

信用等级公告

联合〔2020〕1610号

联合资信评估有限公司通过珠海华发实业股份有限公司及其拟发行的 2020 年度第三期中期票据进行综合分析和评估，确定珠海华发实业股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，珠海华发实业股份有限公司 2020 年度第三期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告



珠海华发实业股份有限公司

2020 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项概况

本期中期票据发行规模: 基础发行规模 5.00 亿元, 发行金额上限 9.50 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 偿还存量有息债务

评级时间: 2020 年 6 月 19 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司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	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	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	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
			资本结构	2
			偿债能力	2
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

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对珠海华发实业股份有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会 (以下简称“珠海市国资委”) 旗下的上市房企, 在珠海区域房地产市场有较强的区域竞争力, 有较高的品牌知名度, 项目开发经验较为丰富, 且融资渠道畅通; 近年来公司在深耕珠海的基础上积极对外扩张, 区域布局有所优化, 合同销售规模较大, 目前土地储备充足。同时, 联合资信也关注到公司业务易受到房地产行业调控政策影响, 公司未来资金需求较大、债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障程度很高。

未来, 随着公司项目开发销售持续推进, 公司经营状况将保持良好。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中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司主体偿债风险极小, 本期中期票据付息到期不能偿还的风险极低, 安全性极高。

优势

1. 公司股东背景雄厚, 具有较强的区域竞争力。公司实际控制人为珠海市国资委, 股东背景雄厚, 公司在珠海有较强的区域竞争力。
2. 公司土地储备充足, 且区域布局有所优化。近年来公司在深耕珠海的基础上积极向外扩张, 区域布局有所优化, 截至 2019 年底, 公司并表项目建筑面积合计 697.48 万平方米, 土地储备规模充足且分散度有所提高。
3. 公司收入及利润规模持续增长。近三年, 公司合同销售金额持续增长, 收入及利润规模持续扩大。
4. 公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。2019 年, 公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为本期中期

分析师：牛文婧 戴彤羽

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

票据发行金额上限的 58.81 倍、29.51 倍和 5.91 倍。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障程度很高。

关注

1. **受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，行业销售面临下滑压力。**房地产行业销售和回款承压；公司湖北省内土地储备占比较高，并表项目建筑面积合计 284.59 万平方米，需关注区域市场需求情况及项目去化速度。
2. **公司面临较大的项目开发建设支出压力。**近年来，公司为未来销售规模制定了更高目标，开启了新一轮的投资布局，存在较大补库存需求。截至 2019 年底，公司期末在建、拟建项目数量合计 106 个，合并口径总建筑面积合计 2064.51 万平方米，尚需投资 2163.22 亿元。公司在建项目较多，在建面积较大，面临较大项目开发建设支出压力。
3. **公司债务负担较重且存在一定的债务集中偿付压力。**截至 2019 年底，公司全部债务 1054.72 亿元，假设债券全部回售的情况下，一年内到期的债务 454.27 亿元。公司债务规模较大，债务负担较重，且一年内到期债务规模较大，面临一定的集中偿付压力。

主要财务数据:

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	111.93	191.41	262.91	374.27
资产总额(亿元)	1396.83	1822.09	2341.11	2600.89
所有者权益(亿元)	239.16	321.84	432.95	469.70
短期债务(亿元)	194.95	433.39	436.81	455.45
长期债务(亿元)	546.42	502.78	617.90	774.38
全部债务(亿元)	741.37	936.17	1054.72	1229.83
营业收入(亿元)	199.17	236.99	331.49	90.34
利润总额(亿元)	25.08	30.85	43.96	12.38
EBITDA(亿元)	28.25	38.25	56.11	--
经营性净现金流(亿元)	112.99	159.99	280.35	35.08
营业利润率(%)	18.45	18.93	20.12	18.30
净资产收益率(%)	7.43	7.46	7.66	--
资产负债率(%)	82.88	82.34	81.51	81.94
全部债务资本化比率(%)	75.61	74.42	70.90	72.36
流动比率(%)	212.07	170.15	167.53	178.55
经营现金流动负债比(%)	18.52	16.06	21.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	26.24	24.47	18.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.74	0.70	0.79	--

公司本部(母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	814.20	896.36	1030.16	1135.77
所有者权益(亿元)	109.56	162.45	212.28	218.12
全部债务(亿元)	192.57	243.20	225.99	269.17
营业收入(亿元)	0.74	2.79	0.58	0.03
利润总额(亿元)	21.44	26.69	25.75	-0.06
资产负债率(%)	86.54	81.88	79.39	80.80
全部债务资本化比率(%)	63.74	59.95	51.56	55.24
流动比率(%)	83.20	85.62	87.51	95.98
经营现金流动负债比(%)	8.32	-1.20	1.41	--

注:1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异,系四舍五入造成;2. 除特别说明外,均指人民币;3. 公司其他流动负债已计入短期债务,其他非流动负债已计入长期债务;4. 2020 年一季度财务数据未经审计;5.集团类客户提供公司本部(母公司)财务信息

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
--	--	--	--	--	--

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编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由珠海华发实业股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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、客观性、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期债项，有效期为本期债项的存续期；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。

珠海华发实业股份有限公司

2020 年度第三期中期票据信用评级报告

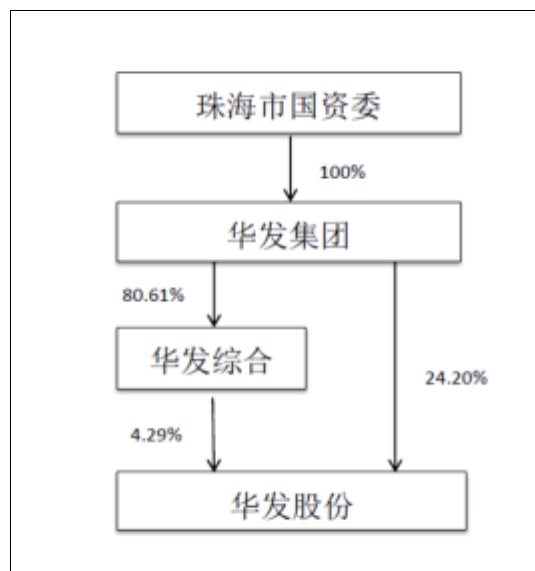
一、主体概况

珠海华发实业股份有限公司（以下简称“公司”）的前身系珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）的全资子公司珠海经济特区华发房地产公司。1992年4月，经珠海市经济体制改革委员会珠体改委（1992）50号文批准，在珠海经济特区华发房地产公司的基础上改组设立为珠海经济特区华发房地产股份有限公司。1992年10月，经珠海市经济体制改革委员会珠体改委（1992）93号文批准更名为现名，并于1994年12月经广东省经济体制改革委员会粤体改（1994）140号文确认。经中国证券监督管理委员会证监发行（2004）7号文批准，2004年2月，公司在上海证券交易所上市（股票简称：“华发股份”，证券代码：600325.SH）。

根据2018年2月26日国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）下发的《关于无偿划转所持珠海华发实业股份有限公司股份有关问题的批复》（国资产权〔2018〕109号），国务院国资委同意珠海华发物业管理服务有限公司（以下简称“华发物业公司”）、珠海华发汽车销售有限公司（以下简称“华发汽车公司”）分别将所持有公司21723332股和21723343股股份无偿划转给珠海华发综合发展有限公司（以下简称“华发综合”）。本次股权划转完成后，公司总股本不变，华发物业公司、华发汽车公司不再持有公司股份，华发综合持有90877280股，占公司总股本4.29%。

公司经过历年派送红股、配售新股、转增股本、增发新股、非公开发行股票等，截至2019年底，公司注册资本21.17亿元。公司控股股东为华发集团，华发集团直接持有公司24.20%的股份，通过子公司华发综合间接持有公司4.29%的股份；公司实际控制人为珠海市国资委。

图1 截至2019年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

截至2019年底，公司内设董事局秘书处、品牌管理部、财务管理中心、人力资源管理中心、投资拓展中心、资金管理中心等多个职能部门。截至2019年底，公司纳入合并财务报表范围的子公司以及本部共计407户，公司在职员工合计7566人。

截至2019年底，公司合并资产总额2341.11亿元，所有者权益合计432.95亿元（含少数股东权益235.38亿元）；2019年，公司实现营业收入331.49亿元，利润总额43.96亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额2600.89亿元，所有者权益469.70亿元（含少数股东权益259.27亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入90.34亿元，利润总额12.38亿元。

