

信用评级公告

联合〔2023〕2780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02”“20华发04”“20华发05”“21华住01”“21华发03”“21华发05”“22华发03”“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”“22华发实业MTN001A”“21华发实业MTN001B”“22华发实业MTN002A”“22华发实业MTN002B”“22华发实业MTN003（并购）”“23华发实业MTN001”“23华发实业MTN002（并购）”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：

二〇二三年五月十九日

珠海华发实业股份有限公司

2023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
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
21 华发 05	AAA	稳定	AAA	稳定
22 华发 03	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
22 华发实业 MTN001A	AAA	稳定	AAA	稳定
22 华发实业 MTN001B	AAA	稳定	AAA	稳定
22 华发实业 MTN002A	AAA	稳定	AAA	稳定
22 华发实业 MTN002B	AAA	稳定	AAA	稳定
22 华发实业 MTN003（并购）	AAA	稳定	AAA	稳定
23 华发实业 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
23 华发实业 MTN002（并购）	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日
20 华发 02	15.80	15.80	2025/2/24
20 华发 04	15.00	15.00	2025/11/12
20 华发 05	9.20	0.50	2025/11/12
21 华住 01	5.00	5.00	2026/7/30
21 华发 03	20.00	20.00	2026/9/13
21 华发 05	15.00	15.00	2026/12/17
22 华发 03	5.00	5.00	2027/9/13
20 华发实业 MTN003	9.50	9.50	2023/9/29
20 华发实业 MTN004	8.30	8.30	2025/10/29
21 华发实业 MTN001	5.10	5.10	2024/4/26
21 华发实业 MTN002	6.90	6.90	2026/6/24
21 华发实业 MTN003	10.40	10.40	2024/9/2
21 华发实业 MTN004	5.00	5.00	2024/11/29
22 华发实业 MTN001A	12.00	12.00	2027/7/4
22 华发实业 MTN001B	18.00	18.00	2027/7/4
22 华发实业 MTN002A	6.00	6.00	2027/8/8
22 华发实业 MTN002B	10.00	10.00	2027/8/8

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，股东支持力度大，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。2022 年，公司布局城市能级提升，销售韧性较强；融资渠道畅通，财务弹性较强，债务结构有所改善。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到行业高速增长阶段已结束、公司销售集中度较高、部分低能级城市项目有一定去化压力以及合作开发规模较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司加大对高能级城市的布局，以及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 02”“20 华发 04”“20 华发 05”“21 华住 01”“21 华发 03”“21 华发 05”“22 华发 03”“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”“22 华发实业 MTN001A”“21 华发实业 MTN001B”“22 华发实业 MTN002A”“22 华发实业 MTN002B”“22 华发实业 MTN003（并购）”“23 华发实业 MTN001”“23 华发实业 MTN002（并购）”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. **布局优化，销售韧性较强。**2022 年公司加大对以上海为核心的长三角区域的布局，城市能级提升，受益于布局城市布局的优化，2022 年公司全口径销售 1202.41 亿元，同比微幅下降 1.35%，销售降幅好于行业平均水平，销售韧性较强。

3. **融资渠道通畅，财务弹性较强，债务结构优化。**截至 2022 年底，公司尚未使用银行授信额度 1650.68 亿元，尚未使

22 华发实业 MTN003 (并购)	10.00	10.00	2027/10/31
23 华发实业 MTN001	10.00	10.00	2028/4/3
23 华发实业 MTN002 (并购)	4.00	4.00	2028/4/27

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2023 年 5 月 19 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	V4.0.202208
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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	1
			企业管理	2
财务风险	F2	现金流	经营分析	2
			资产质量	2
			盈利能力	2
		现金流量	1	
		资本结构	1	
偿债能力	3			
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：控股股东珠海华发集团有限公司对公司支持力度大				+1
评级结果				AAA

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：曹梦茹 杨哲

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

用华发集团财务公司授信额度 210.77 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 2022 年底，公司债务结构进一步优化。

关注

1. 长期来看行业高速增长阶段已经结束。2021 年下半年以来房地产市场大幅降温，公司开发业务销售规模有所下降。从长期来看，房地产行业高速增长阶段已经结束，伴随行业调控政策趋于长期化，未来房地产市场运行存在一定不确定性。

2. 区域集中度较高，部分区域下沉项目面临一定去化压力。2022 年，公司前十大城市销售贡献占比为 83.94%，销售区域集中度较高；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。

3. 合作开发规模较大，需关注合联营项目开发运营情况。公司合作开发规模较大，对合联营企业担保规模大，需关注行业下行期合联营项目开发运营情况。

主要财务数据：

项目	合并口径			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	438.57	500.35	528.80	555.96
资产总额（亿元）	3218.78	3550.57	4026.91	4268.51
所有者权益（亿元）	633.79	958.92	1094.49	1107.67
短期债务（亿元）	465.50	286.15	275.27	--
长期债务（亿元）	1024.65	1061.53	1192.65	--
全部债务（亿元）	1490.15	1347.69	1467.92	--
营业总收入（亿元）	510.06	512.41	591.90	119.58
利润总额（亿元）	62.53	68.29	62.83	11.25
EBITDA（亿元）	77.30	85.80	78.62	--
经营性净现金流（亿元）	291.09	360.61	383.44	109.72
营业利润率（%）	17.64	19.24	15.77	14.75
净资产收益率（%）	7.19	4.88	4.32	--
资产负债率（%）	80.31	72.99	72.82	74.05
调整后资产负债率	76.46	67.13	66.00	66.90
全部债务资本化比率（%）	70.16	58.43	57.29	--
流动比率（%）	187.77	204.63	201.93	200.31
经营现金流流动负债比（%）	18.69	23.60	22.07	--
现金短期债务比（倍）	0.94	1.75	1.92	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.85	0.91	0.94	--
全部债务/EBITDA（倍）	19.28	15.71	18.67	--
项目	公司本部			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	1147.42	1276.46	1382.50	1567.79
所有者权益（亿元）	218.80	208.31	189.97	181.40
全部债务（亿元）	363.42	345.48	319.41	297.75
营业总收入（亿元）	15.89	22.10	23.24	3.54

