

珠海华发实业股份有限公司

2024 年度第三期中期票据

信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕7789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及其拟发行的 2024 年度第三期中期票据的信用状况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 2024 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

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年八月十六日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

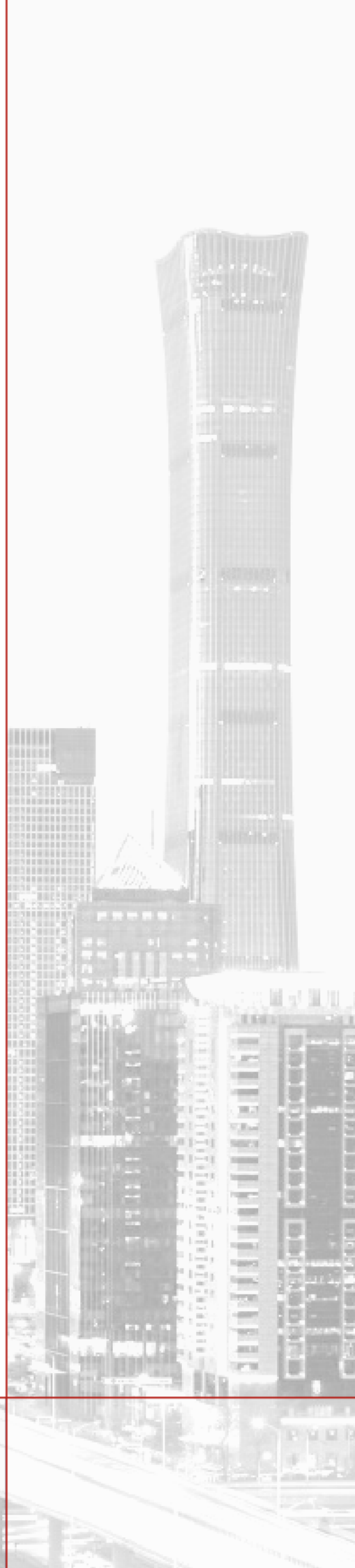
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、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。

六、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。

七、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。

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。



珠海华发实业股份有限公司

2024 年度第三期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2024/08/16

债项概况 本期债项基础发行规模为 0.00 亿元，发行上限为 11.40 亿元，本期债项分为两个品种，品种一期限为 5（3+2）年，附第 3 个计息年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。品种二期限为 5（2+2+1）年，附第 2 个计息年末和第 4 个计息年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债项按面值平价发行，按年付息，到期一次还本。本期债项募集资金拟全部用于偿还债务融资工具本息。

评级观点 珠海华发实业股份有限公司（以下简称“公司”）为珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）旗下 A 股上市公司，管理水平较好，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。经营方面，2021 年以来公司保持较大的拿地力度，并加大对高能级城市核心区域的土地获取，土地储备较充足，区域分布较好，2022—2023 年公司销售规模基本稳定，但 2024 年一季度销售规模同比大幅下降，需关注低能级城市存量项目销售去化以及并购项目后续去化情况；财务方面，公司货币资金相对充足，债务负担尚可，债务结构合理，融资渠道畅通，财务弹性较强，但公司对外部融资较为依赖，存货部分位于三四线城市，有一定减值压力，合作开发规模较大，少数股东权益占比高，行业下行期可能导致风险传染。偿债指标方面，公司短期偿债指标尚可，但长期偿债指标偏弱。

个体调整：无。

外部支持调整：公司控股股东华发集团综合实力强，在资金方面给予公司大力支持。

评级展望 若公司能够在高能级城市及时补充土地储备，随着项目开发销售的持续推进，公司经营状况将保持良好，评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：无。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司销售回款大幅下降，融资渠道受阻，现金类资产对短期债务比大幅下降；公司大幅亏损，所有者权益大幅下降。

优势

- **股东实力雄厚，区域竞争力较强。**公司控股股东华发集团有限公司为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会直属的综合性平台，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。
- **土地储备布局优化，销售韧性较强。**2022 年以来，公司加大对高能级城市核心区域的拿地力度，城市布局优化，2022 年及 2023 年销售金额基本稳定，好于行业平均水平，表现出较强的销售韧性。
- **融资渠道相对畅通，财务弹性较强，债务结构合理。**截至 2024 年 3 月底，公司尚未使用授信 2241.12 亿元，尚未使用授信充足，且公司于 2023 年定向增发补充权益性资金，融资渠道相对畅通，财务弹性较强；截至 2023 年底，公司债务到期较为均匀，债务结构合理，集中偿付压力不大。

