增长 53.84%；竣工面积 68.68 万平方米，较 2013 年降低 40.17%；在建面积 286.00 万平方米，较 2013 年末增长 39.31%。2015 年 1~6 月，受房地产市场回暖影响，公司新开工面积和在建面积均大幅增加（具体数据如下表所示）。近年来，公司业务扩张速度较快，在建面积逐年增加，对资金形成了一定占用。

表9 2013~2015年6月底公司项目开发情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1-6 月
新开工面积（万平方米）	97.10	149.38	209.80
竣工面积（万平方米）	114.80	68.68	0
期末在建面积（万平方米）	205.30	286.00	495.80

资料来源：公司提供

从公司在建工程的预计投入情况看，根据公司提供的未来三年工程开发规划，2015~2017 年，公司将开发建筑面积 570.20 万平米，在建及拟建工程预计需投资 394.80 亿元，投资规模较大。

总体看，由于公司开发节奏的变化，导致截至 2015 年 6 月底公司在建项目较多，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要，但对开发资金的需求规模较大。

5. 房产销售情况

公司采取差别化的经营策略，根据项目自身的不同条件及特点，因地制宜地对不同项目做出差别化消费群体定位。如华发新城、华发世纪城定位为面向有稳定收入的企事业单位人员、自由职业者及珠海普通市民，拓展客户为内地及港澳台、外籍置业人士；生态庄园、水郡花园则由于

自然生态环境优越，面对的是以自住和度假为主、注重个性品味、经济条件富裕的客户群。

围绕客户现实及潜在需求，根据产品市场定位，为每个房地产项目树立一个鲜明且个性化的市场形象，找到一个具有代表性的产品名称，挖掘一个展现产品内涵的宣传主题，结合现场宣传及广告媒体，用最短的销售期，取得最好的销售效果。

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。

公司采取自主销售的方式，由珠海华发房地产营销顾问有限公司（以下简称“华发营销”）负责公司所有楼盘的营销策划，没有委托其他机构代理销售房产。

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。

销售价格方面，公司房地产项目的定价模式为：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。

从公司近三年销售情况看，2012~2014 年，公司销售面积呈逐年增加态势，年均复合增长 43.02%，2014 年实现签约销售面积 84.07 万平方米，较 2013 年增加 35.23%，实现签约销售金额 80.35 亿元，较上年增加 1.22%。从销售价格上看，公司项目定位高端，销售均价较高，近三年每平方米销售均价均保持在万元左右，如下表所示。

表10 公司近三年一期销售概况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-6 月
达预售项目（个）	11	13	18	15
签约销售面积（万平方米）	41.10	62.17	84.07	37.13
签约销售金额（万元）	489,875.56	793,782.03	803,481.76	329,332.20
签约销售均价（万元/平方米）	1.19	1.28	0.96	0.89
结转收入面积（万平方米）	37.4	59.2	52.3	16.7
结转收入（万元）	442,178	685,222	682,427	202,528

资料来源：公司提供

注：以上统计除部分项目如武汉、上海、盘锦包含住宅、商业，其他数据仅包含住宅。

从公司可售项目情况来看，公司可售项目规模较大，2015 年 6 月末合计可售面积 415.70 万平方米，剩余可售面积占比 17%，且剩余可售面积大部分位于一线和二线城市，售价稳定，按照公司目前去库存速度，并考虑公司销售增长率的情况下，剩余可售面积可满足公司未来近 10 个月的销售需求，考虑到公司三线城市项目去化速度较慢，实际销售周期可能较长，但其项目规模较少，对公司整体经营影响不大。从公司可售项目的区域分布看，大部分项目位于二线城市，可售总面积 406.11 万平方米，占 2015 年 6 月末公司可售项目面积的 97.69%，如下表所示。

表11 公司2015年6月末可售项目情况 单位：个，万平方米

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	合计
项目数量	1	18	1	20
项目可售总面积	5.12	406.11	4.47	415.70
年均销售面积	--	65.05	0.35	65.40
剩余可售面积占比	100%	16%	75%	17%

数据来源：公司提供

基于公司以往销售情况，及对现有项目和市场的充分估计的情况下，公司提供了未来三年销售计划，从此计划看，未来三年公司将实行稳健进取的销售政策，逐步提升销售规模，在不发生较大行业系统性风险的情况下，未来销售回款有望保持上升趋势，如下表所示。

表12 公司预计未来三年销售及回款情况

项目	2015年	2016年	2017年
预计签约销售面积（万平方米）	109.5	130.8	122.4
预计签约销售金额（万元）	1,805,671	2,664,047	2,562,063
预计销售回款金额（万元）	1,449,377	2,327,835	2,730,408

数据来源：公司提供

注：表中数据不代表公司对于未来经营情况的承诺

总体看，公司可售房源主要位于一二线城市，规模适当，销售前景较好，销售保持增长态势。

6. 自持物业情况

公司持有物业为珠海华发商都项目，该物业是珠海规模最大、档次最高的大型购物中心，2014年5月投入运营，截至2014年底出租率为89.81%，出租率较高。该物业入账成本22.52亿元，截至2014年底公允价值合计22.70亿元。由于系新开物业，租金收入未能完全体现，2014年实现租金收入2,368万元，目前，公司物业经营状况稳定，未来随着公司自持物业规模增加以及相关配套成熟，收入有望进一步增加。