利润总额（亿元）	20.18	25.67	14.40	-2.63
资产负债率（%）	80.93	83.68	86.26	88.43
全部债务资本化比率（%）	62.42	62.38	62.71	62.14
流动比率（%）	94.19	65.30	58.03	63.51
经营现金流动负债比（%）	-11.91	9.39	10.24	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；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有息债务已计入短期债务，其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务，公司本部债务未调整；4. 公司 2020 年及 2021 年数据分别为 2021 年及 2022 年期初数；6. “--”表示指标不适用
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告	
23 华发实业 MTN002（并购）	AAA	AAA	稳定	2023/04/23	曹梦茹 杨哲	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读报告	
23 华发实业 MTN001	AAA	AAA	稳定	2023/03/20	赵兮 曹梦茹		阅读报告	
22 华发实业 MTN003（并购）	AAA	AAA	稳定	2022/08/15	赵兮 曹梦茹	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）	阅读报告	
22 华发 03	AAA	AAA	稳定	2022/08/12			阅读报告	
22 华发实业 MTN002A	AAA	AAA	稳定	2022/07/06	杨野 赵兮		阅读报告	
22 华发实业 MTN002B	AAA	AAA	稳定	2022/07/06			阅读报告	
22 华发实业 MTN001A	AAA	AAA	稳定	2022/06/21	杨野 赵兮		阅读报告	
22 华发实业 MTN001B	AAA	AAA	稳定				阅读报告	
21 华发 05 MTN003	AAA	AAA	稳定	2022/06/07	杨野 赵兮		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）	阅读报告
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								
21 华佳 01								
21 华发 03								
21 华发 03	AAA	AAA	稳定	2021/08/05	罗星驰 赵兮	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 罗星驰		阅读报告	
21 华佳 01	AAA	AAA	稳定	2021/06/24	赵兮 杨野		阅读报告	
21 华发实业 MTN003	AAA	AAA	稳定	2021/08/16	赵兮 杨野		阅读报告	
21 华发实业 MTN004	AAA	AAA	稳定	2021/11/17	赵兮 戴彤宇		阅读报告	
21 华发实业 MTN002	AAA	AAA	稳定	2021/05/21	赵兮 戴彤宇		阅读报告	
21 华发实业 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/03/31	牛文婧 戴彤宇		阅读报告	
20 华发实业 MTN003	AAA	AAA	稳定	2020/06/19	牛文婧 戴彤宇		阅读报告	
20 华发实业 MTN004	AAA	AAA	稳定	2020/06/19	罗星驰 赵兮		阅读报告	
20 华发 05	AAA	AAA	稳定	2020/10/20	罗星驰 赵兮		阅读报告	
20 华发 04	AAA	AAA	稳定	2020/10/20	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编号

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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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

2023 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 2022 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”），具体见附件 1-1。

截至 2022 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 2022 年底，公司合并资产总额 4026.91 亿元，所有者权益 1094.49 亿元（含少数股东权益 897.07 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 591.90 亿元，利润总额 62.83 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 4268.51 亿元，所有者权益 1107.67 亿元（含少数股东权益 917.93 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 119.58 亿元，利润总额 11.25 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、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 4 月底，公司由联合资信评级

的存续债券见下表。

表 1 截至 2023 年 4 月底联合资信评级存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限 (年)
20 华发 02	15.80	15.80	2020/02/24	5 (3+2)
20 华发实业 MTN003	9.50	9.50	2020/09/29	3
20 华发实业 MTN004	8.30	8.30	2020/10/29	5 (3+2)
20 华发 04	15.00	15.00	2020/11/12	5 (3+2)
20 华发 05	9.20	0.50	2020/11/12	5 (2+2+1)
21 华发实业 MTN001	5.10	5.10	2021/04/26	3
21 华发实业 MTN002	6.90	6.90	2021/06/24	5 (2+2+1)
21 华住 01	5.00	5.00	2021/07/30	5 (2+2+1)
21 华发实业 MTN003	10.40	10.40	2021/09/02	3 (2+1)
21 华发 03	20.00	20.00	2021/09/13	5 (2+2+1)
21 华发实业 MTN004	5.00	5.00	2021/11/29	3 (2+1)
21 华发 05	15.00	15.00	2021/12/17	5 (2+2+1)
22 华发实业 MTN001A	12.00	12.00	2022/07/04	5 (3+2)
22 华发实业 MTN001B	18.00	18.00	2022/07/04	5 (2+2+1)
22 华发实业 MTN002A	6.00	6.00	2022/08/08	5 (3+2)
22 华发实业 MTN002B	10.00	10.00	2022/08/08	5 (2+2+1)
22 华发 03	5.00	5.00	2022/09/13	5 (2+2+1)
22 华发实业 MTN003 (并购)	10.00	10.00	2022/10/31	5 (2+2+1)
23 华发实业 MTN001	10.00	10.00	2023/04/03	5 (2+2+1)
23 华发实业 MTN002 (并购)	4.00	4.00	2023/04/27	5 (2+2+1)

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策

和接续政策，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元，不变价同比增长 3.00%。分季度来看，一季度 GDP 稳定增长；二季度 GDP 同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至 3.90%；四季度经济同比增速再次回落至 2.90%。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速¹（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受需求端拖累，工业、服务业活动放缓所致。

表 2 2018 - 2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额(万亿元)	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速(%)	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速(%)	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速(%)	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速(%)	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速(%)	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速(%)	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速(%)	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速(%)	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速(%)	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅(%)	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅(%)	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速(%)	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速(%)	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速(%)	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率(%)	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速(%)	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；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：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，消费需求特别是餐饮等聚集型服务消费需求回落明显。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022 年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长 7.00%；

进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022 年，全国居民消费价格指数(CPI) 上涨 2.00%，涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心 CPI 走势平稳。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数(PPI) 上涨 4.10%，涨幅比上年回落 4.00 个百分点。其中，输入性价格传导影

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

几何平均增长率，下同。

响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022年，全国新增社融规模 32.01 万亿元，同比多增 6689 亿元；2022 年末社融规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.60%，增速比上年同期下降 0.70 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增 1074 亿元和 9746 亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元和少减 1505 亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022 年，全国一般公共预算收入 20.37 万亿元，同比增长 0.60%，扣除留抵退税因素后增长 9.10%。2022 年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约 4.20 万亿元。支出方面，2022 年全国一般公共预算支出 26.06 万亿元，同比增长 6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022 年，全国一般公共预算收支缺口为 5.69 万亿元，较上年（3.90 万亿元）显著扩大，是除 2020 年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。2022 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.58%，高于上年 0.46 个百分点，受经济下行影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022 年，全国居民人均可支配收入 3.69 万元，实际同比增长 2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023 年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022 年 12 月，中央经济工作会议指出 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023 年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022 年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023 年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023 年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023 年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