关注

- **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，目前行业趋势未见好转。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。
- **高能级城市面临补货压力，低能级城市项目面临一定去化压力，且存货面临一定减值压力。**截至 2023 年底，公司土地储备面积分布和主要销售贡献城市存在错配，销售主要由高能级城市贡献，而低能级城市土地储备面积规模较大，面临一定的去化压力，公司存货减值计提比例较低，未来面临一定的减值压力。

- **合作开发规模较大，少数股东权益占比高，权益稳定性有待提高，且需关注行业下行期合联营项目情况。**公司合作开发规模较大，少数股东权益占比高，截至 2023 年底少数股东权益占 83.16%，权益稳定性有待提高，且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。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208
评级模型	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	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	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：股东支持				+2
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

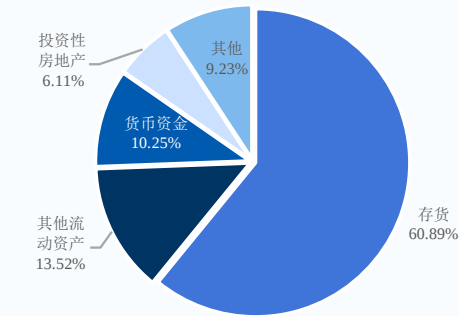
主要财务数据

合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	500.35	533.20	463.42	419.39
资产总额（亿元）	3550.57	4035.99	4516.99	4597.16
所有者权益（亿元）	958.92	1091.72	1317.00	1316.36
短期债务（亿元）	286.15	279.13	252.69	/
长期债务（亿元）	1061.53	1192.70	1207.21	/
全部债务（亿元）	1347.69	1471.83	1459.89	/
营业总收入（亿元）	512.41	604.47	721.45	70.00
利润总额（亿元）	68.29	65.29	58.73	5.89
EBITDA（亿元）	85.80	81.37	76.89	--
经营性净现金流（亿元）	360.61	385.46	505.44	5.77
营业利润率（%）	19.24	15.82	14.33	14.05
净资产收益率（%）	4.88	4.47	2.63	--
资产负债率（%）	72.99	72.95	70.84	71.37
全部债务资本化比率（%）	58.43	57.41	52.57	/
流动比率（%）	204.63	201.07	194.76	190.29
经营现金流动负债比（%）	23.60	22.04	25.43	--
现金短期债务比（倍）	1.75	1.91	1.83	/
EBITDA 利息倍数（倍）	0.91	0.97	0.81	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.71	18.09	18.99	--
公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	1276.46	1382.50	1624.55	1747.79
所有者权益（亿元）	208.31	189.97	220.13	218.09
全部债务（亿元）	345.48	319.41	300.21	307.52
营业总收入（亿元）	22.10	23.24	18.82	1.63
利润总额（亿元）	25.67	14.40	5.07	-1.90
资产负债率（%）	83.68	86.26	86.45	87.52
全部债务资本化比率（%）	62.38	62.71	57.70	58.51
流动比率（%）	65.30	58.03	61.54	63.75
经营现金流动负债比（%）	9.39	10.24	5.61	--

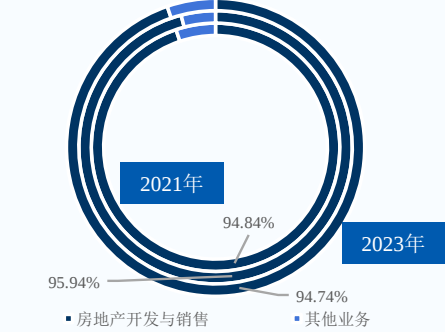
注：1. 公司 2024 年 1—3 月财务报表未经审计，相关指标未年化；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务，公司本部债务未调整，未获取 2024 年 3 月底公司债务调整数据，故不计算相关债务数据；4. 公司 2021 年及 2022 年数据分别为 2022 年及 2023 年期初数；5. “—”表示指标不适用，“/”表示数据未获取