整体上看，相比公司房产销售业务，自持物业整体规模不大，但未来前景较好。

7. 经营效率

由于公司主营住宅地产销售，应收账款规模较小，因此应收账款周转率较高，2014年为1,631.65次；公司存货规模较大，导致存货周转率较低，2014年为0.12次；受公司流动资产规模较大的影响，公司2014年总资产周转率为0.13次。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司各项经营效率指标中应收账款周转率处于同行业较高水平，公司销售实现状况较好。存货周转率及总资产周转率低于同行业其他上市公司和同行业平均水平，公司存货规模较大，资产运行效率有待提升。

表13 房地产开发类上市公司2014年经营效率指标 单位：次

指标名称	应收账款周转率	总资产周转率	存货周转率
万科A	58.87	0.30	0.32
招商地产	597.69	0.30	0.30
深深房A	43.30	0.50	0.49
保利地产	38.39	0.32	0.29
香江控股	129.35	0.33	0.33
万通地产	29.16	0.15	0.17

金地集团	2,962.70	0.37	0.42
华远地产	35.99	0.36	0.36
格力地产	939.87	0.09	0.08
中江地产	903.03	0.30	0.25
华发股份	1,861.05	0.13	0.12
行业均值	19.68	0.26	0.27

资料来源：Wind资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

8. 经营关注

公司土地储备相对集中

公司土地储备与国内类似的房地产开发企业相比，公司业务在地域分布上相对集中。同时，公司土地储备中一二线城市占比较高，虽然目前一二线城市房地产市场情况稳定，风险不大，但仍须密切关注后续政策等因素对一二线城市房地产市场的影响。

未来开发资金需求规模较大

公司土地储备规模较大，在建项目未来三年需要投入较大规模的资金，对公司资金流形成一定压力，需要关注由此带来的经营和财务风险。

售楼价格波动因素

公司可销售面积及在建房地产项目规模较大，未来楼面价格波动将对未来公司现金流回流和盈利水平带来一定的不确定性。

9. 未来发展

公司将充分发挥稳健的财务结构以及多元融资管道的优势，积极增加财务资源，前瞻性把握投资机会，多种方式吸纳优质土地，在防范风险的同时积极寻找市场机会，确保持续增长，扩大市场占有率，巩固区域内的领先地位。

2015年，公司在战略转型升级的基础上，加大实施战略转型升级力度；区域布局上，在巩固珠海龙头地位的基础上，加大广州、上海、武汉等重点区域城市的拓展力度，争取在尚未进入的一线城市实现战略突破，同时对尚未进入的重点二线城市保持密切关注。

公司工作开展的总体思路是：以科学发展战略统揽全局，坚持速度与效益并重的原则，深化改革创新，推进战略提升，盘活资产，优化布局，强化管理，提高效益，促进经营业绩持续增长。

按照公司发展战略，在进一步优化构建总部组织架构和职能划分的基础上，将逐步对各城市公司和职能公司管理架构进行优化提升，进一步明确总部与下属公司管理职责，建立高效运营管理体系；加快推进产品标准化建设，实施“精品2.0”战略提升，顺应市场需求，制定不同定位区间产品的标准化模块，提炼完善产品线的标准化体系；继续推行制度建设，按管控优化的要求不断健全公司各项管理制度，优化审批权限和流程，使内部管理程序化、制度化；全面加强人力资源的统一规划和系统管理，不断完善人力资源体系，加大专业技术人才引进力度，完善薪酬激励体系和绩效考核机制，提升人均产出能力；加强内控检查和风险管控，形成内控的长效机制，加强对公司经营过程中重大风险的预测和应对，对法律风险事先防范、事中控制、事后补救，切实维护公司利益。

总体看，公司未来的经营方针稳健可行，具有自身经营特色，能够保证未来几年公司的健康发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2012年~2014年度合并财务报表均经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构出具了标准无保留意见的审计报告。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。财务报表合并范围包括公司及所有子公司，公司近三年合并财务报表范围有所变化，2013年公司增加16家子公司，其中15家子公司为新设公司，另外1家子公司为非同一控制下的企业合并取得，减少1家子公司；2014年公司纳入合并财务报表范围的主体较上期相比，增加16户，其中15家子公司为新设公司，1家子公司为非同一控制下的企业合并取得，减少2家子公司。由于新纳入合并范围公司多为新设且相比母公司规模较小，故公司合并财务数据的可比性较强。公司提供的2015年1~6月的财务报表未经审计。

截至2014年底，公司合并资产总额674.31亿元，负债总额544.45亿元，所有者权益（含少数股东权益60.72亿元）129.86亿元。2014年，公司实现合并营业收入71.04亿元，净利润（含少数股东损益-0.18亿元）6.29亿元。经营活动产生的现金流量净额20.32亿元，现金及现金等价物净增加额0.94亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额755.89亿元，负债总额624.16亿元，所有者权益（含少数股东权益60.99亿元）131.74亿元。2015年1~6月，公司实现合并营业收入22.33亿元，净利润（含少数股东损益-0.08）2.35亿元。经营活动产生的现金流量净额5.64亿元，现金及现金等价物净增加额10.18亿元。