公司注册地址：珠海市昌盛路155号；法定代表人：李光宁。

二、本期中期票据概况

公司拟于2020年注册25亿元中期票据，

本期拟发行珠海华发实业股份有限公司 2020 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据基础发行规模 5.00 亿元，发行金额上限 9.50 亿元，募集资金拟用于偿还存量有息债务。本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下

滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

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，GDP 为不变价规模

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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年

持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线

国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，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-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更

趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，

引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形

势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础

设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、行业分析

1. 房地产行业概况

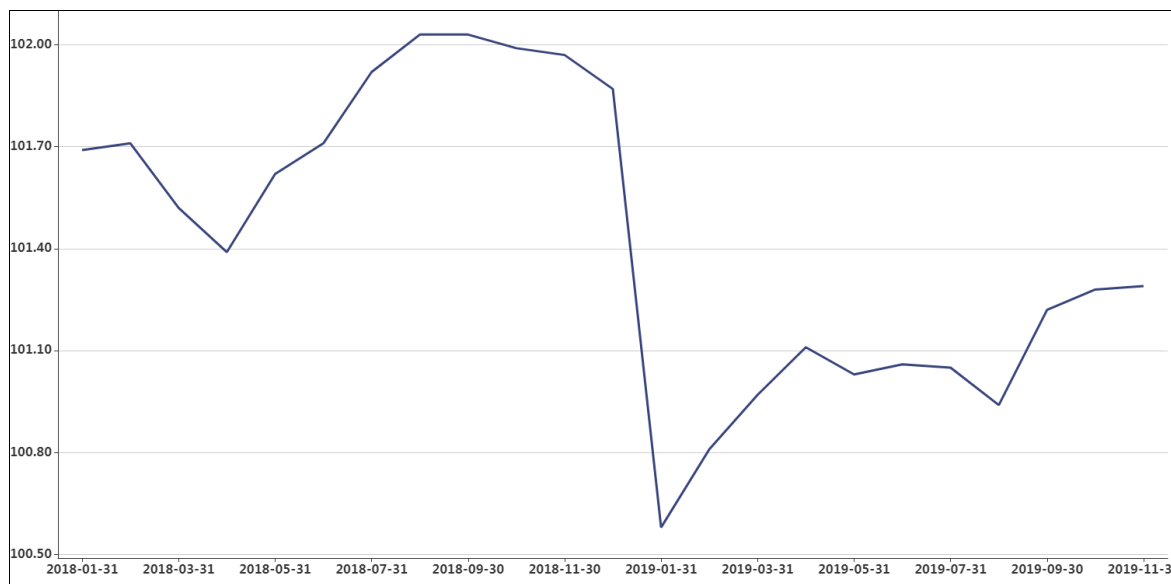
2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”

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。

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。

图 2 2018 年—2019 年 11 月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，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,本次疫情对在在建项目开工复工产生一定影响,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。

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	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%
利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%
其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%
其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合 计	156052.62	100.00%	165962.89	100.00%	178608.59	100.00%

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

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。（具体政策内容见表 3）。

表 3 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“因城施策”，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。（具体政策内容见表 4）

表 4 2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	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：联合资信整理

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年底，公司注册资本21.17亿元。公司控股股东为华发集团，华发集团直接持有公司24.20%的股份，通过子公司华发综合间接持有公司4.29%的股份；公司实际控制人为珠海市国资委。

2. 企业规模

公司作为珠海地区房地产行业的龙头企业，项目开发经验较为丰富，在珠海地区保持较高的市场占有率和品牌知名度；公司控股股东在公司融资、项目建设及与政府协调方面能够给予公司有力支持；近年来公司持续稳步对外扩张；整体综合实力较强。

公司自成立以来专注于房地产领域，先后建成“华发新城”“华发世纪城”“华发水郡”“华发蔚蓝堡”等优质楼盘，具备丰富的住宅开发经验。公司是珠海地区房地产行业的龙头企业，在珠海地区保持较高的市场占有率和品牌知名度。近年来，公司持续稳步地推进对外扩张步伐，坚持“立足珠海、面向全国”的发

展战略，积极推进“珠海为战略大本营，上海、广州、武汉、南京等一线城市及重点二线城市突破”的战略思想，目前已经形成以珠海为战略大本营，上海、广州、武汉、南京等核心城市为重点的区域布局并取得显著成效。

公司控股股东华发集团是珠海市国资委直属的以城市运营、房产开发、金融服务和产业投资为核心业务，商贸服务、文体教育及现代服务等多种产业并举发展的综合性企业集团，在公司融资、项目建设及与政府协调方面能够给予公司有力支持。同时，公司控股股东持有较多土地储备，为公司未来持续发展提供了有力支持。

2017 年 3 月，公司入选“2017 中国房地产卓越 100 榜”“2017 中国房地产上市企业 3 强”；2017 年 6 月，公司荣获“第十六届（2017 年度）广东地产资信 20 强”；2018 年 3 月，公司被广东省房地产行业协会授予“广东省房地产行业 AAA 级信用企业”；2019 年 3 月，公司被广东省房地产行业协会授予“广东省改革开放 40 周年特别贡献企业”，2019 年全年获工程类奖 51 个，其中国家级 1 个，省级 18 个。

3. 人员素质

公司高层管理人员管理经验丰富，整体素质较高。

公司董事局主席李光宁先生，曾任华发集团总经理助理、副总经理，公司董事局秘书、董事；现任华发集团党委副书记、董事、法定代表人、总经理，珠海华发投资控股有限公司法定代表人、董事长，珠海华金资本股份有限公司法定代表人、董事长，公司法定代表人、董事局主席。

公司董事局副主席郭凌勇先生，曾任公司市场部经理，珠海十字门中央商务区建设控股公司常务副总经理、总经理、董事长，珠海华发文化产业投资控股有限公司董事长，珠海华发集团有限公司总经理助理、副总经理，珠海华发城市运营投资控股有限公司董事长，珠海富山工业园投资发展有限公司董事长、总裁，珠海智慧产业园发展有限公司董事长；现任公司董事局副主席、执行副总裁。

公司高层管理人员共 20 人，均具有长期从事相关业务工作和管理工作的经验，整体素质较高。

截至 2019 年底，公司在册员工总数为 7566 人，按文化程度划分，大专及以下学历占比 30.45%，本科学历占比 57.49%，研究生学历占比 11.67%，博士学历占比 0.38%。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构完善，股东会、董事局、监事能够独立运作，整体治理运行情况良好。

公司按照《中华人民共和国公司法》《中国共产党章程》和其他有关规定，不断完善公司法人治理结构，制订了《公司章程》并建立了由股东会、董事局、监事、总裁和其他高级管理人员的法人治理结构体系；同时建立了完善的制度体系，规范各项议事规则和程序，形成了集中控制、分级管理、责权利分明的管理

机制，确保公司经营工作有序、高效地进行。

公司设股东会，由全体股东组成，是公司的最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事局的报告、审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案和行使选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项等职权。

公司设董事局，对股东大会负责。公司董事局由 14 名董事组成，其中 5 名为独立董事。设董事局主席 1 名，董事局副局长 1~3 名。董事局负责执行股东大会的决议、制订公司的年度财务预算方案、决算方案，制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案，聘任或者解聘公司总裁、董事局秘书；根据总裁的提名，聘任或者解聘公司执行副总裁、财务负责人等高级管理人员，并决定其报酬事项和奖惩事项等。

公司设总裁 1 名，由董事局聘任或解聘，总裁每届任期三年，总裁连聘可以连任。总裁对董事局负责，负责主持公司的生产经营管理工作，并向董事局报告工作，组织实施董事局的决议、公司年度计划和投资方案等。

公司设监事会。监事会由 3 名监事组成，监事由股东代表和公司职工代表担任。公司职工代表担任的监事不得少于监事人数的三分之一。监事会应向全体股东负责，对公司财务以及公司董事、经理和其他高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督，负责检查公司的财务、对董事、总裁和其他高级管理人员执行公司职务时违反法律、法规或者章程的行为进行监督、提议召开临时股东大会和列席董事局会议等。

2. 管理水平

公司内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

公司建立了健全的内部管理规章制度，规范了经营管理中各项活动准则，各项管理工作有章可循，内部管理制度化、规范化程度较高。

预算管理方面，公司执行全面预算管理，以“实事求是，精打细算，量入为出，厉行节约”为原则，具体按公司预算管理制度执行。公司以充分的技术和市场论证为基础，并结合相关预算资料，合理预测公司的收入成本费用，做出合理和切实可行的财务预算，充分发挥预算管理在推动公司实现发展战略过程中的积极作用。

