

信用评级公告

联合〔2021〕763号

联合资信评估股份有限公司通过对广州番禺海怡房地产开发有限公司及其拟发行的 2021 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定广州番禺海怡房地产开发有限公司主体长期信用等级为 AA，广州番禺海怡房地产开发有限公司 2021 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）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：

二〇二一年六月十八日

广州番禺海怡房地产开发有限公司

2021年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）

信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期债券信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 11 亿元（含）

本期债券期限：2+2+1 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还回售或到期的公司债券

评级时间：2021 年 6 月 18 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	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

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	3
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		1
		调整因素和理由		

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

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对广州番禺海怡房地产开发有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为专注于高端住宅物业的房地产开发企业，已形成了良好的品牌形象和市场影响力。公司土地成本较低，住宅品质优良，毛利率高，资产质量较高，债务负担适中。同时，联合资信也关注到房地产行业持续调控、公司旧改项目开发周期较长、其他应收款占用资金等因素对其信用水平产生的不利影响。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券覆盖程度较高。

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。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期债券到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 产品竞争力强。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。
2. 产品毛利率高。公司拿地成本较低，同时受益于品牌溢价，产品售价较高，公司近年毛利率保持在较高水平。
3. 项目储备充足。2019 年以来，公司通过旧改项目锁定大量土地储备，有效补充了公司库存。
4. 资产质量较高，债务负担适中。公司资产质量较高，债务负担适中，长期偿债能力较强。

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. **房地产调控带来的市场波动风险。**房地产调控政策仍然较严，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，单套总价较高，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，去化周期长于一般住宅产品。
3. **公司旧改项目在土储中占比较大，部分项目体量较大，整体运营难度增加。**公司旧改项目体量较大，开发周期较长，对公司的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，关联担保或有负债风险，2020年计提资产减值对利润影响大。**公司其他应收款规模大，对资金占用较多，2020年，会计师出于审慎考虑对其他应收款计提坏账准备，对公司利润影响较大；公司2019年和2020年经营净现金流转负；公司对关联方有一定担保金额，存在一定或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	66.56	51.20	41.11
资产总额（亿元）	400.71	459.47	528.42
所有者权益（亿元）	107.50	118.85	134.59
短期债务（亿元）	19.80	0.67	32.57
长期债务（亿元）	63.18	90.57	84.95
全部债务（亿元）	82.98	91.24	117.53
营业收入（亿元）	95.44	75.77	109.13
利润总额（亿元）	22.18	18.48	21.25
EBITDA（亿元）	24.59	21.26	24.98
经营性净现金流（亿元）	47.97	-25.88	-28.77
营业利润率（%）	33.83	44.21	38.73
净资产收益率（%）	15.51	11.26	10.77
资产负债率（%）	73.17	74.13	74.53
全部债务资本化比率（%）	43.56	43.43	46.62
流动比率（%）	138.39	150.07	137.60
经营现金流流动负债比（%）	21.44	-10.61	-9.53
现金短期债务比（倍）	3.36	76.89	1.26
EBITDA 利息倍数（倍）	3.62	3.45	2.91
全部债务/EBITDA（倍）	3.37	4.29	4.71
公司本部（母公司）			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	158.03	195.91	228.09
所有者权益（亿元）	47.90	63.41	64.16
全部债务（亿元）	45.42	32.65	38.79
营业收入（亿元）	20.18	15.51	21.49
利润总额（亿元）	20.29	18.22	5.04
资产负债率（%）	69.69	67.64	71.87
全部债务资本化比率（%）	48.67	33.99	37.68
流动比率（%）	161.15	159.27	116.98
经营现金流流动负债比（%）	47.45	2.26	6.04

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. 长期应付款计入长期债务计算

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2021/01/29	罗星驰 张文韬	房地产企业信用评级方法 房地产企业主体信用评级模型	--
AA	稳定	2015/10/16	周旭 刘晓亮	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由广州番禺海怡房地产开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

广州番禺海怡房地产开发有限公司

2021 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）

信用评级报告

一、主体概况

广州番禺海怡房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“海怡地产”），原名“番禺海怡房地产开发有限公司”，于 1992 年 4 月 28 日在广州市番禺区成立。公司初始注册资本为 5,000.00 万元，番禺县房地产联合开发有限公司（以下简称“番禺地产”）以建设项目土地使用权出资 2,000.00 万元，出资比例为 40.00%；日伦发展有限公司（以下简称“日伦发展”）以现金认缴注册资本 3,000.00 万元，出资比例为 60.00%。2007 年 7 月 3 日公司更名为现名。历经数次增资及股权转让，截至 2018 年底，公司注册资本 75,000.00 万元。2019 年 6 月 18 日，公司完成未分配利润 12.50 亿元转增资本。截至 2020 年底，公司注册资本 200,000.00 万元，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。公司股权结构见附件 1-1。

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

截至 2020 年底，公司设有 9 个职能部门，即法务部、财务管理中心、合约成本管理中心、投资拓展及商业运营中心、市场营运中心、规划设计工程管理中心、酒店管理中心、人力资源行政 IT 中心和内审部（详见附件 1-2）；纳入合并范围内子公司 68 家。截至 2020 年底，员工合计 3,295 人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 528.42 亿元，所有者权益 134.59 亿元（含少数股东权益 11.64 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 109.13 亿元，利润总额 21.25 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：黄健慧。

二、本期债券概况

经证监许可〔2021〕1988 号批复，公司可面向专业投资者发行不超过 29 亿元公司债券。本期债券名称为“广州番禺海怡房地产开发有限公司 2021 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模不超过 11 亿元（含），期限为 5 年，附第二年末和第四年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券偿还方式为按年付息，到期一次还本。

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还回售或到期的公司债券。

本期债券无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90% 和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，

成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口

及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向

拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指

数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和 -0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27

万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目 and 刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可

持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

四、行业分析

1. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地市场景气度逐步回升。

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。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房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。同时，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影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 1 2019—2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较于 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），

同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

2. 土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1—3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到

位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金

合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 2 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	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

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”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 3。

表 3 2020 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
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
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

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；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。2020年以来房地产融资相关政策具体内容见表4。

表4 2020年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年1月	央行	2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020年2月	央行	2020年金融市场工作电视电话会议要求，2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020年5月	央行	《2020年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年6月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020年10月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020年12月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自2021年1月1日起实施

资料来源：联合资信整理

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年底，公司注册资本200,000.00万元，日伦发展为公司唯一股东，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。

公司以“品牌是战略的核心，用高品质打造第一居所”的理念进行高端房地产开发，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。根据克而瑞发布的2020年房地产企业销售榜TOP200，星河湾集团有限公司（其房地产业务运营主体为公司）操盘金额位列第144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“2021中国房