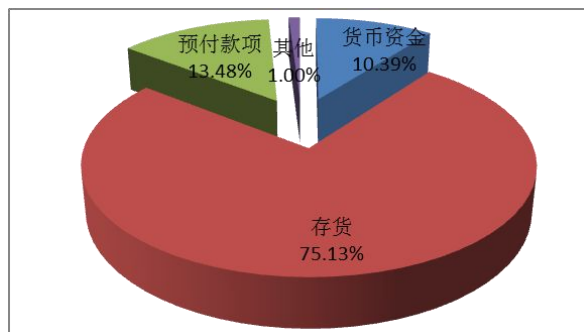
2. 资产质量

近三年，公司资产规模快速增长，年均复合增长率为52.58%，非流动资产增速高于资产增长均值。截至2014年底，公司资产总额674.31亿元，其中流动资产占比94.80%，非流动资产占比5.20%，流动资产占比较高，符合房地产开发企业因业务需求流动资金储备较大，在建及在售楼盘较多导致期末存货较大的特点。

流动资产

近三年，公司流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长率为50.24%，主要系公司存货和预付款项增加所致。截至2014年底，公司流动资产639.26亿元，主要由货币资金、预付款项和存货构成，其中货币资金占比10.39%，预付款项占比13.48%，存货占比75.13%（见下图）。

图8 截至2014年底公司流动资产构成图



资料来源：公司年报

近三年，公司货币资金呈逐年上升趋势，年均复合增长率为34.25%，主要受项目开发进度、土地购买、预售回款和对外借款等因素影响，其中在2013年增幅较大，增长74.06%，主要系当年公司长期借款增加导致融资净额增加，同时销售回笼资金增加所致。截至2014年底，公司货币资金66.45亿元，较年初增长3.54%，主要以银行存款为主，其中银行存款占比99.96%，受限资金为2.30亿元（占货币资金3.46%），受限资金占比较低，主要由银行借款及履约保证金、银行承兑汇票保证金等构成。

近三年，公司存货账面价值逐年增加，年均复合增长率为44.59%，主要系新增开发项目及原有项目持续开发投入增加所致。截至2014年底，公司存货账面价值480.27亿元，较年初增长58.81%，主要为尚未结转的开发成本和在建开发产品，公司以单项房地产项目账面价值高于按单项房地产项目估计售价减去至完工时估计将要发生的成本、估计的销售费用以及相关税费后的金额的差额计提存货跌价准备，截至2014年底，公司共计计提存货跌价准备0.21亿元，计提比例0.04%，存货跌价准备计提符合规定。存货中合计261.22亿元的土地使用权、在建工程及出租开发产品为公司及下属子公司的长期借款、一年内到期的长期借款及短期借款设定抵押，占存货账面价值的54.39%，受限资产占比较大。

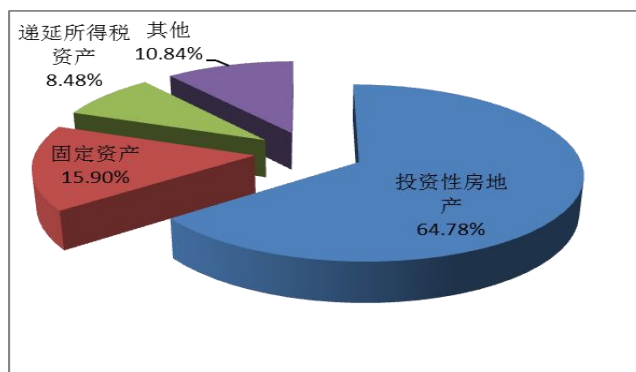
近三年，公司预付款项呈快速增长趋势，年均复合增长率为133.23%，主要为预付土地出让金。截至2014年底，公司预付款项账面余额86.18亿元，较期初账面余额增加40.45%，主要系2014年新购置土地较多，预付的土地出让金增加所致。

截至2015年6月底，公司流动资产704.82亿元，较年初增长10.26%，流动资产构成变化较小，其中：货币资金75.22亿元，较年初增长13.20%；存货589.34亿元，较年初增长22.71%；预付款项31.67亿元，较年初降低63.26%，主要系公司竞拍土地付款情况影响所致。

非流动资产

近三年，公司非流动资产呈快速增长趋势，年均复合增长133.55%，主要系公司业务规模扩大，固定资产和投资性房地产增加所致。截至2014年底，公司非流动资产35.05亿元，较年初增加331.26%，主要系投资性房地产增加所致。公司非流动资产主要由固定资产、投资性房地产和递延所得税资产构成，其中：固定资产占比15.90%；投资性房地产占比64.78%；递延所得税资产占比8.48%（见下图）。

