跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1607 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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“16 海怡 01”和“18 海怡 02”进行跟踪评级，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公开发行的“16 海怡 01”和“18 海怡 02”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十九日

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
网址：www.unitedratings.com.cn

广州番禺海怡房地产开发有限公司
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：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
16 海怡 01	10.94 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2019 年 6 月 21 日
18 海怡 02	6.50 亿元	3 年（2+1）	AA	AA	2019 年 6 月 21 日

跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	340.84	400.71	459.47
所有者权益（亿元）	94.89	107.50	118.85
长期债务（亿元）	51.00	63.18	90.57
全部债务（亿元）	79.22	82.98	91.24
营业收入（亿元）	95.55	95.44	75.77
净利润（亿元）	16.87	16.68	13.38
EBITDA（亿元）	25.32	24.59	21.26
经营性净现金流（亿元）	21.65	47.97	-25.88
营业利润率（%）	31.84	33.83	44.21
净资产收益率（%）	19.18	16.48	11.82
资产负债率（%）	72.16	73.17	74.13
全部债务资本化比率（%）	45.50	43.56	43.43
流动比率（倍）	1.35	1.38	1.50
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.30	0.23
EBITDA 利息倍数（倍）	3.90	3.62	3.45
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.45	1.41	1.22

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；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

2019 年，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”）经营稳定，毛利率依然保持在较高水平，土地储备大幅增加，资产质量依然较高，长短期偿债能力较强。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产行业持续调控、旧改项目体量大周期长、其他应收款占用资金、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，随着公司地产项目持续销售以及在建项目陆续竣工，公司收入规模和盈利能力有望保持稳定。

综上，联合信用评级有限公司维持公司主体长期信用级别为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 海怡 01”和“18 海怡 02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 产品毛利率高。2019年，公司毛利率依然保持在高水平，盈利能力较好。

2. 项目储备增加。2019年，公司新增土储较多，成本相对较低，为未来业务持续发展奠定了良好基础。

3. 资产质量较高，债务负担适中。公司资产质量依然较高，债务负担适中，长短期偿债能力均较强。

关注

1. 房地产调控风险。房地产调控政策仍然较严，2020 年一季度新冠肺炎疫情对行业造成冲击。公司项目开发周期与销售周期较长，房地产市场波动可能对公司产生不利影响。

2. 旧改市场竞争日益激烈，新增土储成本上升。随着旧改市场的火爆，参与旧改的企业增多，竞争日益激烈；公司新增土储成本有所上升，可能对公司未来毛利率水平有一定影

响。

3．公司旧改项目历时较长，部分项目体量较大，整体运营难度增加。公司萝峰村旧改项目体量较大，开发周期较长，对公司的资金压力和开发管理能力带来一定考验。

4．资金占用、经营性净现金流转负、集中到期压力、或有负债风险。公司旧改开发带来其他应收款规模大，对资金占用较多；2019年大量获取土地经营净现金流转负；债务2021年有集中到期压力。

分析师

支亚梅　登记编号（R0040216100002）

张文韬　登记编号（R0040219120001）

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。

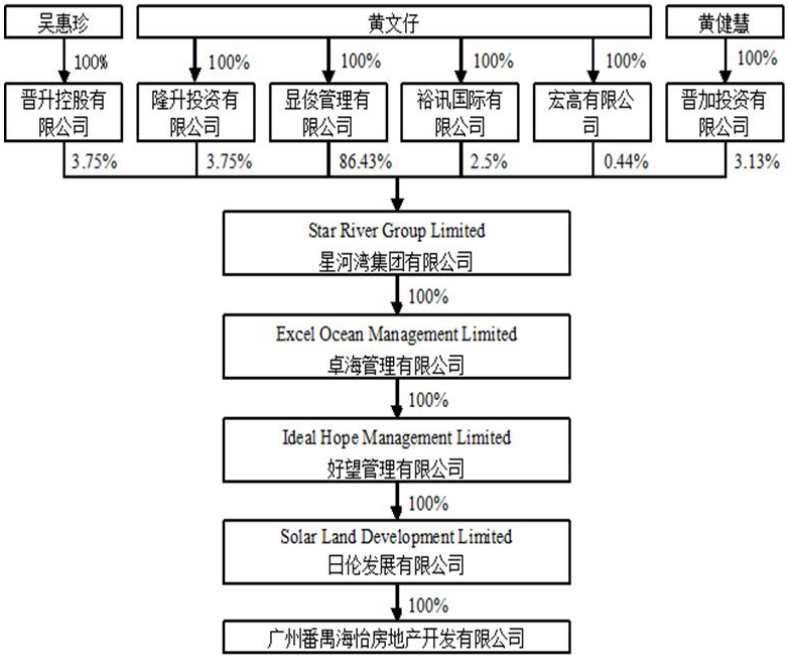
分析师：

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月在广州市番禺区成立。公司初始注册资本为5,000.00万元，其中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%；香港日伦发展有限公司（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“广州番禺海怡房地产开发有限公司”。历经数次增资及股权转让，截至2019年末，公司注册资本200,000.00万元，日伦发展有限公司为公司的唯一股东，公司实际控制人为自然人黄文仔先生。

图1　截至2019年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019年，公司组织结构和经营范围未发生重大变化。截至2019年底，公司合并范围内共62家子公司，员工合计2,942人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 459.47 亿元，负债合计 340.62 亿元，所有者权益 118.85 亿元，其中归属于母公司所有者权益 113.54 亿元。2019 年，公司实现营业收入 75.77 亿元，净利润 13.38 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 12.65 亿元；经营活动产生的现金流量净额-25.88 亿元，现金及现金等价物净增加额-15.36 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、债券发行及募集资金情况

2015 年 12 月 24 日，经中国证监会证监许可〔2015〕3060 号文核准，公司获准发行面值不超过 25 亿元的公司债券。公司于 2016 年 4 月 1 日发行结束，并于 2016 年 4 月 21 日在上海证券交易所上市，实际发行规模为人民币 25 亿元；其中，品种一发行规模为 15 亿元，债券期限为 5 年，