地产开发企业100强”中，星河湾集团位列第98位。

3. 人员素质

公司高级管理人员整体素质较高，主要管理人员是公司的创始人，具有多年行业从业经验和管理经验；公司员工构成较合理，能够满足目前经营需要。

截至2020年底，公司有董事3人，监事1人，高级管理人员7人（其中1人兼任董事）。公司高级管理人员均有丰富的行业经验和管理经验。

公司创办人、董事长黄文仔先生，1953年出生，硕士学历，现主要负责制订公司的发展策略、投资拓展及提供指引。

公司法定代表人、董事、总经理黄健慧女士，1978年出生，于2007年加入公司，全面负责集团整体运营管理工作。黄健慧系黄文仔之女。

截至2020年底，公司在职工3,295人，其中销售人员占4.61%，财务人员占3.12%，行政人员占13.85%，工程人员占11.50%，设计人员占4.80%，其他人员（含物业、酒店及其他人员）占62.12%；从文化程度看，大专以下学历人员

占71.33%，本科及以上学历占28.67%。

4. 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2021年3月23日，公司已结清和未结清信贷记录中均不存在不良或关注类信贷信息。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构比较完善，符合法律要求。公司运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

公司设立了股东会、董事会、监事和经理的治理架构。股东会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换董事，决定董事的报酬，以及审议批准董事会监事会的报告等职权。董事会成员3人，任期三年，其中董事长1人；公司董事由股东委派，任期届满时可以连任；董事会对股东负责，执行股东的决定，制订公司的经营计划和投资方案、预决算方案等。公司不设监事会，设监事1人，由股东指定，任期三年，监事负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。公司设经理一名，由董事会聘任，对董事会负责；公司经理主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议并接受董事会和监事的监督。

2. 管理水平

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

公司设立9个职能部门，形成了以营销为导向、质量为核心的运营管理体系。公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在营销及招标采购管理、工程结算及技术管理、财务管理、子公司管理等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的各个环节。

营销管理方面，公司制定了《营销决策委员

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

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

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

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

财务管理方面，公司制定了四个“办法”、两类“规范”、一个“制度”和一个“指引”，涉及到资金管理、预算管理、融资管理、会计档案管理、财务报告管理、房地产销售管理、房地产会计核算、行政费用与报销管理8个方面内容。

子公司管理方面，公司针对项目投资决策、子公司董事、监事和高级管理人员配备、财务资

金管理、品牌管理四大方面实行集团化统一管控,保持公司经营管理的统一性,并在项目具体的设计开发、销售策划等方面给予子公司高度的自主权。

关联交易方面,公司与其关联方达成的每笔关联交易金额占公司最近审计净资产的10%以上的,由公司董事会做出决议,10%以下的按公司资金管理办法审核后,由公司副董事长执行总裁审批。

七、经营分析

1. 经营概况

公司房地产主业突出,房地产业务毛利率高,收入波动增长;酒店业务2020年受新冠疫情影响收入和毛利率下降明显;物业业务收入持续增长,但公司用住宅售价补贴物业的支出,毛利率持续为负。

2018—2020年,公司主营业务收入波动增长,年均复合增长6.40%,房地产业务占绝对主导地位。同期,随着交付节奏的波动,房地产销售结转收入波动增长,年均复合增长7.81%。酒店餐饮业务收入2019年同比变动不大,2020年下降较多,主要系2020年受新冠疫情影响所致。2018—2020年,物业管理收入持续增长,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学费以及工程管理和品牌使用费等。

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定位高端,售价较高,且公司拿地成本较低,房地产毛利率保持在较高水平。物业毛利率为负,主要系公司为提高业主体验,部分项目多年未提高物业费,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5 2018—2020年公司主营业务收入和毛利率情况(单位:亿元、%)

细分板块	2018年			2019年			2020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	86.87	92.81	43.21	68.65	92.35	51.04	100.96	95.27	47.42
酒店餐饮	3.46	3.70	52.63	3.48	4.69	48.87	2.90	2.74	30.59
物业收入	0.03	0.03	-186.41	0.07	0.09	-29.70	0.12	0.12	-4.37
其他	3.24	3.46	94.79	2.13	2.87	75.50	1.99	1.88	95.58
合计	93.60	100.00	44.41	74.33	100.00	51.56	105.96	100.00	47.80

资料来源:公司提供

2. 土地储备情况

2018—2020年,公司获取土储力度波动较大,旧城改造成为公司重要的拿地方式,尤其2019年获取大量项目储备,有效补充了公司库存,能满足4年左右的开发需求,但旧改项目可能给公司的运营管理带来更高难度。公司土地成本相对于市场价格有一定优势,土储城市能级分布较均衡。

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

配套设施和交通情况等因素,以保证土地储备的保值升值能力。

公司土地获取方式主要是招拍挂和旧城改造。2018—2020年,公司土地获取力度波动较大,其中2019年公司拿地力度较大,获取海丰县、临汾市、江阴市、广州萝峰村(旧改项目)和长沙的多块土地,大幅增加了公司土地储备。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,相较于周边招拍挂楼面价有显著成本优势,旧改项目周边商品房售价在3~6万元/平方米,公司产品定位高端,未来旧改项目售价将位于市场价区间上沿,预计仍能取得较高的毛利率。

表 6 2018—2020 年公司拿地情况（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
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	54.12	住宅及商业	招拍挂	100.00	5.68	1,049.01
合计			54.12	--	--	--	5.68	--
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	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	40.82	住宅	招拍挂	100.00	16.33	4,000.00
	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	100.00	129.10	13,832.64
	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	100.00	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	商服用地	收购	100.00		
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	15,815.19
	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	13,624.25
	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	126.00	14,514.46
	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	1,032.33
合计			171.13	--	--	--	235.86	--

注：1. 旧改项目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，未包含可售区补地价，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；3. 除萝峰村旧改项目外，其他旧改项目尚未取得土地证
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2020 年底，公司未开工土地储备建筑面积 720.16 万平方米，从 2020 年的新开工力度来看，能满足公司 4 年左右的开发需求。从城市能级来看，土地储备中位于一线城市（广州、上海）266.14 万平方米，占比 36.96%；位于二线城市（西安、太原和长沙）166.92 万平方米，占比 23.18%；位于三线城市（汕尾、江阴和临汾）287.09 万平方米，占比 39.86%。各能级城市占比较均衡。

截至 2020 年底，按建筑面积测算，旧改项目土储占公司总土储的 34.96%。旧改项目的融资主要分为四个阶段，第一阶段，村民达成改造意愿后，项目挂网公开招标，公司缴纳竞标保证金，银行可提供 80% 的保证金贷款；第二阶段，

实施方案批复前，银行可提供用于拆补用途的前置贷款；第三阶段为实施方案获批进入实质拆迁阶段时，银行可提供旧改或新农村贷款，可覆盖拆迁复建支出的 80%（以上三个阶段不占银行房地产类贷款额度）；第四阶段，公司取得可售区地块四证后，申请可售区的开发贷，银行可提供不低于 75% 项目开发投资额的中长期贷款。公司目前已与广州农商行、广州银行、及国有四大行等合作，保证旧改项目各阶段资金的无缝衔接。总体看，旧改项目总投资规模较大，但银行有配套融资产品，且开发周期较长，资金支出压力不大，但对公司的运营管理能力有一定挑战。