图9 截至2014年底公司非流动资产构成图



资料来源：公司年报

近三年，公司固定资产呈波动上升趋势，年均复合增长率为6.21%。截至2014年底，公司固定资产5.57亿元，较年初增长7.52%，主要为房屋及建筑物（占比85.33%），运输工具（占比7.96%），机器设备（占比6.71%），截至2014年底，已计提折旧1.49亿元，固定资产成新率80.01%，成新率较高，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，公司固

定资产房屋及建筑物中有账面净值 1.09 亿元的资产为公司及下属子公司设定抵押，占固定资产总值的 19.57%，资产抵押比例较低。

公司以前年度均无投资性房地产，2014 年，公司新增以公允价值计量的投资性房地产 22.70 亿元，公司投资性房地产主要系以租赁为目的的长期持有用于出租的物业华发商都项目，此物业位于珠海市珠海大道，为珠海市商业地产品牌项目，地理位置优越，升值空间较大。

近三年，公司递延所得税资产增长较快，年均复合增长率为 189.75%。公司递延所得税资产主要由土地增值税准备金、存货内部利润和预收售房款未结转造成的应纳税暂时性差异构成。截至 2014 年底，公司递延所得税资产 2.97 亿元，较年初增长 594.53%，主要系本年预收账款预计毛利及土地增值税准备金确认的递延所得税资产增加所导致。

截至 2015 年 6 月底，公司非流动资产 51.07 亿元，较年初增长 45.71%，主要系子公司珠海华顺置业发展有限公司通过上海银行向上海华泓钜盛房地产开发有限公司委托贷款 9.26 亿元计入其他非流动资产所致。公司长期股权投资较年初增加 554.53%，主要系公司子公司珠海华顺置业发展有限公司与上海奔汇投资咨询有限公司分别投资 7.5 亿元成立上海华泓钜盛房地产开发有限公司，各自持有 50% 股权，共同开发上海市闸北区市北高新技术服务业园区 N070501 单元 10-03 地块，该地块位于上海市中环路附近，配套设施完善，未来开发前景良好。公司非流动资产中固定资产、投资性房地产和递延所得税资产账面价值变动较小。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主。流动资产中存货占比较大；非流动资产中投资性房地产占比较大，整体资产质量较好。

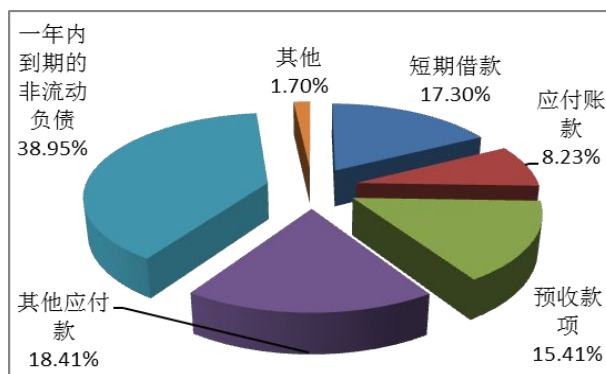
3. 负债及所有者权益

近三年，公司负债规模逐年上升，年均复合增长率为 64.11%，主要是流动负债增长较快所致。债务结构方面，近三年公司负债以流动负债为主。截至 2014 年底，公司负债合计 544.45 亿元，较年初增长 61.72%，其中流动负债占比 61.24%，非流动负债占比 38.76%。

流动负债

近三年，公司流动负债规模逐年增长趋势，年均复合增长率为 67.61%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债规模增加所致。截至 2014 年底，公司流动负债合计 333.42 亿元，较年初增长 75.33%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，其中短期借款占比 17.30%；应付账款占比 8.23%；预收款项占比 15.41%；其他应付款占比 18.41%；一年内到期的非流动负债占比 38.95%。

图10 截至2014年底公司流动负债构成图



资料来源：公司年报

近三年，公司短期借款呈逐年上升趋势，年均复合增长率 146.90%，主要由抵押借款、保证

借款、质押借款构成。其中 2014 年增长较快，截至 2014 年底，公司短期借款 57.70 亿元，较年初增长 509.34%，主要系公司经营规模和资产规模的不断增长，银行信用水平提升，通过一定规模的银行借款来满足相应资金需要，以利用银行借款提高财务杠杆比例。

近三年，公司应付账款呈逐年上升趋势，年均复合增长率为 23.75%，主要系在建项目增加，相应应付工程款增加所致。截至 2014 年底，公司应付账款 27.43 亿元，较年初增长 6.08%，应付工程款占比 99.82%。从账龄来看，主要为因工程结算周期导致的两年内的应付款项。

近三年，公司预收款项呈波动上升趋势，年均复合增长率为 5.16%。截至 2014 年底，公司预收款项 51.37 亿元，较年初减少 9.19%，主要由预收售房款构成。对于房地产开发企业，预收款项在会计准则上被计为负债，在达到收入确认条件时再将其结转成营业收入，预收房屋销售款的增多有利于房地产开发企业缓解现金流压力。