五、行业分析

1. 房地产行业概况

2022 年，房地产市场延续 2021 年下半年以来的低迷状态，商品房销售萎靡，房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降，市场信心有待恢复。

2022 年，受宏观经济下行以及前期调控政策对市场传导作用的滞后显现等因素影响，国内房地产市场景气度继续下行；叠加融资端受

阻，发生流动性风险的房企数量持续增加，大量项目“烂尾”引发的“停工断贷潮”进一步降低市场预期。

房地产开发投资方面，2022年，全国房地产开发投资首次出现负增长，全年房地产开发投资累计同比下降10.00%至13.29万亿元，降幅较前11月继续扩大。其中住宅投资、办公楼投资和商业营业用房投资均同比下降。

新开工方面，2022年以来房地产行业景气度尚未恢复，受“保交付”等政策影响，房企新开工意愿持续下降，2022年新开工面积同比下降39.40%。从施工面积看，2022年全国房屋施工面积达90.50亿平方米，同比下降7.20%。同期全国房屋竣工面积8.62亿平方米，同比下降15.00%。

商品房销售方面，2022年，商品房销售额13.33万亿元，商品房销售面积13.58亿平方米，同比分别下降26.70%和24.30%。其中住宅销售面积11.46亿平方米，同比下降26.80%。销售的下行系在房企风险事件不断，全国范围内“停工断贷”等负面事件影响下市场预期持续走低。2022年12月单月全国商品房销售额和面积同比分别下降27.65%和31.53%，降幅较上月有所收窄，但销售复苏力度仍显薄弱。商品房销售均价方面，2022年全国商品房销售均价为9814元/平方米，同比下降3.21%。房企仍采用“以价换量”方式加快销售，但对销售规模贡献不大。

2. 土地市场与信贷环境

2022年以来，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌；央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军，大部分民企仍谨慎投资。2022年，房地产开发到位资金同比回落，在融资端政策扶持下房企信贷环境有望逐步修复，但仍面临较大销售回款压力。

土地市场方面，2022年，受部分城市调整集中供地批次等因素影响，全国土地供应量有

所下降；根据中指研究院数据，2022年全国300城共推出住宅用地规划建筑面积76632.38万平方米，同比下降36.29%；成交规划建筑面积62002.26万平方米，同比下降31.09%；平均溢价率为3.12%，较2021年同期下降7.8个百分点。在土地市场低迷背景下，尽管部分城市放松土拍门槛并推出优质地块，但整体土拍市场热度不高，央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军；除个别优质民营房企开始发力拿地外，大部分民企仍谨慎投资。据统计，2022年地方城投企业拿地金额同比有所增长，但拿地开工率显著弱于非城投房企，托底现象较为明显。城市间土拍热度有所分化，具体来看，上海、杭州和北京为22城集中供地城市土地成交金额前三名，年内均完成四轮集中土拍。上海年内土拍热度保持平稳，四轮土拍保持“零流拍”记录，但冷热分化明显，过半地块仍以底价成交；杭州作为长三角热点城市，经济发展较快、人口持续净流入，土拍成交金额维持高位且本土民企参与热情高；北京土地供应规模较小，市场参与积极性保持较高，板块冷热分化亦显著。天津、沈阳及长春等城市土拍市场热度持续较差。根据CREIS数据，2022年1—11月，全国住宅用地流拍撤牌率为21.30%，同比下降1.30个百分点，土地流拍率仍处高位。

2022年受行业销售下行影响，房地产开发到位资金14.90万亿元，同比下降25.90%，降幅较前11月扩大0.20个百分点。从房地产开发到位资金来源看，2022年国内贷款同比下降25.40%，其中2022年12月单月环比增长50.91%，在融资端政策扶持下房企信贷环境有所修复；其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）和自筹资金仍为房地产开发到位资金的主要来源，2022年需求端购房情绪萎靡致使其他资金同比下降30.03%，自筹资金占比上升较快，房企面临较大销售压力，对销售回款依赖仍较强。

表3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况(单位:亿元、%)

资金来源	2019年		2020年		2021年		2022年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58	17388.00	11.67
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05	78.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53	52940.00	35.54
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83	78573.00	52.74
其中:定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76	49289.00	33.08
个人按揭贷款	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10	23815.00	15.99
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00	148979.00	100.00

资料来源:Wind,联合资信整理

3. 政策环境

2022年以来,面对经济下行,为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展,供需两端调控政策逐步松绑转向宽松;2022年11月,融资端利好集中释放,“四箭齐发”将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化,但仍需观察政策传导速度及落地效果。

中央在“房住不炒”的总基调下,因城施策,以促进房地产业良性循环和健康发展为目标,2022年调控政策逐步松绑转向宽松。2022年4

月,中央政治局会议强调支持刚需和改善性住房需求,优化商品房预售资金监管,部分城市限购限贷等政策有所放松;7月,各地“停贷”事件迅速发酵,监管层面高度重视,将协助地方政府推进“保交楼、保民生、保稳定”的工作;10月,中共二十大报告明确坚持房住不炒,加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度;12月,中央经济工作会议强调确保房地产市场平稳发展,满足行业合理融资需求,有效防范化解优质头部房企风险,推动房地产业向新发展模式平稳过渡。具体内容见表4。

表4 2022年以来中央层次房地产行业总基调政策

时间	政策来源	主要内容
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
2022年3月	财政部	今年内不具备扩大房地产税改革试点城市条件
2022年4月	中央政治局会议	要有效管控重点风险,守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,支持各地从当地实际出发完善房地产政策,支持刚性和改善性住房需求,优化商品房预售资金监管,促进房地产市场平稳健康发展
2022年7月	中央政治局会议	要稳定房地产市场,坚持“房住不炒、因城施策”,支持刚性和改善性住房需求,压实地方政府责任,保交楼、稳民生
2022年8月	国务院常务会议	支持刚性和改善性住房需求,地方要用好“一城一策”政策工具箱,灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款
2022年9月	央行、银保监会	完善大型企业债务风险监测和处置,保证房地产融资平稳有序。允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022年10月	中共二十大	坚持房住不炒,加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度
2022年11月	国务院常务会议	落实因城施策支持刚性和改善性住房需求的政策,指导地方加强政策宣传解读。推进保交楼专项借款尽快全面落到项目,激励商业银行新发放保交楼贷款,加快项目建设和交付。努力改善房地产行业资产负债状况,促进房地产市场健康发展

2022年12月	中央经济工作会议	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡
2023年1月	央行、银保监会	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限