附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回购选择权，票面利率为 6.49%，债券代码为“136249.SH”，债券简称为“16 海怡 01”。2019 年 3 月，“16 海怡 01”回售 4.06 亿元。截至本报告出具日，“16 海怡 01”存续债券待偿本金 10.94 亿元，票面利率 7.80%；品种二发行规模为 10 亿元，债券期限 3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权及投资者回购选择权，票面利率为 5.80%。2018 年 3 月，“16 海怡 02”已完成本息兑付并摘牌。2020 年 3 月 30 日，公司足额支付“16 海怡 01”自 2018 年 3 月 30 日至 2019 年 3 月 29 日期间的利息。

2018 年 1 月 8 日，经中国证监会证监许可〔2018〕70 号文批准，公司获准发行面值不超过 6.50 亿元的公司债券。公司于 2019 年 1 月 3 日发行结束，实际发行规模为 6.50 亿元。该债券于 2019 年 1 月 15 日在上海证券交易所上市，债券简称“18 海怡 02”，债券代码“155121.SH”。2019 年 12 月 30 日，公司足额支付“18 海怡 02”2018 年 12 月 29 日至 2019 年 12 月 28 日期间的利息。

截至本报告出具日，“16 海怡 01”和“18 海怡 02”均已按募集说明书规定用途全部使用。

三、行业分析

公司目前主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

1. 行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。2020 年初，新冠肺炎疫情对房企销售造成一定负面影响。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增

速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

2. 土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20%的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00%的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1—3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

3. 行业政策

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告

中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。

表 1　2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：联合评级整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。

表 2　2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	发布机构	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率

2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合评级整理

4. 行业关注

行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

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；2018年7月31日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。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。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

5. 行业发展

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。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，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

公司管理制度连续，高管团队基本稳定，新上任高管有比较丰富的管理经验。

跟踪期内，公司管理制度连续，未发生重大变化。

跟踪期内，公司新增高级管理人员一人：郝玉龙先生，1971 年出生，浙江大学土木工程专业，博士学历。曾担任大学讲师，之后在广州市建委及广州市城市建设投资集团有限公司工作，历任计划发展部部长、工程督办处副处长、城投旗下公司董事长及集团总工等高管职务。2019 年 6 月加入公司，任职公司副总裁，负责政府事务及投资拓展管理工作。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司主营业务收入结构变化不大，房地产结转收入减少，毛利率较上年有所提升，仍保持在较高水平。

2019 年，公司主营业务占营业收入的 98.11%，主营业务依然突出；主营业务收入 74.33 亿元，较上年减少 20.59%，主要系结转面积和结转均价下降共同导致。2019 年，公司房地产销售业务收入较上年减少 20.97%，主要系结转面积和均价下降所致。酒店餐饮业务收入近两年较稳定，变化不大。2019 年，物业管理收入较上年增加 133.33%，主要系在管面积增加所致。公司其他业务收入主要为小区配套的学校以及工程管理费和品牌使用费等。其他业务收入较上年减少 34.26%，主要系当年收取的工程管理费和品牌使用费减少所致。

从毛利率情况来看，公司毛利率受房地产开发业务影响较大。受益于公司开发的产品售价较高，且拿地成本较低，房地产毛利率保持在较高水平。2019 年，公司房地产业务结转毛利率较上年提高 7.83 个百分点，主要系结转高毛利项目占比上升所致。物业毛利率为负，主要系公司为提高业主体验，多年未提高部分项目的物业费，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。

表 3　2017－2019 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

细分板块	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
房产销售	88.67	96.89	39.00	86.87	92.81	43.21	68.65	92.35	51.04
酒店餐饮	2.74	2.99	49.00	3.46	3.70	52.63	3.48	4.69	48.87
物业收入	0.02	0.02	-134.00	0.03	0.03	-186.41	0.07	0.09	-29.70
其他	0.09	0.10	21.00	3.24	3.46	94.79	2.13	2.87	75.50
合计	**91.52**	**100.00**	**39.00**	**93.60**	**100.00**	**44.41**	**74.33**	**100.00**	**51.56**

资料来源：公司提供

2. 项目储备情况

2019 年，公司加大拿地力度，在手土储充裕，楼面价较低，但广州萝峰村旧改项目体量较大，开发周期较长，未来支出压力较大，并对公司的开发管理能力有一定考验。

2019 年，公司加大拿地力度，获取海丰县、临汾市、广州萝峰村（旧改项目）和长沙的多块土地，大幅增加了公司土储。从拿地成本看，2019 年拿地成本有所上升，但仍属于较低水平。

2019 年获取的萝峰村项目体量较大。萝峰村位于广州市黄埔区，改造区域分为复建安置区和融资区。复建安置区规划建筑面积为 143.2 万平方米，融资区规划建筑面积为 93.33 万平方米（其中住宅 81.3 万平方米，商业 8.2 万平方米）。该项目为一二级联动，复建安置区和融资区各分为五期，每期复建安置区和融资区同步开发，总投资约 252 亿元，一至五期投入分别为 67.85 亿元、42.85 亿元、41.82 亿元、61.93 亿元、37.58 亿元。公司预计萝峰村项目完整开发周期约为 10 年左

右。截至本报告出具日，萝峰村项目处于一期复建安置区拆迁和打桩阶段。资金方面，公司已取得广州农商银行 122.06 亿元对该项目的授信，授信品种为“三旧改造贷款+履约保函+北金所债权融资计划或银团贷款”。考虑到该项目分期开发，周期较长，公司自有资金支出压力不大。

