

信用评级公告

联合〔2022〕5453号

联合资信评估股份有限公司通过对广东星河湾房地产(集团)有限公司以及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估,确定维持广东星河湾房地产(集团)有限公司主体长期信用等级为 AA,维持“21 海怡 01”的信用等级为 AA,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:

二〇二二年六月二十七日

广东星河湾房地产(集团)有限公司

2022年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
广东星河湾房地产(集团)有限公司	AA	稳定	AA	稳定
21 海怡 01	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 海怡 01	11.00 亿元	11.00 亿元	2026/06/30

注:上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间:2022 年 6 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.1.202205
房地产企业主体信用评级模型(打分表)	V3.1.202205

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa		评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域 风险	2	
			行业风险	3	
		自身 竞争力	基础素质	4	
			企业管理	3	
			经营分析	2	
财务风险	F1	现金流	资产质量	2	
			盈利能力	2	
			现金流量	4	
		资本结构		2	
		偿债能力		1	
调整因素和理由				调整子级	
—				--	

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级,各级因子评价划分为 6 档,1 档最好,6 档最差;财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级,各级因子评价划分为 7 档,1 档最好,7 档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内,广东星河湾房地产(集团)有限公司(以下简称“公司”)继续专注于高端住宅物业开发,产品竞争力强,毛利率仍保持较高水平。2021 年公司主要通过旧改项目锁定土储,项目城市分布较好,资产质量较高,债务负担适中且结构合理。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到房地产市场信心仍有待修复、公司产品定位高端,整体去化周期相对较长、近年来新获取大量旧改项目,对公司的项目全周期管理和资金管理能力带来一定挑战、未来尚需投资规模很大以及存在一定的土储集中风险等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来,随着旧改项目陆续开发建设,公司可售货值将有所增加,但同时投资需求也将有所加大,需关注旧改项目后续开发建设进度及资金周转情况。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA,维持“21 海怡 01”的信用等级为 AA,评级展望为稳定。

优势

- 产品品牌口碑良好。**公司专注于高端房地产的开发和销售,经过多年经营,已经建立起良好的企业形象,住宅品牌“星河湾”在国内房地产市场具有良好的口碑。
- 产品毛利率较高。**公司受益于品牌溢价,产品售价较高,毛利率保持在较高水平。2021 年公司主营业务毛利率为 47.35%。
- 项目储备充足且城市分布较好。**截至 2021 年底,公司全口径已取证土地储备建筑面积合计 432.84 万平方米,可满足未来 4~5 年的开发需求。从城市能级来看,公司全口径土储建筑面积中一线、二线和三线城市占比分别为 51%、18%和 31%,区位分布整体较好。
- 债务负担适中且结构合理。**截至 2021 年底,公司全部债务 137.83 亿元,其中长期债务占 90.31%,与公司业务模式匹配;全部债务资本化比率为 46.90%。

分析师：张文韬 罗星驰

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. **房地产市场波动风险**。跟踪期内，受宏观经济下行、新冠肺炎疫情持续反复及行业政策调控影响，房地产市场信心仍有待修复。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. **产品定位高端，去化周期较长**。公司产品以精装大平层为主，户型主要集中在200平方米左右的高端改善型住宅，单套总价较高，去化周期相对主打刚需产品的房企较长。

3. **旧改项目开发建设及回款周期较长，运营管理和资金管理难度将有所加大**。旧改项目开发进度存在不确定性，开发建设及回款周期整体较长，对公司运营管理和资金管理带来一定挑战。截至2021年底，公司全口径在建非旧改项目未来尚需投资额211.03亿元，考虑到公司待开发旧改项目规模较大，未来资金需求很大。

4. **土储集中风险**。公司旧改项目全部位于广州，对广州市场行情波动和旧改政策变化敏感度高，存在一定的土储集中风险。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿元）	51.20	41.11	31.98
资产总额（亿元）	459.47	528.42	569.00
所有者权益（亿元）	118.85	134.58	156.08
短期债务（亿元）	0.67	32.57	13.36
长期债务（亿元）	90.57	84.95	124.47
全部债务（亿元）	91.24	117.53	137.83
营业收入（亿元）	75.77	109.13	133.07
利润总额（亿元）	18.48	21.25	31.30
EBITDA（亿元）	21.26	24.98	36.90
经营性净现金流（亿元）	-25.88	-28.77	-16.39
营业利润率（%）	44.21	38.73	37.51
净资产收益率（%）	11.26	10.77	13.49
资产负债率（%）	74.13	74.53	72.57
全部债务资本化比率（%）	43.43	46.62	46.90
流动比率（%）	150.07	137.60	166.22
经营现金流动负债比（%）	-10.61	-9.53	-5.83
现金短期债务比（倍）	76.89	1.26	2.39
EBITDA 利息倍数（倍）	3.45	2.91	3.71
全部债务/EBITDA（倍）	4.29	4.71	3.74
公司本部（母公司）			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	195.91	228.09	268.10
所有者权益（亿元）	63.41	64.16	64.55
全部债务（亿元）	32.65	38.79	45.05
营业收入（亿元）	15.51	21.49	16.75
利润总额（亿元）	18.22	5.04	3.56
资产负债率（%）	67.64	71.87	75.92
全部债务资本化比率（%）	33.99	37.68	41.10
流动比率（%）	159.27	116.98	135.34
经营现金流动负债比（%）	2.26	6.04	-1.36

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 长期应付款中的有息部分已计入长期债务；4. 2019 年数据为 2020 年初数，2020 年数据为 2021 年初数；5. 计算全部债务时，一年内到期的非流动负债、长期借款等数据均包含应计利息

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 海怡 01	AA	AA	稳定	2021/06/18	张文韬 罗星驰	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907） /房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	--

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受广东星河湾房地产(集团)有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

广东星河湾房地产(集团)有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)关于广东星河湾房地产(集团)有限公司(以下简称“公司”)及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司于 1992 年 4 月 28 日在广州市番禺区成立,后历经更名、增资和股权转让,截至 2021 年底,公司注册资本 20 亿元,日伦发展有限公司(以下简称“日伦发展”)为公司的唯一股东,公司实际控制人为自然人黄文仔先生(公司股权结构图见附件 1-1)。

跟踪期内,公司主营业务未发生变化,仍为房地产开发与销售;组织架构发生一定变化(2021 年底公司组织架构图见附件 1-2)。截至 2021 年底,公司纳入合并范围内子公司 79 家,在职员工 2956 人。

截至 2021 年底,公司合并资产总额 569.00 亿元,所有者权益 156.08 亿元(含少数股东权益 17.86 亿元);2021 年,公司实现营业收入 133.07 亿元,利润总额 31.30 亿元。

公司注册地址:广州市番禺南村沙涌岛东端;法定代表人:黄健慧。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日,公司由联合资信评级的存续债券见下表,募集资金均已按指定用途使用完毕,“20 海怡 01”已在付息日正常付息,

“21 海怡 01”尚未到第一个付息日。

表 1 截至本报告出具日公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限 (年)
20 海怡 01	10.00	10.00	2020/07/03	2+2+1
21 海怡 01	11.00	11.00	2021/06/30	2+2+1