表 7 截至 2020 年底公司土地储备情况

项目名称	位置	类型	建筑面积（万平方米）	获取时间	权益比例（%）	楼面价（元/平方米）
陕西三至七期	西咸新区秦汉新城兰池大道	住宅	19.36	2012.12	100	513.88
陕西三至七期	西咸新区秦汉新城兰池大道	住宅	71.52	2012.12	100	514.83
陕西三至七期	西咸新区秦汉新城兰池大道	住宅	11.95	2013.10	100	514.65
太原七期	龙城大街以南，滨河东路以东，平阳路以西	住宅	15.79	2009.6	80	727.16

闵行三期 A2、B 区	上海市闵行区都会路	住宅	14.37	2004.12	100	2,820.61
汕尾星河湾三期	汕尾市区金湖路北侧、东城路南侧	住宅及商服	25.15	2017.12	100	3,003.17
海丰二至三期	海丰县海城镇教育园区 L-01-03 的建设用地	住宅及商业	35.31	2018.12	100	713.50
海丰后续新地块 1	海丰县海城镇教育园区 L-05-01、L-07、L-08、L-09 建设用地	住宅及商业	53.49	2019.11	100	968.79
海丰后续新地块 2	海丰县海城镇教育园区 L-05-02 建设用地	住宅及商业	12.68	2020.12	100	1,032.33
临汾 2 号院-6 号院	山西省临汾市尧都区规划路	住宅及商业	133.21	2019.1	100	751.46
江阴项目二期	江阴市城东街道创新大道东、通博路西、凤蟠路北	住宅	27.25	2019.12	100	1,647.59
长沙项目三期	长沙市望城区金山桥街道金山桥社区	住宅及商业	9.75	2019.10	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	商服用地	38.56	2019.10	80	
萝峰村旧改项目	广州市黄埔区萝峰村（近香雪公园）	住宅及商业	93.31	2019.7	100	13,832.64
塘步东村旧改项目	广州市番禺区塘步东村	住宅及商业	49.88	2020.7	100	15,815.19
小罗村旧改项目	广州市番禺区小罗村	住宅及商业	21.77	2020.10	100	1,3624.25
南村村旧改项目	广州市番禺区南村村	住宅及商业	86.81	2020.9	100	14,514.46
合计			720.17	--	--	--

注：1. 表中旧改项目用复建区的建设成本作为土地成本来测算楼面价；2. 旧改项目土储建筑面积仅为可售区面积；3. 上表数据按未开工口径统计
资料来源：公司提供

3. 项目建设开发情况

公司项目管理及质量管控较为严格，但开发周期较长，对资金回笼产生一定不利影响；近年公司新开工面积波动较大，期末在建面积继续上升，在建项目尚需投资支出较大。

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

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

从公司房地产开发建设情况看，因近年拿地力度波动较大，公司新开工面积亦波动较大，2018 年新开工项目较多，2019 年新开工力度有

所下降。2019 年公司无项目竣备，当年结转收入均来自 2019 年之前竣工的项目。2020 年，公司新开工和竣工面积均较大，在建面积进一步上升。

表 8 2018—2020 年公司项目开发建设情况
(单位：万平方米、个)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
当期新开工面积	199.65	44.33	186.52
当期新开工项目数量	9	5	8
当期竣工面积	29.02	0.00	76.10
期末在建面积	247.90	292.23	402.65

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 2020 年底，公司在建项目预计总投资金额 362.77 亿元，已完成投资 149.14 亿元，尚需投资 213.63 亿元，在建项目绝大部分为 100% 权益。考虑到尚处于土储阶段的若干旧改项目体量较大，土储进入建设阶段后将加大建设支出压力。

表 9 截至 2020 年底公司在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	开工时间	预计总投资金额	截至 2020 年底已投入	2021 年预计投入	2022 年预计投入
1	广州星河湾中心	2016 年 6 月	18.00	17.10	0.90	--
2	汕尾二期住宅项目（含学校等配套）	2017 年 12 月	63.00	50.40	9.45	3.15
3	汕尾二期幼儿园项目	2018 年 10 月	0.80	0.64	0.16	--
4	沈阳星河湾三期 B 区住宅	2019 年 1 月	15.75	11.03	4.73	--
5	上海星河湾三期 A1 区住宅项目	2019 年 3 月	30.42	18.25	6.08	6.08
6	海丰星河湾一期住宅（海丰公建配套）	2019 年 5 月	22.00	4.40	6.60	11.00
7	沈阳星河湾三期 A 区住宅	2019 年 10 月	19.12	13.38	5.74	--
8	汕尾二期商业街项目	2019 年 12 月	5.00	3.50	1.50	--
9	太原星河湾 6 号园	2020 年 3 月	19.67	3.93	5.90	5.90
10	广州星河湾半岛五期	2020 年 6 月	70.00	10.50	10.50	14.00
11	江阴星河湾一期	2020 年 9 月	30.00	12.00	9.00	9.00
12	长沙星河湾一期	2020 年 9 月	20.00	4.00	6.00	4.00
13	临汾星河湾一号园	2020 年 12 月	41.65	--	8.33	8.33
14	临汾星河湾酒店	2020 年 12 月	4.55	--	0.91	0.91
15	临汾星河湾商业街	2020 年 12 月	2.81	--	0.56	0.56
合计			362.77	149.14	76.36	62.94

资料来源：公司提供

4. 房产销售情况

2018—2020 年，公司销售面积和销售金额波动下降，但下降幅度不大，回款率保持在较高水平；车位去化率较低，汕尾、长沙、沈阳和太原项目去化较慢。受公司产品定位影响，产品整体去化周期偏长。

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

总公司市场运营中心从当年认购额、签约

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

从公司销售情况看，2018—2020 年，公司签约销售面积波动下降，年均复合下降 6.58%；销售金额波动下降，年均复合下降 6.16%。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 个月内分期付款完全款，因此回款率一直处于较高水平。从结转情况来看，2018—2020 年，公司结转面积波动上升。

表 10 2018—2020 年公司的销售情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
签约销售面积（万平方米）	47.20	48.39	41.19
签约销售金额（亿元）	131.02	111.20	115.38
签约销售均价（万元/平方米）	2.78	2.30	2.80
销售回款率（%）	97.00	102.62	97.00
结转收入面积（万平方米）	33.51	29.21	45.67

结转收入（亿元）	86.87	68.65	100.96
----------	-------	-------	--------

注：签约销售回款率口径包含跨期回款

资料来源：公司提供

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，定位于高净值人群，单套总价较高，去化周期长于一般住宅产品。截至 2020 年底，公司在售项目剩余可售面积 158.73 万平方米（其中车位占 26.84%），可售面积充足。

