

信用评级公告

联合〔2022〕3745号

联合资信评估股份有限公司通过对珠海华发实业股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持珠海华发实业股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 华发实业 MTN003”“20 华发实业 MTN004”“21 华发实业 MTN001”“21 华发实业 MTN002”“21 华发实业 MTN003”“21 华发实业 MTN004”“20 华发 02”“20 华发 04”“20 华发 05”“21 华住 01”“21 华发 03”“21 华发 05”的信用等级为 AAA，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：

二〇二二年六月七日

珠海华发实业股份有限公司

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
珠海华发实业股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 华发 05	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华发实业 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华发实业 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
21 华发实业 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
21 华发实业 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
21 华发实业 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
21 华发实业 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华发 02	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华发 04	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华发 05	AAA	稳定	AAA	稳定
21 华住 01	AAA	稳定	AAA	稳定
21 华发 03	AAA	稳定	AAA	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
20 华发实业 MTN003	9.50 亿元	9.50 亿元	2023/09/29
20 华发实业 MTN004	8.30 亿元	8.30 亿元	2025/10/29
21 华发实业 MTN001	5.10 亿元	5.10 亿元	2024/04/26
21 华发实业 MTN002	6.90 亿元	6.90 亿元	2026/06/24
21 华发实业 MTN003	10.40 亿元	10.40 亿元	2024/09/02
21 华发实业 MTN004	5.00 亿元	5.00 亿元	2024/11/29
20 华发 02	15.80 亿元	15.80 亿元	2025/02/24
20 华发 04	15.00 亿元	15.00 亿元	2025/11/12
20 华发 05	9.20 亿元	9.20 亿元	2025/11/12
21 华住 01	5.00 亿元	5.00 亿元	2026/07/30
21 华发 03	20.00 亿元	20.00 亿元	2026/09/13
21 华发 05	15.00 亿元	15.00 亿元	2026/12/17

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公开发行业务

评级时间：2022 年 6 月 7 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

评级观点

跟踪期内，珠海华发实业股份有限公司（以下简称“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”）旗下上市房企，在珠海区域房地产市场保持龙头地位，具有较高的品牌知名度和市场占有率，融资渠道畅通，财务弹性较强，在股东大力支持下去杠杆成效明显。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到行业下行压力加大、公司销售集中度较高、部分区域下沉项目面临一定去化压力等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司区域布局逐步完善，项目开发销售持续推进，公司经营状况将保持良好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 华发实业 MTN003”“20 华发实业 MTN004”“21 华发实业 MTN001”“21 华发实业 MTN002”“21 华发实业 MTN003”“21 华发实业 MTN004”“20 华发 02”“20 华发 04”“20 华发 05”“21 华住 01”“21 华发 03”“21 华发 05”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 1. 股东实力雄厚，区域竞争力较强。**公司控股股东珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）为珠海市国资委直属的综合性平台，平台层级及战略地位较高，综合实力雄厚，在资金等方面给予公司支持力度较大。公司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和市场占有率。
- 2. 融资渠道通畅，财务弹性较强，去杠杆成效明显。**截至 2021 年底，公司尚未使用银行授信额度 1111.74 亿元，尚未使用华发集团财务公司授信额度 227.30 亿元，公司备用流动性充足，融资渠道通畅，财务弹性较强。截至 2021 年底，公司对债务规模进行压降，债务结构进一步优化，债务负担降至可控水平。

关注

- 1. 行业下行压力加大。**2021 年下半年开始，房地产行业下行压力加大，需求端萎缩，融资端收紧，部分房企信用

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	3
			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

分析师: 杨野 赵兮

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

风险事件以及债券二级市场价格大幅波动对房企再融资产生较大负面影响, 叠加较为严格的预售资金监管, 房企流动性大幅承压。

2. 区域集中度较高, 整体去化水平有待提高, 部分区域下沉项目面临一定去化压力。2021 年, 公司前十大城市(珠海、上海、南京、杭州、广州、武汉、绍兴、西安、苏州、长沙)销售贡献占比为 79.36%, 销售区域集中度较高; 公司已拿预售证项目整体去化水平有待提高; 同时, 考虑到部分存货位于三线及以下城市, 行业下行背景下, 市场支撑力度弱, 销售韧性恐不足, 将面临一定去化压力。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产 (亿元)	263.17	438.57	500.35	548.86
资产总额 (亿元)	2349.31	3218.78	3550.57	3668.42
所有者权益 (亿元)	433.92	633.79	958.91	982.88
短期债务 (亿元)	441.71	465.50	286.15	--
长期债务 (亿元)	617.90	1024.65	1061.53	--
全部债务 (亿元)	1059.62	1490.15	1347.69	--
营业收入 (亿元)	331.49	510.06	512.41	80.88
利润总额 (亿元)	43.94	62.53	68.29	9.52
EBITDA (亿元)	56.09	77.30	85.80	--
经营性净现金流 (亿元)	280.33	291.09	360.61	59.26
营业利润率 (%)	20.12	17.64	19.24	16.07
净资产收益率 (%)	7.64	7.19	4.88	--
资产负债率 (%)	81.53	80.31	72.99	73.21
全部债务资本化比率 (%)	70.95	70.16	58.43	--
流动比率 (%)	167.23	187.77	204.63	199.42
经营现金流动负债比 (%)	21.63	18.69	23.60	--
现金短期债务比 (倍)	0.60	0.94	1.75	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.79	0.85	0.91	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	18.89	19.28	15.71	--
公司本部 (母公司)				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额 (亿元)	1030.16	1147.42	1276.46	1363.08
所有者权益 (亿元)	212.28	218.80	208.31	205.57
全部债务 (亿元)	225.99	363.42	345.48	315.04
营业收入 (亿元)	0.58	15.89	22.10	12.96
利润总额 (亿元)	25.75	20.18	25.67	-2.63
资产负债率 (%)	79.39	80.93	83.68	84.92
全部债务资本化比率 (%)	51.56	62.42	62.38	60.51
流动比率 (%)	87.51	94.19	65.30	60.14
经营现金流动负债比 (%)	1.41	-11.91	9.39	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 除特别说明外, 均指人民币; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 3. 公司其他流动负债中的债务已计入短期债务, 其他非流动负债中的债务已计入长期债务; 4. 2019 年及 2020 年数据分别为 2020 年及 2021 年期初数; 5. 一季度财务数据未经审计, 相关指标未经年化; 6. "--" 表示指标不适用