投资管理方面，公司制定了合理的投资管理制度，由公司投资管理工作小组负责组织管理，由董事局统一决策，真正将项目投资立项作为风险防控的核心，保证资金的安全运行，实现合理配置企业资源，创造良好经济效益。

融资管理方面，公司及下属子公司的融资活动严格按照相关监管部门的监管规定执行，同时严格遵循公司章程等内部制度的要求，根据公司实际需求，制定年度融资计划，统筹管理子公司融资行为，控制融资方式和融资成本，力求降低融资成本，控制财务风险。

子公司管理方面，公司明确了子公司的范围，在组织架构、财务管理、人力资源管理、审计管理、考核管理、信息披露管理等多个管理制度方面均涉及了对子公司的管理要求，有效促进各控股（参股）子公司规范、高效、有序运作，提高公司投资效益。

七、经营分析

1. 经营现状

2017—2019年，受房地产业务结转收入影响，公司营业收入规模持续增长；公司房地产业务毛利率波动增长，整体处于尚可水平。

公司主营业务为房地产开发与经营，拥有房地产一级开发资质。2017—2019年，受交付房屋结转收入逐年增多的影响，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 29.01%，2019 年实现营业收入 331.49 亿元；公司利润总额持续增长，年均复合增长 32.38%，2019 年实现利润总额 43.96 亿元。

从收入构成看，房地产开发与销售收入占公司营业收入的比例均在95%以上，主营业务突出；2017—2019年，公司房地产开发销售收入持续增长，年均复合增长29.21%。其他业务收入主要是与房产开发相关的装修、代理、设计、广告、工程管理、物业相关服务、房屋租赁收入以及体育健身等收入，其他业务收入占营业收入的比例在5%左右，对公司整体经营影响不大。

2017—2019年，受房地产市场波动和结转项目结构变化影响，公司房地产开发与销售业务毛利率波动增长，总体毛利率水平尚可；公司其他业务收入占比较小，对公司综合毛利率影响不大；综上，公司综合毛利率波动增长，分别为 28.18%、27.28%和 29.62%。

表 5 2017—2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发与销售	190.08	95.44	28.60	226.61	95.62	27.95	317.35	95.73	30.31
其他业务	9.09	4.56	19.27	10.38	4.38	12.52	14.14	4.27	14.08
合计	199.17	100.00	28.18	236.99	100.00	27.28	331.49	100.00	29.62

资料来源：公司提供

（1）土地储备

2017—2019年，公司在布局珠海的基础上向华东、华中和华南等珠海以外地区扩张；目前公司土地储备充足，并表项目土地储备主要分布于二三线城市，其中华中地区项目体量

大，面临一定的去化风险。

公司房地产经营模式以自主开发销售为主，并稳步推进合作开发等多种经营模式。公司通过公开竞购、合作开发等方式增加土地储备。近年来，公司在布局珠海的基础上，向外

扩张，以上海、广州、武汉等核心城市为依托，对周边卫星城市进行渗透。公司投资布局聚焦于粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区，其中珠海为公司战略大本营，北京、上海、广州、武汉、苏州、南京、大连等一线城市及重点二线城市为公司战略发展方向。

自 2017 年以来，公司加大了拿地力度，开启新一轮的投资布局，在继续深耕上海、武汉、广州、苏州等已布局城市的基础上，成功开辟南京、佛山、嘉兴等市场，并不断深化新进城市的项目储备。从近年来公司购地情况看，2017—2019 年，公司新获取土地建筑面积分别为 274.79 万平方米、491.50 万平方米和 348.62 万平方米，土地出让金总额分别为 229.73 亿元、269.11 亿元和 246.57 亿元。

表 6 2017—2019 年公司土地储备获取情况
(单位：万平方米、亿元)

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

数据来源：公司提供

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

表 7 截至 2019 年底公司并表项目土地储备分地区情况 (单位：个、万平方米、%)

序号	城市	项目数量	建筑面积	占比
1	珠海	7	64.72	9.28
2	中山	3	38.77	5.56
3	江门	2	24.64	3.53
4	湛江	1	97.53	13.98
5	汕尾	1	11.00	1.58
6	成都	1	5.25	0.75
7	重庆	1	9.68	1.39
8	武汉	6	104.64	15.00
9	鄂州	1	179.95	25.80
10	郑州	1	19.29	2.77
11	上海	2	17.70	2.54
12	杭州	1	12.96	1.86
13	常熟	1	27.28	3.91
14	威海	1	23.90	3.43
15	烟台	1	10.30	1.48
16	沈阳	1	10.84	1.55
17	大连	2	39.03	5.60
合计	--	33	697.48	100.00

注：公司土地储备统计口径为合并口径，与公司年报披露口径一致，不包含一级开发项目
资料来源：公司提供，联合资信整理

(2) 项目建设开发情况

近年来，公司项目开发规模逐年加大，公司在建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。

从项目开发来看，公司项目开发规模逐年

加大，2017—2019 年，公司新开工面积快速增长，分别为 220.47 万平方米、513.64 万平方米和 650.61 万平方米。2017—2019 年，公司竣工面积分别为 215.28 万平方米、178.57 万平方米和 279.96 万平方米，波动增长。2017—2019

年，公司期末在建面积分别为 715.35 万平方米、1004.23 万平方米和 1367.02 万平方米。

表 8 公司房地产项目开发情况
(单位: 个、万平方米)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工项目数量	15	28	33
新开工面积	220.47	513.64	650.61
竣工面积	215.28	178.57	279.96
在建项目数量	32	55	73
期末在建面积	715.35	1004.23	1367.02

注: 公司不满足期末在建面积=上期末在建面积+新开工面积-竣工面积的勾稽关系, 主要系公司增资和收购规模扩大, 且未对上年末数据追溯调整所致
资料来源: 公司提供

截至 2019 年底, 公司期末在建、拟建项目数量合计为 106 个, 合并口径总建筑面积合计 2064.51 万平方米, 主要分布于珠海、武汉、上海、沈阳、威海、大连、中山等地, 计划总投资 2809.21 亿元, 已投资 645.99 亿元, 尚需投资 2163.22 亿元; 公司在建、拟建项目规模较大, 为后续收入来源提供了保障, 但也带来了较大的开发建设支出压力。

表 9 截至 2019 年底公司在建和拟建项目区域分布情况 (单位: 个、万平方米、亿元)

城市	项目数量	建筑面积	计划总投资	已完成投资	尚需投资
珠海	25	401.30	471.88	85.24	386.63
武汉	21	379.94	612.94	213.73	399.21
鄂州	1	179.95	152.44	11.46	140.98
沈阳	6	137.96	63.82	12.58	51.24
湛江	2	125.87	299.78	58.16	241.62
中山	7	107.92	75.95	13.04	62.91
威海	5	95.73	103.94	12.48	91.46
上海	5	74.57	128.67	54.23	74.44
大连	4	72.56	80.09	16.29	63.81
南京	2	69.00	149.43	10.38	139.05
江门	3	44.00	70.43	25.60	44.83
无锡	1	38.66	62.54	5.89	56.66
太仓	1	37.41	35.00	4.55	30.45
杭州	2	31.75	96.49	46.67	49.82
天津	3	27.59	30.05	9.31	20.74
常熟	1	27.28	44.62	4.93	39.70
北京	1	24.85	48.28	29.95	18.33
青岛	1	24.39	22.49	3.16	19.34
苏州	3	20.64	52.14	5.90	46.24
郑州	1	19.29	35.42	2.02	33.40
南宁	1	18.76	18.97	4.46	14.51
广州	2	15.90	23.98	2.67	21.31
佛山	1	15.14	19.84	2.56	17.28
温州	1	13.68	31.33	2.01	29.32
包头	1	12.28	6.31	1.45	4.86
清远	1	11.85	10.88	1.43	9.45
汕尾	1	11.00	9.14	0.92	8.22
烟台	1	10.30	9.80	1.52	8.28
重庆	1	9.68	20.41	3.33	17.08
成都	1	5.25	22.16	0.09	22.07

合计	106	2064.51	2809.21	645.99	2163.22
----	-----	---------	---------	--------	---------

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

1.3 房产销售情况

2017—2019 年，得益于公司全国化布局战略的加快实施，公司合同销售金额快速增长；公司剩余可售项目主要集中在珠海和武汉等二、三线城市，可售项目剩余可售面积规模一般，去化压力尚可。