资料来源:联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度,中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧,有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓,俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动,国内多地疫情大规模复发,市场主体困难明显增加,经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下,“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点,政策发力适当靠前,政策合力不断增强,政策效应逐渐显现。

经初步核算,2022 年一季度,中国国内生产总值 27.02 万亿元,按不变价计算,同比增长 4.80%,较上季度两年平均增速¹(5.19%)有所回落;环比增长 1.30%,高于上年同期(0.50%)但不及疫情前 2019 年水平(1.70%)。

三大产业中,第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度,第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%,工农业生产总体稳定,但 3 月受多地疫情大规模复发影响,部分企业出现减产停产,对一季度工业生产造成一定的拖累;第三产业增加值同比增速为 4.00%,不及上年同期两年平均增速(4.57%)及疫情前 2019 年水平(7.20%),接触型服务领域受到较大冲击。

¹为剔除基数效应影响,方便对经济实际运行情况进行分析判断,文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率,下同。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地

缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。

民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现

5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 房地产行业概况

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017—2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021 年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了

部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021 年 7—12 月，全国商品房单月销售面积同比增速连续 6 个月为负；但得益于上半年销售增长，2021 年全年全国商品房销售面积 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，增速较 2020 年下降 0.7 个百分点；住宅销售面积 15.65 亿平方米，同比增长 1.1%。

2. 土地市场与信贷环境

2021 年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021 年土地购置面积 2.16 亿平方米，同比下降 15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021 年土拍市场出现了新景象；2021 年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近 50% 的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿

显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021 年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长 23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021 年 7—12 月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9 月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此 2021 年下半年房地产开发到位资金同比下降 10.51%。2021 年全年房地产开发到位资金合计 20.11 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年下滑 3.4 个百分点。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021 年初严查经营贷，2021 年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流

动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021 年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但 2022 年 3 月的国务院金融委会议表明房地产政

策出现转向。

2021年初，房地产市场延续上年底热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展

租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。2021年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表4 2021年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年2月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021年7月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021年9月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年2-3月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证

交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表5 2021年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年3月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021年6月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021年7月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021年9月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021年10月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序

2021 年 12 月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化，公司实际控制人为自然人黄文仔先生。

2. 企业规模和竞争力

公司高端住宅在业界口碑较好，有较强的市场影响力。

跟踪期内，公司仍以“品牌是战略的核心，用高品质打造第一居所”的理念进行高端房地产开发，拥有房地产开发一级资质。公司建立起标准化、科学化、系统化、精细化的质量管理体系，形成了较好的过程质量控制和成本控制机制。公司所开发高端房地产项目在业界口碑较好，曾获得房地产业的“广厦奖”“詹天佑土木工程大奖”等知名奖项。在克而瑞发布的“2021 年房地产企业销售榜 TOP200”中，公司操盘金额位列第 145 位；在中国房地产业协会和上海易居房地产研究院中国房地产测评中心联合发布的“2022 房地产开发企业综合实力 TOP100”中，公司位列第 93 位。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：4401020000222692），截至2022年5月19日，公司已结清和未结清信贷记录中不存在不良或关注类信贷信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 6 月 27 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在主要管理人员、管理体制和管理制度等方面未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

随着地产项目结转规模增加，2021 年公司主营业务收入同比增长；酒店餐饮业务收入有所回升，但毛利率仍未恢复至疫情前水平；物业收入继续增长，但公司仍采用住宅售价补贴物业支出的运营模式，物业毛利率持续为负。

2021 年，公司房产销售收入占比仍保持在 90%以上，公司主营业务突出。随着开发项目结转面积增加，2021 年公司房地产销售收入同比增长 25.76%，主营业务收入随之同比增长 24.28%；其他业务收入规模较小。

毛利率方面，2021 年公司综合毛利率较上年变化不大。受益于公司开发的产品定位高端，售价较高，且公司拿地成本较低，2021 年房产销售毛利率仍保持在较高水平。

表 6 2019—2021 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

细分板块	2019 年			2020 年			2021 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	68.65	92.35	51.04	100.96	95.27	47.42	126.97	96.42	47.64
酒店餐饮	3.48	4.69	48.87	2.90	2.74	30.59	3.58	2.72	35.20
物业收入	0.07	0.09	-29.70	0.12	0.12	-4.37	0.30	0.23	-26.67
其他	2.13	2.87	75.50	1.99	1.88	95.58	0.84	0.64	82.14
合计	74.33	100.00	51.56	105.96	100.00	47.80	131.69	100.00	47.35

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 土地储备情况

2021 年，公司保持适度的拿地力度，主要以旧改项目锁定土储，成本优势显著，但新获取项目均处于前期阶段，开工和获取土地证时间面临一定不确定性；土地储备可满足公司较长时间的开发需求，城市能级分布较为均衡。

近年来公司旧改项目占比逐步提高，2021 年新获取项目中旧改项目建筑面积占 96.02%，

均处于前期阶段，开工时间尚未确定。目前公司已获取旧改项目均未获取土地证，萝峰村项目预计 2022 年拿证，届时公司将按地块评估价的 20%补交地价款。从拿地成本看，公司招拍挂项目楼面价较低，旧改项目全部位于广州，项目周边商品房售价约 4.5~5.5 万元/平方米，相较于周边招拍挂项目楼面价有显著成本优势，利润空间较大。

表 7 2019—2021 年公司项目获取情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

时间	项目	位置	建筑面积	类型	获取方式	权益比例	土地成本	楼面价
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	53.49	住宅及商业	招拍挂	100.00	5.03	940.58
	临汾一至五期	山西省临汾市尧都区规划路	152.95	住宅及商业	招拍挂	100.00	17.46	1141.76
	江阴项目	江阴市城东街道创新大道东、通博路西、凤蟠路北	40.82	住宅	招拍挂	100.00	16.33	4000.00
	萝峰村旧改项目	广州市黄埔区萝峰村（近香雪公园）	93.33	住宅及商业	旧改	75.00	129.10	13832.64
	长沙项目三、四期	长沙市望城区金山桥街道金山桥社区	34.39	住宅及商业	收购	80.00	13.80	1891.91
	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	商服用地	收购	80.00		
合计			413.54	--	--	--	181.72	--
2020 年	塘步东村旧改项目	广州市番禺区塘步东村	49.88	住宅及商业	旧改	100.00	78.88	15815.19
	小罗村旧改项目	广州市番禺区小罗村	21.77	住宅及商业	旧改	100.00	29.66	13624.25
	南村村旧改项目	广州市番禺区南村村	86.81	住宅及商业	旧改	100.00	135.50	14514.46
	海丰星河湾	汕尾市海丰县	12.68	住宅及商业	招拍挂	100.00	1.31	1032.33
合计			171.13	--	--	--	245.35	--
2021 年	西一村旧改项目	广州市番禺区西一村	61.00	住宅及商业	旧改	100.00	79.31	13001.64
	贤江村旧改项目	广州市黄埔区贤江村	139.97	住宅及商业	旧改	49.00	114.23	8161.03
	曲江 276 项目商业地块	西安市雁塔区登高路	8.34	商业	招拍挂	53.35	0.85	1020.33
合计			209.31	--	--	--	194.39	--