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

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 华发 03	AAA	AAA	稳定	2021/08/05	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)	阅读报告
21 华发 05	AAA	AAA	稳定	2021/10/22	赵兮		阅读报告
21 华住 01	AAA	AAA	稳定	2021/06/24	赵兮 罗星驰		阅读报告
21 华发实业 MTN003	AAA	AAA	稳定	2021/08/16	赵兮		阅读报告
21 华发实业 MTN004	AAA	AAA	稳定	2021/11/17	杨野		阅读报告
21 华发实业 MTN002	AAA	AAA	稳定	2021/08/02			阅读报告
21 华发实业 MTN001					赵兮		--
20 华发实业 MTN003	AAA	AAA	稳定	2021/06/23	罗星驰 戴彤宇		
20 华发实业 MTN004							
20 华发 02							
20 华发 04	AAA	AAA	稳定	2021/06/23	赵兮 罗星驰		阅读报告
20 华发 05							
21 华发实业 MTN002	AAA	AAA	稳定	2021/05/21	赵兮		阅读报告
21 华发实业 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/03/31	戴彤宇		阅读报告
20 华发实业 MTN003	AAA	AAA	稳定	2020/06/19	牛文婧		阅读报告
20 华发实业 MTN004	AAA	AAA	稳定	2020/06/19	戴彤羽		阅读报告
20 华发 05	AAA	AAA	稳定	2020/10/20	罗星驰	阅读报告	
20 华发 04					赵兮		
20 华发 02	AAA	AAA	稳定	2019/05/31	冯磊 王彦	原联合信用评级有限公司房地产行业信用评级方法 (2018 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珠海华发实业股份有限公司（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

珠海华发实业股份有限公司

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”）关于珠海华发实业股份有限公司（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。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）。截至2021年底，公司总股本21.17亿元，控股股东为华发集团，实际控制人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”）。

截至2021年底，公司内设财务管理中心、人力资源中心、投资拓展中心、资金管理中心等多个职能部门。截至2021年底公司纳入合并财务报表范围的子公司以及本部共计597户，在职员工合计8735人。

截至2021年底，公司合并资产总额3550.57亿元，所有者权益958.91亿元（含少数股东权益750.73亿元）；2021年，公司实现营业收入512.41亿元，利润总额68.29亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额3668.42亿元，所有者权益982.88亿元（含少数股东权益768.19亿元）；2022年1-3月，公司实现营业总收入80.88亿元，利润总额9.52亿元。

公司注册地址：广东省珠海市昌盛路155号；法定代表人：李光宁

三、债券概况

截至2022年4月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，并均在付息日正常付息。

表1 截至2022年4月底联合资信评级存续债券概况
(单位：亿元)

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 华发实业 MTN003	9.50	9.50	2023/09/29
20 华发实业 MTN004	8.30	8.30	2025/10/29
21 华发实业 MTN001	5.10	5.10	2024/04/26
21 华发实业 MTN002	6.90	6.90	2026/06/24
21 华发实业 MTN003	10.40	10.40	2024/09/02
21 华发实业 MTN004	5.00	5.00	2024/11/29
20 华发 02	15.80	15.80	2025/02/24
20 华发 04	15.00	15.00	2025/11/12
20 华发 05	9.20	9.20	2025/11/12
21 华住 01	5.00	5.00	2026/07/30
21 华发 03	20.00	20.00	2026/09/13
21 华发 05	15.00	15.00	2026/12/17

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情况

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（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。

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 2019—2021年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。

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，提出向新发展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，将继续围绕稳地价、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，公司控股股东及实际控制人未发生变化。