从销售情况看，2017—2019 年，得益于公司全国化布局战略的加快实施，公司合同销售面积持续增长，分别为 133.76 万平方米、194.87 万平方米和 395.91 万平方米；销售价格方面，受益于几大核心城市布局，2017—2019 年公司合同销售均价维持较高水平；受上述因素影响，2017—2019 年公司合同销售金额呈持续增长态势，分别为 310.17 亿元、582.01 亿元和 922.73 亿元。

表 10 公司房地产项目销售情况

（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
合同销售面积	133.76	194.87	395.91
合同销售金额	310.17	582.01	922.73

合同销售均价	2.32	2.99	2.33
--------	------	------	------

资料来源：公司提供

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

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

表 11 截至 2019 年底公司可售项目区域情况（单位：个、万平方米）

城市	项目数量	可供出售面积	已预售面积	剩余可售面积
珠海	23	106.84	74.17	32.67
中山	10	22.38	15.81	6.57
广州	5	12.23	8.32	3.91
清远	1	2.57	0.96	1.61
南宁	4	13.76	8.95	4.81
江门	1	3.54	2.42	1.12
武汉	16	82.24	54.33	27.91
上海	3	8.34	7.58	0.76
嘉兴	1	9.71	9.49	0.22
温州	1	7.73	4.73	3.00
杭州	1	2.25	1.54	0.71
无锡	2	10.56	6.27	4.29
南京	1	6.41	2.45	3.96
苏州	2	9.79	7.62	2.17

太仓	1	9.91	9.82	0.09
天津	1	4.51	4.51	0.00
青岛	1	6.85	3.46	3.39
威海	6	30.71	18.98	11.73
沈阳	5	46.24	42.53	3.71
大连	4	14.68	9.19	5.49
包头	1	3.50	1.56	1.94
北京	1	8.55	2.45	6.10
合计	91	423.30	297.14	126.16

注：可售项目统计口径为合并口径
资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 经营效率

与同行业相比，公司经营效率较低。

从经营效率指标看，2017—2019 年公司销售债权周转次数呈现下降趋势，存货周转次数和总资产周转次数均有所波动，2019 年上述指标分别为 1317.60 次、0.16 次和 0.16 次。总体看，公司经营效率有所下滑。

与同行业其他房地产开发类公司比较，公司经营效率仍属较低水平，主要系公司业务扩张土地储备增长速度较快导致。

表 12 公司与房地产开发类公司 2019 年经营效率指标比较（单位：亿元、%、倍、次）

项目	公司	奥园集团有限公司	广州市时代控股集团有限公司
资产总额	2341.11	2653.83	1539.69
所有者权益	432.95	430.89	444.04
短期债务	436.81	315.93	142.44
长期债务	617.90	309.80	164.64
全部债务	1054.72	625.74	307.08
营业收入	331.49	486.75	425.51
利润总额	43.96	98.42	81.89
EBITDA	56.11	103.82	95.39
经营性净现金流	280.35	47.10	94.36
营业利润率	20.12	27.28	24.25
资产负债率	81.51	83.76	71.16
全部债务资本化比率	70.90	59.22	40.88
EBITDA 利息倍数	0.79	1.98	3.06
销售债权周转次数	1317.60	69.75	6.88
存货周转次数	0.16	0.26	0.54
总资产周转次数	0.16	0.22	0.30

资料来源：联合资信整理

3. 未来发展

公司未来的发展战略目标清晰。

公司将继续实施战略升级，同时积极提升项目周转效率，全力推进优+生活体系建设，推动产品品质及竞争力不断提升，品牌影响力不断增强。

区域拓展上，公司将扎根珠海，确保珠海的龙头地位；加大对上海、广州、武汉等地的投资布局，努力开拓其他一线及二线重点城市的市场；采取聚焦战略，围绕粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区等核心城市群形成区域布局；项目拓展以核心城市、核心地段的城区盘为主；项目拓展方式上，强化合作开发、项目并购、城市更新等多种方式。

在定制装修取得一定成效的基础上，公司将逐步开创探索房地产开发的新模式，加快实施战略转型升级，不断提高房地产开发能力和市场份额，进一步扩大品牌优势，形成独具特色的核心竞争力。

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

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2017—2019 年财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出

具了标准无保留的审计意见。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）进行确认和计量，在此基础上，结合中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号—财务报告的一般规定》（2014年修订）的规定编制。合并范围变动方面，截至2018年底公司纳入合并财务报表范围的子公司以及本部共计271户，增加109户，减少4户；截至2019年底公司纳入合并财务报表范围的子公司以及本部共计407户，增加136户。公司合并范围有一定变动，但主营业务连续，财务数据可比性仍较强。

截至2019年底，公司合并资产总额2341.11亿元，所有者权益合计432.95亿元（含少数股东权益235.38亿元）；2019年，公司实现营业收入331.49亿元，利润总额43.96亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额2600.89亿元，所有者权益469.70亿元（含少数股东权益259.27亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入90.34亿元，利润总额12.38亿元。

2. 资产质量

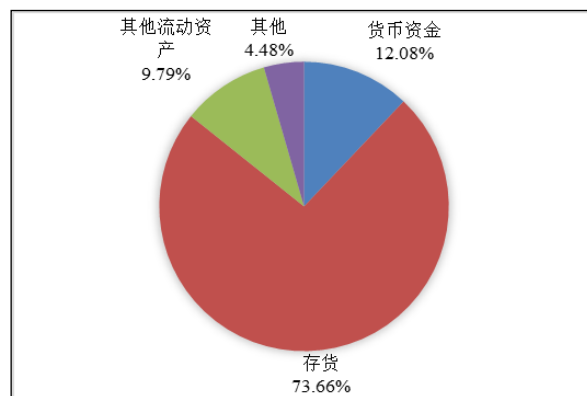
公司资产规模稳步增长，以流动资产为主；公司存货集中在二、三线城市，货币资金较为充裕，资产受限比例一般，整体资产质量好。

2017—2019年，公司资产总额连续增长，年均复合增长29.46%。截至2019年底，公司资产总额2341.11亿元，较上年底增长28.48%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占92.24%，非流动资产占7.76%。公司资产以流动资产为主。

2017—2019年，公司流动资产连续增长，年均复合增长27.91%，主要系存货、货币资金和其他流动资产增长所致。截至2019年底，公司流动资产2159.33亿元，较上年底增长

27.39%。公司流动资产主要由货币资金（占12.08%）、存货（占73.66%）和其他流动资产（占9.79%）构成。

图3 截至2019年底公司流动资产构成



注：由于四舍五入，部分分项数加总与合计数不一致；
资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司货币资金连续增长，年均复合增长52.64%，主要系销售回款增长所致。截至2019年底，公司货币资金260.80亿元，较上年底增长36.27%，主要由银行存款构成。其中受限货币资金2.97亿元，主要为各类保证金，占比1.14%，受限比例很低。

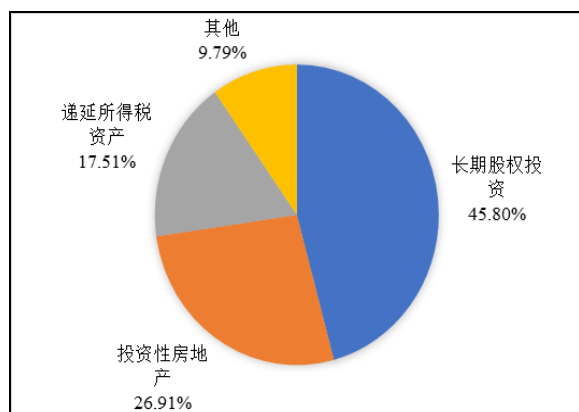
2017—2019年，公司存货连续增长，年均复合增长24.62%，主要系房地产开发投入增加所致。截至2019年底，公司存货1590.45亿元，较上年底增长23.85%。公司存货主要由开发成本（占比81.12%）和开发产品（占比17.20%）构成，累计计提跌价准备167.57万元。公司存货主要分布于二三线城市，若未来因房地产市场波动或调控政策等因素导致公司房地产项目销售价格出现下滑，公司存货将面临一定跌价风险。

2017—2019年，公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长49.39%，主要系预收房款增加相应预缴税费增加、新开工或在建项目投入增加相应留抵进项税额增加以及合作方经营往来款增加所致。截至2019年底，公司其他流动资产211.39亿元，较上年底增长54.89%。其中预交税费占比22.83%，合营联营企业往来款占比45.72%，合作方经营往来款占比

31.45%，往来款规模较大，存在一定资金占用。

2017—2019年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长32.89%。截至2019年底，公司非流动资产181.78亿元，较上年底增长43.10%，主要系长期股权投资和投资性房地产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占45.80%）、投资性房地产（占26.91%）构成。