近三年，公司其他应付款快速上升趋势，年均复合增长率 167.31%，主要为拆借款和土地增值税准备金。其中 2013 年较 2012 年增长 199.93%，其主要系子公司武汉中投项目合作开发借款及利息余额 10.57 亿元，以及公司部分项目尚未达到土地增值税清算条件，根据会计准则的相关要求计提了土地增值税清算准备金 7.97 亿元所致。截至 2014 年底，公司其他应付款 61.37 亿元，较年初增长 138.23%，主要系非同一控制下合并子公司中泰投资中少数股东往来款余额较大所致，同时，截至 2014 年底，公司计提了土地增值税清算准备金 9.00 亿元，以合理反映公司的利润情况。

近三年，公司一年内到期的非流动负债呈逐年上升趋势，年均复合增长率为 106.74%。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 129.88 亿元，较年初增加 80.81%，主要是长期借款即将到期，转入一年内到期的非流动负债科目所致。

截至 2015 年 6 月底，公司流动负债 314.93 亿元，较年初降低 5.55%。主要由于公司归部分还到期债务及计算部分应付工程款所致。公司流动负债中，短期借款 54.38 亿元，较年初降低 5.75%；应付账款 21.14 亿元，较年初降低 22.94%；预收款项 65.10 亿元，较年初增长 26.74%；其他应付款 65.87 亿元，较年初增长 7.34%；一年内到期的非流动负债 103.96 亿元，较年初降低 19.96%。

非流动负债

近三年，受长期借款规模影响，公司非流动负债呈逐年增长趋势，年均复合增长率为 59.00%。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 211.03 亿元，较年初增加 44.06%，其中长期借款 192.85 亿元（占比 91.38%），应付债券 17.99 亿元（占比 8.53%）。公司的长期借款主要为抵押借款、质押借款和信用借款，从期限分布来看，主要为三年内的长期借款，未来 2016 和 2017 年公司面临长期借款集到期的情况，长期借款集中偿付压力较大，未来还款主要依靠完工项目回款及新增融资。

截至 2015 年 6 月底，公司非流动负债合计 309.22 亿元，较年初增长 46.53%，主要系公司为改善负债结构，长期融资额增加所致。

近三年，公司全部债务年均复合增长率为 80.15%，有息债务增长较快。截至 2014 年底，公司全部债务 400.07 亿元，其中短期债务 189.23 亿元，长期债务 210.84 亿元，以公司 66.45 亿元的货币资金和 71.04 亿元的营业收入计算，即使不增加在建项目投资支出的情况下，公司在偿付短期债务方面尚存在较大资金缺口。截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 80.74%、75.49%和 61.88%，公司债务负担较重，以长期债务为主，负债结构尚可。

截至 2015 年 6 月底，公司有息债务规模不断扩大，全部债务为 468.94 亿元，其中短期债务

159.99 亿元，长期债务 308.95 亿元。截至 2015 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 82.57%、78.07%和 70.11%，公司债务负担较年初有所加重。对于房地产企业来说，预收房款未来很大概率可确认为收入，公司预收账款一般来说并不会增加公司的实际偿付压力，剔除预收账款后，近三年一期公司的资产负债率指标呈上升趋势，说明主要是经营性负债带动公司负债水平的上涨，近三年一期剔除预收账款影响的资产负债率分别为 64.03%、73.57%、79.15%和 80.93%，公司实际负债水平较高。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，债务负担处于可控水平，剔除预收款项因素的影响，公司实际负债水平相应减小。

所有者权益

近三年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长率为 21.84%。截至 2014 年底，公司所有者权益 129.86 亿元，较年初增长 29.05%，主要系少数股东权益和未分配利润增加所致。公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益 69.14 亿元（占比 53.24%）。属于母公司的所有者权益中，股本占 6.29%，资本公积占 12.72%，盈余公积占 1.59%，未分配利润占 32.55%；少数股东权益 60.72 亿元（占比 46.76%），未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益 131.74 亿元，较年初增长 1.44%。归属于母公司的所有者权益中，各项权益结构占比变化较小。

总体看，公司所有者权益增长较快，未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

近三年，公司营业收入呈逐年增长趋势，年均复合增长率为 24.99%，营业成本呈波动增长趋势，年均复合增长率 36.79%，期间内营业成本增速高于营业收入，总体毛利率水平有所降低。2014 年，公司实现营业收入 71.04 亿元，同比增长 1.24%，房地产销售是公司营业收入的主要来源，同期，营业成本降低 3.99%，公司 2014 年对成本控制较好。近三年，公司营业利润分别为 8.42 亿元、8.50 亿元和 8.45 亿元，年均复合增长率为 0.14%，公司营业规模增长较快，但营业利润增长缓慢；同期，公司净利润分别为 5.87 亿元、5.48 亿元和 6.29 亿元，年均复合增长率为 3.47%；归属于母公司所有者的净利润分别为 5.46 亿元、5.38 亿元和 6.47 亿元，年均复合增长率 8.85%，增速高于合并净利润增长水平。