2. 企业规模和竞争力

公司开发经验丰富，区域市场占有率和品牌知名度较高；公司控股股东在融资增信、项目获取等方面能够给予公司一定的支持。

公司拥有房地产一级开发资质，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”“横琴首府”“琴澳新城”等优质楼盘，具备丰富的住宅开发经验，同时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的综合性平台，平台层级及战略地位较高，实力雄厚，在融资增信等方面能够给予公司一定的支持。截至2021年底，华发集团财务公司给予公司授信额度260亿元，公司尚未使用额度为227.30亿元。

2020—2021年，华发集团旗下珠海华发城市运营投资控股有限公司（以下简称“华发城运”）、珠海城市建设集团有限公司（以下简称“城建集团”）以及公司对珠海市海川地产有限公司¹（以下简称“海川地产”）按股权等比例货币增资近600亿元，截至2021年底，资金已经全部到位。海川地产为公司华东、华南等区域投拓平台，目前处于业务投拓阶段，随着资金的陆续到位，海川地产拿地项目大幅增长。

¹ 公司、华发城运、华发城建分别持有海川公司49.75%、49.75%和0.50%的股权，海川公司由公司并表。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码：4404010000163038），截至2022年4月21日，公司已结清信贷信息中无不良或关注类信贷记录；未结清信贷信息中有一笔关注类其他借贷交易，系华发集团为珠海农村商业银行股份有限公司（以下简称“珠海农商行”）股东，公司关联贷款为珠海农商行关系人贷款，根据监管相关指引划分为关注类所致。

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5月24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

公司治理与管理情况较为稳定。

跟踪期内，公司法人治理结构及主要管理制度未发生变化，公司治理与管理较为稳定。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司收入及利润规模同比变动不大，综合毛利率微增。2022年一季度，公司收入规模大幅增长，但综合毛利率下降明显。

2021年，公司业务规模增速放缓，营业收入和净利润同比分别增长0.46%和2.56%，房地产开发与销售业务收入占比仍超过90%，主营业务依然突出，当期结转区域主要为珠海大区、华东大区以及北方大区等。2021年，公司房地产开发与销售毛利率同比微增，受此影响，公司综合毛利率同比上升1.50个百分点。

表 6 2019—2021 年公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
房地产开发与销售	317.35	95.73	30.31	481.11	94.32	25.19	485.99	94.84	25.61
其他业务	14.14	4.27	14.08	28.95	5.68	9.53	26.41	5.16	29.28
合计	331.49	100.00	29.62	510.06	100.00	24.30	512.41	100.00	25.80

注：合计数与分项数之和的尾差系四舍五入导致
资料来源：公司年报

2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 80.88 亿元，同比增长 26.97%；实现净利润 7.34 亿元，同比增长 0.08%；综合毛利率为 19.22%，较 2021 年下降明显。

2. 经营业务分析

(1) 土地储备

2021 年，公司拿地节奏有所放缓。公司土地储备充裕，整体分布良好，在行业下行背景下，公司加大对区域下沉项目的管控力度，但低能级城市存量项目销售去化以及收并购项目后续消化仍值得关注。

2021 年，受集中供地、区域市场过热以及资金调配规划等因素共同影响，公司拿地节奏有所减缓，并加大对区域下沉管控力度，项目拓展仍聚焦于长三角、大湾区一二线城市，主要包括珠海、南京、徐州、无锡、苏州、惠州、广州以及沈阳，以招拍挂为主。此外，公司通过与部分出险民营房企接洽，对部分合作项目以及旧改项目完成收购，公司在项目尽调、协调沟通以及风险化解方面具备一定经验，但仍需关注所收购项目中潜在的隐性债务以及信用瑕疵等风险。

表 7 公司土地储备获取情况

(单位：万平方米、亿元、万元/平方米)

年份	建筑面积	土地出让金额	楼面均价
2019 年	348.62	246.57	0.71
2020 年	290.46	357.25	1.23
2021 年	254.80	292.71	1.15

注：公司土地储备口径为并表口径数据；尾数差异系四舍五入导致；楼面均价=土地出让金额/建筑面积
数据来源：公司提供

截至 2021 年底，公司可售项目资源充足，可以满足公司多年销售需求，可售项目主要分布

于华东、华南以及珠海，以一二线城市为主，计容建筑面积占 72.53%。

表 8 截至 2021 年底公司可售项目情况

(单位：万平方米、%)

区域分布	计容建筑面积	占比
珠海大区	202.61	15.67
华东大区	611.28	47.29
华南大区	292.07	22.59
北方大区	157.07	12.15
北京区域	29.64	2.29
合计	1292.68	100.00

注：1. 尾数差异系四舍五入大致；2. 珠海大区：珠海；华东大区包括：常熟、鄂州、杭州、南京、上海、绍兴、苏州、太仓、温州、无锡、武汉、徐州、义乌、郑州；华南大区包括：成都、佛山、广州、江门、昆明、南宁、清远、汕尾、湛江、中山、重庆；北方大区包括：包头、大连、青岛、沈阳、威海、烟台；北京区域包括：北京、天津、西安
数据来源：公司提供

(2) 项目建设开发情况

2021 年，行业需求端疲软对投拓积极性有一定削弱，公司新开工规模有所减少。公司在建项目规模较大，后续面临一定资金支出压力。

行业需求端疲软导致公司投资动力有所减弱，2021 年，公司新开工面积同比减少 29.33%；竣工方面，随着已售项目开发建设的推进，竣工面积同比大幅增长 99.49%。