资料来源：联合资信整理

从融资层面的政策看，2022年以来面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，融资政策持续改善。2022年11月，从金融“16条”到“地产行业四支箭”融资政策陆续落地，融资端利好集中释放。2023年1月，相关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，同时将完善

针对30家试点房企的“三线四档”部分参数设置。当前行业供需两侧政策支持导向明显，从银行信贷支持、债券融资帮扶到股权融资松绑层层突破，将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但仍需观察政策传导速度及落地效果。

表5 2022年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
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
2022年2月	央行、银保监会	保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理
2022年4月	央行、外汇局	出台23条政策举措支持实体经济，金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放
2022年5月	证监会	积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施REITs试点范围
2022年5月	银保监会	要督促银行保险机构坚持“房住不炒”的定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，支持首套和改善性住房需求，灵活调整受疫情影响人群个人住房贷款还款计划。要区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务
2022年9月	央行、银保监会	完善大型企业债务风险监测和处置，保证房地产融资平稳有序。允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022年11月	央行、银保监会	金融“16条”措施支持稳定房地产开发贷款投放，个人投资者贷款合理需求，开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，保持债券融资和资管产品融资稳定，支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款，鼓励金融机构为专项借款支持项目提供新增配套融资支持，房地产项目并购金融支持，延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排、鼓励商业银行发行支持住房租赁金融债券
2022年11月	银保监会、住建部、央行	允许商业银行与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务
2022年11月	证监会	密切关注房地产行业面临的困难挑战，支持实施改善优质房企资产负债表计划，继续支持房地产企业合理债券融资需求，支持涉房企业开展并购重组及配套融资，支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资
2022年11月	证监会	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外上市政策；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用
2022年11月	央行、银保监会	商业银行境外分支行要加大优质房企内外贷业务的支持力度，加快项目落地
2023年1月	央行、银保监会	有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，针对专注主业、合规经营、资质良好，具有一定系统重要性的优质房企，重点推进“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四个方面共21项工作任务，引导优质房企资产负债表回归安全区间；合理延长房地产贷款集中度管理政策过渡期，完善针对30家试点房企的“三线四档”规则，在保持规则整体框架不变的基础上，完善部分参数设置

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月底，公司控股股东为华发集团，珠海市国资委为公司实际控制人。

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，同时在珠海地区市场占有率常年处于龙头地位，品牌知名度较高。2022年，公司全口径签约销售面积400.90万平方米，签约销售金额1202.41亿元。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

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2023年3月10日，公司本部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四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2023年5月16日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司主要管理制度延续，部分高管和监事发生变化。

跟踪期内，公司法人治理结构及主要管理制度未发生变化。2022年9月公司聘任向宇先生为公司执行副总裁。2022年11月原监事长周优芬辞任，李伟杰补选为公司非职工代表监事，并选举为监事长。

七、经营分析

1. 经营概况

2022年，公司营业总收入保持增长，但受房地产开发与销售业务毛利率下降与计提资产减值损失影响，公司利润总额同比有所下降。2023年一季度，公司营业总收入同比增幅较大，但综合毛利率继续下滑。

2022年，公司营业总收入同比增长15.51%。房地产开发与销售业务收入占比仍超过90%，主营业务突出。其他业务收入主要是与房产开发相关的装饰、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，整体业务规模不大。

毛利率方面，受房地产市场整体下行影响，公司2022年房地产开发与销售业务毛利率同比下降5.37个百分点，但仍处于行业正常水平。受此影响，公司综合毛利率同比下降5.62个百分点。

2023年1-3月，公司实现营业总收入119.58亿元，同比增长47.85%；利润总额11.25亿元，同比增长18.25%；综合毛利率17.12%，受结转项目差异影响，毛利率继续下降。

表6 2020—2022年公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2020年			2021年			2022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	481.11	94.32	25.19	485.99	94.84	25.61	567.84	95.94	20.25
其他业务	28.95	5.68	9.53	26.41	5.16	29.28	24.06	4.06	18.74
合计	510.06	100.00	24.30	512.41	100.00	25.80	591.90	100.00	20.18

资料来源：公司年报，联合资信整理

2. 房地产开发业务

(1) 土地储备

2022年,公司加大核心城市项目的获取力度。公司土地储备充足,整体区域分布较好,但公司合作开发规模较大,面临一定的合作方风险。此外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需持续跟踪。

2022年受房地产行业不景气影响,公司拿地面积有所下降,但加大对以上海为中心的长三角区域投资力度,城市能级提升明显,楼面均价大幅增长。2022年公司并表口径共获取12个项目,其中上海获取6个项目,杭州获取2个项目,核心城市项目的获取有利于公司项目的快速去化。

公司合作开发规模较大,以国企和央企为主,但仍需关注行业下行期的合作方风险。此外,公司与部分出险的民营房企接洽,对部分现存合作项目及旧改项目完成收购,公司在项目尽调及风险化解方面具有一定经验,但仍需关注收购项目中的法律风险以及信用瑕疵等。

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
2020年	290.46	357.25	1.23
2021年	254.80	292.71	1.15
2022年	88.82	272.69	3.07

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2022年底,公司可售项目资源充足,可满足公司3年左右的销售需求,可售项目主要分布在华东、华南及珠海,以一二线城市²为主,计容建筑面积占68.72%。公司仍有一定体量的土地储备位于三线及以下城市,在行业景气度尚未恢复的情况下,需关注低能级城市的去化情况。

表8 截至2022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	143.89	12.54%
华东大区	529.91	46.19%
华南大区	301.68	26.30%
北方大区	143.13	12.48%
北京大区	28.67	2.50%
合计	1147.28	100.00%

注:1.表中数据为并表口径;2.尾数差异系四舍五入导致;3.珠海大区包括: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;华南大区包括:成都、佛山、广州、惠州、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、郑州;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

2022年行业下行压力加大,公司新开工面积大幅减少,但仍保持一定的竣工规模。公司期末在建面积较大,面临一定的开发支出压力。

2022年,房地产行业下行压力加大,但公司新获取项目城市能级提升,使得新获取项目减少叠加需求减弱导致公司新开工面积同比下降45.35%。竣工面积保持一定规模,同比增长5.09%。

表9 公司房地产项目开发情况

(单位:万平方米)

项目	2020年	2021年	2022年
新开工面积	739.71	522.77	285.70
竣工面积	315.00	628.40	660.39

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2022年底,公司期末在建面积1407.42万平方米,公司在建项目规模较大,能够保证未来的销售需求,但也带来了一定的开发建设支出压力。