在售住宅中汕尾星河湾、长沙星河湾二期、沈阳星河湾三期、太原星河湾三期距首次开盘时间较长，去化率一般。其中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，受新冠疫情影响大部分在外人员未返乡过节，影响了项目销售。长沙项目为收购绿城房地产集团有限公司（以下简称“绿城

集团”）建造并推售的楼盘，由于绿城集团对该产品的定位和设计不适合当地市场，导致一期和二期的销售去化较慢。公司接手后，理顺历史遗留问题、提升工程管理和整合销售队伍需要一定时间，去化速度相对其他项目有一定滞后。沈阳星河湾三期和太原星河湾三期尚未主推，目前重点在去化前期项目。

此外，公司车位去化率普遍较低，主要系公司住宅定位高端，车位配比高，且售价较高，住户倾向于以租代购所致。

截至 2020 年底，公司在售项目剩余可售面积可满足一年的销售需求，充足性一般。

表 11 截至 2020 年底公司在售项目情况（单位：万平方米、万元/平方米）

项目名称	位置	总可售面积	已取得预售证面积	首次开盘时间	2020 年底剩余可售面积	去化率
星河湾半岛一期	广州	14.71	14.71	2009 年 9 月	0.14	99.05
星河湾半岛二期	广州	4.70	4.70	2012 年 5 月	0.21	95.53
星河湾半岛三期	广州	17.88	17.88	2013 年 8 月	0.23	98.71
星河湾半岛四期	广州	12.30	12.30	2014 年 12 月	1.40	88.62
浦东星河湾三期	上海	11.53	11.53	2014 年 1 月	0.17	98.53
浦东星河湾一期车位	上海	2.65	2.65	2019 年 6 月	2.38	10.19
浦东星河湾二期车位	上海	2.77	2.77	2019 年 10 月	2.57	7.22
浦东星河湾三期车位	上海	3.40	3.40	2019 年 3 月	2.07	39.12
上海星河湾三期	上海	9.58	3.90	2020 年 8 月	6.43	80.77
上海星河湾一期车位	上海	4.69	4.69	2019 年 10 月	4.53	3.41
上海星河湾二期 A 区车位	上海	4.41	4.41	2019 年 4 月	3.77	14.51
上海星河湾二期 B 区车位	上海	1.15	1.15	2019 年 4 月	0.86	25.22
太原星河湾一期（之 1 号院）	太原	21.50	21.50	2010 年 7 月	0.21	99.56
太原星河湾一期（之 2 号院）	太原	25.94	25.94	2010 年 7 月		
太原星河湾二期（3 号院）	太原	26.79	26.79	2012 年 1 月	0.08	99.70
太原星河湾三期（4 号院）	太原	24.21	24.21	2016 年 8 月	0.03	99.88
太原星河湾四期（5 号院）	太原	28.80	28.80	2018 年 7 月	4.93	82.88
太原星河湾五期（6 号院）	太原	16.76	9.19	2020 年 9 月	16.28	5.22
太原二期（3 号院）车位	太原	4.42	4.42	2020 年 3 月	4.34	1.81
太原三期（4 号院）车位	太原	3.92	3.92	2019 年 1 月	2.45	37.50
太原四期（5 号院）车位	太原	5.34	5.34	2019 年 12 月	4.23	20.79
沈阳星河湾一期	沈阳	19.55	19.55	2014 年 7 月	0.12	99.39
沈阳星河湾二期	沈阳	22.34	22.34	2018 年 8 月	0.71	96.82
沈阳星河湾三期	沈阳	14.58	9.54	2020 年 5 月	10.18	46.12

沈阳星河湾一期（千平住宅）	沈阳	9.15	4.29	2018年5月	5.85	76.92
沈阳一期车位	沈阳	4.60	4.60	2017年11月	2.22	51.74
西安星河湾一期	西安	22.03	22.03	2015年6月	0.09	99.59
西安星河湾二期	西安	17.91	17.98	2018年4月	0.49	96.89
西安一期车位	西安	5.31	5.31	2018年11月	3.64	31.45
西安二期车位	西安	3.35	3.35	2020年5月	1.32	60.60
汕尾星河湾一期	汕尾	29.01	29.01	2017年12月	9.21	68.25
汕尾星河湾二期	汕尾	43.55	14.36	2018年9月	40.94	18.18
汕尾星河湾一期车位	汕尾	9.66	9.66	2020年5月	8.22	14.91
海丰星河湾一期	海丰	18.03	18.07	2020年9月	14.78	17.99
海丰星河湾一期商铺	海丰	0.37	0.37	2020年9月	0.37	0.00
长沙星河湾一期	长沙	7.07	7.13	2016年11月	0.34	94.39
长沙星河湾二期	长沙	5.56	5.56	2018年12月	2.94	47.12
合计		479.52	427.35	--	158.73	75.06

注：车位类面积公司按每个车位30平方米计算
资料来源：公司提供

5. 经营效率

由于结转节奏较慢，公司经营效率有所下降，各指标处于行业中上游水平。

2018—2020年，公司流动资产周转率分别为0.34次、0.22次和0.28次；存货周转率分别为0.30次、0.20次和0.27次；总资产周转率分别为0.26次、0.18次和0.22次，均呈波动下降趋势。与同行业上市房地产公司相比，公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率处于行业中上游水平。

表12 房地产开发类上市公司2020年经营效率指标
(单位：次)

公司	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	0.14	0.13	0.13
荣安地产股份有限公司	0.22	0.22	0.21
格力地产股份有限公司	0.22	0.18	0.18
景瑞地产(集团)有限公司	0.30	0.44	0.26
海怡地产	0.28	0.27	0.22

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

八、财务分析

1. 财务概况

公司 2018—2020 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, 天健会计事务所(特殊普通合伙)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。2020 年, 公司合并范围内新增 7 家子公司, 减少 3 家子公司。公司合并范围变化不大, 财务数据可比性较强。

截至 2020 年底, 公司合并资产总额 528.42 亿元, 所有者权益 134.59 亿元(含少数股东权益 11.64 亿元); 2020 年, 公司实现营业收入 109.13 亿元, 利润总额 21.25 亿元。

2. 资产质量

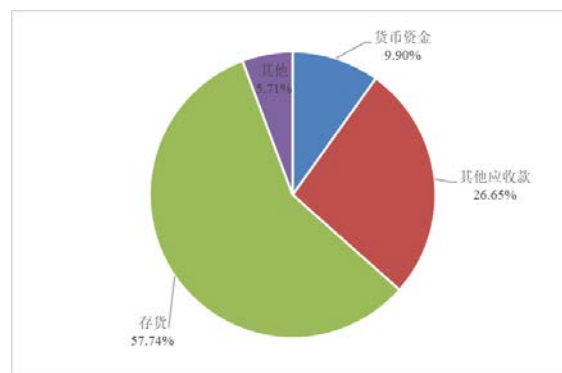
2018—2020 年, 公司资产规模持续增长, 资产以流动资产为主, 存货规模较大, 成本较低; 旧城改造项目周期较长, 其他应收款对公司资金有较大占用; 可供出售金融资产主要为股权和资管产品, 流动性一般; 投资性房地产主要为住宅配套商业物业, 区位较好; 资产受限程度一般。总体看, 公司资产质量较好。