表 9 公司房地产项目开发情况

(单位：万平方米)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
新开工面积	650.61	739.71	522.77	61.44
竣工面积	279.96	315.00	628.40	83.34

注：上表口径为并表口径，尾数差异系四舍五入导致
资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司在建项目数量过百，公司在建项目规模较大，为可持续开发销售提供一定基础，但也带来了较大的资金支出压力。

(3) 房产销售情况

2021年，行业销售大幅承压，受益于所布局一二线城市核心城市较高的价格支撑，公司销售金额同比微增。同时，公司面临一定集中度风险，整体去化水平有待提高。2022年一季度，市场回暖不及预期，公司销售规模同比下降。

2021年下半年以来，随着销售端遇冷，行业下行压力逐步凸显，受此影响，公司当年签约销售面积同比有所减少，但受益于所布局一二线城市核心城市较高的价格支撑，公司销售金额同比微增。

表 10 公司房地产项目销售情况

(单位: 万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2019年	2020年	2021年
签约销售面积	395.91	503.51	468.76
签约销售金额	922.73	1204.98	1218.90
签约销售均价	2.33	2.39	2.60

注: 公司房地产项目销售数据为并表口径; 尾数差异系四舍五入导致
资料来源: 公司提供

销售区域方面, 2021年, 公司销售区域集中于珠海大区、华东大区以及华南大区; 分城市看, 珠海、南京、上海、杭州销售金额占比分别为 25.87%、11.48%、7.21% 和 5.41%, 前 10 大城市(珠海、上海、南京、杭州、广州、武汉、绍兴、西安、苏州、长沙) 的销售贡献占比为 79.36%, 公司销售集中度较高, 不利于经营风险的分散。截至 2021 年底, 公司在售项目集中于一二线城市, 已拿预售证项目整体去化水平有待提高。

2022年1—3月, 公司签约销售金额231.88亿元, 较去年同期下降19.45%; 销售面积74.79万平方米, 较去年同期下降33.21%。

3. 经营效率

公司经营效率指标有待提升。

2019—2021年, 公司存货周转率波动上升, 总资产周转率波动下降, 与同行业其他主要上市公司比较, 公司经营效率指标有待提升。

表 11 公司与房地产开发类上市公司 2021 年经营效率指标比较 (单位: 次)

公司简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
信达地产	0.38	0.30	0.24

首开股份	0.30	0.25	0.21
中国金茂	0.77	0.42	0.23
华发股份	0.18	0.17	0.15

注: 为便于与同行业上市公司进行比较, 本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源: 联合资信整理

4. 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, 全力推进“优+”生活体系建设, 推动产品品质及竞争力提升。业务管控上, 完善各业务条线制度流程建设, 理顺“总部-区域-城市”权责关系, 夯实“三级管控”架构基础, 系统梳理各职能公司权责关系。区域拓展上, 确保珠海的龙头地位, 加大对北京、上海、广州、深圳、武汉、南京、杭州、成都、苏州、郑州、沈阳、大连等地的投资布局, 努力开拓其他一线及二线重点城市的市场, 除公开市场竞买外, 强化合作开发、项目并购、城市更新等拓展方式, 稳步推进以住宅开发为主业, 商业地产、上下游产业链及境外业务同步前行的“一核两翼”业务发展格局。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2021 年的财务报表经大华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并被出具了标准无保留意见的审计结论。公司主营业务连续, 财务可比性仍较强。公司 2022 年一季度财务报表未经审计。

截至 2021 年底, 公司合并资产总额 3550.57 亿元, 所有者权益 958.91 亿元(含少数股东权益 750.73 亿元); 2021 年, 公司实现营业收入 512.41 亿元, 利润总额 68.29 亿元。

截至 2022 年 3 月底, 公司合并资产总额 3668.42 亿元, 所有者权益 982.88 亿元(含少数股东权益 768.19 亿元); 2022 年 1—3 月, 公司实现营业总收入 80.88 亿元, 利润总额 9.52 亿元。

2. 资产质量

截至 2021 年底, 公司资产规模继续增长, 货币资金相对充裕且受限比例较低, 整体资产质量高。同时, 往来款规模较大, 需关注合作项目

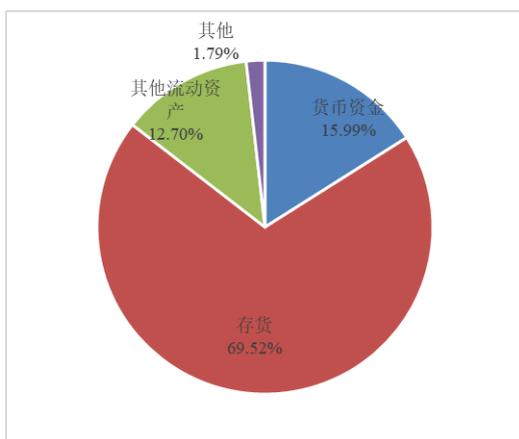
关联风险。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 3550.57 亿元，较上年底增长 10.31%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 88.07%，公司资产结构以流动资产为主。