图4 截至2019年底公司非流动资产构成



注：由于四舍五入，部分分项数加总与合计数不一致；
资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司长期股权投资连续增长，年均复合增长32.84%，主要系对合营和联营企业投资增多所致。截至2019年底，公司长期股权投资83.25亿元，较上年底增长28.94%。

2017—2019年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长43.72%。截至2019年底，公司投资性房地产48.91亿元，较上年底增长105.82%，主要系开发产品转为长租公寓所致。公司的投资性房地产主要为位于珠海市用于出租的购物中心华发商都、位于上海市普陀区的办公楼以及位于珠海市和南宁市的长租公寓，采用公允价值计量模式；投资性房地产公允价值变动受国家宏观经济形势、区域经济等影响较大，存在一定的估值波动风险。

截至2019年底，公司所有权或使用权受到限制的资产420.86亿元，其中货币资金2.97亿元，存货355.14亿元，固定资产0.99亿元，长期股权投资12.85亿元，投资性房地产48.91

亿元；受限资产占资产总额的17.98%，公司资产受限程度一般。

截至2020年3月底，公司资产总额2600.89亿元，较2019年底增长11.10%。资产构成方面，流动资产占92.91%，占比较2019年底小幅提升0.64个百分点，资产构成仍以流动资产为主。同期，公司流动资产2416.44亿元，较2019年底增长11.91%，主要系货币资金增长所致。其中，货币资金372.14亿元，较2019年底增长42.69%，主要系公司融资增加及支付工程款减少所致。公司非流动资产184.45亿元，较2019年底增长1.47%，变化不大。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

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

2017—2019年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长34.55%，主要系其他权益工具和未分配利润增加所致。截至2019年底，公司所有者权益合计432.95亿元，较上年底增长34.55%；其中，归属于母公司所有者权益占比为45.63%，少数股东权益占比为54.37%。归属于母公司所有者权益中，股本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占10.72%、32.26%、5.78%、0.44%和45.58%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至2020年3月底，公司所有者权益合计469.70亿元，较2019年底增长8.49%，主要系未分配利润增长所致。

负债

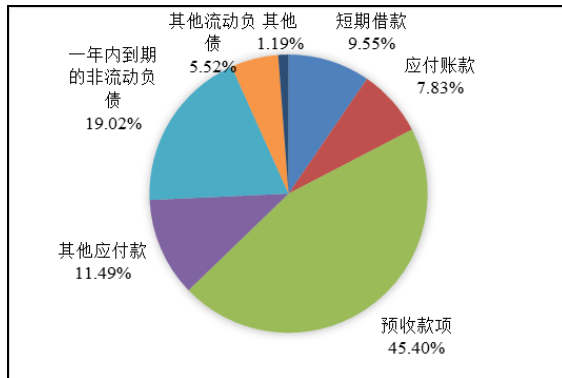
随着公司经营规模扩大，负债规模和债务规模逐年增长；公司债务负担较重，且存在一定的债务集中到期压力。

2017—2019年，公司负债总额连续增长，年均复合增长28.39%。截至2019年底，公司负债总额1908.16亿元，较上年底增长27.19%，

流动负债和非流动负债均有所增长。其中，流动负债占 67.55%，非流动负债占 32.45%。公司负债以流动负债为主。

2017—2019 年，公司流动负债连续增长，年均复合增长 45.35%。截至 2019 年底，公司流动负债 1288.94 亿元，较上年底增长 29.38%，主要系预收款项增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 9.55%）、应付账款（占 7.83%）、预收款项（占 45.40%）、其他应付款（占 11.49%）、一年内到期的非流动负债（占 19.02%）和其他流动负债（占 5.52%）构成。

图 5 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 16.71%。截至 2018 年底，公司短期借款 126.56 亿元，较上年底增长 40.05%，随着公司规模扩大及经营发展需要，短期借款规模大幅增多所致。截至 2019 年底，公司短期借款 123.08 亿元，较上年底下降 2.75%，变化不大；其中抵押借款占比 4.06%，保证借款占比 65.06%，信用借款占比 30.86%，未到期应付利息占比 0.02%。

2017—2019 年，公司应付账款连续增长，年均复合增长 65.18%，主要系应付工程款增长所致。截至 2019 年底，公司应付账款 100.95 亿元，较上年底增长 112.85%，主要为应付工程款（占比 94.59%）。

2017—2019 年，公司预收款项连续增长，年均复合增长 44.26%，主要系预收售楼款增长所致。截至 2019 年底，公司预收款项 585.23 亿元，较上年底增长 49.96%。

2017—2019 年，公司其他应付款连续增长，年均复合增长 29.37%，主要系往来及拆借款和土地增值税准备金增长所致。截至 2019 年底，公司其他应付款 148.13 亿元，较上年底增长 35.65%；其他应付款主要由押金及保证金（占 6.00%）、往来及拆借款（占 70.57%）和土地增值税准备金（占 22.44%）构成。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 53.09%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 253.95 亿元，较上年底增长 142.81%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 245.11 亿元，较上年底下降 3.48%，变动不大。

截至 2017 年底，公司无其他流动负债。截至 2018 年底，公司其他流动负债 59.50 亿元，主要系公司将售房尾款的资产证券化所致。截至 2019 年底，公司其他流动负债 71.13 亿元，较上年底增长 19.55%，主要系发行短期融资券和美元境外私募债所致；其他流动负债主要由售房尾款资产证券化（占 78.03%）、短期融资券（占 11.80%）和美元境外私募债（占 9.77%）构成。

2017—2019 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 6.34%，主要系长期借款波动增长所致。截至 2019 年底，公司非流动负债 619.22 亿元，较上年底增长 22.85%。公司非流动负债主要由长期借款（占 73.86%）和应付债券（占 20.98%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 6.02%。截至 2019 年底，公司长期借款 457.35 亿元，较上年底增长 33.00%，主要系新增保证借款和抵押借款所致；长期借款以保证借款和抵押借款为主。

2017—2019 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 3.51%。截至 2018 年底，公司应付债券 158.91 亿元，较上年底增长 13.86%，主要系新发行公司债和中期票据所致。截至 2019 年底，公司应付债券 129.93 亿元，较上年底下降

降18.24%，主要系部分转入流动负债所致。

表13 截至2019年底公司应付债券情况（单位：亿元）

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

注：表中包含未到期应付利息及一年到期的应付债券
 资料来源：公司年报，联合资信整理

有息债务方面，2017—2019 年，考虑计入其他流动负债及其他非流动负债中的有息部分，公司全部债务连续增长，年均复合增长 19.28%。截至 2019 年底，公司全部债务 1054.72 亿元，较上年底增长 12.66%，主要系长期债务增加所致；其中，短期债务占 41.42%，长期债务占 58.58%。2017—2019 年，公司资产负债率分别为 82.88%、82.34%和 81.51%，有所下

降；全部债务资本化比率分别为 75.61%、74.42%和 70.90%，持续下降；长期债务资本化比率分别为 69.56%、60.97%和 58.80%，持续下降。整体看，公司债务负担较重。从全部债务期限结构来看，公司债务到期时间主要分布在 3 年以内，一年内到期债务规模较大，公司面临一定的集中偿付压力。

表 14 截至 2019 年底公司全部债务期限分布情况（单位：亿元）

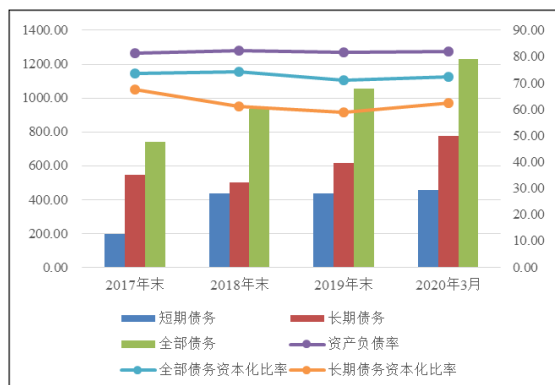
假设债券全部回售						
项目	1 年内	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4 年及以上	合计
短期借款	123.08	--	--	--	--	123.08
一年内到期的非流动负债	245.11	--	--	--	--	245.11
其他流动负债科目中的有息负债	71.13	--	--	--	--	71.13
长期借款	--	159.94	203.85	22.49	71.07	457.35
应付债券	14.94	62.65	52.34	0.00	0.00	129.93
其他非流动负债科目中的有息负债	--	5.00	25.62	--	--	30.62
合计	454.27	227.59	281.81	22.49	71.07	1057.23
假设债券不回售						