表 4　2017－2019 年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

时间	项目	位置	占地面积	建筑面积	类型	权益比例	是否取得土地证	已支付出让金额	土地成本	楼面价
2017 年	汕尾一期住宅	汕尾市金湖路北侧/站前路东侧	11.12	41.19	住宅	100.00	是	2.42	2.42	588.363
	汕尾一期商业街、酒店	汕尾市金湖路北侧/站前路东侧	3.71	6.23	商业	100.00	是	0.81	0.81	1,296.39
	汕尾二期 A 区	汕尾市东城路北侧/站前路东侧	7.86	20.43	住宅	100.00	是	1.86	1.86	912.03
	汕尾二期 B 区	汕尾市东城路北侧/站前路东侧	9.47	24.63	住宅	100.00	是	2.25	2.25	911.96
	汕尾三期住宅	汕尾市金湖路北侧/东城路南侧	8.38	25.15	住宅	100.00	是	7.55	7.55	3,003.17
	沈阳酒店地块（二期）	浑南区智慧二街 98 号	8.90	32.00	住宅商服	60.00	是	4.41	4.41	1,377.40
合计			**49.43**	**149.63**	--	--	--	**19.30**	**19.30**	**1,289.90**
2018 年	海丰一至三期	海丰县海城镇教育园区 L－01-03 的建设用地	18.04	54.12	住宅及商业	100.00	是	5.68	5.68	1,049.01
合计			**18.04**	**54.12**	--	--	--	**5.68**	**5.68**	**1,049.01**
2019 年	海丰新拍地块	海丰县海城镇教育园区 L－05-09 的建设用地	16.42	53.49	住宅及商业	100.00	办理中	5.03	5.03	940.58
	临汾一至五期	山西省临汾市尧都区规划路	55.54	152.95	住宅及商业	100.00	办理中	17.46	17.46	1,141.76
	江阴项目	江阴市城东街道创新大道东、通博路西、凤蟠路北	16.33	40.82	住宅	100.00	办理中	16.33	16.33	4,000.00
	萝峰村	广州市黄埔区萝峰村（近香雪公园）	46.64	143.20	复建区住宅	100.00	办理中	22.97	129.10	5,458.08
	萝峰村	广州市黄埔区萝峰村（近香雪公园）	32.80	93.33	住宅及商业	100.00	办理中			
	长沙项目三、四期	长沙市望城区金山桥街道金山桥社区	21.34	34.39	住宅及商业	100.00	是	13.80	13.80	1,891.91
	长沙高尔夫地块	长沙市望城区金山桥街道金山桥社区	38.56	38.56	住宅及商业	100.00	是			
合计			**227.63**	**556.74**	--	--	--	**75.59**	**181.72**	**3,264.00**

注：1. 表中土地获取时间按签约时间统计，部分地块尚未取得土地证；2. 萝峰村项目土地成本为复建区的全部开发成本，已付出让金为已投入的成本
数据来源：公司提供

截至 2019 年末，公司共在 8 个城市拥有土地储备（拟建口径）。按建筑面积计算，一线城市（广州、上海）282.80 万平方米，占比 34.56%；二线城市（西安、太原和长沙）面积 208.91 万平方米，占比 25.53%；三线城市（汕尾、江阴和临汾）面积 326.54 万平方米，占比 39.91%。从土地储备的均价来看，由于公司土地获取时间较早且均为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 5　截至 2019 年末公司土地储备情况（单位：万平方米、%、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	广州市番禺区沙滘岛东端	住宅	12.18	31.90	31.90	1992.8	100.00	68.96
陕西三至七期地块 1	西咸新区秦汉新城兰池大道	住宅	7.46	19.36	19.36	2012.12	100.00	513.88
陕西三至七期地块 2	西咸新区秦汉新城兰池大道	住宅	27.52	71.52	71.52	2012.12	100.00	514.83
陕西三至七期地块 3	西咸新区秦汉新城兰池大道	住宅	4.59	11.95	11.95	2013.10	100.00	514.65
太原六至七期	龙城大街以南，滨河东路以东，平阳路以西	住宅	12.09	33.14	33.14	2009.6	80.00	671.47
闵行三期 A2、B 区	上海市闵行区都会路	住宅	4.83	14.37	14.37	2004.12	100.00	2,820.61
汕尾星河湾三期	汕尾市区金湖路北侧、东城路南侧	住宅	8.38	25.15	25.15	2017.12	100.00	3,003.17
海丰一至三期	海丰县海城镇教育园区 L－01-03 的建设用地	住宅及商业	18.04	54.12	54.12	2018.12	100.00	1,049.01
海丰新拍地块	海丰县海城镇教育园区 L－05-09 的建设用地	住宅及商业	16.43	53.49	53.49	2019.11	100.00	940.58
临汾一至五期	山西省临汾市尧都区规划路	住宅及商业	55.54	152.95	152.95	2019.1	100.00	1,141.76
江阴项目	江阴市城东街道创新大道东、通博路西、凤蟠路北	住宅	16.33	40.82	40.82	2019.12	100.00	4,000.00
萝峰村	广州市黄埔区萝峰村（近香雪公园）	复建区住宅	46.64	143.20	142.63	2019.7	100.00	5,458.08
萝峰村	广州市黄埔区萝峰村（近香雪公园）	住宅及商业	32.80	93.33	93.31	2019.7	100.00	
长沙项目三、四期	长沙市望城区金山桥街道金山桥社区	住宅及商业	21.34	34.39	34.39	2019.10	80.00	1,891.91
长沙高尔夫地块	长沙市望城区金山桥街道金山桥社区	商住	38.56	38.56	38.56	2019.10	80.00	
合计	--	--	**322.73**	**818.25**	**817.66**	--	--	--

注：广州市番禺区沙滘岛东端和上海市闵行区都会路拿地时间较早，楼面价很低
资料来源：公司提供

3．项目建设情况

2019 年公司新开工面积同比大幅下降，期末在建面积继续上升，在建项目每年投资支出压力不大，但土储进入建设期后支出压力将有所上升。

从公司房地产开发建设情况看，因 2018 年新开工项目较多，2019 年公司新开工力度有所下降。2019 年公司无竣工项目，期末在建面积进一步上升。2019 年公司结转收入来自 2019 年之前竣工的项目。