(1) 流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产 3126.87 亿元，较上年底增长 6.90%，主要系货币资金、存货以及其他流动资产增长所致。

图 1 截至 2021 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2021 年底，公司货币资金 499.94 亿元，较上年底增长 14.56%。其中因预售房产监管资金等而受限的货币资金 85.13 亿元，因下属公司各类保证金等原因受限的货币资金为 2.77 亿元，整体受限比例为 17.58%，受限比例较低。

截至 2021 年底，公司存货 2173.78 亿元，较上年底变化不大，其中开发成本占 79.90%，开发产品占 19.69%，累计计提跌价准备 0.11 亿元。考虑到公司部分存货位于三线及以下城市，行业下行背景下，市场支撑力度弱，销售韧性恐不足。

截至 2021 年底，公司其他流动资产 397.15 亿元，较上年底增长 33.74%。公司其他流动资产主要为合营联营企业往来款和合作方经营往来款。

(2) 非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 423.70 亿元，较上年底增长 44.23%，主要系长期股权投资增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资

（占 50.68%）和投资性房地产（占 28.41%）构成。

截至 2021 年底，公司长期股权投资 214.75 亿元，随着对合联营公司投资增加，较上年底增长 49.83%；投资性房地产 120.39 亿元，较上年底增长 33.05%，主要系存货、固定资产、在建工程转入所致。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。

截至 2021 年底，公司资产受限程度一般。

表 12 截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	2.77	0.08	还贷专项资金、保函保证金
存货	495.90	13.97	借款设定抵押
长期股权投资	5.70	0.16	借款设定抵押
投资性房地产	71.53	2.01	借款设定抵押
合计	575.89	16.22	--

注：尾数差异系四舍五入导致；公司受监管的预售房款为 85.13 亿元，不含在上表数据中

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 3668.42 亿元，资产规模与结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2021 年底，公司所有者权益规模增长明显，但少数股东权益占比较高，权益稳定性较弱。

截至 2021 年底，公司所有者权益 958.91 亿元，较上年底增长 51.30%，主要系华发集团子公司对海川地产增资，少数股东权益增长所致。其中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 2.21%、0.97%、0.19% 和 13.19%，少数股东权益占比为 78.29%，权益结构稳定性较弱。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 982.88 亿元，规模与结构较上年底变动不大。

(2) 负债

跟踪期内，公司债务规模压降明显，并进一

步优化债务结构，债务负担下降至可控水平。

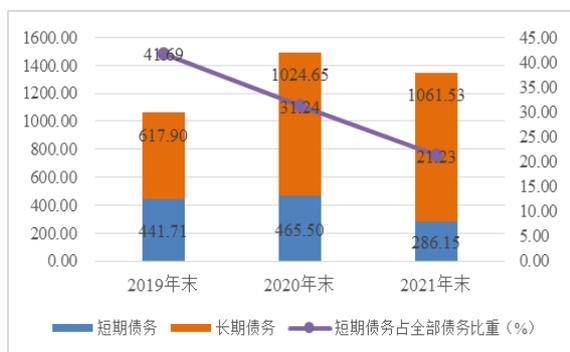
截至 2021 年底，公司负债总额 2591.66 亿元，较上年底变动不大。其中，流动负债占 58.96%，非流动负债占 41.04%。

截至 2021 年底，公司短期借款 10.30 亿元，较年初减少 88.88%。公司其他应付款（合计）217.47 亿元，较上年底变动不大，主要由往来及拆借款（占 76.66%）和土地增值税准备金（占 18.58%）构成。公司一年内到期的非流动负债 222.29 亿元，较上年底下降 25.34%，主要系偿还一年内到期的长期借款与一年内到期的应付

债券所致。公司合同负债 628.34 亿元，较上年底增长 20.46%，主要系预收售楼款增加所致。公司其他流动负债 96.00 亿元，较上年底下降 17.39%，主要系短期应付债券下降所致。联合资信已将其他流动负债中有息债务部分调整至短期债务核算。

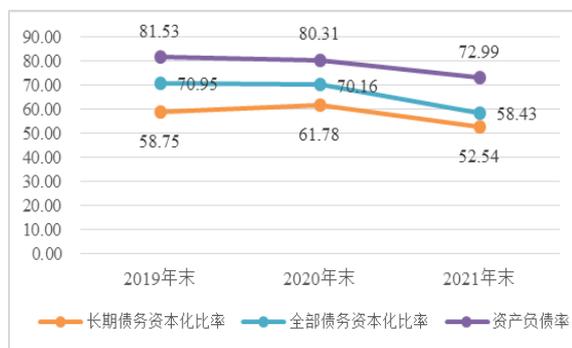
截至 2021 年底，公司长期借款 771.70 亿元，较上年底变动不大，主要以保证借款和抵押借款为主。公司应付债券 226.99 亿元，较上年底增长 21.99%，主要系公司新发行公司债券、PPN、中期票据等债券所致。