注：1. 旧改项目复建区阶段无需支付土地出让金，但可售区地块房企在取得土地证时需要按地块评估价（加权平均价基础上再给予一定的折扣）的 20%补交地价款。表中旧改项目土地成本为复建区改造成本，楼面价依此成本计算；2. 旧改项目土储建筑面积不包含复建安置区面积，仅为可售区面积
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2021 年底，公司全口径土地储备建筑面积合计 432.84 万平方米（已获取土地证），旧改项目（已取得合作开发资格但未获取土地证）全口径建筑面积合计 452.76 万平方米。从近三年新开工力度来看，现有已取证土储可满足未来 4~5 年的开发需求，公司土地储备充足。从城市能级来看，公司全口径土储建筑面积（已取证+未取证）中一线、二线和三线城市占比分别为 51%、18%和 31%，区位分布整体较好。

3. 项目建设开发情况

2021 年，公司新开工面积同比下降，竣工

面积同比增长；在建及待开发项目尚需投资规模很大，对公司的项目全周期管理和资金管理能力提出更高要求。

受 2020 年公司新开工力度较大以及 2021 年竣工规模较大影响，2021 年公司新开工面积同比下降，竣工面积同比增长，期末在建面积同比下降。

表 8 2019—2021 年公司项目开发建设情况

（单位：万平方米、个）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
当期新开工面积	44.33	186.52	44.13
当期新开工项目数量	5	8	5

当期竣工面积	0.00	76.10	135.86
期末在建面积	292.23	402.65	340.04

注：上表为公司合并范围内子公司数据，不含旧改复建区
资料来源：公司提供

除传统房地产开发项目外，公司尚有较大规模旧改项目处于开发建设初期或待开发状态，

预计开发周期多为 7~10 年，相比普通住宅项目较长，且前期投资需求大，公司未来资金需求将显著加大。截至 2021 年底，公司全口径在建非旧改项目未来尚需投资合计 211.03 亿元，旧改项目未来尚需投资合计 439.31 亿元（暂估数），公司未来资金需求很大。

表 9 截至 2021 年底公司全口径在建项目投资情况（单位：亿元）

序号	类别	项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计总投资金额	截至 2021 年底已投入	尚需投资额
1	非旧改项目	星河湾半岛五期	2020 年 6 月	2026 年 7 月	60.00	25.00	35.00
2		沈阳星河湾千平住宅	2017 年 6 月	2021 年 5 月	6.00	6.00	--
3		沈阳星河湾三期 A 区	2019 年 10 月	2024 年 9 月	19.12	17.00	2.12
4		沈阳星河湾三期 B 区	2019 年 10 月	2024 年 5 月	15.75	13.00	2.75
5		太原星河湾 5 号园	2017 年 9 月	2021 年 6 月	14.00	14.00	--
6		太原星河湾 6 号园	2020 年 3 月	2023 年 10 月	19.67	8.00	11.67
7		太原星河湾 7 号园	2021 年 4 月	2023 年 6 月	16.00	3.15	12.85
8		汕尾二期住宅项目	2017 年 12 月	2021 年 6 月	60.20	55.00	5.20
9		汕尾二期幼儿园项目	2018 年 10 月	2021 年 6 月	0.80	0.80	--
10		汕尾二期商业街项目	2019 年 12 月	2021 年 6 月	5.00	5.00	--
11		星河湾中心	2016 年 6 月	2022 年 7 月	18.00	17.50	0.50
12		广商大厦项目	2017 年 4 月	2021 年 12 月	50.00	30.00	20.00
13		上海星河湾三期 A1 区	2019 年 3 月	2021 年 12 月	30.42	25.00	5.42
14		上海星河湾三期 A2 区	2021 年 1 月	2022 年 12 月	35.00	8.00	27.00
15		上海星河湾三期 B 区	2021 年 9 月	2024 年 5 月	17.00	0.50	16.50
16		海丰星河湾一期住宅（含海丰公建配套）	2019 年 5 月	2022 年 4 月	22.00	12.00	10.00
17		江阴星河湾一期	2020 年 9 月	2023 年 9 月	30.00	15.97	14.03
18		长沙星河湾一期	2020 年 9 月	2024 年 6 月	20.00	4.90	15.10
19		临汾星河湾 1 号园	2021 年 3 月	2024 年 5 月	41.00	8.11	32.89
20			小计	--	--	479.96	268.93
21	旧改项目	萝峰村三旧改造项目复建区一至五期	2020 年 6 月	2030 年 6 月	129.00	41.83	87.17
22		萝峰村三旧改造项目融资区一至五期	2020 年 6 月	2030 年 6 月	123.00	2.90	120.10
23		塘步东村三旧改造项目复建区	2020 年 9 月	2028 年 9 月	78.88	4.00	74.88
24		南村村三旧改造项目复建区	2021 年 6 月	2028 年 9 月	135.50	4.00	131.50
25		小罗村三旧改造项目复建区	2021 年 6 月	2024 年 12 月	29.66	4.00	25.66
26		小计	--	--	496.04	56.73	439.31
合计					976.01	325.66	650.35

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

4. 房产销售情况

2021 年，公司签约销售规模较上年变化不大，结转面积同比增长，剩余可售面积充足；受公司产品定位高端影响，项目回款率高，但去化周期相对较长，车位去化率较低。

2021 年，公司并表口径签约销售面积、单

价和金额均较上年变化不大。公司产品定位高端，按揭贷款客户相比一般房企比例低，公司鼓励客户在 3 个月内分期付完全款，因此回款率一直处于较高水平。2021 年公司回款率显著提高，主要系加大促回款力度所致。2021 年公司竣工规模较大，结转面积和收入同比增长。

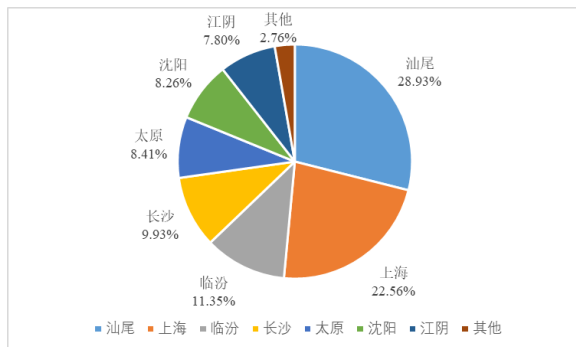
表 10 2019—2021 年公司并表口径销售及结转情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
签约销售面积（万平方米）	48.39	41.19	44.13
签约销售金额（亿元）	111.20	115.38	115.76
签约销售均价（万元/平方米）	2.30	2.80	2.62
销售回款额（亿元）	112.63	111.24	130.36
销售回款率（%）	102.62	97.00	111.87
结转收入面积（万平方米）	29.21	45.67	60.00
结转收入（亿元）	68.65	102.66	126.97

注：销售回款额包含跨期回款
资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司并表口径在售项目剩余可售面积 231.61 万平方米，约为 2021 年签约销售面积的 5 倍，可售面积充足；剩余可售金额约 352.87 亿元。