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

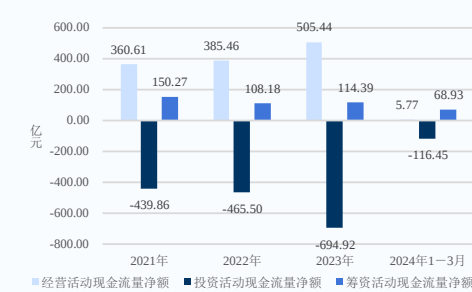
2023 年底公司资产构成



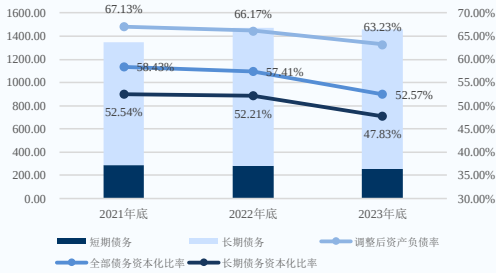
公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/07/17	杨哲 卢瑞	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	阅读全文
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企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
AA+/稳定	2016/06/06	杨世龙 李莹	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（2015 年）	阅读全文

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

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：杨 哲 yangzhe@lhratings.com

项目组成员：卢 瑞 lurui@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、主体概况

珠海华发实业股份有限公司（以下简称“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2024年3月底，公司总股本27.52亿元，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。

公司主营业务为房地产开发，按照联合资信行业分类标准划分为房地产行业。

截至2023年底，公司内设财务管理中心、人力资源中心、投资拓展中心及资金管理中心等多个职能部门，2023年公司完成华东大区和北京区域整合，形成“3+1”区域管控格局，员工总数1.49万人，合并范围内子公司697家。

截至2023年底，公司合并资产总额4516.99亿元，所有者权益1317.00亿元（含少数股东权益1095.23亿元）；2023年，公司实现营业总收入721.45亿元，利润总额58.73亿元。截至2024年3月底，公司合并资产总额4597.16亿元，所有者权益1316.36亿元（含少数股东权益1092.00亿元）；2024年1—3月，公司实现营业总收入70.00亿元，利润总额5.89亿元。

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。

二、本期债项概况

公司拟发行“珠海华发实业股份有限公司2024年度第三期中期票据”（以下简称“本期债项”），本期债项基础发行规模为0.00亿元，发行上限为11.40亿元。本期债项分为两个品种，品种一期限为5（3+2）年，附第3个计息年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。品种二期限为5（2+2+1）年，附第2个计息年末和第4个计息年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，公司与主承销商有权根据簿记建档情况对本期债项各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时将另一品种发行规模增加相同金额；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制。本期债项按面值平价发行，按年付息，到期一次还本。本期债项募集资金拟全部用于偿还债务融资工具本息。

本期债项无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2024年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024年一季度，中国经济开局良好。一季度GDP同比增长5.3%，上年四季度同比增长5.2%，一季度GDP增速稳中有升；满足全年经济增长5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024年一季度报）》](#)。

四、行业分析

2024年一季度，房地产市场销售下行趋势扩大，行业仍处于探底状态。受销售端低迷影响，投资新开工表现延续弱势，叠加融资端修复有限，房企资金仍承压。在房地产市场供求关系发生重大变化的背景下，2024年以来，中央以“去库存”作为政策导向，宽松政策频出，同时融资支持政策带动房企项目层面流动性得到一定程度改善。但宽松政策的频出仅阶段性刺激了市场需求，需求端信心修复仍需一定时间。详见[《2024年一季度房地产行业分析》](#)。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司开发经验丰富，销售规模较大，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，先后开发“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”等楼盘，具备丰富的住宅开发经验，品牌知名度较高，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。2023 年，公司全口径签约销售面积 399.38 万平方米，全口径签约销售金额 1259.88 亿元，克而瑞排名 14。

2 信用记录

公司过往债务履约良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用记录》（中征码：4404010000163038），截至 2024 年 6 月 5 日，公司本部未结清和已结清信贷信息中无不良或关注类信贷记录。

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 2024 年 8 月 16 日，联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单，公司在国家企业信用信息公示系统、资本市场违法违规失信记录平台、重大税收违法失信案件以及信用中国中无不良记录。

六、管理分析

1 法人治理

公司法人治理较完善。

公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事局、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