图 2 2019 - 2021 年末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，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：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，截至 2021 年底，公司全部债务 1347.69 亿元，较上年底下降 9.56%，以长期债务为主。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 72.99%、58.43% 和 52.54%，较上年底分别下降 7.32 个百分点、下降 11.73 个百分点和下降 9.24 个百分点。公司债务负担下降明显，整体处于可控水平。

截至 2021 年底，公司其他权益工具 38.86 亿元，全部为永续债，如将永续债调入长期债务，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.09%、60.11% 和 54.46%，较调整前分别上升 1.09 个百分点、1.68 个百分点和 1.92 个百分点。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 2685.54 亿元，规模与结构较上年底变化不大。

4. 盈利能力

2021 年，公司收入及利润规模继续增长，投资收益仍对营业利润产生一定影响；公司整体盈利能力有待提高。

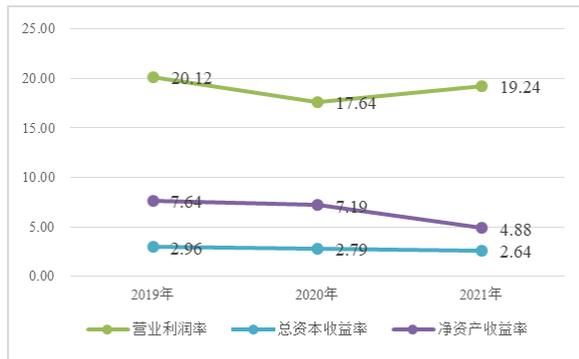
公司收入利润情况见上文。

2021 年，公司费用总额为 34.23 亿元，同比增长 6.80%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 46.21%、44.62%、2.31% 和 6.86%。

非经常性损益方面，2021 年，公司投资收益分别为 5.75 亿元，同比增长 25.41%，主要为长期股权投资收益以及处置长期股权产生的收益，占公司营业利润的比例为 8.26%，公司投资收益仍对营业利润产生一定影响。

2021 年，公司相关盈利指标变动见下图，与同行业相比，公司整体盈利能力有待提高。

图 4 2019-2021 年公司盈利指标 (单位: %)



资料来源: 联合资信整理

表 13 房地产开发类上市公司 2021 年盈利指标
(单位: %)

股票简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
信达地产	19.31	3.37	2.89
首开股份	19.81	2.21	2.13
中国金茂	18.61	9.70	3.28
华发股份	25.80	4.88	2.32

注: 为便于与同行业上市公司进行比较, 本表相关指标统一采用 Wind 数据, 净资产收益率采用平均值

资料来源: 联合资信整理

5. 现金流

2021 年, 公司经营活动现金流保持净流入, 但无法覆盖投资活动净流出敞口, 公司仍存在较大的对外融资需求。

表 14 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	558.72	585.27	771.75
经营活动现金流出小计	278.39	294.18	411.14
经营现金流量净额	280.33	291.09	360.61
投资活动现金流入小计	56.64	76.62	100.10
投资活动现金流出小计	378.71	686.74	539.95
投资活动现金流量净额	-322.07	-610.12	-439.86
筹资活动前现金流量净额	-41.74	-319.04	-79.25
筹资活动现金流入小计	842.26	1403.90	1272.75
筹资活动现金流出小计	733.62	916.03	1122.49
筹资活动现金流量净额	108.64	487.86	150.27

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

从经营活动来看, 2021 年, 公司经营活动现金流入继续增长, 其中, 销售商品、提供劳务收到的现金 707.32 亿元, 同比增长 32.30%, 公司加强销售回款管控成效明显, 但对比签约销售规模, 公司销售回款水平仍有待提高; 经营活动现金流出同比增长 39.76%, 主要系房地产开发

建设支出和支付的各项税费增多所致。2021 年, 公司经营活动现金流保持净流入。

从投资活动来看, 2021 年, 公司投资活动现金流入同比增长 30.64%; 公司将购地支出计入投资活动现金流, 投资活动现金流出同比减少 21.37%。2021 年, 公司投资活动现金流保持净流出。

2021 年, 公司筹资活动前净现金流为负, 仍存在一定的对外融资需求。

从筹资活动来看, 2021 年, 公司筹资活动现金流入同比减少 9.34%; 筹资活动现金流出同比增长 22.54%。2021 年, 公司筹资活动现金流保持净流入。

2022 年 1-3 月, 公司经营活动现金流量净额为 59.26 亿元, 投资活动现金流量净额为 -54.74 亿元, 筹资活动现金流量净额为 43.67 亿元。

6. 偿债指标

公司短期、长期偿债指标均有提高。考虑到公司股东背景较强、区域竞争力突出、融资渠道通畅等因素, 公司整体偿债能力极强。

2021 年, 公司短期、长期偿债能力指标均有提高, 公司流动性较充裕, 货币资金受限程度较低, 对短期债务形成良好覆盖。

表 15 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	167.23	187.77	204.63	199.42
	速动比率 (%)	43.91	52.08	62.37	61.93
	经营现金/流动负债 (%)	21.63	18.69	23.60	--
	经营现金/短期债务 (倍)	0.63	0.63	1.26	--
长期偿债指标	现金短期债务比 (倍)	0.60	0.94	1.75	--
	EBITDA (亿元)	56.09	77.30	85.80	--
	全部债务/EBITDA (倍)	18.89	19.28	15.71	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	0.79	0.85	0.91	--