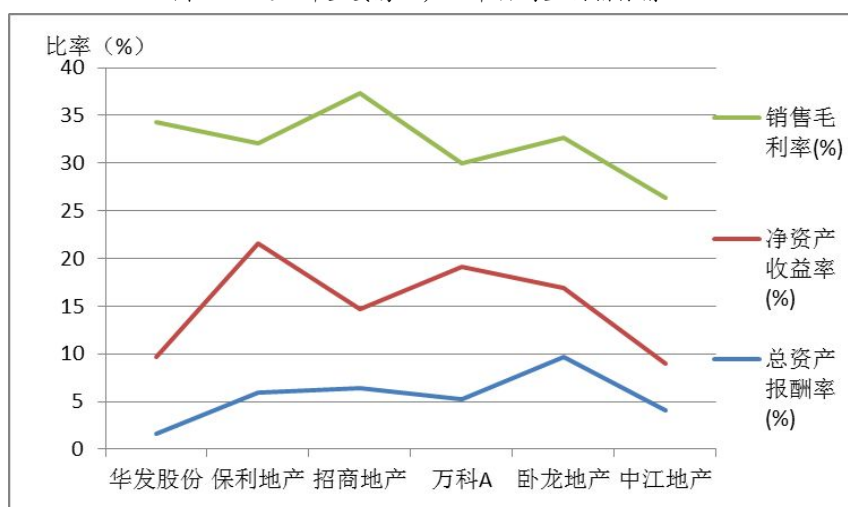
非经常性损益方面，2014 年公司获得投资收益 0.49 亿元，同比增长 84.76%，主要系 2014 年转让沈阳保障房收益 0.35 亿元以及权益法核算的长期股权投资收益较上期增加了 0.11 亿元所致。2014 年公司营业外收入合计为 0.17 亿元，同比增长 54.91%，主要为政府补贴 0.11 亿元以及违约金收入 0.06 亿元，同期营业外支出合计 0.21 亿元，主要为违约及赔偿支出 0.13 亿元和对外捐赠支出 0.05 亿元，公司营业外收支净额-0.04 亿元。非经常性损益对利润总额产生影响较小。

从期间费用来看，近三年，公司期间费用总额分别为 5.81 亿元、5.46 亿元和 6.56 亿元，年均复合增长率为 6.24%。从费用构成来看，销售费用和管理费用占比较高，2014 年销售费用占费用总额的 36.71%、管理费用占 52.27%，财务费用占 11.02%，公司管理费用控制有待加强。近三年，公司费用收入比分别为 12.78%、7.78%和 9.23%，主要系公司收入增速高于费用增速所致，公司总体费用控制能力较强。

从各项盈利指标来看，由于公司营运成本上升，近三年，公司营业利润率呈波动下降趋势，分别为 30.66%、19.72%和 20.36%。2014 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 1.76%、1.74%和 5.46%，较上年均有所下降。从同业指标情况看，与国内同行业其他主要

上市公司比较，公司的销售较高毛利率，但净资产收益率和总资产报酬率略低，公司主营业务毛利率尚可，但是相对于其他大型房地产企业，公司盈利渠道较少（如下表所示）。

图11 2014年主要房地产上市公司盈利指标情况



资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，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。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 22.33 亿元，利润总额 3.42 亿元，净利润 2.35 亿元。与去年同期相比均有大幅提高。

总体看，公司净资产收益率和总资产报酬率与同业相比处于较低水平，毛利率水平处于同行业中较高水平。近年来，公司在营业收入整体呈增长趋势的情况下，公司盈利能力有待进一步加强。

5. 现金流

公司同时开发多个房地产项目，每年投入项目开发的现金支出较多；此外，公司为保持可持续发展，须择机进行土地购置；从行业特点来看，房地产项目开发从取得土地到最终实现交付所需时间较长，导致公司经营活动现金流量净额随着项目的开发和销售呈现一定的波动性。

从经营活动情况来看，近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-6.09 亿元、8.72 亿元和 20.32 亿元。2014 年，公司经营活动现金流入 95.42 亿元，同比增长 14.76%，经营活动现金流出 75.10 亿元，同比增长 0.90%。近三年，公司现金收入比分别为 98.71%、112.06%和 114.18%，收入实现质量较好。

从投资活动情况来看，近三年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-37.27 亿元、-90.41 亿元和-210.85 亿元。现金流入主要为公司处置子公司收到的现金；现金流出主要系公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模以及并购所支付的现金。2014 年，公司投资活动产生的现金流入 1.66 亿元，其中主要为处置子公司沈阳珠华保障房建设开发有限公司收到的 1.52 亿元。公司投资活动产生的现金流出 212.50 亿元，主要为开发用土地及契税支付 176.25 亿和对外股权投资 32.15 亿。

筹资活动前，近三年，公司经营及投资活动产生的现金流净额分别为-43.37 亿元、-81.69 亿元和-190.53 亿元，公司经营及投资活动产生现金流大幅流出且呈逐年增加趋势，公司对外筹资需求较大。

从筹资活动情况来看，近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 53.69 亿元、108.03

亿元和 191.47 亿元，现金流入主要为金融机构借款；现金流出主要系偿还债务、偿付利息所支付的现金。

近三年，公司现金及现金等价物增加额分别为 10.32 亿元、26.33 亿元和 0.94 亿元，公司现金流情况较好。

2015 年上半年，公司经营活动现金流净额为 5.64 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-54.76 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 59.31 亿元，现金及现金等价物增加额 10.18 亿元。公司现金流增加主要来自于筹资活动。