2 管理水平

公司内部管理制度较为健全，整体管理运作情况良好。

公司根据所处行业、经营方式以及公司业务具体情况，建立健全了相应的内部控制制度。

投资管理方面，城市公司负责其区域范围内土地信息收集（已进驻的城市）或由投资拓展部派专人负责土地信息收集（未进驻的目标城市），编制《项目简报》向投资拓展部报告，由投资拓展部对地块进行深入调研，撰写项目可行性研究报告后，上报公司投资管理工作小组审议，并根据授权范围上报股东大会或董事局批准后实施竞拍，资金管理部负责准备资金，由参与地块竞买的公司财务部门负责按《出让合同》的约定完成付款工作。

资金管理方面，公司资金管理的决策机构为公司资金管理工作小组，工作职责是为公司各项业务提供资金保障的前提下，确保现金流充裕，财务收支结算顺畅，资产状况健康可持续性发展，并利用各种投融资渠道和理财工具，提高公司资金使用效率和收益，其主要工作内容分为经营管理、工程项目和信贷融资等三部分。

财务管理方面，公司设财务管理中心，下属公司设立财务部的，需报公司财务总监审核、总裁审定后，经公司董事局批准，并在公司财务管理中心备案。不单独设立财务部的下属公司业务由公司财务管理中心负责办理。

七、重大事项

非公开发行股票有助于增加权益性资金，改善公司资产负债表。

2022 年 12 月 6 日，公司公告称，拟向包括华发集团在内的不超过三十五名的特定投资者非公开发行股票不超过 63500 万股（含），拟募集资金不超过 60.00 亿元，用于项目建设以及补充流动资金，发行对象均以现金认购。其中华发集团参与认购金额不超过 30.00 亿元，且认购数量不低于本次非公开发行实际数量的 28.49%。截至 2023 年 11 月 2 日，公司已完成向特定对象发行股票，净募集资金 50.42 亿元，有助于改善公司资产负债表。本次定增完成后，公司总股本为 27.52 亿元，华发集团仍为公司控股股东，直接持有公司股份比例由 24.20% 上升至 26.34%。

八、经营分析

1 经营概况

2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，但受房地产业务毛利率持续下降影响，公司综合毛利率呈下行趋势。2024 年 1—3 月，公司综合毛利率延续下滑态势。

公司在深耕珠海的基础上，逐步向外拓展，业务聚焦于粤港澳大湾区、长三角区域、京津冀协同发展区域以及长江中下游区域，以经济带核心城市为依托，对周边卫星城市进行渗透。公司拿地方式以招拍挂为主，旧改以及收并购为辅，合作开发规模较大，产品主要包括刚需及改善型住宅。

2021—2023 年，由于房地产业务结转规模增长，公司营业总收入持续增长。从收入构成看，房地产业务收入占营业总收入的比重均在 90%以上，主营业务突出。其他业务主要是与房地产开发相关的装饰、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。从毛利率看，由于结转房地产项目成本增加以及近年来房地产市场低迷，产品价格走低，公司房地产业务毛利率持续下降，受此影响，公司综合毛利率亦持续走低。

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 70.00 亿元，同比下降 41.46%，主要系房地产业务结转收入下降所致，综合毛利率进一步下降至 15.09%。

图表 1 • 2021—2023 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 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	485.99	94.84%	25.61%	567.84	95.94%	20.25%	683.50	94.74%	17.98%
其他业务	26.42	5.16%	29.28%	24.06	4.06%	18.74%	37.95	5.26%	20.88%
合计	512.41	100.00%	25.80%	591.90	100.00%	20.18%	721.45	100.00%	18.14%

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

2021—2023 年，公司在房地产行业下行期仍保持了较大的拿地力度，加大对核心城市项目的获取力度，有利于去化，但仍需关注行业下行期大规模拿地带来的去化压力。公司土地储备较充足，整体区域分布较好，但个别低能级城市存量项目销售去化以及合作方风险仍值得关注。

近年来，公司在深耕珠海的基础上积极向华东、华中和华南等珠海以外地区扩张，虽然房地产行业景气度在低位徘徊，公司仍保持了较大的拿地力度，土地投资金额维持高位，2021—2023 年，公司项目拓展聚焦于长三角和大湾区一二线城市，主要包括上海、珠海、南京、徐州、无锡、苏州、惠州和广州等城市，2022 年公司抓住窗口期，加大对以上海为核心的长三角区域拿地力度，当年在上海获取 6 个项目，楼面均价大幅提升；2023 年以来公司进一步聚焦上海、广州、深圳、北京、杭州和成都等高能级城市，全口径共获取项目 23 个，其中上海 5 个、杭州 4 个、南京和成都各 3 个。2024 年一季度，公司在广州和上海各获取一个项目，区位较好，楼面地价高。