注: 经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底, 公司不存在重大诉讼或仲裁事项。

截至 2021 年底, 公司对外担保金额 133.19 元, 主要为对合联营企业的关联方担保, 占净资

产的 13.89%，在行业下行及房企信用风险频发的背景下，需关注公司或有负债风险。

2021 年底，公司及其下属子公司在主要合作银行的授信额度为 1867.28 亿元，已使用 755.54 亿元，剩余可使用额度为 1111.74 亿元，公司间接融资空间较充足；同时，作为 A 股上市公司，公司直接具备直接融资渠道。

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 2021 年底，母公司资产总额 1276.46 亿元，较上年底增长 11.25%。其中，流动资产占 40.86%，非流动资产占 59.14%。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 77.99%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 97.33%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 22.25 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 1068.15 亿元，较上年底增长 15.02%。其中，流动负债占 74.78%，非流动负债占 25.22%。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占 84.57%）构成，非流动负债主要由应付债券（占 78.17%）构成。

截至 2021 年底，母公司全部债务 345.48 亿元。其中，短期债务占 22.04%、长期债务占 77.96%，存在一定的短期偿付压力。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 83.68%，全部债务资本化比率 62.38%，杠杆水平较高。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 208.31 亿元，较上年底下降 4.79%。在所有者权益中，实收资本为 21.17 亿元（占 10.16%）、资本公积合计 54.64 亿元（占 26.23%）、未分配利润合计 83.07 亿元（占 39.88%）、盈余公积合计 10.65 亿元（占 5.11%），所有者权益稳定性一般。

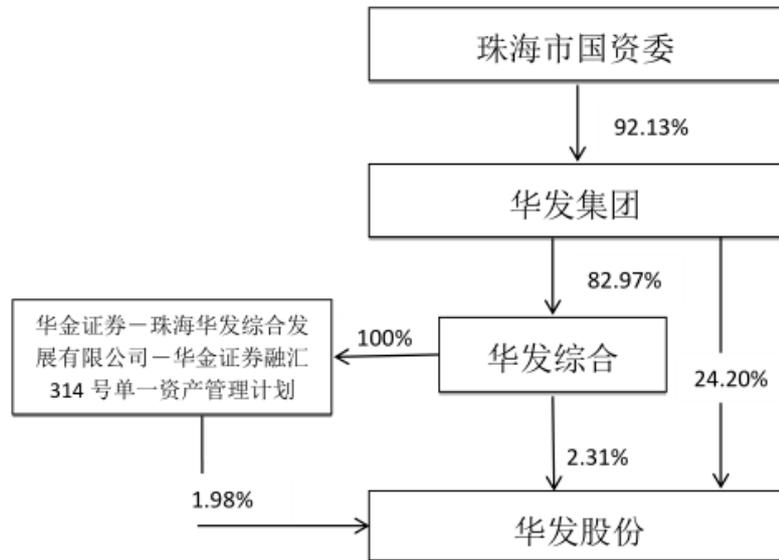
2021 年，母公司营业收入为 22.10 亿元，利润总额为 25.67 亿元。同期投资收益为 33.62 亿元，净利润以投资收益为主。

2021 年，母公司经营活动现金流净额为 75.04 亿元，投资活动现金流净额-64.83 亿元，筹资活动现金流净额-37.81 亿元。

十、结论

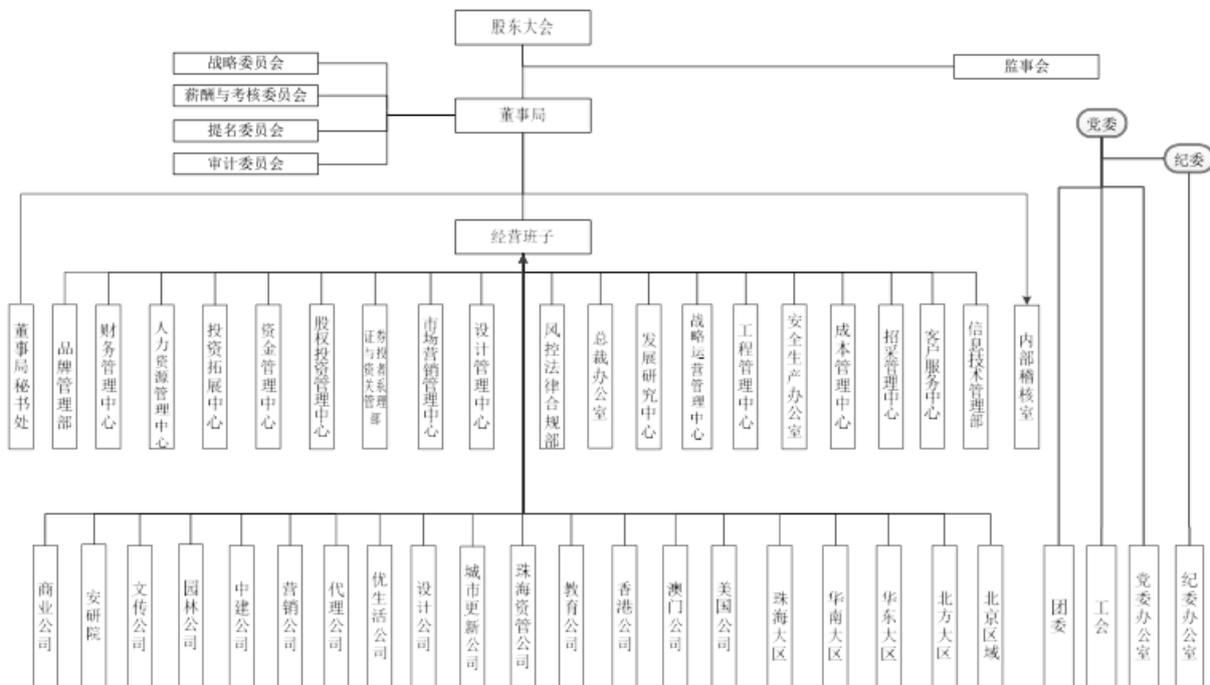
基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 华发实业 MTN003”“20 华发实业 MTN004”“21 华发实业 MTN001”“21 华发实业 MTN002”“21 华发实业 MTN003”“21 华发实业 MTN004”“20 华发 02”“20 华发 04”“20 华发 05”“21 华住 01”“21 华发 03”“21 华发 05”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底珠海华发实业股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底珠海华发实业股份有限公司组织架构图