图 1 截至 2021 年底公司在售项目剩余货值城市分布情况（单位：万平方米、万元/平方米）



注：统计口径仅包含在售项目，占比按剩余可售金额计算
资料来源：公司提供，联合资信整理

去化方面，公司产品定位高端，项目多为利润盘而非高周转盘，整体去化周期相对主打刚需的房企较长。公司在售住宅中汕尾地区去化相对较慢，主要系汕尾地区因春节返乡置业客群较多，近一半客群来自深圳、港澳华侨等非本地居民，受新冠肺炎疫情影响大部分在外人员未返乡过节，影响了项目销售所致。此外，沈阳星河湾三期去化率一般，主要系该项目自 2020 年开售之后，公司主力推售的是沈阳星河湾二期，2021 年才将三期作为主推产品，且受新冠肺炎疫情影响沈阳有一段居家隔离期，项目销售去化受到一定影响所致。（公司在售项目去化情况明细表见附件 1-4）。

此外，公司车位去化率较低，主要系公司住

宅定位高端，车位配比高故售价较高，住户倾向于以租代购所致。

5. 经营效率

受公司产品业态影响，公司结转节奏较慢；2021 年，公司经营效率有所提升，各项指标处于行业中游水平。

2021 年，公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率分别为 0.28 次、0.29 次和 0.24 次，较上年的 0.26 次、0.27 次和 0.22 次均有所上升。与同业相比，公司经营效率指标处于行业中游水平。

表 11 2021 年经营效率指标同业对比情况

（单位：次）

公司名称	流动资产周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
华远地产股份有限公司	0.25	0.27	0.23
荣安地产股份有限公司	0.26	0.27	0.24
厦门国贸房地产有限公司	0.33	0.37	0.32
公司	0.30	0.29	0.24

注：为便于同业比较，表中数据统一引自 Wind
资料来源：Wind

6. 未来发展

公司在区域布局、产品业态及运营模式方面制定了较为清晰的发展规划，符合自身经营特点，可实施性较强。

（1）区域布局：旧改业务重点布局一线城市，同时布局二线前端城市。公司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) 产品业态及运营模式：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。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。

(3) 资本结构：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，通过开发贷款、公司债券、资产证券化产品等多种融资方式，持续优化负债结构，降低整体融资成本，确保资金链的安全和稳定。

九、财务分析

1. 财务概况

公司2021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，审计机构出具了标准无保留的审计结论。2021年，公司合并范围内新增13家子公司，减少2家子公司。截至2021年底，公司合并范围内子公司共79家。公司合并范围有一定变化，但主营业务未发生变更，财务数据可比性较强。

截至2021年底，公司合并资产总额569.00亿元，所有者权益156.08亿元（含少数股东权益17.86亿元）；2021年，公司实现营业收入133.07亿元，利润总额31.30亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模继续增长，资产仍以流动资产为主；存货规模较大，土地获取成本较低，但去化周期相对较长；其他应收款对公司资金形成较大占用，面临一定减值风险；投资性房地产主要为商业物业，区位较好；固定资产主要为五星级酒店，且主要位于一二线城市，成新率较低；资产受限程度一般。总体看，公司资产质量较好。

截至2021年底，公司合并资产总额较年初增长7.68%，主要系流动资产增加所致。公司资产仍以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

表12 2019—2021年末公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2019年末		2020年末		2021年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	366.07	79.67%	415.25	78.58%	466.92	82.06%
货币资金	51.20	11.14%	41.11	7.78%	30.84	5.42%
其他应收款	104.17	22.67%	110.68	20.94%	165.15	29.03%
存货	189.75	41.30%	239.75	45.37%	251.19	44.15%
非流动资产	93.40	20.33%	113.17	21.42%	102.07	17.94%
投资性房地产	34.08	7.42%	36.55	6.92%	36.66	6.44%
固定资产	24.49	5.33%	30.33	5.74%	28.40	4.99%
资产总额	459.47	100.00%	528.42	100.00%	569.00	100.00%

注：占比指单个资产科目占同期末资产总额的比重
资料来源：公司审计报告，联合资信整理

流动资产方面，截至2021年底，公司货币资金较年初下降24.98%，主要系经营活动持续净流出所致。货币资金中有5.20亿元受限资金，受限比例为16.86%，主要为各类保证金；此外，

货币资金中在预售监管户里的资金共5.71亿元。

公司其他应收款主要系旧改及合作开发项目投资款。截至2021年底，公司其他应收款较年初增长49.22%，主要系代收代付款和关联方

往来款增加所致。其中代收代付款主要为萝峰村旧改项目投入（49.08 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；关联方往来款包括与北京星河湾项目公司往来款（20.95 亿元），主要用于北京昌平旧改项目前期投入，该项目暂无并表计划；与陕西东方加德置业有限公司的往来款（11.70 亿元），主要用于曲江项目前期投入²等，关联方往来款均无息。公司其他应收款 2021 年计提坏账准备 3.84 亿元，累计计提坏账准备 13.38 亿元，其中对北京星河湾房地产开发有限公司累计计提坏账 4.77 亿元，主要系会计师事务所基于疫情影响下发展较缓的经济环境及未及预期的施工进度，对该往来款按照账龄分析法做了坏账计提。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。

表13 截至2021年底公司其他应收款余额明细
(单位: 亿元)

款项性质	余额
关联方往来款	91.88
代收代付款	61.31
押金及保证金	21.18
单位借款	3.80
备用金	0.18
股权款	0.05
其他	0.14
合计	178.54

资料来源：公司审计报告

表14 截至2021年底公司其他应收款余额前五名情况
(单位: 亿元)

单位名称	余额	款项性质
广州市裕峰置业有限公司	49.08	代收代付款
北京星河湾房地产开发有限公司	20.95	关联方往来款
陕西东方加德置业有限公司	11.70	关联方往来款
广州宏富房地产有限公司 ³	11.68	关联方往来款
西安易方腾达商贸有限公司 ⁴	8.98	关联方往来款
合计	102.39	--

资料来源：公司审计报告

截至 2021 年底，公司存货较年初增长 4.77%，主要系建设款持续投入所致。存货中开发成本占 79.79%，开发产品占 20.21%，开发产品占比偏高，主要系受公司产品定位高端，整体去化周期较长所致。存货未计提跌价准备。考虑到公司土储成本较低，存货跌价风险相对较小。

非流动资产方面，2020年公司投资业务主要在可供出售金融资产科目核算，因会计准则变更及对广州工商联盟投资有限公司的投资的股权比例增加，2021年投资业务核算科目调整为其他权益工具投资和长期股权投资。截至 2021年底，公司其他权益工具投资15.81亿元，其中对广东民营投资股份有限公司（以下简称“粤民投”）投资10亿元。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，聚合金融资本和产业资本，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。

截至2021年底，公司投资性房地产较年初增长0.29%。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，以公允价值模式计量。

截至2021年底，公司固定资产较年初下降 6.36%。固定资产主要为房屋及建筑物（占 89.45%）和运输工具（占8.39%），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、汕尾、沈阳，全部为五星级酒店。