(3) 房地产销售情况

2022年,受益于核心一二线城市较高的销售价格支撑,在签约销售面积下滑的状况下公司签约销售金额同比仅微幅下降,好于行业平均水平。同时,公司面临一定集中度风险。2023年一季度,公司销售规模同比大幅增长。

² 一线城市包括北京、上海和广州;二线城市包括大连、青岛、沈阳、烟台、郑州、天津、西安、杭州、南京、绍兴、苏州、无锡、武汉、徐州、

义乌、成都、佛山、惠州、昆明、南宁、重庆和珠海;三线及以下城市包括包头、威海、常熟、鄂州、太仓、江门、汕尾、湛江和中山

2022年房地产行业持续不景气，销售端遇冷，受此影响，公司签约销售面积和签约销售金额同比下降14.48%和1.35%，销售降幅好于行业平均水平，销售韧性较强。受益于布局城市能级提升，公司签约销售均价同比有所增长。2023年1-3月，由于市场阶段性回暖，公司签约销售面积和签约销售金额同比增长119.65%和111.90%。

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	2020年	2021年	2022年	2023年1-3月
签约销售面积	503.51	468.76	400.90	164.30
签约销售金额	1204.98	1218.90	1202.41	491.40
签约销售均价	2.39	2.60	3.00	2.99

注：公司房地产项目销售数据为全口径数据；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，2022年，随着公司在长三角获取的项目逐步上市，华东大区的销售占比大幅提升。分城市看，2022年，上海、珠海、杭州、南京和苏州签约销售额分别占24.17%、15.06%、9.07%、9.46%和7.68%，前十大城市合计占83.94%，主要为一二线城市销售集中度较高，不利于经营风险的分散。截至2022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率为80%。

表11 2022年公司销售区域分布

区域	销售金额(亿元)	占比(%)
华东大区	779.09	64.79
珠海大区	181.09	15.06
华南大区	166.85	13.88
北方大区	39.37	3.27
北京区域	36.01	3.00
合计	1202.41	100.00

资料来源：公司年报，联合资信整理

4. 经营效率

2022年公司经营效率有所提升，但与同行业相比仍属一般。

从经营效率指标看，2022年公司存货周转次数、流动资产周转次数和总资产周转次数较上年均有所提高。与同行业上市公司相比，公司经营效率有待提高。

表12 公司与房地产开发类上市公司2022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	0.32	0.27	0.21
首开股份	0.25	0.19	0.16
中国金茂	0.79	0.42	0.20
华发股份	0.21	0.18	0.16

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

5. 未来发展

公司未来的发展战略目标清晰。

未来公司将继续实施竞品战略升级，推动产品品质及竞争力不断提升。业务管控上，围绕精细化管理要求，不断完善各业务条线制度流程建设，通过分级授权机制和审批流程权限的优化调整，进一步理顺“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，扎根珠海，确保珠海的龙头地位；加大对上海、深圳、武汉、南京、杭州、成都、苏州、广州等高能级城市的投资布局，努力开拓其他一线及二线重点城市的市场；采取聚焦战略，持续深耕粤港澳大湾区、长三角区域、京津冀协同发展区域以及长江经济带等核心城市群；项目拓展以核心城市、核心地段的城区盘为主；拓展方式多元化，除公开市场竞买外，强化合作开发、项目并购、城市更新等多种方式。紧盯提质增效主方向，夯实一核三配套的新格局。稳步推进围绕住宅开发为主业，商业地产、物业服务、上下游产业链及境外业务同步前行的“一核三配套”业务发展格局。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年财务报告，大华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2023年一季度财务报表未经审计。

截至2022年底，公司合并资产总额4026.91亿元，所有者权益1094.49亿元(含少数股东权

益897.07亿元)；2022年，公司实现营业总收入591.90亿元，利润总额62.83亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额4268.51亿元，所有者权益1107.67亿元(含少数股东权益917.93亿元)；2023年1-3月，公司实现营业总收入119.58亿元，利润总额11.25亿元。

2. 资产质量

表 13 2020 - 2022 年末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2022 年末较年初增长率 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
流动资产	2925.01	90.87	3126.87	88.07	3508.80	87.13	12.21
货币资金	436.42	13.56	499.94	14.08	528.32	13.12	5.68
存货	2113.75	65.67	2173.78	61.22	2435.44	60.48	12.04
其他流动资产	296.95	9.23	397.15	11.19	487.23	12.10	22.68
非流动资产	293.77	9.13	423.70	11.93	518.11	12.87	22.28
长期股权投资	143.33	4.45	214.75	6.05	252.17	6.26	17.43
资产总额	3218.78	100.00	3550.57	100.00	4026.91	100.00	13.42

注：占比为占资产总额的比例
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年底，公司货币资金较年初略有增长，其中受监管的预售房款为114.56亿元，因下属公司各类保证金等受限2.96亿元，整体受限比例为22.24%，货币资金整体受限比例较低。存货继续增长，其中开发成本占77.21%，开发产品占22.57%，开发产品占比较年初增长2.88个百分点，2022年计提存货跌价准备7.60亿元。公司部分存货位于三线及以下城市，目前房地产行业处于下行周期，房地产市场分化明显，低能级城市市场需求较弱，销售韧性恐不足，存货面临一定的减值压力。其他流动资产随着合作开发规模的增加而增长，公司合作开发以华润置地、招商蛇口和厦门建发等央国企为主，但部分项目曾与出险民企合作开发，虽对部分现存合作项目及旧改项目完成收购，但仍需关注收购项目中的法律风险以及信用瑕疵等。

随着合作开发规模的扩大，公司对合联营项目的投资增加以及权益法下确认的投资收益增长，截至2022年底，公司长期股权投资较年初增长较快。

截至2022年底，公司资产受限情况如表14所

公司资产规模保持增长，货币资金相对充足且受限比例较低，资产质量较好。但仍需关注收购的合作项目及旧改项目的法律风险以及信用瑕疵。

截至2022年底，公司合并资产规模保持增长，资产构成仍以流动资产为主，但占比略有下降。

示，公司资产受限程度一般。

表 14 截至 2022 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	2.96	0.07	保证金
固定资产	3.02	0.08	借款设定抵押
存货	488.22	12.12	借款设定抵押
长期股权投资	12.62	0.31	借款设定质押
投资性房地产	144.52	3.59	借款设定抵押
合计	651.35	16.17	--