公司合作开发规模较大，合作方以国企和央企为主，但仍需关注行业下行期合作方风险。

图表 2 • 公司土地储备获取情况

年份	建筑面积（万平方米）	土地出让金额（亿元）	楼面均价（万元/平方米）
2021 年	254.80	292.71	1.15
2022 年	88.82	272.69	3.07
2023 年	287.86	308.91	1.08
2024 年 1—3 月	9.30	57.41	6.17

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 2023 年底，公司合并口径未售土地储备 1364.67 万平方米，能够满足公司 3 年左右的销售需求，剩余土地储备主要分布在华南、华东和珠海，一二线¹城市土地储备计容建筑面积占 75.22%，但仍有一定体量的未售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，需关注低能级城市项目的去化情况。此外，从土地储备面积城市分布来看，公司前十大城市土地储备占 75.12%，其中珠海、深圳、武汉、鄂州和湛江分别占 16.51%、11.16%、10.87%、9.57%和 5.73%，集中度较高，且在鄂州和湛江等低能级城市有一定规模的土地储备，后续去化情况值得关注。

图表 3 • 截至 2023 年底公司剩余可售项目情况

区域	剩余可售面积（万平方米）	占比
北方区域	191.46	14.03%
华东区域	492.67	36.10%
华南区域	455.29	33.36%
珠海区域	225.24	16.51%
总计	1364.67	100.00%

注：1. 表中数据为并表口径，未开发土地储备剩余可售面积以计容建筑面积代替，包括长租公寓和商业项目；2. 尾数差异系四舍五入所致；3. 珠海区域包括：珠海；华东区域包括：常熟、鄂州、杭州、南京、上海、绍兴、苏州、太仓、无锡、武汉、徐州和义乌；华南区域包括：成都、佛山、广州、惠州、江门、昆明、南宁、汕尾、深圳、湛江、中山和重庆；北方区域包括：包头、北京、大连、青岛、沈阳、天津、威海、西安、烟台和郑州
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

（2）项目开发建设

2021—2023 年，公司新开工面积持续下降，竣工面积波动下降，公司期末在建面积较大，带来一定的开发建设支出压力。

从项目开发看，2021—2023 年，由于房地产行业景气度持续在低位徘徊，需求端持续遇冷，加之公司 2022 年新获取项目建筑面积规模较小，新开工面积持续下降。但公司仍保持较大的竣工力度，竣工面积 2021—2022 年保持增长，2023 年有所下降。截至 2024 年 3 月底，公司期末在建面积 1142.46 万平方米。公司在建项目规模大，带来一定的开发建设压力。

图表 4 • 公司房地产项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
新开工面积	522.77	285.70	204.75	40.39
竣工面积	628.40	660.39	514.93	129.05

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

（3）房地产销售情况

2021—2023 年，随着公司土地储备城市能级的提升，签约销售均价持续增长，签约销售金额基本稳定，表现出较强的销售韧性。但销售贡献城市集中在高能级城市，未来面临一定的补货压力，而低能级城市去化压力较大。2024 年一季度，由于行业景气度下行，公司销售规模同比下降明显，若公司在高能级城市未能及时补货，未来销售下行压力较大。

从签约销售情况看，2021—2023 年，公司签约销售面积持续下降，虽然房地产行业景气度处于下行阶段，但受益于公司加大对高能级城市的投资，销售均价逐年提升，签约销售金额基本平稳，2023 年签约销售金额略有增长，体现出较强的销售韧性。2024 年 1—3 月，受行业景气度影响，公司全口径销售金额 203.70 亿元，较上年同期下降 58.55%。

图表 5 • 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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
签约销售面积	468.76	400.90	399.38	68.50
签约销售金额	1218.90	1202.41	1259.88	203.70
签约销售均价	2.60	3.00	3.15	2.97

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，2021—2023 年，华东区域销售贡献增幅较大，主要系 2022 年以来公司在长三角区域获取的项目逐步上市所致。从城市来看，2023 年，前十大城市销售金额合计占 86.13%，销售集中度较 2022 年进一步提高（2022 年为 83.94%），与公司高能级城市聚焦策