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	2022 年 3 月
现金类资产 (亿元)	263.17	438.57	500.35	548.86
资产总额 (亿元)	2349.31	3218.78	3550.57	3668.42
所有者权益 (亿元)	433.92	633.79	958.91	982.88
短期债务 (亿元)	441.71	465.50	286.15	--
长期债务 (亿元)	617.90	1024.65	1061.53	--
全部债务 (亿元)	1059.62	1490.15	1347.69	--
营业收入 (亿元)	331.49	510.06	512.41	80.88
利润总额 (亿元)	43.94	62.53	68.29	9.52
EBITDA (亿元)	56.09	77.30	85.80	--
经营性净现金流 (亿元)	280.33	291.09	360.61	59.26

财务指标

销售债权周转次数 (次)	1317.60	750.63	238.78	--
存货周转次数 (次)	0.16	0.21	0.18	--
总资产周转次数 (次)	0.16	0.18	0.15	--
现金收入比 (%)	160.07	104.82	138.04	181.63
营业利润率 (%)	20.12	17.64	19.24	16.07
总资本收益率 (%)	2.96	2.79	2.64	--
净资产收益率 (%)	7.64	7.19	4.88	--
长期债务资本化比率 (%)	58.75	61.78	52.54	--
全部债务资本化比率 (%)	70.95	70.16	58.43	--
资产负债率 (%)	81.53	80.31	72.99	73.21
流动比率 (%)	167.23	187.77	204.63	199.42
速动比率 (%)	43.91	52.08	62.37	61.93
经营现金流动负债比 (%)	21.63	18.69	23.60	--
现金短期债务比 (倍)	0.60	0.94	1.75	1.76
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.79	0.85	0.91	--
全部债务/EBITDA (倍)	18.89	19.28	15.71	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 公司其他流动负债中的债务已计入短期债务, 其他非流动负债中的债务已计入长期债务; 4. 2019 年及 2020 年数据分别为 2020 年及 2021 年期初数, 2021 年数据为期末数; 5. 2022 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

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	2022 年 3 月
现金类资产 (亿元)	62.68	51.00	22.25	43.74
资产总额 (亿元)	1030.16	1147.42	1276.46	1363.08
所有者权益 (亿元)	212.28	218.80	208.31	205.57
短期债务 (亿元)	68.73	138.76	76.13	82.51
长期债务 (亿元)	157.26	224.66	269.34	232.52
全部债务 (亿元)	225.99	363.42	345.48	315.04
营业收入 (亿元)	0.58	15.89	22.10	12.96
利润总额 (亿元)	25.75	20.18	25.67	-2.63
EBITDA (亿元)	25.75	20.18	25.67	--
经营性净现金流 (亿元)	9.31	-83.73	75.04	78.96
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	/	/	/	--
存货周转次数 (次)	0.00	0.31	0.43	--
总资产周转次数 (次)	0.00	0.01	0.02	--
现金收入比 (%)	1664.34	65.89	101.95	11.12
营业利润率 (%)	41.99	8.51	23.79	23.49
总资本收益率 (%)	6.01	3.64	4.60	--
净资产收益率 (%)	12.40	9.70	12.24	--
长期债务资本化比率 (%)	42.56	50.66	56.39	53.08
全部债务资本化比率 (%)	51.56	62.42	62.38	60.51
资产负债率 (%)	79.39	80.93	83.68	84.92
流动比率 (%)	87.51	94.19	65.30	60.14
速动比率 (%)	80.65	88.01	61.58	57.92
经营现金流流动负债比 (%)	1.41	-11.91	9.39	--
现金短期债务比	0.91	0.37	0.29	0.53
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

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+租赁负债+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。

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