注：尾数差异系四舍五入导致；公司受监管的预售房款为114.56亿元，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2023年3月底，公司合并资产总额4268.51亿元，较上年底增长6.00%。其中其他流动资产较上年底增长10.49%，主要系合联营企业往来款增长所致；长期股权投资较上年底下降12.16%，主要系公司收购了深圳融华置地投资有限公司51%股权(对应深圳融创文旅冰雪城项目)使其成为全资子公司所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，但少

数股东权益占比较高，权益结构稳定性有待提升。

截至 2022 年底，公司所有者权益 1094.49 亿元，较年初增长 14.14%。2020—2021 年华发集团子公司及公司对公司控股子公司珠海市海川地产有限公司（以下简称“海川地产”）按股权比例增资近 600 亿元，少数股东权益大幅增长。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占比为 18.04%，少数股东权益占比为 81.96%，在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综

合收益和未分配利润分别占 1.93%、0.65%、-0.08% 和 12.83%。所有者权益结构稳定性有待提升。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益结构变化不大。

(2) 负债

截至 2022 年底，公司负债和债务规模继续增长，债务结构优化，集中偿付压力不大。

截至 2022 年底，公司负债规模保持增长，负债结构变化不大，以流动负债为主。

表 15 2020—2022 年末末公司负债主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2022 年末较年初增长率 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
流动负债	1557.77	60.26	1528.07	58.96	1737.63	59.26	13.71
应付账款	277.29	10.73	312.83	12.07	333.02	11.36	6.46
其他应付款 (合计)	224.23	8.67	217.47	8.39	229.87	7.84	5.70
一年内到期的非流动负债	297.73	11.52	222.29	8.58	253.70	8.65	14.13
合同负债	521.64	20.18	628.34	24.24	803.21	27.39	27.83
非流动负债	1027.22	39.74	1063.59	41.04	1194.79	40.74	12.34
长期借款	794.11	30.72	771.70	29.78	825.84	28.16	7.02
应付债券	186.08	7.20	226.99	8.76	232.88	7.94	2.59
负债总额	2584.99	100.00	2591.66	100.00	2932.42	100.00	13.15

注：占比为占负债总额的比例
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2022 年底，随着公司开发规模的扩大，公司应付账款保持增长，主要系应付工程款相应增加所致；公司其他应付款（合计）有所增长，主要由往来及拆借款（占 76.84%）和土地增值税准备金（占 17.46%）构成；公司合同负债随着预收楼款的增长而增长。

截至 2022 年底，开发规模的扩大使得公司资金需求增加，公司长期借款较年初有所增长；应付债券较年初变化不大。

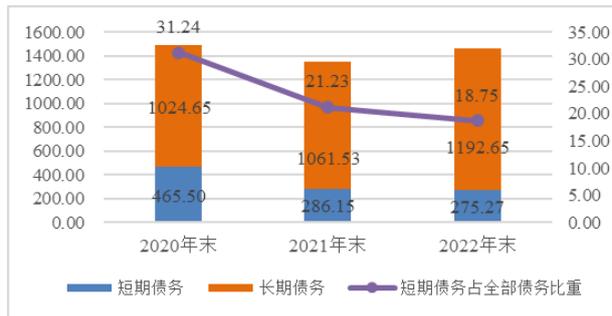
有息债务方面，截至 2022 年底，公司全部债务 1467.92 亿元，较年初增长 8.92%。债务结构方面，短期债务占 18.75%，长期债务占 81.25%，债务结构持续优化。从债务指标来看，截至 2022 年底，公司资产负债率、调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上

年底均有略有下降。

截至 2022 年底，公司其他权益工具 18.84 亿元，全部为永续债，如将永续债调入长期债务，公司全部债务增至 1486.76 亿元。债务结构方面，短期债务 275.27 亿元（占 18.51%），长期债务 1211.49 亿元（占 81.49%）。从债务指标看，截至 2022 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 73.30%、58.02% 和 52.97%，较调整前分别上升 0.47 个百分点、0.74 个百分点和 0.82 个百分点。

截至 2023 年 3 月底，公司负债总额 3160.84 亿元，较上年底增长 7.79%，其中其他应付款（合计）较上年底增长 14.67%，主要系联合营项目往来款增加所致。

图 1 2020 - 2022 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 2 2020 - 2022 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

从债务期限分布看, 截至2022年底, 公司债务期限结构较为合理, 集中偿付压力不大。

表 16 截至 2022 年底公司有息债务期限分布情况

项目	1 年内	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4~5 年	5 年以上	合计
偿还金额 (亿元)	257.62	445.06	357.81	100.95	132.21	146.93	1440.56
占比 (%)	17.88	30.89	24.84	7.01	9.18	10.20	100.00

注: 上表中债务不含永续债、应付利息、应付票据和租赁负债, 故和联合资信口径债务有所差异, 应付债券按到期日计算
资料来源: 公司提供

4. 盈利能力

2022年, 公司营业总收入保持增长, 但利润总额有所下降, 投资收益对利润有一定贡献, 资产减值损失对利润形成侵蚀, 公司整体盈利能力尚可。

2022年公司营业总收入同比增长15.51%, 但利润总额同比下降8.00%, 主要系毛利率下降及计提资产减值损失所致。

2022年公司费用总额39.35亿元, 同比增长20.10%, 其中销售费用19.00亿元, 同比增长20.10%, 主要系行业下行压力加大, 公司加大渠道推广力度所致。管理费用17.58亿元, 同比增长15.12%, 主要系咨询服务费增加所致。

非经常性损益方面, 2022年公司实现投资收益15.38亿元, 同比大幅增长167.43%, 占营业利润的24.61%, 主要系公司合联营项目进入结算期所致。2022年, 公司计提资产减值损失7.60亿元, 对利润侵蚀较大, 主要系房地产行业下行压力较大, 公司对部分存货计提了跌价准备所致。

图 3 2020 - 2022 年公司盈利指标 (单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面, 由于行业景气度下行, 公司毛利率下降叠加计提了较大的资产减值损失, 2022年公司总资产收益率和净资产收益率同比均有所下滑。

与所选公司比较, 2022年公司盈利指标表现尚可。

表 17 房地产开发类上市公司 2022 年盈利指标

公司简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
信达地产	25.20%	3.19%	2.29%
首开股份	16.62%	1.54%	-1.58%
中国金茂	15.84%	2.48%	4.07%
华发股份	20.18%	1.70%	12.71%