¹ 一线城市包括北京、上海、广州和深圳；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

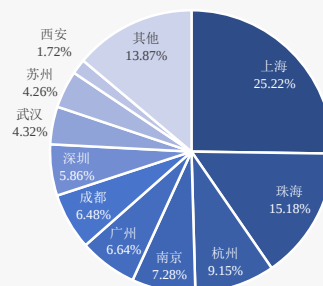
略相匹配，但土地储备中存量三四线城市仍占有一定规模，对销售贡献较小。公司低能级城市项目面临的销售去化压力较大，若公司在高能级城市未能及时补货，公司销售下行压力较大。

图表 6 • 2023 年公司销售区域分布

区域	销售金额（亿元）	占比
北方区域	65.72	5.22%
华东区域	692.71	54.98%
华南区域	310.19	24.62%
珠海区域	191.27	15.18%
总计	1259.88	100.00%

注：表中北方区域包括北京和天津，和土储口径有差异
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图表 7 • 2023 年销售金额占比前十大城市情况



注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

3 经营效率

近三年公司经营效率持续提升，但与同行业公司相比有待提升。

从经营效率指标看，近三年随着公司房地产业务结转收入规模的增加，公司存货周转次数和总资产周转次数持续增长，与同行业公司相比，公司经营效率有待提升。

图表 8 • 2023 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	建发房地产集团有限公司	北京首都开发股份有限公司	中国铁建房地产集团有限公司
存货周转次数（次）	0.23	0.46	0.31	0.37
总资产周转次数（次）	0.17	0.31	0.18	0.27

注：为便于对比，上表公司相关数据均来自 Wind
资料来源：联合资信根据公开信息整理

4 未来发展

公司未来将持续加大对高能级城市核心区域投资，提升产品品质，有利于公司去化。

未来公司将实施精品战略升级，持续优化产品品质，夯实产品力，迭代升级新一代好房子，提升产品技术标准，将科技智慧融入进未来住宅产品之中。业务管控上，围绕精细化管理要求，公司将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，完善“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，公司将继续扎根珠海，确保珠海的龙头地位；加大对上海、广州、深圳、北京、杭州、成都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。公司将紧盯提质增效主方向，夯实“1+3”业务格局，稳步推进围绕精品住宅为主业，商业运营、物业服务、上下游产业链业务同步前行的业务发展格局。

九、财务分析

公司提供了 2021—2023 年财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）²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报告。公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

1 资产质量

2021—2023 年末，公司资产规模持续增长，流动资产占比高，存货规模大，当前房地产行业仍面临较大的下行压力，需关注其去化情况，且存货跌价准备计提比例较低，未来面临一定的存货减值压力；公司货币资金相对充足，合作开发规模较大，合作方虽以央国企为主，但仍需关注行业下行期可能带来的风险传递。

² 2024 年 5 月 13 日，大华会计师事务所（特殊普通合伙）被中国证券监督管理委员会江苏证监局暂停从事证券服务业 6 个月，并被罚没 4132.08 万元

2021—2023 年末公司资产总额持续增长，以存货为主的流动资产占比高。截至 2023 年底，公司货币资金 463.20 亿元，其中受限资金 8.50 亿元，预售监管资金 113.07 亿元。2021—2023 年末，公司保持较大的拿地力度，存货持续增长，截至 2023 年底，公司存货较年初增长 12.92%，其中开发产品占 22.34%，2023 年公司存货计提跌价准备 15.95 亿元，期末累计计提存货跌价准备 19.07 亿元，计提比例为 0.69%，计提比例较低，当前房地产行业仍面临较大的下行压力，且公司有部分存量项目位于三四线城市，未来面临一定的存货减值压力。其他流动资产主要为合作开发项目往来款项，2021 年以来持续增长，公司合作方以华润置地、招商蛇口和厦门建发等央国企为主。随着合作开发规模扩大，对合联营企业投资增加以及权益法下确认的投资收益的波动，公司长期股权投资保持增长。公司将部分存货如商业和公寓等转入投资性房地产科目计量，公司投资性房地产以公允价值模式进行后续计量，2021 年以来持续增长，截至 2023 年底，公司投资性房地产较年初增长 64.62%，其中 2023 年由存货转入投资性房地产的金额为 96.96 亿元，出租房产的租金收入为 6.80 亿元，较上年增长 97.77%。