² 西安曲江项目目前处于前期一级改造阶段，主要支付了项目发生的征地农民社保、高压线迁改落地、三通一平清表、文勘及发掘、其他熟化费用等，广东星河湾房地产（集团）有限公司已向陕西东方加德置业有限公司提供投资款项 11.2 亿元。根据约定，陕西东方加德置业有限公司完成项目前期一级改造后，广东星河湾房地产（集团）有限公司成立项目公司，通过定向挂牌方式取得项目开发用地，并由项目公司对目标地块进行独立统

筹开发经营，承担本项目开发建设和经营管理。

³ 与广州宏富房地产有限公司的往来，系集团内部资金调拨，用于广州宏富房地产有限公司的税费清算。

⁴ 该款项是征地保证金，以未来获得项目土地为回报。根据合同条款，公司有权对款项用途进行监督，该往来款后续可抵扣地价款。

公司固定资产成新率为66.56%，成新率一般。

截至2021年底，公司受限资产占总资产的比重为18.92%，受限程度一般。

表 15 截至 2021 年底公司受限资产情况
(单位: 亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	5.20	贷款保证金、按揭保证金等
投资性房地产	21.29	抵押借款
存货	71.82	抵押借款
长期股权投资	5.30	质押借款
固定资产	4.06	抵押借款
合计	107.67	--

资料来源: 公司审计报告

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，随着未分配利润的积累，公司所有者权益进一步增长。所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2021 年底，公司所有者权益 156.08 亿元，较年初增长 15.97%，主要系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 88.56%，少数股东权益占比为 11.44%。在所有者权益中，实收资本、其他综合收益和未分配利润分别占 12.81%、4.79%和 69.56%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

(2) 负债

随着项目建设逐步推进，2021年公司负债规模继续增长，流动负债占比降低；有息债务以长期为主，债务结构合理，债务无明显集中偿付压力；公司整体债务负担适中。

截至2021年底，公司负债总额较年初增长 4.85%。非流动负债占比有所上升，但公司负债仍以流动负债为主。

表 16 2019—2021 年末公司负债主要构成情况 (单位: 亿元)

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	243.94	71.62%	301.79	76.63%	280.90	68.03%
应付账款	25.21	7.40%	42.27	10.73%	38.23	9.26%
应交税费	18.85	5.54%	21.04	5.34%	28.00	6.78%
预收款项	192.65	56.56%	192.52	48.88%	0.09	0.02%
合同负债	0.00	0.00%	0.00	0.00%	170.65	41.33%
非流动负债	96.68	28.38%	92.05	23.37%	132.01	31.97%
长期借款	59.04	17.33%	74.89	19.02%	102.25	24.76%
负债总额	340.62	100.00%	393.83	100.00%	412.91	100.00%

注: 占比指单个负债科目占同期末负债总额的比重

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

流动负债方面，截至2021年底，公司应付账款较年初下降9.56%，主要系应付工程款减少所致。应付账款账龄以1年以内为主（占98.96%）。

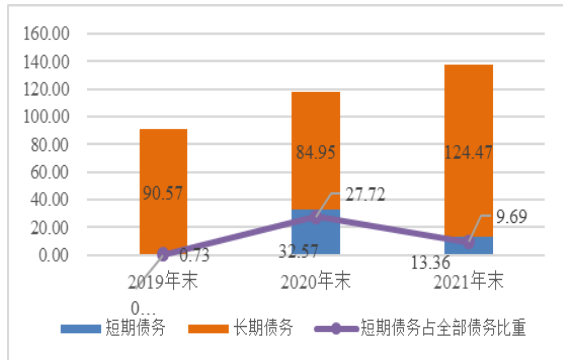
截至2021年底，公司应交税费较年初增长 33.09%，主要系应交土地增值税增加所致。

因会计准则变更，公司将符合条件的预收购房款由预收款项科目调整至合同负债科目，将预收税费部分调整至其他流动负债科目。截至2021

年底，公司预收款项、合同负债和其他流动负债合计值较年初下降4.62%，主要系2021年公司签约销售额同比变化不大，结转收入同比增长所致。

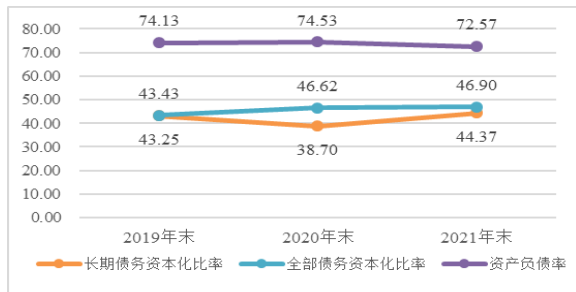
非流动负债方面，截至2021年底，公司长期借款较年初增长36.53%，主要系公司在建项目持续推进带动融资需求增长所致。公司长期借款全部为抵质押或保证借款及利息。

图 2 2019 - 2021 年末公司债务结构
(单位: 亿元、%)



资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

图 3 2019 - 2021 年末公司债务杠杆水平
(单位: %)



资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

截至 2021 年底, 公司全部债务 137.83 亿元, 较年初增长 17.28%, 主要系长期债务增加所致。债务结构方面, 长期债务占比进一步提高至 90.31%。从债务指标来看, 截至 2021 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 72.57%、46.90% 和 44.37%, 较年初分别下降 1.96 个百分点、提高 0.28 个百分点和提高 5.67 个百分点, 公司债务负担适中。从债务期限分布看, 公司无明显集中偿付压力。

表 17 截至 2021 年底公司债务到期情况

(单位: 亿元)

类别	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上	小计
银行贷款	12.06	32.78	11.16	51.64	107.64
债券融资	0.00	0.00	20.92	0.00	20.92
信托融资	0.00	3.50	0.00	0.00	3.50
其他融资	0.35	3.00	0.00	1.30	4.65
合计	12.41	39.28	32.08	52.94	136.71

注: 此债务统计口径为公司口径, 与联合资信统计口径有出入
资料来源: 公司提供

4. 盈利能力

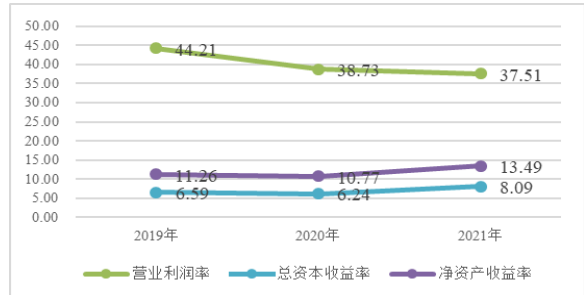
2021 年, 公司营业收入保持增长, 期间费用率适中; 资产减值和信用减值损失对利润形成一定影响; 整体看, 公司盈利指标表现较强。

2021 年, 公司营业收入 133.07 亿元, 同比增长 21.94%, 具体变动情况详见经营分析部分。

2021 年, 公司费用总额为 12.11 亿元, 同比增长 6.70%, 主要系财务费用增加所致。从构成看, 公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 37.85%、47.04% 和 15.11%, 以管理费用为主。

2021 年, 公司信用减值损失和资产减值损失共 4.01 亿元 (主要为其他应收款坏账损失), 营业外支出 1.67 亿元⁵, 占利润总额比重分别为 12.81% 和 5.33%, 对利润形成一定影响, 其他非经常性损益科目规模不大。