整体看，由于公司房地产项目销售情况较好，公司经营活动回笼现金的能力较强，但 2014 年由于公司开发规模较大，公司有一定的对外融资要求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，近三年，公司流动比率呈下降趋势，分别为 2.39 倍、2.26 倍和 1.92 倍。主要系公司加大财务杠杆增加外部融资，流动负债增长过快，导致流动比率逐年下降，近三年，公司速动比率呈波动变化，分别为 0.45 倍、0.67 倍和 0.48 倍，主要系公司开发项目规模较大，项目结转对存货余额影响所致，公司存货占比较大，速动比率较低。近三年，公司现金短期债务比为分别 0.93 倍、0.79 倍和 0.35 倍，现金短期债务比呈逐年降低趋势，但公司总体现金对短期债务保护程度尚可。近三年，经营现金流流动负债比率分别为-5.13 倍、4.58 倍和 6.09 倍，经营现金流流动负债比率较高，综合来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2012~2014 年公司 EBITDA 规模呈逐年增长趋势，年均复合增长 1.69%，2014 年，公司 EBITDA 达到 10.20 亿元。由于公司加大财务杠杆，债务规模不断增大，利息也随之增长，2012~2014 年公司 EBITDA 利息保障倍数和 EBITDA 全部债务比呈逐年下降趋势，2014 年公司 EBITDA 利息保障倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 0.32 倍和 0.03 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较低，公司长期偿债能力有待提升。

截至 2015 年 6 月底，公司对外担保 49.12 万元，系公司为购房按揭人提供的抵押贷款担保，相比公司经营规模对外担保金额较少，对公司产生影响很小。

截至 2015 年 6 月底，公司不存在可能对公司财务状况、经营成果、业务活动、未来前景等产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

截至 2015 年 6 月底，公司已经取得的银行授信总额为 16.00 亿元，其中已用授信额度 12.10 亿元，尚可使用授信额度 3.90 亿元，考虑到公司与多家金融机构有较好的往来，公司间接融资渠道融资能力一般。

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 2015 年 8 月 12 日，公司无未结清不良类及关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司资产负债率处于较高水平，有息债务负担较重，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，对收入有一定的支撑；另外公司的持有型物业资产，资产质量优良，可为公司带来稳定的收入，公司整体偿债能力尚可。

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负债的影响

截至 2015 年 6 月末，公司债务总额为 468.94 亿元，本次拟发行债券规模为 30 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度一般。

以 2015 年 6 月末财务数据为基础，假设募集资金净额为 30 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 72.01%、79.11%和 83.24%，债务负担有所加重。考虑到本次债券募集资金中部分将用于偿还银行贷款，本次债券的发行对公司整体债务负担的影响有限。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2014 年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 95.42 亿元，对本次债券发行额度（30 亿元）的保护倍数为 3.18 倍；经营活动现金流量净额为 20.32 亿元，对本次发行额度（30 亿元）的保护倍数为 0.68 倍；公司 2014 年 EBITDA 为 10.20 亿元，对本次债券发行额度（30 亿元）的保护倍数为 0.34 倍。公司经营活动产生的现金流入量、现金流量净额和 EBITDA 对本次债券的保护程度较高。

综合以上分析，联合评级认为，公司作为区域房地产开发企业，品牌影响力大，具备较强的综合竞争力；公司土地储备充足，产品定位中高端，盈利能力很强，未来能够持续取得较高的盈利水平，总体看，公司对本次债券的偿还能力很强。