截至 2024 年 3 月底，公司资产规模继续增长，资产结构变化不大。

图表 9 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	3126.87	88.07%	3517.03	87.14%	3871.06	85.70%	3910.82	85.07%
货币资金	499.94	14.08%	532.92	13.20%	463.20	10.25%	419.14	9.12%
存货	2173.78	61.22%	2435.53	60.35%	2750.32	60.89%	2793.34	60.76%
其他流动资产	397.15	11.19%	487.25	12.07%	610.62	13.52%	645.07	14.03%
非流动资产	423.70	11.93%	518.95	12.86%	645.93	14.30%	686.33	14.93%
长期股权投资	214.75	6.05%	252.19	6.25%	252.46	5.59%	283.45	6.17%
投资性房地产	120.39	3.39%	167.73	4.16%	276.11	6.11%	276.11	6.01%
资产总额	3550.57	100.00%	4035.99	100.00%	4516.99	100.00%	4597.16	100.00%

注：尾数系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2023 年底，公司受限资产规模如图表 10 所示，总体看公司资产受限程度一般。

图表 10 • 截至 2023 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	8.50	0.19%	各类保证金
固定资产	8.07	0.18%	借款设定抵押
存货	482.72	10.69%	借款设定抵押
长期股权投资	4.21	0.09%	借款设定质押
投资性房地产	162.20	3.59%	借款设定抵押
合计	665.71	14.74%	--

注：尾数差异系四舍五入导致；货币资金中预售监管资金不含在上表数据中
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

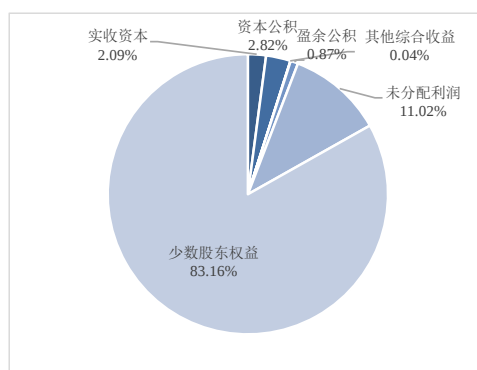
2 资本结构

（1）所有者权益

近年来公司所有者权益增长较快，但少数股东权益占比高，权益稳定性有待提高。

2020—2021 年华发集团子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”）增资近 300 亿元，少数股东权益大幅增长，带动所有者权益持续增长。2023 年公司赎回永续债 19.00 亿元，其他权益工具归零。截至 2023 年底，公司所有者权益 1317.00 亿元，较上年底增长 20.64%，主要系公司定向增发以及少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 16.84%，少数股东权益占比为 83.16%。截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益 1316.36 亿元，较上年底下降 0.05%，权益结构变动不大。公司少数股东权益占比高，权益稳定性有待提高。

图表 11 • 截至 2023 年底公司所有者权益构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(2) 负债

2021—2023 年末，随着开发规模的扩大，公司负债总额持续增长；全部债务波动增长，融资结构尚可，但融资成本偏高，公司债务期限结构较合理，集中偿付压力不大。

2021—2023 年底，公司负债总额持续增长，流动负债占比高。经营性负债方面，随着开发规模的扩大，公司应付账款增加，往来及拆借款和土地增值税的增长带动其他应付款（合计）持续增长，截至 2023 年底，公司其他应付款（合计）主要由往来及拆借款（占 80.81%）和土地增值税准备金（占 13.21%）构成。截至 2024 年 3 月底，公司负债总额有所增长，负债结构变化不大。

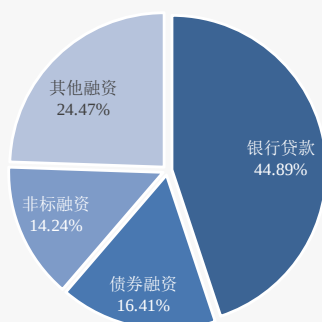
图表 12 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	1528.07	58.96%	1749.19	59.41%	1987.64	62.11%	2055.24	62.64%
应付账款	312.83	12.07%	334.35	11.36%	412.50	12.89%	383.87	11.70%
其他应付款（合计）	217.47	8.39%	233.94	7.95%	282.13	8.82%	300.11	9.15%
一年内到期的非流动负债	222.29	8.58%	253.74	8.62%	248.05	7.75%	269.93	8.23%
合同负债	628.34	24.24%	803.95	27.31%	930.18	29.07%	973.17	29.66%
非流动负债	1063.59	41.04%	1195.07	40.59%	1212.36	37.89%	1225.56	37.36%
长期借款	771.70	29.78%	825.84	28.05%	820.13	25.63%	842.20	25.67%
应付债券	226.99	8.76%	232.88	7.91%	214.64	6.71%	210.95	6.43%
其他非流动负债	53.10	2.05%	124.26	4.22%	164.01	5.13%	159.29	4.86%
负债总额	2591.66	100.00%	2944.27	100.00%	3200.00	100.00%	3280.80	100.00%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