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

跟踪期内，公司经营活动现金保持净流入，但无法覆盖投拓及收购项目的投资活动净流出敞口，公司对外部融资有一定依赖。

表 18 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1-3月
经营活动现金流入小计	585.27	771.75	790.85	245.03
其中：销售商品、提供劳务收到的现金	534.6	707.32	722.57	220.07
经营活动现金流出小计	294.18	411.15	407.41	135.31
经营现金流量净额	291.09	360.61	383.44	109.72
投资活动现金流入小计	76.62	100.10	87.10	34.46
投资活动现金流出小计	686.74	539.95	552.40	215.54
投资活动现金流量净额	-610.12	-439.86	-465.30	-181.08
筹资活动前现金流量净额	-319.04	-79.25	-81.86	-71.36
筹资活动现金流入小计	1403.90	1272.75	1109.91	336.57
筹资活动现金流出小计	916.03	1122.49	999.90	242.71
筹资活动现金流量净额	487.86	150.27	110.01	93.85

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2022年，公司经营活动现金流入同比增长2.47%，主要系销售回款增加所致；经营活动现金流出同比略有下降，主要为建设支出和支付的税费。综上，公司经营活动现金保持净流入。

从投资活动看，2022年，公司投资活动现金流入同比下降12.98%；公司将收购项目及购地支出计入投资活动现金流，投资活动现金流出同比变化不大。2022年，公司投资活动现金仍大幅净流出。

2022年，公司筹资活动前现金为负，仍存在一定的对外部融资需求。

从筹资活动看，2022年，公司筹资活动现金流入同比下降12.79%；筹资活动现金流出同比下降10.92%。综上，公司筹资活动现金仍保持净流入。

2023年1-3月，公司经营及筹资活动现金保持净流入，投资活动现金净额仍为负。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现较好，但公司债务规模大，长期偿债指标偏弱，考虑到公司股东背

景较强、区域竞争力突出、融资渠道通畅等有利因素，公司整体偿债能力极强。

表 19 公司偿债指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
短期偿债能力	流动比率(%)	187.77	204.63	201.93	200.31
	速动比率(%)	52.08	62.37	61.77	62.93
	经营现金/流动负债(%)	18.69	23.60	22.07	--
	经营现金/短期债务(倍)	0.63	1.26	1.39	--
长期偿债能力	现金短期债务比(倍)	0.94	1.75	1.92	--
	EBITDA(亿元)	77.30	85.80	78.62	--
	全部债务/EBITDA(倍)	19.28	15.71	18.67	--
	经营现金/全部债务(倍)	0.20	0.27	0.26	--
	EBITDA/利息支出(倍)	0.85	0.91	0.94	--
	经营现金/利息支出(倍)	3.21	3.81	4.57	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至2022年底，公司流动比率和速动比率较上年底变化不大；现金短期债务比较上年底有所提高。截至2023年3月底，公司流动比率和速动比率较上年底变化不大。

从长期偿债能力指标看，2022年，公司EBITDA有所下降，全部债务/EBITDA和EBITDA/利息支出均有所增长。公司债务规模大，长期偿债指标偏弱。

对外担保方面，截至2022年底，公司对外担保合计127.75亿元，均为对合联营公司的担保，占2022年末公司净资产的11.67%，公司对外担保规模大，需关注公司或有负债风险。

未决诉讼方面，截至2022年底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2022年底，公司共计获得银行授信额度2474.45亿元，尚未使用额度1650.68亿元。

7. 公司本部财务分析

公司本部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，公司本部杠杆率较高；利润以投资收益为主。

截至 2022 年底,公司本部资产总额 1382.50 亿元,较年初增长 8.31%。其中,流动资产 540.92 亿元(占 39.13%),非流动资产 841.58 亿元(占 60.87%)。从构成看,公司本部资产主要由对子公司的其他应收款以及长期股权投资构成。

截至 2022 年底,公司本部负债总额 1192.52 亿元,较年初增长 11.64%。其中,流动负债 932.08 亿元(占 78.16%),非流动负债 260.44 亿元(占 21.84%)。公司本部作为融资平台,负债主要为与子公司的往来款其他应付款以及应付债券构成。截至 2022 年底,公司本部全部债务 319.41 亿元。其中,短期债务占 19.24%、长期债务占 80.76%。2020—2022 年底,公司本部所有者权益持续下降,年均复合下降 6.82%,主要系偿还永续债所致。截至 2022 年底,公司本部全部债务资本化比率 62.71%。

2022 年,公司本部营业总收入为 23.24 亿元,营业收入为 23.24 亿元,利润总额为 14.40 亿元。同期,公司本部投资收益为 29.02 亿元。

现金流方面,截至 2022 年底,公司本部经营活动现金流净额为 95.42 亿元,投资活动现金流净额-25.83 亿元,筹资活动现金流净额-57.70 亿元。

九、外部支持

1. 支持能力

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较大的支持。

2. 支持可能性

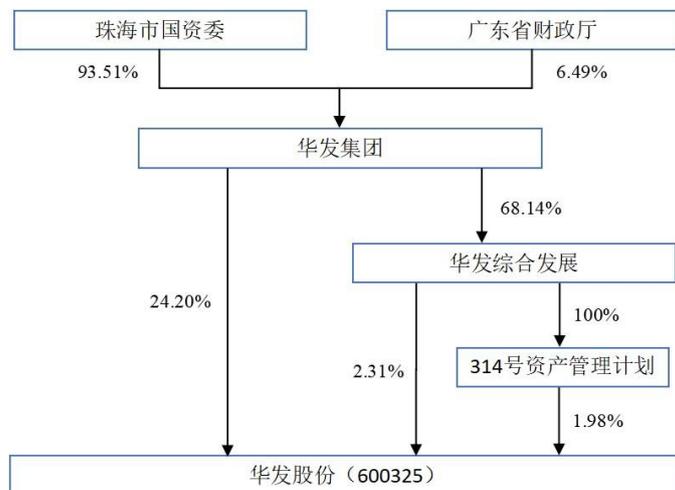
公司作为华发集团房地产开发业务主要运营平台,能够得到其大力支持。2020—2021 年,华发集团旗下珠海华发城市运营投资控股有限公司(以下简称“华发城运”)、珠海城市建设集团有限公司(以下简称“华发城建”)以及公司对海川地产按股权等比例货币增资近 600 亿元,截至 2021 年底,资金已经全部到位。海川

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。截至 2022 年,华发集团财务公司给予公司授信额度 260 亿元,公司已使用额度为 49.23 亿元,具有一定备用流动性。