图 4 公司盈利指标情况
(单位: %)



资料来源: 根据公司审计报告整理

2021 年, 公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 1.22 个百分点、提高 1.85 个百分点和提高 2.72 个百分点。同业对比来看, 公司盈利指标表现较强。

表 18 2021 年公司盈利指标同业对比情况

(单位: %)

公司名称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
荣安地产股份有限公司	18.34	12.53	2.38
华远地产股份有限公司	17.30	-7.10	-0.93
厦门国贸房地产有限公司	1.72	12.34	5.70
公司	47.41	13.07	6.02

注: 为便于数据可比性, 表中数据统一引自 Wind
资料来源: Wind

⁵ 2021 年 10 月 8 日, 国家税务总局广州市税务局第二稽查局向本公司出具《税务处理决定书》穗税二稽处 (2021) 1344 号, 该决定书指出公司未足

额缴纳土地增值税和企业所得税, 需缴纳税收滞纳金 64477131.85 元。

5. 现金流

随着旧改项目前期投入额的不断增加，2019-2021年，公司经营活动现金流净额持续为负；投资活动主要为投资理财的循环购买，净额受时点影响较大；公司在建及待开发项目尚需投资规模很大，未来筹资需求将有所加大。

表 19 2019-2021 年公司现金流情况

(单位: 亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	129.63	137.32	243.43
经营活动现金流出小计	155.51	166.09	259.82
经营活动现金流量净额	-25.88	-28.77	-16.39
投资活动现金流入小计	53.85	68.07	28.21
投资活动现金流出小计	43.21	73.16	25.34
投资活动现金流量净额	10.65	-5.09	2.88
筹资活动前现金流量净额	-15.23	-33.87	-13.51
筹资活动现金流入小计	48.12	57.63	90.34
筹资活动现金流出小计	48.24	38.84	80.23
筹资活动现金流量净额	-0.12	18.79	10.11

资料来源: 公司审计报告

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入同比增长77.28%，主要系销售回款增加所致；经营活动现金流出同比增长56.43%，主要系罗峰村旧改项目建设资金投入增加所致。综上，2021年，公司经营活动现金净流出同比下降43.04%。旧改项目开发及回款周期较长，未来几年随着公司旧改项目陆续进入建设阶段，建设资金投入将持续增加，在公司项目销售回款能够滚动覆盖后续投资支出前，经营活动现金流将持续承压。

公司投资活动以购买和赎回各类理财产品为主，流入和流出规模受时点影响较大。2021年，公司投资活动现金流入同比下降58.55%，投资活动现金流出同比下降65.37%，投资活动现金净额由净流出转为净流入。

2021年，公司筹资活动前现金仍为净流出，但净流出规模较上年下降60.10%。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入同比增长56.76%，筹资活动现金流出同比增长106.55%，主要系当期新增和偿还融资款规模较大所致。2021年，公司筹资活动现金净流入额同比下降46.19%。公司在建及待开发项目

尚需投资规模很大，未来筹资需求将有所加大。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标表现较强，长期偿债能力指标表现尚可；对外担保均为对关联方担保，有一定代偿风险，但占净资产比例不高；未使用授信规模一般。整体看，公司偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司流动比率与速动比率分别较年初提高28.62个百分点和18.65个百分点，流动资产对流动负债的保障程度仍属较高；因2021年经营现金流量净额为负，故其对流动负债和短期债务无法形成保障；现金短期债务比较年初提高1.13倍，现金类资产对短期债务的保障程度仍属较强。整体看，公司短期偿债能力指标表现较强。

表 20 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率 (%)	150.07	137.60	166.22
	速动比率 (%)	72.28	58.15	76.80
	经营现金/流动负债 (%)	-10.61	-9.53	-5.83
	经营现金/短期债务 (倍)	-38.87	-0.88	-1.23
	现金类资产/短期债务 (倍)	76.89	1.26	2.39
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	21.26	24.98	36.90
	全部债务/EBITDA (倍)	4.29	4.71	3.74
	经营现金/全部债务 (倍)	-0.28	-0.24	-0.12
	EBITDA/利息支出 (倍)	3.45	2.91	3.71
	经营现金/利息支出 (倍)	-4.20	-3.35	-1.65

注: 经营现金指经营性净现金流

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA同比增长47.73%，EBITDA对利息的覆盖程度仍属较高，EBITDA对全部债务和对利息支出的覆盖程度尚可；因经营现金流量净额为负，其对全部债务无法形成保障。整体看，公司长期偿债能力指标表现尚可。

截至2021年底，公司无重大未决诉讼。

截至2021年底，公司对外担保合计19.25亿元，均为对关联方的担保，占净资产的比例为

12.34%，存在一定的或有负债风险。

截至 2021 年底，公司拥有的授信总额为 288.50 亿元，其中未使用额度 91.60 亿元。综合公司账面资金和在建及待开发项目尚需投资额来看，剩余可用授信额度规模一般。

7. 母公司财务分析

母公司资产、负债和所有者权益占合并口径近一半，债务负担较轻。

截至 2021 年底，母公司资产总额 268.10 亿元，较年初增长 17.54%。其中，流动资产 210.66 亿元（占 78.57%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 6.24%）、其他应收款（合计）（占 81.55%）、存货（占 10.42%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 58.30%）、投资性房地产（占 28.38%）、固定资产（占 5.00%）构成；母公司货币资金为 13.14 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 203.55 亿元，较年初增长 24.17%。其中，流动负债 155.65 亿元（占 76.47%），非流动负债 47.90 亿元（占 23.53%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占 81.25%）、合同负债（占 12.17%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 47.80%）、应付债券（占 43.68%）、递延所得税负债（占 5.80%）构成。母公司 2021 年资产负债率为 75.92%，较 2020 年提高 4.05 个百分点；全部债务 45.05 亿元。其中，短期债务占 2.73%、长期债务占 97.27%；全部债务资本化比率 41.10%，母公司债务负担较轻。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 64.55 亿元，较年初增长 0.61%。在所有者权益中，实收资本为 20.00 亿元（占 30.98%）、未分配利润合计 32.56 亿元（占 50.44%）、盈余公积合计 6.09 亿元（占 9.43%），所有者权益结构稳定性一般。