表 6　2017－2019 年公司项目开发建设情况（单位：万平方米、个）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
当期新开工面积	12.59	199.65	44.33
当期新开工项目数量	2	9	5
当期竣工面积	52.06	29.02	--
期末在建面积	77.27	247.90	292.23

注：新开工面积按施工证面积统计
资料来源：公司提供

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，园林建造工程以及基础装修需要1.5年左右时间。截至2019年末，公司在建项目预计总投资金额248.13亿元，已完成投资160.35亿元，尚需投资87.78亿元。其中，2020年预计需投入48.41亿元，2021年预计需投入33.11亿元，在建项目均为100%权益。考虑到2019年公司新增土储较多，尤其萝峰村项目体量较大，土储进入建设阶段后将加大建设支出压力。

表 7　截至 2019 年末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	预计总投资金额	截至 2019 年底已投入	2020 年预计投入	2021 年预计投入
西安星河湾二期住宅	2014 年 4 月	13.00	11.05	1.95	--
星河湾中心	2016 年 6 月	18.00	17.10	0.90	--
汕尾一期住宅项目	2017 年 3 月	30.00	28.50	1.50	--
广商大厦项目（占 17 分之 3 股权）	2017 年 4 月	8.82	7.94	0.88	--
沈阳星河湾二期（酒店住宅地块）	2017 年 6 月	24.00	21.60	2.40	--
沈阳星河湾千平住宅	2017 年 6 月	6.00	4.80	1.20	--
太原星河湾 5 号园	2017 年 9 月	14.00	11.20	2.80	--
汕尾二期住宅项目（含学校等配套）	2017 年 12 月	63.00	37.80	12.60	12.60
汕尾二期幼儿园项目	2018 年 10 月	0.80	0.40	0.24	0.16
沈阳星河湾三期 B 区住宅	2019 年 1 月	15.75	4.73	6.30	4.73
沈阳星河湾公建配套（幼儿园）	2019 年 1 月	0.22	0.11	0.11	--
上海星河湾三期 A1 区住宅项目	2019 年 3 月	30.42	9.13	9.13	9.13
沈阳星河湾三期 A 区住宅	2019 年 10 月	19.12	5.74	7.65	5.74
汕尾二期商业街项目	2019 年 12 月	5.00	0.25	0.75	0.75
合计		**248.13**	**160.35**	**48.41**	**33.11**

资料来源：公司提供

4. 项目销售情况

2019年，公司销售面积变化不大，受销售区域占比变化影响，销售均价下降带动销售金额下降；公司在售项目可售面积充足。

从公司销售情况看，2019年，公司销售面积同比变化不大，受销售区域占比变化影响，销售均价有所下降，导致签约销售金额有所下降。2019年签约销售面积中，沈阳占28.42%，太原占24.48%，西安占18.73%，汕尾占11.15%，上海占10.03%，长沙占4.34%，广州占2.85%。2019年公司无竣工项目，2019年结转项目全部为以往竣工的项目。公司回款率保持在较高水平。

表 8　2017－2019 年公司的销售情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
签约销售面积（万平方米）	36.61	47.20	48.39
签约销售金额（亿元）	89.17	131.02	111.20
签约销售均价（万元/平方米）	2.42	2.78	2.30
销售回款率（%）	103.00	97.00	102.62
结转收入面积（万平方米）	38.86	33.51	29.21
结转收入（亿元）	88.67	93.91	68.65

注：签约销售回款率口径包含跨期回款
资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司在售项目剩余可售面积 119.47 万平方米，可售面积可满足公司 2 年左右销售需求。此外，从分布区域看，一线城市（广州、上海）可售面积占比为 18.87%，二线城市（西安、太原、沈阳、长沙）可售面积占比为 60.53%，三线城市（汕尾）可售面积占比为 20.60%。公司产品定位高端，去化周期较长。

表 9　截至 2019 年末公司在售项目情况（单位：万平方米、万元/平方米）

项目名称	位置	总可售面积	2019 年末剩余可售面积	取得预售证时间	2019 年 12 月均价
星河湾半岛一期	广州	14.62	0.14	2009.9	2.00
星河湾半岛二期	广州	4.67	0.28	2020.5	2.00
星河湾半岛三期	广州	17.79	0.28	2014.5	8.00
星河湾半岛四期	广州	12.30	3.86	2014.9	9.00
浦东星河湾三期	上海	11.53	0.96	2014.6	11.20
浦东星河湾一期车位	上海	2.89	2.65	2011.10	1.33
浦东星河湾二期车位	上海	2.77	2.58	2013.5	1.40
浦东星河湾三期车位	上海	3.40	2.24	2019.3	1.00
上海星河湾一期	上海	19.98	0.07	2010.1	5.20
上海星河湾二期 A 区	上海	16.32	0.10	2013.8	6.30
上海星河湾二期 B 区	上海	5.59	0.14	2016.5	7.60
上海星河湾一期车位	上海	4.69	4.54	2016.1	1.00
上海星河湾二期 A 区车位	上海	4.41	3.83	2016.5	0.90
上海星河湾二期 B 区车位	上海	1.15	0.88	2019.4	1.00
太原星河湾 1 号园	太原	21.50	0.13	2010.7	1.60
太原星河湾 2 号园	太原	25.94	0.15	2010.8	1.50
太原星河湾 3 号园	太原	26.79	0.08	2016.1	1.60
太原星河湾 4 号园	太原	24.21	0.00	2017.4	1.60
太原星河湾 5 号园	太原	28.80	12.92	2018.7	1.80
太原 4 号园车位	太原	3.92	2.54	2017.8	0.67
太原 5 号园车位	太原	5.34	4.74	2019.12	0.67
沈阳星河湾一期	沈阳	19.55	0.12	2019.9	1.50
沈阳星河湾二期	沈阳	22.34	3.59	2018.8	1.90
沈阳星河湾一期（千平住宅）	沈阳	13.78	11.75	2018.4	1.70
沈阳一期车位	沈阳	4.60	2.27	2017.11	0.67
西安星河湾一期	西安	22.03	0.11	2015.4	2.60
西安星河湾二期	西安	17.91	2.91	2018.4	1.90
西安一期车位	西安	5.31	3.77	2018.10	0.67
汕尾星河湾一期	汕尾	29.01	13.46	2018.6	2.00
汕尾星河湾二期	汕尾	12.30	11.15	2019.9	1.60
长沙星河湾一期	长沙	7.13	0.16	2016.9	1.40
长沙星河湾二期	长沙	6.68	5.13	2018.12	1.90
长沙星河湾四期	长沙	20.55	20.55	--	2.00
长沙星河湾一期商铺	长沙	0.16	0.16	--	2.60
长沙星河湾车位	长沙	1.23	1.23	--	0.67
合计		**441.19**	**119.47**	--	--