2018—2020 年末, 公司资产规模持续增长, 年均复合增长 14.83%。截至 2020 年底, 公司合并资产总额 528.42 亿元, 较上年底增长 15.01%, 主要系流动资产增长所致。其中, 流动资产占 78.58%, 非流动资产占 21.42%。公司资产以流动资产为主, 资产结构符合房地产行业特点。

(1) 流动资产

2018—2020 年末, 公司流动资产规模持续增长, 年均复合增长 15.81%。截至 2020 年底, 公司流动资产 415.25 亿元, 较上年底增长 13.43%, 主要系存货增加所致。公司流动资产构成如下图所示。

图2 截至2020年底公司流动资产构成



2018—2020 年末, 公司货币资金持续下降, 年均复合下降 21.41%。截至 2020 年底, 公司货币资金 41.11 亿元, 较上年底下降 19.72%, 主要系经营活动净流出较上年扩大所致。公司货币资金中受限资金 12.06 亿元, 受限比例为 29.34%, 主要为各类保证金, 受限比例一般。截至 2020 年底, 公司货币资金中在预售监管户里的资金约 10 亿元。

2018—2020 年末, 公司其他应收款持续增

长，年均复合增长67.70%。截至2020年底，公司其他应收款110.68亿元，较上年底增长6.56%，主要系关联方往来款和代收代付款增加所致。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（28.02亿元），主要用于北京昌平一级开发项目投入；代收代付款主要为萝峰村旧改项目投入（27.14亿元）。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9.55亿元，其中采用账龄分析法计提了坏账准备0.94亿元，采用个别认定法对关联方往来款计提了坏账准备8.60亿元，主要北京星河湾房地产开发有限公司往来款账龄较长，会计师事务所出于谨慎性考虑，计提了坏账准备。其他应收款对公司资金有一定占用。

表13 截至2020年底公司其他应收款余额明细

（单位：亿元）

款项性质	余额
备用金	0.23
押金及保证金	23.15
关联方往来款	63.56
代收代付款	28.64
单位借款	4.57
股权款	--
其他	0.08
合计	120.22

资料来源：公司审计报告

表14 截至2020年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元）

单位名称	余额	账龄	款项性质
北京星河湾房地产开发有限公司	28.02	1年以内~4年	关联方往来款
广州市裕峰置业有限公司	27.14	1年以内	代收代付款
西安易方腾达商贸有限公司	10.97	1年以内~2年	关联方往来款

广州宏富房地产有限公司	5.92	1年以内~2年	关联方往来款
广州盈峰投资有限公司	5.20	1年以内~2年	关联方往来款
合计	77.25	--	--

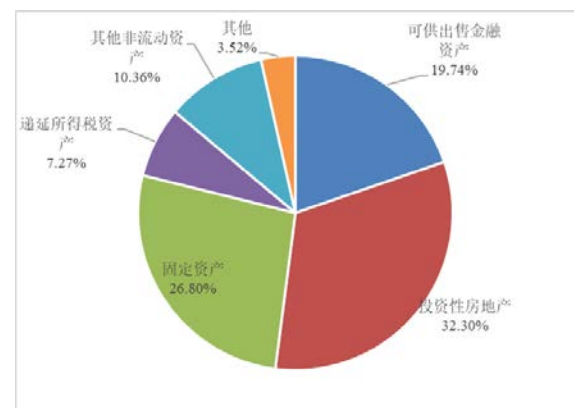
资料来源：公司审计报告

2018—2020年末，公司存货持续增长，年均复合增长16.77%。截至2020年底，公司存货239.75亿元，较上年底增长26.35%，主要系建设持续投入所致。存货中开发成本占95.51%，开发产品占4.43%。存货未计提跌价准备。考虑到公司土储成本较低，存货跌价风险较小。

（2）非流动资产

2018—2020年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长11.45%。截至2020年底，公司非流动资产113.17亿元，较上年底增长21.16%，公司非流动资产构成如下图所示。

图3 截至2020年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2018—2020年末，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长19.93%。截至2020年底，公司可供出售金融资产22.34亿元，较上年底增长28.43%，主要系新增对资管产品投资所致。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、对广州工商联投资有限公司（以下简称“工商联”）投资3.00亿元和对建信海外掘金98号单一资产管理计划3.56亿元。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，尚未实现盈利。公司可供出售金融资产中按成本计量的为22.15亿元，按公允价值计量的0.19亿元。2018—2020年公司可供出售金融资产获得投资收益为2.71亿元、0.60亿元、60.44万元。

2018—2020年末，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长2.22%。截至2020年底，公司投资性房地产36.55亿元，较上年底增长7.27%，主要系公允价值变动所致。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。

2018—2020年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长12.88%。截至2020年底，公司固定资产30.33亿元，较上年底增长23.88%，主要系汕尾星河湾酒店和广州星河湾半岛18栋从存货中转入所致。公司固定资产主要为房屋及建筑物（占87.54%）和运输工具（占9.86%），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。公司固定资产成新率71.57%，成新率一般。

2018—2020年末，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长38.01%。截至2020年底，公司其他非流动资产11.73亿元，较上年底增长87.68%，主要系预付土地款增加所致。除预付土地款，其他非流动资产主要为投资意向款，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2020年底，公司受限资产合计127.67亿元，占总资产比率为24.16%，占比一般。

表 15 截至 2020 年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	12.06	贷款保证金、按揭保证金等
投资性房地产	19.01	抵押用于借款
存货	75.26	

固定资产	8.34	
可供出售金融资产	13.00	
合计	127.67	--

资料来源：公司审计报告

3. 资本结构

（1）所有者权益

随着未分配利润的积累，公司所有者权益持续增长。所有者权益中少数股东权益较少，但未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 11.89%。截至 2020 年底，公司所有者权益 134.59 亿元，较上年底增长 13.24%，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 91.35%，少数股东权益占比为 8.65%。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 14.86%、5.61%和 69.42%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

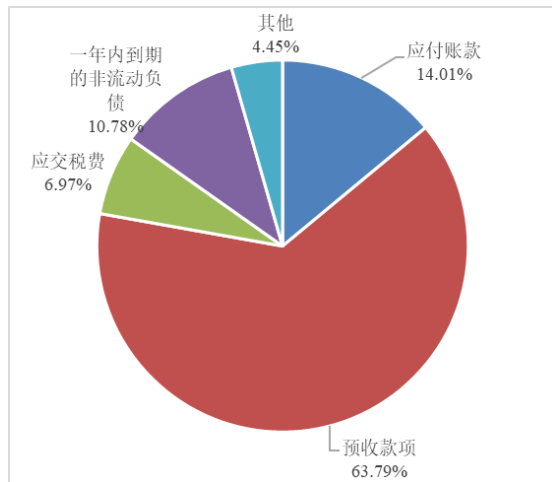
（2）负债

2018—2020年，公司负债规模持续增长，增速一般；负债以流动负债为主，其中预收款项占比较高；有息债务以长期债务为主，债务结构较好，债务无明显集中偿付压力；整体债务负担属适中水平。