项目	1 年内	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4 年及以上	合计
短期借款	123.08	--	--	--	--	123.08
一年内到期的非流动负债	245.11	--	--	--	--	245.11
其他流动负债科目中的有息负债	71.13	--	--	--	--	71.13
长期借款	--	159.94	203.85	22.49	71.07	457.35
应付债券	--	64.87	52.64	0.00	12.42	129.93
其他非流动负债科目中的有息负债	--	5.00	25.62	--	--	30.62
合计	439.32	229.81	282.11	22.49	83.49	1057.23

注：上表未包含应付票据，未扣除未到期应付利息
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司其他权益工具 63.74 亿元，全部为永续债。如将永续债调入长期债务，2017—2019 年，公司调整后全部债务分别为 741.37 亿元、967.15 亿元和 1118.46 亿元，年均复合增长 22.83%。偿债指标方面，公司调整后资产负债率、调整后全部债务资本化比率分和调整后长期债务资本化比率分别为 84.23%、75.18%和 64.87%，债务负担较重。

图 6 公司债务负担情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额合计 2131.20 亿元，较 2019 年底增长 11.69%，主要系公司长期借款增加所致。其中流动负债占 63.50%，流动负债占比较 2019 年底下降 4.05 个百分点，负债结构较 2019 年底变化不大。同期，考虑计入其他流动负债及其他非流动负债中的有息部分，公司全部债务为 1229.83 亿元，较 2019 年底增长 16.60%，其中短期债务占全部债务比重为 37.03%，长期债务占比为 62.97%。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.94%、72.36%和 62.25%，分别较 2019 年底

提高 0.43 个百分点、1.47 个百分点和 3.45 个百分点。同期，如将永续债调入长期债务，公司调整后全部债务 1299.26 亿元，公司调整后资产负债率、调整后全部债务资本化比率分和调整后长期债务资本化比率分别为 84.61%、76.45%和 67.83%。

4. 盈利能力

2017—2019 年，受公司交付房屋结转的销售收入增长影响，公司收入及利润规模实现较快增长，2018 年以来投资收益对营业利润贡献较大；公司整体盈利能力有待提高。

2017—2019 年，受益于交付房屋结转的销售收入增长影响，公司营业收入连续增长，年均复合增长 29.01%。2017—2019 年，分别为 199.48 亿元、236.99 亿元和 331.49 亿元。2017—2019 年，公司利润总额分别为 25.03 亿元、30.85 亿元和 43.96 亿元，年均复合增长 32.38%。

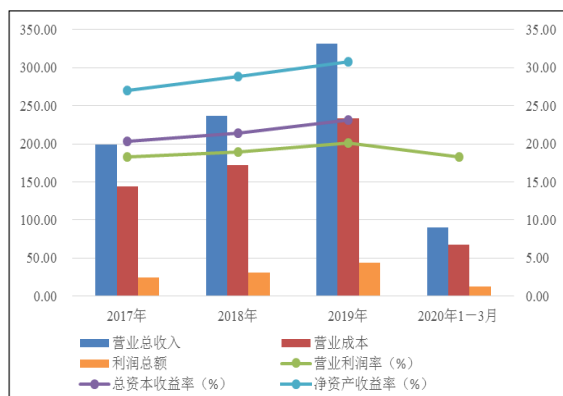
期间费用方面，2017—2019 年，公司费用总额连续增长，年均复合增长 57.44%，主要系销售费用和管理费用增长所致。2019 年，公司期间费用总额为 29.68 亿元，同比增长 47.36%；其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 44.63%、43.52%、2.81%和 9.04%。2017—2019 年，公司销售费用和管理费用逐年增长，分别年均复合增长 57.20%和 47.59%，主要系随着公司经营规模扩大、相应费用增多所致。2019 年，公司新增研发费用主要是下属子公司珠海华发景龙建设有限公司

和建泰建设有限公司等新增研发项目支出所致。2017—2019 年，公司财务费用逐年增长，年均复合增长 98.12%，主要系利息支出增加所致。

利润构成方面，2017—2019 年，投资收益占公司利润总额的比例分别为 1.66%、20.31% 和 16.40%，2018 年以来占比较高，主要系权益法核算的长期股权投资收益大幅增长所致；投资收益对营业利润贡献较大。

盈利指标方面，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 18.45%、18.93% 和 20.12%，持续增长。2017—2019 年，公司总资本收益率分别为 2.06%、2.43% 和 2.97%，公司净资产收益率分别为 7.43%、7.46% 和 7.66%，随着利润规模增长均呈逐年增长态势。

图 7 公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2020 年 1—3 月，公司营业收入和利润总额分别为 90.34 亿元和 12.38 亿元，分别同比增长 34.73% 和 21.92%；当期分别占 2019 年全年的 27.25% 和 28.16%；2020 年一季度，投资收益 1.02 亿元，占公司利润总额比例为 8.24%，对当期利润贡献一般。公司营业利润率为 18.30%，较 2019 年底下降 1.82 个百分点。

5. 现金流分析

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

表 15 公司 2017-2020 年 3 月公司现金流情况
(单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月底
经营活动现金流入量	254.86	371.14	558.71	96.51
现金收入比	118.24	146.61	160.07	95.64
经营活动产生的现金流量净额	112.99	159.99	280.35	35.08
投资活动产生的现金流量净额	-339.06	-310.29	-321.28	-78.33
筹资活动前现金流量净额	-226.07	-150.31	-40.92	-43.25
筹资活动产生的现金流量净额	179.50	226.59	107.81	154.74

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量连续增长，年均复合增长 48.06%，主要系销售回款增多所致。2017—2019 年，公司经营活动现金流出分别为 141.87 亿元、211.15 亿元和 278.36 亿元，连续增长，年均复合增长 40.07%，主要系房地产开发建设支出和支付的各项税费增多所致。2017—2019 年，公司经营活动现金流量净额连续增长，年均复合增长 57.52%，持续净流入。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入分别为 1.13 亿元、45.72 亿元和 56.64 亿元，连续增长，年均复合增长 606.59%；其中 2018 年同比增长 39.30 倍主要系收回投资收到的现金增加所致，2019 年同比增长 23.88% 主要系取得投资收益收到的现金增多所致。公司将购地支出计入投资活动现金流，2017—2019 年，公司投资活动现金流出分别为 340.20 亿元、356.02 亿元和 377.92 亿元，连续增长，年均复合增长 5.40%。2017—2019 年，公司投资活动现金流量净额持续净流出。

2017—2019 年，公司筹资活动前净现金流持续为负，融资需求较大。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入分别为 532.05 亿元、577.85 亿元和 841.07 亿元，连续增长，年均复合增长 25.73%；其中 2019 年同比增长 45.55% 主要系取得借款收到的现金大幅增多所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出分别为 352.55

亿元、351.26 亿元和 733.26 亿元，波动增长，年均复合增长 44.22%；其中 2019 年同比增长 108.75% 主要系偿还债务支付的现金大幅增多所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额持续净流入。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流入合计 96.51 亿元，经营活动现金流量净额为 35.08 亿元；投资活动现金流量净额为 -78.33 亿元；公司筹资活动前净现金流为 -43.25，同期，公司筹资活动现金流量净额为 154.74 亿元，公司筹资净流出规模大幅下降。

6. 偿债能力

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

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 167.53% 和 44.13%，较 2018 年底分别下降 2.62 和上升 2.88 个百分点；2017—2019 年，公司经营现金流动负债比波动中有所增长，分别为 18.52%、16.06% 和 21.75%。2017—2019 年，公司现金短期债务比分别为 0.57 倍、0.44 倍和 0.60 倍，现金类资产对短期债务的保障程度有待提升。截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产 347.27 亿元，对短期债务的覆盖倍数为 0.82 倍。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2017—2019 年，公司 EBITDA 快速增长，三年分别为 28.25 亿元、38.25 亿元和 56.11 亿元。同期，公司全部债务/EBITDA 持续下降，三年分别为 26.24 倍、24.47 倍和 18.80 倍；EBITDA 利息倍数波动上升，三年分别为 0.74 倍、0.70 倍和 0.79 倍。公司长期偿债能力较弱。

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

截至 2019 年底，公司无重大未决诉讼。

截至 2019 年底，公司共获得授信总额 1523.30 亿元，已使用 687.20 亿元，未使用 836.10 亿元，间接融资渠道较为畅通。公司系上海证券交易所上市公司，融资渠道较为多元。