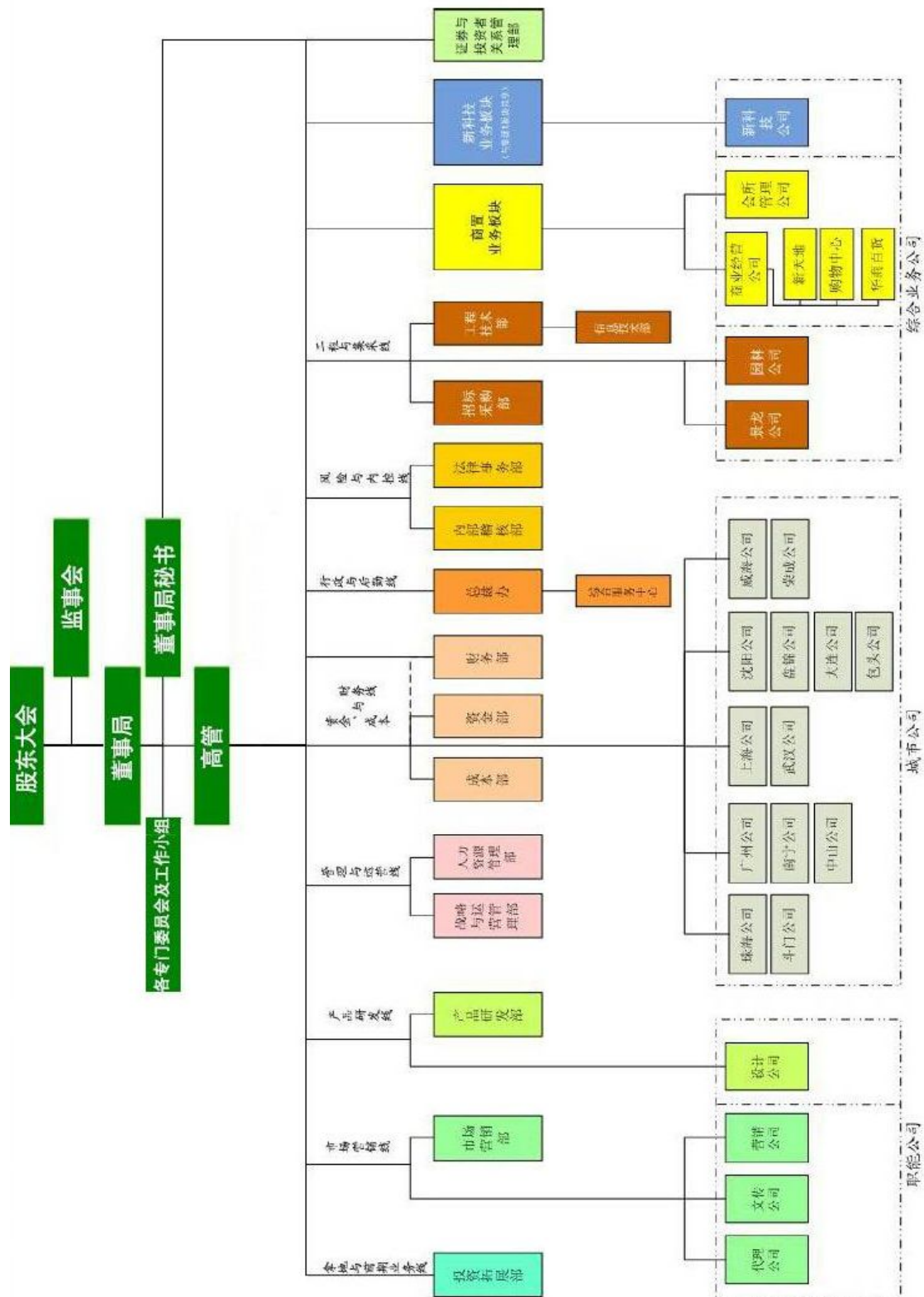
九、综合评价

近年来，在房地产行业景气度下滑的背景下，公司营业收入持续稳健增长，盈利水平保持行业领先，品牌影响力大，刚性债务规模不大，资产质量良好。公司业务覆盖主要的一、二线城市和部分三线城市，土地储备充足，产品利润率高，抵抗行业周期性风险的能力较强。同时，联合评级也关注到公司产品区域分布相对集中，在建项目资金需求量较大，以及资产负债率较高等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

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以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 珠海华发实业股份有限公司组织机构图



附件 2 珠海华发实业股份有限公司

主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
资产总额（亿元）	289.64	437.28	674.31	755.89
所有者权益（亿元）	87.48	100.63	129.86	131.74
短期债务（亿元）	39.85	81.40	189.23	159.99
长期债务（亿元）	83.42	146.42	210.84	308.95
全部债务（亿元）	123.27	227.82	400.07	468.94
营业收入（亿元）	45.47	70.17	71.04	22.33
净利润（亿元）	5.87	5.48	6.29	2.35
EBITDA（亿元）	9.86	10.08	10.20	--
经营性净现金流（亿元）	-6.09	8.72	20.32	5.64
应收账款周转次数（次）	1,311.50	1,147.82	1,631.65	534.53
存货周转次数（次）	0.13	0.18	0.12	0.03
总资产周转次数（次）	0.18	0.19	0.13	0.03
现金收入比率（%）	98.71	112.06	114.18	167.44
总资本收益率（%）	3.88	2.45	1.76	0.52
总资产报酬率（%）	3.69	2.67	1.74	0.56
净资产收益率（%）	7.48	5.82	5.46	1.80
营业利润率（%）	30.66	19.72	20.36	27.41
费用收入比（%）	12.78	7.78	9.23	14.62
资产负债率（%）	69.80	76.99	80.74	82.57
全部债务资本化比率（%）	58.49	69.36	75.49	78.07
长期债务资本化比率（%）	48.81	59.27	61.88	70.11
EBITDA 利息倍数（倍）	1.25	0.60	0.32	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.04	0.03	--
流动比率（倍）	2.39	2.26	1.92	2.24
速动比率（倍）	0.45	0.67	0.48	0.37
现金短期债务比（倍）	0.93	0.79	0.35	0.47
经营现金流动负债比率（%）	-5.13	4.58	6.09	1.79
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.33	0.34	0.34	--

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	
年均复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
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+交易性金融资产+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 2015 年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进行一次定期跟踪评级，并在本次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，可宣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。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时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

二零一五年九月八日