注：车位无预售证，表中车位取得预售证时间为开始销售时间
资料来源：公司提供--

5. 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）成本优势减弱可能降低公司盈利水平

公司原有土地储备获取时间较早，土地成本优势明显，但随着项目的逐步开发，公司近两年新增土储成本优势将有所减弱，高盈利水平的可持续性存在一定不确定性。

（3）部分项目体量较大

萝峰村旧改项目体量较大，尚需投入支出压力较大，开发周期也比招拍挂住宅项目长，对公司的资金压力以及开发管理能力带来一定考验。

6. 未来发展

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。

（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，公司将继续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，实现管理和服务制度化、规范化、专业化、标准化的目标。

（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。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年度合并财务报表已经天健会计事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及最新会计准则修订指引编制。2019 年，公司非同一控制下企业合并 1 家，新设子公司 10 家，处置子公司 3

家。考虑到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 2019 年末，公司合并资产总额 459.47 亿元，负债合计 340.62 亿元，所有者权益 118.85 亿元，其中归属于母公司所有者权益 113.54 亿元。2019 年，公司实现营业收入 75.77 亿元，净利润 13.38 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 12.65 亿元；经营活动产生的现金流量净额-25.88 亿元，现金及现金等价物净增加额-15.36 亿元。

2．资产质量

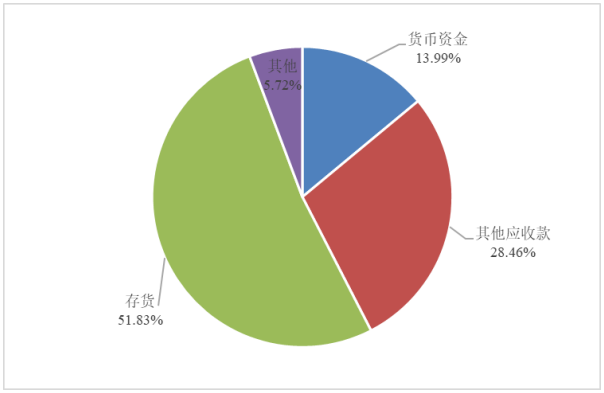
2019 年，随着房地产开发规模的扩大，公司资产规模有所增加，资产以流动资产为主；流动资产中存货跌价风险不大，其他应收款大幅上升，对资金占用较多；非流动资产主要为商业物业和五星级酒店；公司资产受限程度较低。整体看公司资产质量较好。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 459.47 亿元，较年初增长 14.66%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 79.67%，非流动资产占 20.33%，资产构成以流动资产为主。

（1）流动资产

截至2019年末，公司流动资产366.07亿元，较年初增长18.24%，主要系其他应收款增加所致。公司流动资产构成如下图所示。

图2　截至2019年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2019 年末，公司货币资金 51.20 亿元，较年初下降 23.07%，主要系当年拿地较多所致。公司货币资金中受限资金 7.07 亿元，受限比例为 13.81%，主要为各种保证金，受限比例低。截至 2019 年末，公司预售监管户中的货币资金为 17.82 亿元。

截至2019年末，公司其他应收款（含应收股利）104.17亿元，较年初增长164.71%，主要系拍地保证金、关联方往来款以及代收代付款增加所致。其他应收款主要为押金及保证金（占42.96%）、关联方往来款（占37.02%）、代收代付款（占13.23%）和单位借款（占6.36%）。其中关联方往来款主要为与关联方北京星河湾项目公司往来款（22.82亿元），主要用于一级开发投入；代收代付款主要为萝峰村旧改项目投入（13.83亿元）。萝峰村三旧改造项目由广州市裕峰置业有限公司（以下简称“裕峰置业”）作为开发主体，后者目前由广州市黄埔区萝岗街萝峰社区经济联合社独资控股，待复建区完工交付后，裕峰置业股权将分步转让给公司的子公司广州星烨投资有限公司（以下简称“星烨投资”）持有。萝峰村三旧改造项目实质由星烨投资开发、建设、管理、经营，因此公司对萝峰村项目投入计入其他应收款。公司其他应收款计提坏账准备0.69亿元，全部为采用账龄分析法对信用风险特征组合计提。其他应收款对公司资金有一定占用。

表10　公司其他应收款余额明细（单位：亿元）

款项性质	余额
备用金	0.17
押金及保证金	44.91
关联方往来款	38.70
代收代付款	13.83
单位借款	6.65
股权款	0.26
其他	0.05
合计	**104.55**

资料来源：公司审计报告

表11　公司其他应收款前五名情况（单位：亿元）

单位名称	余额	款项性质
北京星河湾房地产开发有限公司	22.82	关联方往来款
江阴市国土资源服务中心	16.33	押金及保证金
广州市裕峰置业有限公司	12.98	代收代付款
临汾市国土资源交易事务中心	11.49	押金及保证金
西安易方腾达商贸有限公司	6.00	押金及保证金
合计	**69.61**	--