十、结论

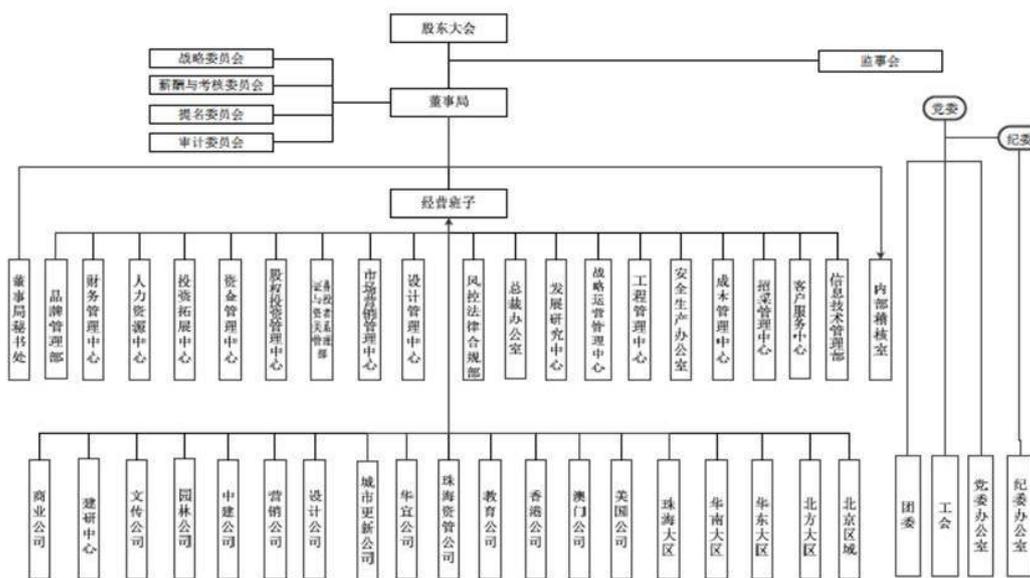
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA,维持“20 华发 02”“20 华发 04”“20 华发 05”“21 华住 01”“21 华发 03”“21 华发 05”“22 华发 03”“20 华发实业 MTN003”“20 华发实业 MTN004”“21 华发实业 MTN001”“21 华发实业 MTN002”“21 华发实业 MTN003”“21 华发实业 MTN004”“22 华发实业 MTN001A”“21 华发实业 MTN001B”“22 华发实业 MTN002A”“22 华发实业 MTN002B”“22 华发实业 MTN003(并购)”“23 华发实业 MTN001”“23 华发实业 MTN002(并购)”的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年月底公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例
上海华泓尚隆房地产开发有限公司	550110.02	房地产开发	50.01%
珠海华晖房地产开发有限公司	4000.00	房地产开发	75.00%
珠海市海川地产有限公司	100903.61	房地产开发	49.75%
太仓禾发房地产开发有限公司	105000.00	房地产开发	49.00%
上海高都置业有限公司	70300.00	房地产开发	30.32%

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	438.57	500.35	528.80	555.96
资产总额 (亿元)	3218.78	3550.57	4026.91	4268.51
所有者权益 (亿元)	633.79	958.92	1094.49	1107.67
短期债务 (亿元)	465.50	286.15	275.27	/
长期债务 (亿元)	1024.65	1061.53	1192.65	/
全部债务 (亿元)	1490.15	1347.69	1467.92	/
营业总收入 (亿元)	510.06	512.41	591.90	119.58
利润总额 (亿元)	62.53	68.29	62.83	11.25
EBITDA (亿元)	77.30	85.80	78.62	--
经营性净现金流 (亿元)	291.09	360.61	383.44	109.72
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	750.63	238.78	97.39	--
存货周转次数 (次)	0.21	0.18	0.20	--
总资产周转次数 (次)	0.18	0.15	0.16	--
现金收入比 (%)	104.82	138.04	122.08	184.03
营业利润率 (%)	17.64	19.24	15.77	14.75
总资本收益率 (%)	2.79	2.64	2.28	--
净资产收益率 (%)	7.19	4.88	4.32	--
长期债务资本化比率 (%)	61.78	52.54	52.15	--
全部债务资本化比率 (%)	70.16	58.43	57.29	--
资产负债率 (%)	80.31	72.99	72.82	74.05
调整后资产负债率 (%)	76.46	67.13	66.00	66.90
流动比率 (%)	187.77	204.63	201.93	200.31
速动比率 (%)	52.08	62.37	61.77	62.93
经营现金流流动负债比 (%)	18.69	23.60	22.07	--
现金短期债务比 (倍)	0.94	1.75	1.92	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.85	0.91	0.94	--
全部债务/EBITDA (倍)	19.28	15.71	18.67	--

注: 1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计, 相关指标未年化; 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有息债务已计入短期债务, 其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务, 母公司债务未调整; 4. 公司 2020 年及 2021 年数据分别为 2021 年及 2022 年期初数; 6. “—”表示指标不适用, “/”表示数据未获取
资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	51.00	22.25	33.83	75.23
资产总额 (亿元)	1147.42	1276.46	1382.50	1567.79
所有者权益 (亿元)	218.80	208.31	189.97	181.40
短期债务 (亿元)	138.76	76.13	61.46	52.43
长期债务 (亿元)	224.66	269.34	257.96	245.32
全部债务 (亿元)	363.42	345.48	319.41	297.75
营业总收入 (亿元)	15.89	22.10	23.24	3.54
利润总额 (亿元)	20.18	25.67	14.40	-2.63
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-83.73	75.04	95.42	30.58
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	*	330.87	19.24	--
存货周转次数 (次)	0.31	0.43	0.59	--
总资产周转次数 (次)	0.01	0.02	0.02	--
现金收入比 (%)	65.89	101.95	19.99	47.69
营业利润率 (%)	8.51	23.79	37.06	51.46
总资本收益率 (%)	/	/	/	/
净资产收益率 (%)	9.70	12.24	7.06	--
长期债务资本化比率 (%)	50.66	56.39	57.59	57.49
全部债务资本化比率 (%)	62.42	62.38	62.71	62.14
资产负债率 (%)	80.93	83.68	86.26	88.43
流动比率 (%)	94.19	65.30	58.03	63.51
速动比率 (%)	88.01	61.58	56.27	62.19
经营现金流动负债比 (%)	-11.91	9.39	10.24	--
现金短期债务比 (倍)	0.37	0.29	0.55	1.43
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

注: 1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计, 相关指标未年化; 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. 公司本部债务未调整; 4. 公司本部 2020 年及 2021 年数据分别为 2021 年及 2022 年期初数; 5. “--”表示指标不适用, “/”表示数据未获取, “*”表示数据过大或过小

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(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%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债)/(资产总计-预收款项-合同负债)×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