2021 年，母公司营业收入为 16.75 亿元，利润总额为 3.56 亿元。同期，母公司投资收益为 0.30 亿元。

现金流方面，2021 年，公司母公司经营活动现金流净额为-2.12 亿元，投资活动现金流净

额 1.44 亿元，筹资活动现金流净额 1.99 亿元。

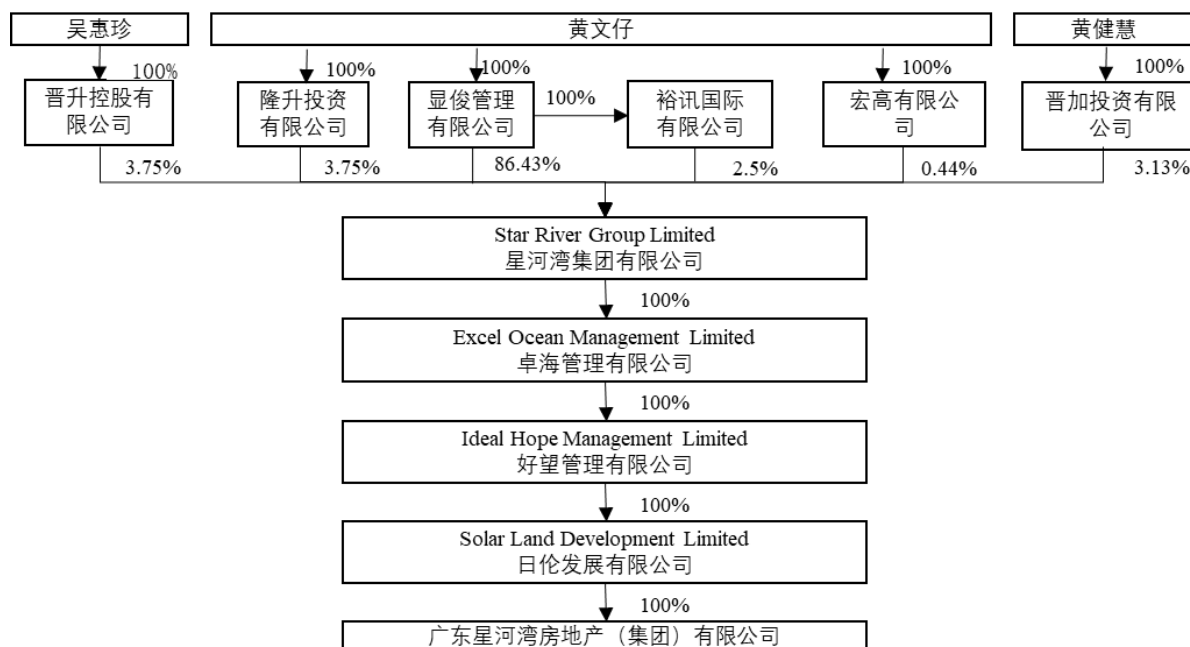
截至 2021 年底，母公司资产占合并口径的 47.12%；母公司负债占合并口径的 49.30%；母公司所有者权益占合并口径的 41.36%；母公司营业总收入占合并口径的 12.59%；母公司营业收入占合并口径的 12.59%；母公司利润总额占合并口径的 11.37%；母公司全部债务占合并口径的 32.68%。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“21 海怡 01”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底广东星河湾房地产(集团)有限公司

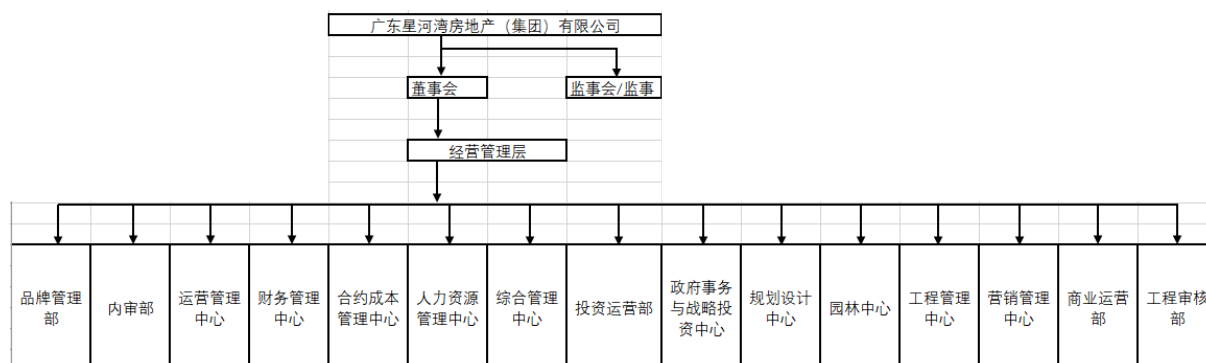
股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底广东星河湾房地产(集团)有限公司

组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底广东星河湾房地产(集团)有限公司

重要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	实收资本(亿元)	持股比例(%)	表决权比例(%)	取得方式
1	沈阳港丰巨宝房产开发有限公司	房地产开发	\$ 0.95	60	60	非同一控制下企业合并
2	上海金色紫都房地产有限公司	房地产开发	8.75	100	100	非同一控制下企业合并
3	汕尾星河湾房地产开发有限公司	房地产开发	3.00	100	100	设立
4	上海浦东星河湾房地产开发有限公司	房地产开发	1.00	100	100	设立
5	陕西星河湾房地产开发有限公司	房地产开发	1.00	100	100	设立
6	太原星河湾房地产开发有限公司	房地产开发	1.00	80	80	设立

资料来源：公司提供

附件 1-4 截至 2021 年底广东星河湾房地产(集团)有限公司

在售项目去化情况

序号	项目名称	城市	首次开盘时间	总可售面积 (平方米)	已推售面积 (平方米)	剩余可售面积 (平方米)	剩余可售金额 (万元)	去化率
1	星河湾半岛一期	广州	2009 年 9 月	147143.00	147143.00	862.00	4654.80	99.41%
2	星河湾半岛二期	广州	2012 年 5 月	46970.00	46970.00	675.00	3847.50	98.56%
3	星河湾半岛三期	广州	2013 年 8 月	178770.00	178770.00	2033.00	10368.30	98.86%
4	星河湾半岛四期	广州	2014 年 12 月	123225.00	123225.00	4064.00	32918.40	96.70%
5	浦东星河湾三期	上海	2014 年 1 月	115316.00	115316.00	--	--	100.00%
6	浦东星河湾一期车位 (个*30)	上海	2019 年 6 月	26454.00	26454.00	23662.00	30760.60	10.55%
7	浦东星河湾二期车位 (个*30)	上海	2019 年 10 月	27731.00	27731.00	25518.00	35725.20	7.98%
8	浦东星河湾三期车位 (个*30)	上海	2019 年 3 月	33959.00	33959.00	19455.00	19455.00	42.71%
9	上海星河湾一期	上海	2010 年 1 月	199806.00	199806.00	--	--	100.00%
10	上海星河湾三期	上海	2020 年 8 月	172997.00	95111.00	79293.00	618485.40	98.52%
11	上海星河湾一期车位	上海	2019 年 10 月	46898.00	46898.00	45047.00	49551.70	3.95%
12	上海星河湾二期 A 区车位	上海	2019 年 4 月	44101.00	44101.00	36601.00	32940.90	17.01%
13	上海星河湾二期 B 区车位	上海	2019 年 4 月	11469.00	11469.00	8293.00	9122.30	27.69%
14	江阴星河湾一期	江阴	2021 年 6 月	190158.00	95933.00	161820.00	275094.00	29.54%
15	太原星河湾一期 (之 1 号园)	太原	2010 年 7 月	474478.00	473190.00	1288.00	1932.00	100.00%
16	太原星河湾一期 (之 2 号园)	太原	2010 年 7 月					
17	太原星河湾二期 (3 号园)	太原	2012 年 1 月	267928.00	267086.00	842.00	1010.40	100.00%
18	太原星河湾三期 (4 号园)	太原	2016 年 8 月	242098.00	242098.00	-	-	100.00%
19	太原星河湾四期 (5 号园)	太原	2018 年 7 月	287934.00	284751.00	3929.00	7465.10	99.74%
20	太原星河湾五期 (6 号园)	太原	2020 年 9 月	167647.00	117386.00	104781.00	199083.90	53.55%
21	太原二期 (3 号园) 车位 (个*30)	太原	2020 年 3 月	44220.00	37560.00	43410.00	28940.00	2.16%
22	太原三期 (4 号园) 车位 (个*30)	太原	2019 年 1 月	39150.00	36660.00	22830.00	15220.00	44.52%
23	太原四期 (5 号园) 车位 (个*30)	太原	2019 年 12 月	53400.00	45990.00	36960.00	24640.00	35.75%
24	太原五期 (6 号园) 车位 (个*30)	太原	2021 年 10 月	35910.00	32070.00	27780.00	18612.60	25.35%
25	临汾星河湾一期	临汾	2021 年 11 月	412525.00	58047.00	400418.00	400418.00	20.86%
26	沈阳星河湾一期	沈阳	2014 年 7 月	195485.00	195485.00	1845.00	2583.00	99.06%
27	沈阳星河湾二期	沈阳	2018 年 8 月	223398.00	223398.00	3939.00	9059.70	98.24%
28	沈阳星河湾三期	沈阳	2020 年 5 月	145795.00	132379.00	78000.00	171600.00	51.21%
29	沈阳星河湾一期 (千平)	沈阳	2018 年 5 月	91451.00	91451.00	45441.00	77249.70	50.31%
30	沈阳一期车位 (个*30)	沈阳	2017 年 11 月	46590.00	46590.00	19800.00	13200.00	57.50%
31	沈阳二期车位 (个*30)	沈阳	2021 年 10 月	50820.00	50820.00	26610.00	17828.70	47.64%
32	西安星河湾一期	西安	2015 年 6 月	220316.00	220316.00	553.00	1769.60	99.75%
33	西安星河湾二期	西安	2018 年 4 月	179095.00	179095.00	599.00	1198.00	99.67%
34	西安一期车位 (个*30)	西安	2018 年 11 月	53130.00	53130.00	35430.00	23620.00	33.31%
35	西安二期车位 (个*30)	西安	2020 年 5 月	50250.00	50250.00	28590.00	19060.00	43.10%