2018—2020年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长15.90%。截至2020年底，公司负债总额393.83亿元，较上年底增长15.62%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占76.63%，非流动负债占23.37%。公司负债以流动负债为主。

2018—2020年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长16.14%。截至2020年底，公司流动负债301.79亿元，较上年底增长23.71%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债构成如下图所示。

图4 截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2018—2020年末，公司应付账款波动增长，年均复合增长6.89%。截至2020年底，公司应付账款42.27亿元，较上年底增长67.65%，主要系应付工程款增加所致。应付账款账龄以一年以内为主（占98.06%）。

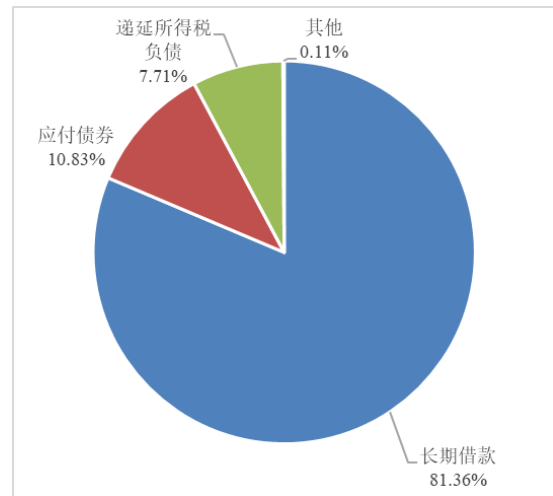
2018—2020年末，公司预收款项波动增长，年均复合增长15.42%。截至2019年底，公司预收款项192.65亿元，较上年底增长33.32%，主要系公司产品开发周期较长，当期交付结转速度慢于销售速度所致。截至2020年底，公司预收款项192.52亿元，较上年底下降0.07%，变化不大。

2018—2020年末，公司应交税费持续增长，年均复合增长19.94%。截至2020年底，公司应交税费21.04亿元，较上年底增长11.59%，主要系应交土地增值税增加所致。

2018—2020年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长28.16%。截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债32.52亿元，较上年底大幅增加31.89亿元，主要系上年一年内到期非流动负债基数低。

2018—2020年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长15.09%。截至2020年底，公司非流动负债92.05亿元，较上年底下降4.79%，变化不大。公司非流动负债构成如下图所示。

图5 截至2020年底公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2018—2020年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长49.31%。截至2020年底，公司长期借款74.89亿元，较上年底增长26.84%，公司在建面积持续增长，融资需求相应增长。长期借款全部为抵质押或保证借款。

2018—2020年末，公司应付债券波动下降，年均复合下降40.93%。截至2020年底，公司应付债券9.96亿元，较上年底下降67.70%，主要系“18海怡01”和“18海怡02”兑付所致。

有息债务方面，2018—2020年，公司全部债务持续增长，年均复合增长19.01%。从债务指标看，2018—2020年，公司资产负债率和全部债务资本化比率持续小幅上升；长期债务资本化比率小幅波动上升，公司债务负担适中。截至2020年底，公司短期债务占27.72%，长期债务占72.28%，以长期债务为主。从债务期限来看，公司无明显集中偿付压力。

表16 公司有息债务规模及债务指标情况
(单位：亿元、%)

科目	2018年	2019年	2020年
短期债务	19.80	0.67	32.57
长期债务	63.18	90.57	84.95
全部债务	82.98	91.24	117.53
资产负债率	73.17	74.13	74.53
全部债务资本化比率	43.56	43.43	46.62
长期债务资本化比率	37.02	43.25	38.70

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

表 17 截至 2020 年底公司债务到期情况

(单位: 亿元)

科目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上	小计
短期借款	0.05	--	--	--	0.05
长期借款	11.93	26.32	14.45	34.12	86.82
应付债券(若行权时全部回售)	19.96	9.96	--	--	29.92
应付债券(若行权时全部不回售)	19.96	--	--	9.96	29.92
长期应付款	0.64	0.10	--	--	0.74
合计(若行权时全部回售)	32.57	36.28	14.45	34.12	117.53
合计(若行权时全部不回售)	32.57	26.42	14.45	44.08	117.53

注: 表中已包含一年内到期的非流动负债
资料来源: 公司提供

4. 盈利能力

公司营业收入波动增长, 增速适中; 营业成本变动趋势和营业收入变动一致; 2020 年资产减值对利润影响较大, 导致利润呈波动下降趋势; 公司盈利能力处于行业中上游水平。

2018—2020 年, 公司营业收入波动增长, 年均复合增长 6.93%; 营业成本波动增长, 年均复合增长 5.49%; 利润总额分别为 22.18 亿元、18.48 亿元和 21.25 亿元, 波动下降, 年均复合下降 2.12%。

从期间费用看, 2018—2020 年, 公司费用总额波动增长, 年均复合增长 12.77%。具体来看, 销售费用波动增长, 年均复合增长 2.92%; 管理费用持续增长, 年均复合增长 19.57%; 财务费用波动增长, 年均复合增长 75.35%; 随着项目数量增加, 公司费用均呈上升趋势, 尤其财务费用增长较快。

2018—2020 年, 公司公允价值变动收益、投资收益对利润影响不大。但 2020 年, 公司资产减值损失 8.88 亿元, 对营业利润影响较大。资产减值主要为对其他应收款计提的跌价准备, 详见前文分析。

盈利指标方面, 2018—2020 年, 公司总资产收益率分别为 8.95%、6.59%和 6.24%, 持续下降; 净资产收益率分别为 15.51%、11.26%和 10.77%, 持续下降。与国内房地产公司盈利指

标比较来看, 公司销售毛利率和总资产报酬率处于上游水平, 净资产收益率处于中游水平。

表 18 房地产开发类上市公司 2020 年盈利指标

(单位: %)

公司	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
华远地产股份有限公司	27.17	4.81	1.11
荣安地产股份有限公司	26.59	23.37	4.33
格力地产股份有限公司	30.01	6.87	3.37
景瑞地产(集团)有限公司	22.06	12.16	3.25
海怡地产	47.63	11.12	4.48

注: 为便于比较, 表中数据均引自 Wind, 和附件公式有一定出入
资料来源: Wind

5. 现金流

公司土储获取力度较大, 增加可售库存的同时, 建设支出也相应增加, 综合导致经营活动现金流净额由正转负; 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; 公司对筹资活动的现金流入依赖上升。