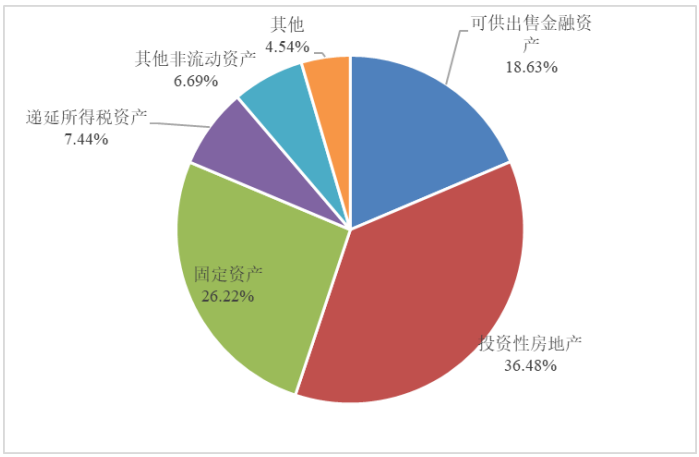
资料来源：公司审计报告

截至 2019 年末，公司存货 189.75 亿元，较年初增长 7.91%，主要系土储和在建投入增加所致。存货中开发成本占 94.64%，开发产品占 5.25%。存货未计提跌价准备。考虑到公司拿地成本低，存货跌价风险很小。

（2）非流动资产

截至2019年末，公司非流动资产93.40亿元，较年初增长2.52%，构成如下图。

图 3　截至 2019 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2019年末，公司可供出售金融资产17.40亿元，较年初增长11.99%，主要系对广州云从信息科技有限公司等公司投资1.86亿元所致。可供出售金融资产主要为对广东民营投资股份有限公司（以下简称“粤民投”）投资10.00亿元和对广州工商联盟投资有限公司（以下简称“工商联盟”）

3.00亿元。粤民投系广东省政府指导推动、广东省内多家大型民营企业发起设立的民营投资公司，着力于聚合金融资本和产业资本，促进金融、科技、产业深度融合，以大金融、大健康、大文化、高端制造和绿色产业等为重点投资方向，2018和2019年分别实现净利润10.82亿元和14.61亿元。工商联盟系广州工商联支持下由17家股东公司组成的企业，共同开发“广商中心”项目，目前处于建设阶段。公司可供出售金融资产全部按成本计量，2019年获得投资收益0.60亿元。

截至2019年末，公司投资性房地产34.08亿元，较年初下降2.59%，变化不大。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。受市场环境影响，公司投资性房地产按公允价值计量，2019年公司投资性房地产公允价值变动-1.33亿元。

截至2019年末，公司固定资产24.49亿元，较年初增长2.81%，变化不大。公司固定资产主要为房屋及建筑物（占81.46%）和运输工具（占14.74%），房屋及建筑物主要是公司的酒店，位于北京、上海、太原、西安、广州，全部为五星级酒店。公司固定资产成新率70.87%，成新率一般。

截至2019年末，公司其他非流动资产6.25亿元，较年初增长1.48%，变化不大。公司其他非流动资产主要为投资意向款（占比91.98%），主要是公司有意在上海收购或参股二手地块支付的投资意向金。有合作意向的项目因客观原因进展缓慢，对公司资金有一定占用。

截至2019年底，公司受限资产合计76.11亿元，占总资产比率为16.56%，占比较低。

表 12　截至 2019 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	7.08	贷款保证金、按揭保证金等
投资性房地产	10.04	抵押用于借款
存货	40.13	
固定资产	8.86	
可供出售金融资产	10.00	
合计	**76.11**	

资料来源：公司审计报告

3．负债及所有者权益

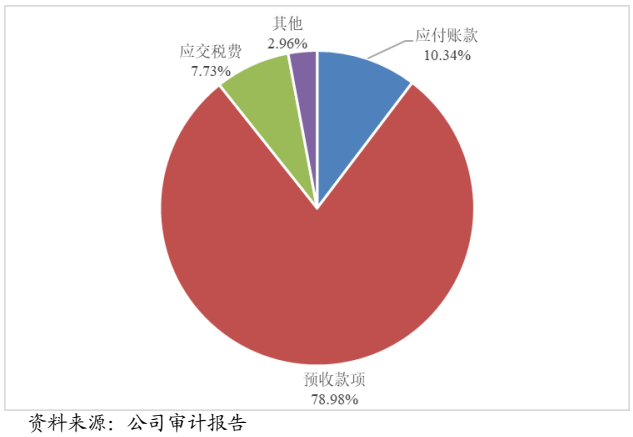
公司负债仍以流动负债为主，预收款项占比高。公司整体债务负担适中，债务中长期债务占比高，但2021年集中偿付压力较大。所有者权益中未分配利润占比高，稳定性较弱。

（1）负债

截至2019年末，公司负债总额340.62亿元，较年初增长16.17%，流动负债和非流动负债均有所增长。其中，流动负债占71.62%，非流动负债占28.38%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至2019年末，公司流动负债243.94亿元，较年初增长9.04%，主要系预收款项增加所致。公司流动负债构成如下图。

图 4　截至 2019 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

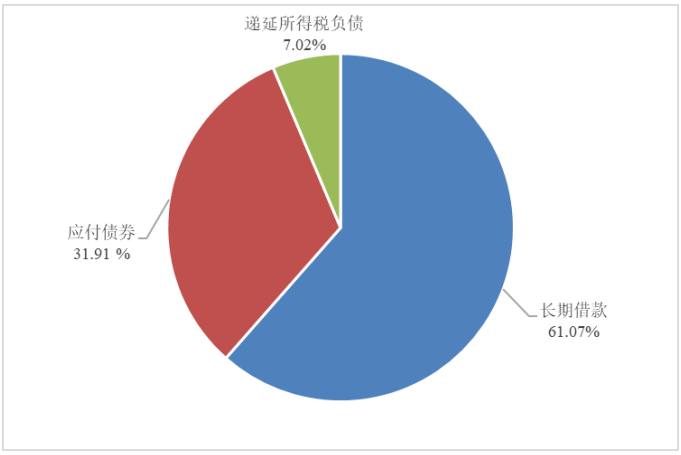
截至2019年末，公司应付账款25.21亿元，较年初下降31.84%，主要系应付工程款结算所致。应付账款主要为应付工程款（占85.48%）。