36	汕尾星河湾一期	汕尾	2017 年 12 月	289760.00	288805.00	64382.00	115887.60	78.04%
37	汕尾星河湾二期	汕尾	2018 年 9 月	435543.00	127999.00	389378.00	584067.00	36.07%
38	汕尾星河湾一期车位 (个*30)	汕尾	2020 年 5 月	96570.00	79320.00	78660.00	52440.00	22.58%
39	汕尾星河湾二期车位 (个*30)	汕尾	2021 年 10 月	136710.00	97770.00	135510.00	90791.70	1.23%
40	汕尾星河湾一期商铺	汕尾	2021 年 6 月	8054.00	8054.00	7425.00	21532.50	7.81%
41	海丰星河湾一期	海丰	2020 年 9 月	180318.00	130722.00	107796.00	129355.20	55.48%
42	海丰星河湾一期车位	海丰	2021 年 12 月	32070.00	26850.00	29220.00	19577.40	10.61%
43	海丰星河湾一期商铺	海丰	2020 年 9 月	3662.00	3662.00	3662.00	7324.00	0.00%
44	绿城高尔夫小镇一期	长沙	2016 年 11 月	72530	72530	1312.00	1836.80	98.19%
45	绿城高尔夫小镇二期	长沙	2018 年 12 月	65854	46624	33602.00	67204.00	69.17%
46	长沙星河湾一期	长沙	2021 年 10 月	197139	93303	173215.00	277144.00	25.64%
47	长沙一期商铺	长沙	2018 年 3 月	1632	1632	1592.00	4139.20	2.45%
48	合计	--	--	6166459.00	5007909.00	2316122.00	3528714.20	--

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	51.20	41.11	31.98
资产总额 (亿元)	459.47	528.42	569.00
所有者权益 (亿元)	118.85	134.58	156.08
短期债务 (亿元)	0.67	32.57	13.36
长期债务 (亿元)	90.57	84.95	124.47
全部债务 (亿元)	91.24	117.53	137.83
营业收入 (亿元)	75.77	109.13	133.07
利润总额 (亿元)	18.48	21.25	31.30
EBITDA (亿元)	21.26	24.98	36.90
经营性净现金流 (亿元)	-25.88	-28.77	-16.39
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	45.72	72.76	146.92
存货周转次数 (次)	0.20	0.27	0.29
总资产周转次数 (次)	0.18	0.22	0.24
现金收入比 (%)	152.39	104.85	106.77
营业利润率 (%)	44.21	38.73	37.51
总资本收益率 (%)	6.59	6.24	8.09
净资产收益率 (%)	11.26	10.77	13.49
长期债务资本化比率 (%)	43.25	38.70	44.37
全部债务资本化比率 (%)	43.43	46.62	46.90
资产负债率 (%)	74.13	74.53	72.57
流动比率 (%)	150.07	137.60	166.22
速动比率 (%)	72.28	58.15	76.80
经营现金流动负债比 (%)	-10.61	-9.53	-5.83
现金短期债务比 (倍)	76.89	1.26	2.39
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.45	2.91	3.71
全部债务/EBITDA (倍)	4.29	4.71	3.74

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 数据单位除特别说明外均为人民币;
 3. 长期应付款中的有息部分计入长期债务计算; 4. 2019 年数据为 2020 年初数, 2020 年数据为 2021 年初数; 5. 计算全部债务时, 一年内到期的非
 流动负债、长期借款等数据均包含应计利息
 资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理计算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	20.97	18.64	14.18
资产总额（亿元）	195.91	228.09	268.10
所有者权益（亿元）	63.41	64.16	64.55
短期债务（亿元）	0.64	20.59	1.23
长期债务（亿元）	32.01	18.20	43.82
全部债务（亿元）	32.65	38.79	45.05
营业收入（亿元）	15.51	21.49	16.75
利润总额（亿元）	18.22	5.04	3.56
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	2.23	8.65	-2.12
财务指标			
销售债权周转次数（次）	73.38	108.85	115.48
存货周转次数（次）	0.24	0.37	0.35
总资产周转次数（次）	0.09	0.10	0.07
现金收入比（%）	74.39	96.98	90.39
营业利润率（%）	49.30	48.68	52.80
总资本收益率（%）	18.12	3.74	1.94
净资产收益率（%）	27.45	6.01	3.30
长期债务资本化比率（%）	33.55	22.10	40.43
全部债务资本化比率（%）	33.99	37.68	41.10
资产负债率（%）	67.64	71.87	75.92
流动比率（%）	159.27	116.98	135.34
速动比率（%）	129.88	103.27	121.24
经营现金流动负债比（%）	2.26	6.04	-1.36
现金短期债务比（倍）	32.97	0.91	11.54
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. “/”代表有数据未能获取，无法计算

资料来源：公司审计报告，联合资信整理计算

附件 3 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持