表 19 2018—2020 年公司现金流量情况

(单位: 亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	159.84	129.63	137.32
经营活动现金流出小计	111.87	155.51	166.09
经营现金流量净额	47.97	-25.88	-28.77
投资活动现金流入小计	44.54	53.85	68.07
投资活动现金流出小计	62.56	43.21	73.16
投资活动现金流量净额	-18.02	10.65	-5.09
筹资活动前现金流量净额	29.95	-15.23	-33.97
筹资活动现金流入小计	39.44	48.12	57.63
筹资活动现金流出小计	51.18	48.24	38.84
筹资活动现金流量净额	-11.73	-0.12	18.79

资料来源: 公司年报

从经营活动来看, 2018—2020 年, 公司经营活动现金流入波动下降, 年均复合下降 7.31%; 经营活动现金流出持续增长, 年均复合增长 21.85%; 经营活动现金净额波动下降, 且由正转负, 主要系公司获取土储力度较大, 在建面积上升较快, 且旧改项目前期投入资金较多所致。

公司投资活动以购买和赎回各类理财产品为主。2018—2020 年, 公司投资活动现金流入持续增长, 年均复合增长 23.62%; 投资活动现金流出波动增长, 年均复合增长 8.14%; 投资活动

现金净额持续下降，年均复合下降46.84%。

2018—2020年，公司筹资活动前现金流量净额由正转负。

从筹资活动来看，2018—2020年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长20.88%；筹资活动现金流出持续下降，年均复合下降12.88%；筹资活动现金净额由负转正。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较强；对外担保均为对关联方担保，有一定代偿风险；未使用银行授信规模大，间接融资渠道通畅。整体看，公司偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，从短期偿债能力指标看，2018—2020年，公司流动比率分别为138.39%、150.07%和137.60%，波动下降；速动比率分别为59.79%、72.28%和58.15%，波动下降。公司流动资产对流动负债的保障程度较高。2018—2020年，公司经营现金流动负债比率分别为21.44%、-10.61%和-9.53%，波动下降；公司现金短期债务比分别为3.36倍、76.89倍和1.26倍，波动下降，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力有所下降，处于一般水平。

从长期偿债能力指标看，从长期偿债能力指标看，2018—2020年，公司EBITDA分别为24.59亿元、21.26亿元和24.98亿元，波动增长。2018—2020年，公司EBITDA利息倍数分别为3.62倍、3.45倍和2.91倍，持续下降，EBITDA对利息的覆盖程度一般；全部债务/EBITDA分别为3.37倍、4.29倍和4.71倍，持续增长，EBITDA对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至2020年底，公司无未决重大诉讼。

截至2020年底，公司对外担保余额24.30亿元，占公司净资产的比例为18.05%，公司对外担保均为对关联方担保，有一定的或有负债风险。

表 20 截至 2020 年底公司对外担保余额情况

(单位：亿元)

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	5.26
	上海赫曼德市场营销管理有限公司	0.50
	广东煜丰实业有限公司	7.81
境外担保	日伦发展有限公司	10.73
合计		24.30

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司拥有的授信总额为 340.76 亿元，已使用授信额度 109.20 亿元，未使用授信额度 231.56 亿元，公司间接融资渠道顺畅。

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的一半左右，有一定规模的货币资金，债务负担较轻，收入规模不大。

截至 2020 年底，母公司资产总额 228.09 亿元。其中，流动资产 167.45 亿元（占比 73.42%），非流动资产 60.63 亿元（占比 26.58%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 11.13%）、其他应收款（占 74.55%）、存货（占 11.72%）构成；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 6.20%）、长期股权投资（占 51.48%）、投资性房地产（占 26.65%）、固定资产（占 5.96%）、其他非流动资产（占 6.85%）构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 18.64 亿元。

截至 2020 年底，母公司负债总额 163.92 亿元。其中，流动负债 143.15 亿元（占比 87.33%），非流动负债 20.77 亿元（占比 12.67%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 62.68%）、预收款项（占 16.76%）、一年内到期的非流动负债（占 14.38%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 39.66%）、应付债券（占 47.97%）、递延所得税负债（占 11.89%）构成。

截至 2020 年底，母公司全部债务 38.79 亿元。其中，短期债务占 53.08%、长期债务占 46.92%。截至 2020 年底，母公司全部债务资本化比率 37.68%，母公司债务负担较轻。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 64.16

亿元，较上年底增长 1.19%。母公司所有者权益中，实收资本为 20.00 亿元（占 31.17%）、未分配利润 32.40 亿元（占 50.50%）、盈余公积 5.86 亿元（占 9.13%）。

2020 年，母公司营业收入为 21.49 亿元，利润总额为 5.04 亿元。同期，母公司投资收益为 0.91 亿元。

现金流方面，截至 2020 年底，公司母公司经营活动现金流净额为 8.65 亿元，投资活动现金流净额-13.49 亿元，筹资活动现金流净额-2.50 亿元。

截至 2020 年底，母公司资产占合并口径的 43.16%；母公司负债占合并口径的 41.62%；母公司所有者权益占合并口径的 47.67%；母公司营业收入占合并口径的 19.69%；母公司利润总额占合并口径的 23.69%；母公司全部债务占合并口径的 33.01%。

九、本期公司债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务结构影响一般，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券保障能力较高，但经营活动现金流净额为负，无法保障本期债券。

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至 2020 年底，公司全部债务合计 117.53 亿元。本期债券规模为不超过 11.00 亿元，相对于公司债务规模，本期债券发行规模对公司影响一般。

以 2020 年底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 74.53%、46.62%和 38.70%上升至 75.05%、48.85%和 41.62%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。但考虑到募集资金将用于偿还现有公司到期或回售的公司债券，公司实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

截至2020年底，公司现金类资产为41.11亿元，为本期债券发行额度（11.00亿元）的3.74倍；

2020年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为137.32亿元、-28.77亿元、24.98亿元，分别为本期债券发行额度（11.00亿元）的12.48倍、-2.62倍和2.27倍。