7. 母公司财务分析

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

截至 2019 年底，母公司资产总额 1030.16 亿元，较上年底增长 14.93%，流动资产和非流动资产均有所增长。其中，流动资产 578.13 亿元（占比 56.12%），非流动资产 452.03 亿元（占比 43.88%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 10.83%）、其他应收款（占 72.28%）、存货（占 7.84%）和其他流动资产（占 9.00%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 97.75%）构成。截至 2019 年底，母公司货币资金为 62.61 亿元。

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

截至 2019 年底，母公司负债总额 817.87 亿元，较年初增长 11.44%。其中，流动负债 660.61 亿元（占比 80.77%），非流动负债 157.26 亿元（占比 19.23%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 85.22%）和一年内到期的非流动负债（占 8.89%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 17.38%）和应付债券（占 82.62%）构成。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 79.39%，较年初下降 2.48 个百分点。

有息债务方面，截至 2019 年底，母公司全部债务 225.99 亿元，其中短期债务 68.73 亿元

(占比30.41%)，长期债务157.26亿元(占比69.59%)。2017—2019年，母公司资产负债率分别为86.54%、81.88%和79.39%；全部债务资本化比率分别为63.74%、59.95%和51.56%，均波动中有所下降；整体看，母公司债务负担较重。

2019年，母公司营业收入为0.58亿元，利润总额为25.75亿元，利润总额以投资收益为主。

2019年，母公司经营活动产生的现金流量净额9.31亿元，投资活动产生的现金流量净额23.08亿元，筹资活动前现金流量净额为32.39亿元，筹资活动产生的现金流量净额-11.80亿元。

8. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(机构信用代码: G1044040200004890E)，截至2020年4月15日，公司无未结清不良类及关注类信贷信息。

9. 抗风险能力

基于对公司未来发展趋势、经营及财务风险识别，以及公司合同销售规模较大、土地储备较充足、融资渠道通畅和股东支持力度大等方面综合竞争实力的分析，公司整体抗风险能力极强。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

本期中期票据对公司现有债务结构影响小。

本期中期票据基础发行规模5.00亿元，发行金额上限9.50亿元，按照拟发行金额上限测算，本期中期票据发行金额占公司2020年3月底长期债务的1.23%，全部债务的0.77%，对公司现有债务结构影响小。

截至2020年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为81.94%、72.36%和62.25%。以公司2020年3月底报表财务数据为基础，将公司已发行的其他权益工具调整为长期债务后，公司调整后资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为84.61%、76.45%和67.83%。预计本期中期票据发行后，公司调整后资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至84.67%、76.58%和68.07%。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司经营活动现金流及EBITDA对本期中期票据的保障程度很高。

2017—2019年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行金额上限的28.63倍、39.07倍和58.81倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据的11.89倍、16.84倍和29.51倍。公司经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额对本期中期票据覆盖程度很高。2017—2019年，公司EBITDA分别为28.25亿元、38.25亿元和56.11亿元，分别为本期中期票据的2.97倍、4.03倍和5.91倍，公司EBITDA对本期中期票据覆盖能力很强。

集中兑付方面，考虑到“18华发03”“18华发实业MTN001”“16华发05”“16华发03”“16华发01”及“19华发02”“19华发04”“18华发MTN002”的特殊条款，均于2021年内到期，则年度最高偿付金额为92.80亿元(以下简称“测算额度”)。以2017—2019年数据为基准，公司经营活动现金流入量分别为测算额度的2.75倍、4.00倍和6.02倍；经营活动现金流量净额分别为测算额度的1.22倍、1.72倍和3.02倍。2017—2019年，公司EBITDA分别为测算额度的0.30倍、0.41倍和0.60倍，公司经营活动现金流入量对测算金额保障程度尚可。

表 16 公司一年内偿付债券测算明细

(单位: 亿元)

债券简称	到期日	下一行权日	债券余额
19 华发 04	2022-08-19	2021-08-19	5.00
19 华发 02	2022-02-25	2021-02-25	7.80
18 华发实业 MTN002	2021-12-25	2021-12-25	15.00
18 华发 03	2021-12-10	2020-12-10	15.00
18 华发实业 MTN001	2021-10-30	--	10.00
16 华发 05	2021-09-12	--	20.00
16 华发 03	2021-03-21	--	15.00
16 华发 01	2021-03-03	--	5.00
合计			92.80

资料来源: Wind, 联合资信整理

综合以上分析, 联合资信认为, 公司对于本期中期票据具有很强的保障能力。

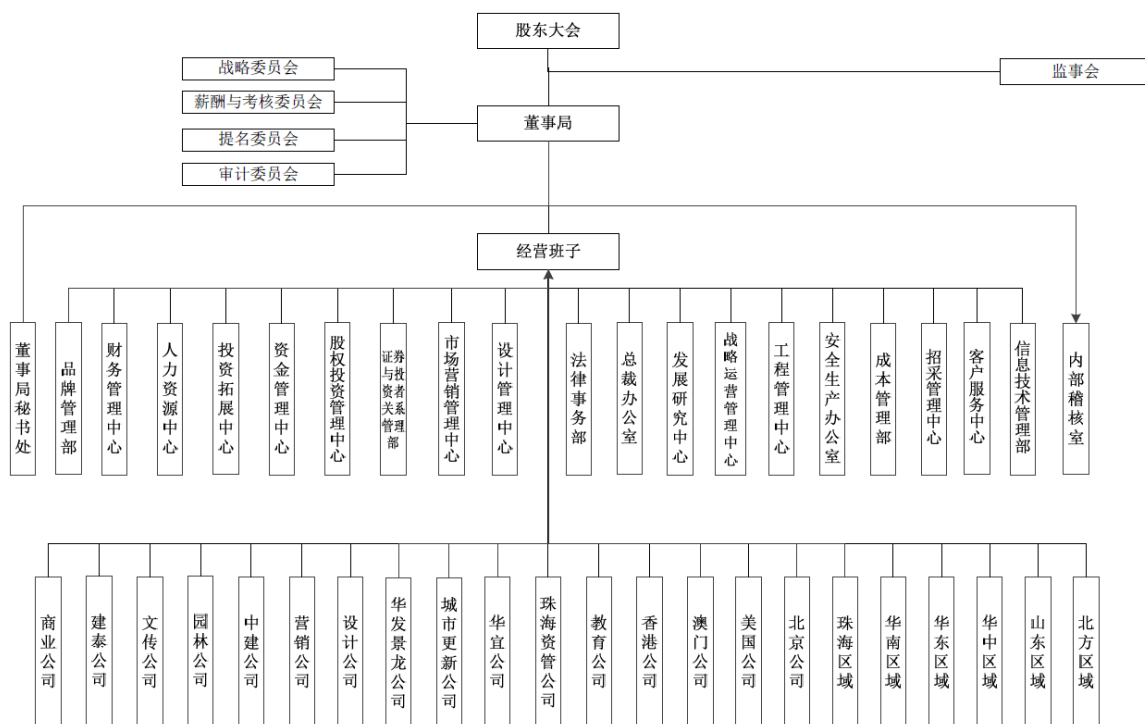
十一、结论

公司作为珠海市国资委旗下的上市房企, 在珠海区域房地产市场处于龙头地位, 有较高的品牌知名度, 项目开发经验较为丰富, 且融资渠道畅通; 近年来公司在布局珠海的基础上积极对外扩张, 区域布局有所优化, 合同销售规模较大, 目前土地储备较充足。同时, 联合资信也关注到公司业务易受到房地产行业调控政策影响、三线城市项目面临一定的去化风险、公司未来资金需求较大、债务负担较重且对债务结构有待改善等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来, 随着公司项目开发销售持续推进, 公司经营状况将保持良好。

综合以上分析, 本期中期票据发行额度对公司现有债务影响小, 公司经营活动现金流量及EBITDA对本期中期票据覆盖能力很强, 本期中期票据付息到期不能偿还的风险极低, 安全性极高。

附件 1-1 截至 2019 年底公司组织机构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司主要子公司情况