截至2019年末，公司预收款项192.65亿元，较年初增长33.32%，主要系公司产品开发周期较长，交付结转速度低于销售速度所致。预售款项主要为预收购房款（占99.64%）。

截至 2019 年末，公司应交税费 18.85 亿元，较年初增长 28.91%，主要系应交土地增值税增加所致。

截至2019年末，公司非流动负债96.68亿元，较年初增长39.13%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债构成如下图。

图5　截至2019年末公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至2019年末，公司长期借款59.04亿元，较年初增长75.77%，主要系房地产在开发项目增加所致；长期借款全部为抵质押或保证借款，其中85.50%为开发贷。从期限分布看，2021年到期46.72亿元，2022年到期7.20亿元，2024年及以后到期5.12亿元，长期借款2021年有集中到期压力。

截至2019年末，公司应付债券30.85亿元，较年初增长8.06%，系发行“18海怡02”所致[1]。应付债券2021年有集中偿付压力。应付债券详情如下。

[1] “18 海怡 02”于 2019 年 1 月 3 日发行结束。

表13　截至2019年末公司应付债券情况（单位：亿元）

债券简称	余额	期限
16海怡01	10.94	3+2
18海怡01	13.80	2+1
18海怡02	6.50	2+1

资料来源：Wind

截至 2019 年末，公司递延所得税负债 6.11 亿元，较年初下降 3.14%。递延所得税负债主要系投资性房地产公允价值变动产生。

截至 2019 年末，公司全部债务 91.24 亿元，较年初增长 9.95%，主要系长期债务增加所致。其中，短期债务占 0.73%，长期债务占 99.27%。长期债务 90.57 亿元，较年初增长 43.35%，主要系房地产在建项目增加开发贷所致；短期债务 0.67 亿元，较年初下降 96.64%。截至 2019 年末，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 74.13%、43.43%和 43.25%，较年初分别上升 0.96 个百分点、下降 0.14 个百分点和上升 6.23 个百分点。公司债务负担适中。从债务到期情况来看，2021 年债务到期金额较大。

表 14　截至 2019 年末公司债务到期情况（单位：亿元）

科目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年及以后	小计
短期借款	0.03	--	--	0.03
一年内到期的非流动负债	0.64	--	--	0.64
长期借款	--	46.72	12.32	59.04
应付债券	19.92	10.94	--	30.86
长期应付款	--	--	0.68	0.68
合计	**20.59**	**57.66**	**13.00**	**91.25**
占比	**22.56**	**63.19**	**14.25**	**100.00**

注：1. 应付债券在存续期有回售权的以回售日作为到期日；2. 表中债务合计与文中有尾数差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

（2）所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 118.85 亿元，较年初增长 10.56%，主要系未分配利润转为实收资本所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 95.53%，少数股东权益占比为 4.47%。归属于母公司所有者权益中，实收资本、其他综合收益和未分配利润分别占 17.62%、5.54%和 75.45%。公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

4．盈利能力

受房地产结转规模影响，2019 年公司营业收入有所下降，带动利润同步下降；随着推盘和在建项目增加，费用支出有所增加；非经常性损益规模不大，利润质量较高；各项盈利指标处于行业中上游水平。

2019 年，公司实现营业收入 75.77 亿元，较上年下降 20.62%，营业成本 36.19 亿元，较上年下降 29.52%。2019 年，公司利润总额 18.48 亿元，较上年下降 16.70%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 11.94 亿元，较上年增长 33.82%，主要系推盘和在建项目增加导致销售和管理费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 49.67%、42.04%、0.33%和 7.96%。2019 年，公司销售费用为 5.93 亿元，同比增长 17.86%，管理费用 5.02 亿元，同比增长 39.48%，主要系萝峰村项目前期投入所致；财

务费用 0.95 亿元，同比增长 235.25%，主要系当年公司拓展项目力度较大，手续费等支出增加所致。

2019 年，公司公允价值变动收益-1.56 亿元，较上年的-1.17 亿元有所减少，占营业利润比重为-7.55%。受市场环境影响，公司近两年公允价值变动收益连续为负。

2019 年，公司营业利润率为 44.21%，较上年上升 10.38 个百分点，主要系当年毛利率提升所致。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 6.91%、4.41%和 11.82%，较上年分别下降 2.43 个百分点、下降 1.68 个百分点和下降 4.66 个百分点，主要系净利润同比减少所致。与国内房地产上市公司盈利指标比较来看，公司销售毛利率处于上游水平，净资产收益率和总资产报酬率处于中游水平。

表 15　房地产开发类上市公司 2019 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	27.48	9.39	1.98
荣安地产	41.61	32.98	7.02
格力地产	30.07	6.56	2.51
大名城	27.12	5.93	4.53
海怡地产	**52.23**	**11.69**	**4.52**

注：为便于数据可比性，表中数据统一引自Wind
资料来源：Wind

5．现金流

2019年，由于支付拍地保证金的增加，公司经营活动净现金流由正转负；公司投资活动主要为购买和理财产品；随着公司新增土储开始建设，以及萝峰村旧改项目推进，公司仍有较大筹资需求。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入129.63亿元，较上年下降18.90%，主要系销售回款较上年减少所致；经营活动现金流出155.51亿元，较上年增长39.01%，主要系拍地保证金支出较多所致。2019年，公司经营活动现金净流出25.88亿元，由上年净流入转为净流出。

公司投资活动主要为理财产品的购买和赎回。从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入53.85亿元，较上年增长20.91%；投资活动现金流出43.21亿元，较上年下降30.94%。2019年，公司投资活动现金净流入10.65亿元，转为净流入。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 48.12 亿元，较上年增长 22.00%，主要系借款增加所致；筹资活动现金流出 48.24 亿元，较上年下降 5.74%。2019 年，公司筹资活动现金净流出 0.12 亿元，较上年下降 98.97%。