十、结论

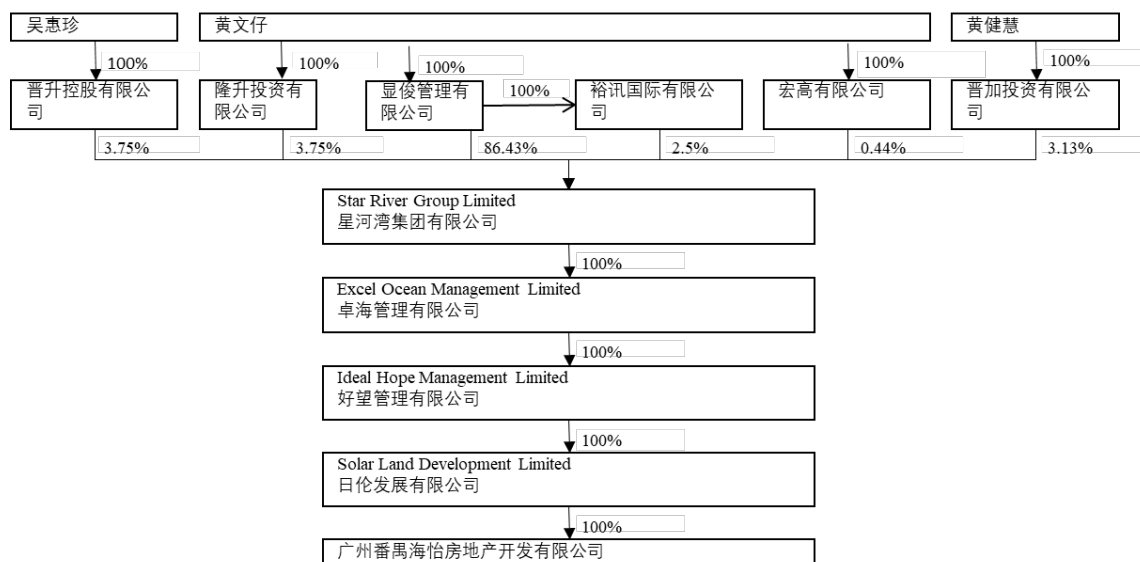
公司作为专注于高端住宅物业的房地产开发企业，已形成了良好的品牌形象和市场影响力。公司土地成本较低，住宅品质优良，毛利率高，资产质量较高，债务负担适中。同时，联合资信也关注到房地产行业持续调控、公司旧改项目开发周期较长、其他应收款占用资金等因素对其信用水平产生的不利影响。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券覆盖程度较高。

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。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

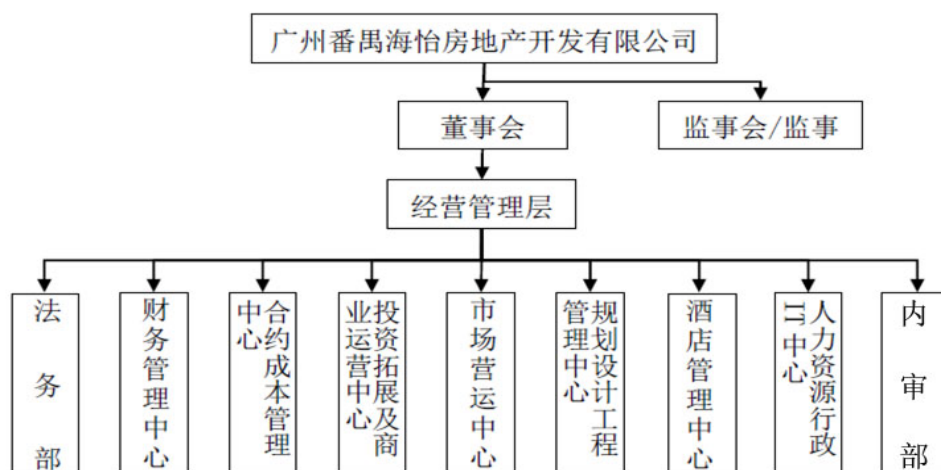
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期债券到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2020 年底广州番禺海怡房地产开发有限公司 股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底广州番禺海怡房地产开发有限公司
组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底广州番禺海怡房地产开发有限公司

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 下企业合同
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 下企业合同
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 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	66.56	51.20	41.11
资产总额（亿元）	400.71	459.47	528.42
所有者权益（亿元）	107.50	118.85	134.59
短期债务（亿元）	19.80	0.67	32.57
长期债务（亿元）	63.18	90.57	84.95
全部债务（亿元）	82.98	91.24	117.53
营业收入（亿元）	95.44	75.77	109.13
利润总额（亿元）	22.18	18.48	21.25
EBITDA（亿元）	24.59	21.26	24.98
经营性净现金流（亿元）	47.97	-25.88	-28.77
财务指标			
流动资产周转次数（次）	0.34	0.22	0.28
存货周转次数（次）	0.30	0.20	0.27
总资产周转次数（次）	0.26	0.18	0.22
现金收入比（%）	134.84	152.39	104.85
营业利润率（%）	33.83	44.21	38.73
总资本收益率（%）	8.95	6.59	6.24
净资产收益率（%）	15.51	11.26	10.77
长期债务资本化比率（%）	37.02	43.25	38.70
全部债务资本化比率（%）	43.56	43.43	46.62
资产负债率（%）	73.17	74.13	74.53
流动比率（%）	138.39	150.07	137.60
速动比率（%）	59.79	72.28	58.15
经营现金流动负债比（%）	21.44	-10.61	-9.53
现金短期债务比（倍）	3.36	76.89	1.26
EBITDA 利息倍数（倍）	3.62	3.45	2.91
全部债务/EBITDA（倍）	3.37	4.29	4.71

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. 长期应付款计入长期债务计算

资料来源：公司财务报告，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	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	32.83	20.97	18.64
资产总额（亿元）	158.03	195.91	228.09
所有者权益（亿元）	47.90	63.41	64.16
短期债务（亿元）	15.60	0.64	20.59
长期债务（亿元）	29.82	32.01	18.20
全部债务（亿元）	45.42	32.65	38.79
营业收入（亿元）	20.18	15.51	21.49
利润总额（亿元）	20.29	18.22	5.04
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	36.85	2.23	8.65
财务指标			
流动资产周转次数（次）	0.17	0.11	108.85
存货周转次数（次）	0.22	0.24	0.37
总资产周转次数（次）	0.13	0.09	0.10
现金收入比（%）	87.04	74.39	96.98
营业利润率（%）	53.32	49.30	48.68
总资本收益率（%）	20.31	18.12	3.74
净资产收益率（%）	39.58	27.45	6.01
长期债务资本化比率（%）	38.37	33.55	22.10
全部债务资本化比率（%）	48.67	33.99	37.68
资产负债率（%）	69.69	67.64	71.87
流动比率（%）	161.15	159.27	116.98
速动比率（%）	121.88	129.88	103.27
经营现金流动负债比（%）	47.45	2.26	6.04
现金短期债务比（倍）	2.10	32.97	0.91
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：公司财务报告，联合资信整理计算

附件 3 主要财务指标的计算公式

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	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
流动资产周转次数	营业收入/平均流动资产总额
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/营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(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	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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+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其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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	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	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	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	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其含义

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 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 广州番禺海怡房地产开发有限公司 2021 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年广州番禺海怡房地产开发有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广州番禺海怡房地产开发有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。广州番禺海怡房地产开发有限公司或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对广州番禺海怡房地产开发有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大事项，广州番禺海怡房地产开发有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注广州番禺海怡房地产开发有限公司的经营管理状况、外部环境及本次（期）债券相关信息，如发现广州番禺海怡房地产开发有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对广州番禺海怡房地产开发有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如广州番禺海怡房地产开发有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对广州番禺海怡房地产开发有限公司或本次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送广州番禺海怡房地产开发有限公司、监管部门等。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。