序号	子公司名称	注册地	业务性质	持股比例 (%)	
				直接	间接
1	中山市华发房地产开发有限公司	中山市	房地产开发	100	--
2	珠海华发房地产开发有限公司	珠海市	房地产开发	100	--
3	珠海华发商用房产管理有限公司	珠海市	物业租赁	100	--
4	沈阳华纳置业有限公司	沈阳市	房地产开发	100	--
5	沈阳华耀置业有限公司	沈阳市	房地产开发	100	--
6	武汉华发置业有限公司	武汉市	房地产开发	100	--
7	沈阳华远置业有限公司	沈阳市	房地产开发	100	--
8	沈阳华荣置业有限公司	沈阳市	房地产开发	100	--
9	沈阳华畅置业有限公司	沈阳市	房地产开发	100	--
10	沈阳华博置业有限公司	沈阳市	房地产开发	100	--
11	沈阳华壤置业有限公司	沈阳市	房地产开发	100	--
12	珠海华发文化俱乐部	珠海市	文体活动	100	--
13	华发实业(香港)有限公司	香港	地产贸易	100	--
14	广西华明投资有限公司	南宁市	房地产开发	100	--
15	珠海华茂房地产投资顾问有限公司	珠海市	房地产开发	100	--
16	珠海华郡房产开发有限公司	珠海市	房地产开发	100	--
17	珠海市永宏基商贸有限公司	珠海市	房地产开发	100	--
18	珠海华明科技发展有限公司	珠海市	综合	100	--
19	珠海市银河房地产开发有限公司	珠海市	房地产开发	100	--
20	沈阳华地商业投资有限公司	沈阳市	商业运营管理	100	--
21	上海铎发创盛置业有限公司	上海市	房地产开发	100	--
22	上海铎福创盛置业有限公司	上海市	房地产开发	100	--
23	珠海华发商业经营管理有限公司	珠海市	商业运营管理	100	--
24	珠海华发城市更新投资控股有限公司	珠海市	城市更新管理	100	--
25	珠海华发华宜投资控股有限公司	珠海市	项目投资	100	--
26	中山市华腾置业有限公司	中山市	房地产开发	100	--
27	青岛华发投资有限公司	青岛市	房地产开发	100	--
28	珠海华发优生活物业运营管理有限公司	珠海市	物业租赁	100	--
29	广州华发实业发展有限公司	广州市	房地产开发	100	--
30	珠海华发资产管理有限公司	珠海市	资产管理	100	--
31	珠海华发教育发展有限公司	珠海市	教育信息咨询	100	--
32	珠海华阔综合服务有限公司	珠海市	咨询与服务	100	--
33	珠海华聘营销咨询有限公司	珠海市	咨询与服务	100	--
34	珠海华曙设计咨询有限公司	珠海市	咨询与服务	100	--
35	珠海华章工程管理咨询有限公司	珠海市	咨询与服务	100	--
36	珠海华铸工程造价咨询有限公司	珠海市	咨询与服务	100	--
37	华发优生活租赁服务(珠海)有限公司	珠海市	物业租赁	100	--
38	上海铎崧房地产开发有限公司	上海市	房地产开发	100	--
39	上海铎铎房地产开发有限公司	上海市	房地产开发	100	--

40	重庆华显房地产开发有限公司	重庆市	房地产开发	100	--
41	武汉华发中部实业发展有限公司	武汉市	房地产开发	100	--
42	惠州华枫置业发展有限公司	惠州市	房地产开发	100	--
43	绍兴铎越置业有限公司	绍兴市	房地产开发	100	--
44	上海铎铎房地产开发有限公司	上海市	房地产开发	100	--
45	上海铎铎房地产开发有限公司	上海市	房地产开发	100	--
46	上海铎锦房地产开发有限公司	上海市	房地产开发	100	--
47	珠海浩源置业有限公司	珠海市	房地产开发	100	--
48	珠海华利人力资源服务有限公司	珠海市	商务服务业	100	--
49	珠海华元房地产开发有限公司	珠海市	房地产开发	100	--
50	珠海华庆房地产开发有限公司	珠海市	房地产开发	100	--
51	珠海华恒房地产开发有限公司	珠海市	房地产开发	100	--
52	珠海华发睿谷商业服务管理有限公司	珠海市	商务服务业	100	--
53	珠海华旭房地产开发有限公司	珠海市	房地产开发	100	--
54	珠海华发西部商业经营管理有限公司	珠海市	商务服务业	100	--
55	深圳市鹏怡实业发展有限公司	深圳市	商务服务业	100	--
56	深圳市鹏欣实业发展有限公司	深圳市	商务服务业	100	--
45	上海铎铎房地产开发有限公司	上海市	房地产开发	100	--
46	上海铎锦房地产开发有限公司	上海市	房地产开发	100	--
47	珠海浩源置业有限公司	珠海市	房地产开发	100	--
48	珠海华利人力资源服务有限公司	珠海市	商务服务业	100	--
49	珠海华元房地产开发有限公司	珠海市	房地产开发	100	--
50	珠海华庆房地产开发有限公司	珠海市	房地产开发	100	--
51	珠海华恒房地产开发有限公司	珠海市	房地产开发	100	--
52	珠海华发睿谷商业服务管理有限公司	珠海市	商务服务业	100	--
53	珠海华旭房地产开发有限公司	珠海市	房地产开发	100	--
54	珠海华发西部商业经营管理有限公司	珠海市	商务服务业	100	--
55	深圳市鹏怡实业发展有限公司	深圳市	商务服务业	100	--
56	深圳市鹏欣实业发展有限公司	深圳市	商务服务业	100	--

注：截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司数量合计 426 家，数量较多且多为项目公司，表中所列为部分重要子公司

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	111.93	191.41	262.91	374.27
资产总额(亿元)	1396.83	1822.09	2341.11	2600.89
所有者权益(亿元)	239.16	321.84	432.95	469.70
短期债务(亿元)	194.95	433.39	436.81	455.45
长期债务(亿元)	546.42	502.78	617.90	774.38
全部债务(亿元)	741.37	936.17	1054.72	1229.83
营业收入(亿元)	199.17	236.99	331.49	90.34
利润总额(亿元)	25.08	30.85	43.96	12.38
EBITDA(亿元)	28.25	38.25	56.11	--
经营性净现金流(亿元)	112.99	159.99	280.35	35.08
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2245.38	1739.71	1317.60	--
存货周转次数(次)	0.15	0.15	0.16	--
总资产周转次数(次)	0.16	0.15	0.16	--
现金收入比(%)	118.42	146.61	160.07	95.64
营业利润率(%)	18.45	18.93	20.12	18.30
总资本收益率(%)	2.06	2.43	2.97	--
净资产收益率(%)	7.43	7.46	7.66	--
长期债务资本化比率(%)	69.56	60.97	58.80	62.25
全部债务资本化比率(%)	75.61	74.42	70.90	72.36
资产负债率(%)	82.88	82.34	81.51	81.94
流动比率(%)	212.07	170.15	167.53	178.55
速动比率(%)	44.22	41.25	44.13	53.06
经营现金流动负债比(%)	18.52	16.06	21.75	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.74	0.70	0.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	26.24	24.47	18.80	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 公司其他流动负债已计入短期债务，其他非流动负债已计入长期债务；4. 2020年一季度财务数据未经审计

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.71	40.12	62.68	146.07
资产总额(亿元)	814.20	896.36	1030.16	1135.77
所有者权益(亿元)	109.56	162.45	212.28	218.12
短期债务(亿元)	13.46	84.29	68.73	62.94
长期债务(亿元)	179.11	158.91	157.26	206.23
全部债务(亿元)	192.57	243.20	225.99	269.17
营业收入(亿元)	0.74	2.79	0.58	0.03
利润总额(亿元)	21.44	26.69	25.75	-0.06
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	43.73	-6.92	9.31	38.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	0.00	0.01	0.00	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	12.47	54.59	1664.34	7299.72
营业利润率(%)	80.01	43.59	41.99	14.11
总资本收益率(%)	7.09	6.91	6.01	/
净资产收益率(%)	19.55	17.27	12.40	/
长期债务资本化比率(%)	62.05	49.45	42.56	48.60
全部债务资本化比率(%)	63.74	59.95	51.56	55.24
资产负债率(%)	86.54	81.88	79.39	80.80
流动比率(%)	83.20	85.62	87.51	95.98
速动比率(%)	76.40	78.51	80.65	89.40
经营现金流动负债比(%)	8.32	-1.20	1.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--

注：公司本部 2020 年一季度财务报表未经审计；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

附件 4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
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%

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 5-1 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 5-2 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 5-3 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

联合资信评估有限公司关于 珠海华发实业股份有限公司 2020 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

珠海华发实业股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

珠海华发实业股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对珠海华发实业股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，珠海华发实业股份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珠海华发实业股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现珠海华发实业股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对珠海华发实业股份有限公司或本期债项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，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如珠海华发实业股份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珠海华发实业股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与珠海华发实业股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。