6．母公司财务分析

母公司资产规模不大，符合房地产公司的特点；货币资金金额尚可，资产主要为流动资产，负债主要为流动负债，有一定规模的营业收入。

截至 2019 年末，母公司资产总额 195.91 亿元，较年初增长 23.97%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产 156.64 亿元（占比 79.95%），非流动资产 39.27 亿元（占比 20.05%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 13.39%）、其他应收款（占 65.06%）、存货（占 18.46%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 53.00%）、投资性房地产（占 22.39%）、固定资产（占 11.08%）、其他非流动资产（占 10.56%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 20.97 亿元。

截至 2019 年末，母公司负债总额 132.51 亿元，较年初增长 20.32%。其中，流动负债 98.35

亿元（占比 74.22%），非流动负债 34.16 亿元（占比 25.78%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 66.38%）、预收款项（占 26.07%）构成，非流动负债主要由应付债券（占 90.32%）、构成。母公司 2019 年资产负债率为 67.64%，较 2018 年下降 2.05 个百分点。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 63.41 亿元，较年初增长 32.38%，主要系未分配利润转增资本所致，所有者权益稳定性一般。其中，实收资本为 20.00 亿元（占 31.54%）、未分配利润合计 33.93 亿元（占 53.52%）、盈余公积合计 5.47 亿元（占 8.63%）。

2019 年，母公司营业收入为 15.51 亿元，投资收益为 15.23 亿元，净利润为 17.41 亿元。

2019 年，母公司经营活动现金流量净额为 2.23 亿元，投资活动现金流量净额为 4.37 亿元，筹资活动现金流量净额为-18.46 亿元。

7．偿债能力

公司长短期偿债能力较强，间接融资渠道顺畅；同时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。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.38 倍和 0.60 倍分别上升至 1.50 倍和上升至 0.72 倍，流动资产对流动负债的保障程度较高。截至 2019 年末，由于公司短期债务的大幅减少，公司现金短期债务比由年初的 3.36 倍上升至 76.89 倍，现金类资产对短期债务的保障程度很高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 21.26 亿元，较上年下降 13.57%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 9.12%）、利润总额（占 86.94%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.62 倍下降至 3.45 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.30 倍下降至 0.23 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

根据公司提供的中国人民银行 2020 年 5 月 19 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 2019 年末，公司不存在重大未决诉讼事项。

截至 2019 年末，公司对外担保余额 10.23 亿元，占公司净资产的比例为 8.61%，公司对外担保均为对关联方担保，被担保企业经营正常，或有债务风险不大。

表 16　截至 2019 年末公司对外担保余额情况（单位：万元）

类型	被担保方	担保余额
境内担保	广州星河湾实业发展有限公司	34,195
	上海赫曼德市场营销管理有限公司	5,000
	小计	**39,195**
境外担保	日伦发展有限公司	63,130
	小计	**63,130**
合计		**102,325**

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司拥有的授信总额为 270.06 亿元，已使用授信额度 76.15 亿元，未使用授信额度 193.91 亿元，公司间接融资渠道顺畅。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年底，公司现金类资产（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）达 51.20 亿元，约为“16 海怡 01”和“18 海怡 02”本金合计（17.44 亿元）的 2.94 倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度较高；净资产达 118.85 亿元，约为“16 海怡 01”和“18 海怡 02”债券本金合计（17.44 亿元）的 6.81 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 海怡 01”和“18 海怡 02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 21.26 亿元，约为“16 海怡 01”和“18 海怡 02”债券本金合计（17.44 亿元）的 1.22 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 129.63 亿元，约为“16 海怡 01”和“18 海怡 02”债券本金合计（17.44 亿元）的 7.43 倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较高。

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，土地储备相对充足，住宅产品毛利率较高，能够通过持续经营取得较高的盈利水平，公司对“16 海怡 01”和“18 海怡 02”的偿还能力很强。

八、综合评价

2019 年，公司经营稳定，毛利率依然保持在较高水平，土地储备大幅增加，资产质量依然较高，长短期偿债能力较强。同时，联合评级也关注到房地产行业持续调控、旧改项目体量大周期长、其他应收款占用资金、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，随着公司地产项目持续销售以及在建项目陆续竣工，公司收入规模和盈利能力有望保持稳定。

综上，联合信用评级有限公司维持公司主体长期信用级别为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 海怡 01”和“18 海怡 02”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　广州番禺海怡房地产开发有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	340.84	400.71	459.47
所有者权益（亿元）	94.89	107.50	118.85
短期债务（亿元）	28.21	19.80	0.67
长期债务（亿元）	51.00	63.18	90.57
全部债务（亿元）	79.22	82.98	91.24
营业收入（亿元）	95.55	95.44	75.77
净利润（亿元）	16.87	16.68	13.38
EBITDA（亿元）	25.32	24.59	21.26
经营性净现金流（亿元）	21.65	47.97	-25.88
流动资产周转次数（次）	0.38	0.34	0.22
存货周转次数（次）	0.32	0.30	0.20
总资产周转次数（次）	0.29	0.26	0.18
现金收入比率（%）	101.62	134.84	152.39
总资本收益率（%）	10.47	9.35	6.91
总资产报酬率（%）	7.16	6.08	4.41
净资产收益率（%）	19.18	16.48	11.82
营业利润率（%）	31.84	33.83	44.21
费用收入比（%）	8.28	9.35	15.77
资产负债率（%）	72.16	73.17	74.13
全部债务资本化比率（%）	45.50	43.56	43.43
长期债务资本化比率（%）	34.96	37.02	43.25
EBITDA 利息倍数（倍）	3.90	3.62	3.45
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.30	0.23
流动比率（倍）	1.35	1.38	1.50
速动比率（倍）	0.46	0.60	0.72
现金短期债务比（倍）	1.47	3.36	76.89
经营现金流动负债比率（%）	11.49	21.44	-10.61
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.45	1.41	1.22

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；除特别说明外，均指人民币；2. 公司长期应付款已计入长期债务 3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4. 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 2　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+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 3　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。