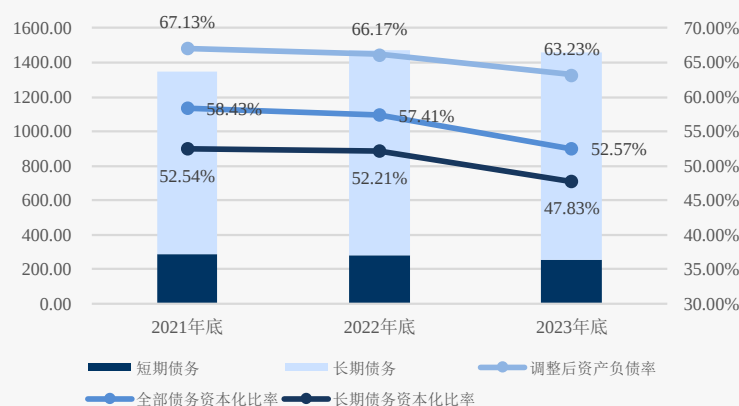
图表 13 • 2023 年底公司融资渠道构成



注：图中的融资渠道构成以公司年报披露的有息债务 1440.09 亿元为基础计算，和联合资信全部债务口径有差异；其他融资包括资产证券化产品、保理、华发集团借款以及地方金交所融资等

资料来源：公司提供，联合资信整理

图表 14 • 2021—2023 年底公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

融资渠道方面，如图表 13 所示，截至 2023 年底，公司银行借款占 44.89%，非标融资和债券融资有一定规模，融资渠道构成尚可。2023 年公司平均融资成本为 5.48%，融资成本在大型房地产开发国企中相对偏高。有息债务方面，2021—2023 年底公司全部债务波动增长，截至 2023 年底，公司全部债务为 1459.89 亿元。2021—2023 年底，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率及长期资本化比率持续下降，债务负担尚可，2023 年底各债务指标均有明显下降，一方面系公司控制债务规模，另一方面系公司合作开发下少数股东权益增长所致。

从债务期限结构来看，公司债务期限结构较为合理，集中偿付压力不大。

图表 15 • 截至 2023 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）	241.34	387.33	325.21	158.01	108.92	219.29	1440.09
占比	16.76%	26.90%	22.58%	10.97%	7.56%	15.23%	100.00%

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

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，毛利率的持续下降以及存货跌价准备削弱了公司盈利能力，利润总额呈下降趋势，投资收益波动较大。与同行业公司相比，公司整体盈利能力较好。公司 2022 年以来获取的项目土地成本尚可，有一定盈利空间，但当前房地产行业未见明显好转，未来公司盈利能力可能进一步下滑。

2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，但由于毛利率下降以及资产减值损失增加，公司利润总额持续下降。公司 2022 年以来获取的项目土地成本尚可，有一定的盈利空间，但当前房地产行业未见明显好转，未来毛利率可能进一步下降。

期间费用方面，2021—2023 年，公司期间费用持续增长，2023 年公司期间费用 42.30 亿元，从构成看，销售费用、管理费用和财务费用分别占 56.33%、35.11%和 6.74%，其中销售费用 23.83 亿元，同比增长 26.62%，销售规模未明显增长而销售费用增幅较大主要系推广费用增加所致。

2021—2023 年，公司投资收益有所波动，2023 年大幅下降主要系合联营企业投资收益下降所致；同期，公司资产减值损失持续扩大，主要系行业下行压力加大，全国房价普遍下行，公司计提的存货跌价准备增加所致。

2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 41.46%，利润总额同比下降 47.66%。

盈利指标方面，近三年随着毛利率持续下行以及资产减值增加，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率持续下降。与所选公司相比，2023 年公司盈利能力较好。

图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	512.41	604.47	721.45	70.00
营业成本	380.20	482.68	590.61	59.44
期间费用	34.23	39.58	42.30	6.66
资产减值损失	-0.10	-7.60	-15.95	--
投资收益	5.75	15.39	2.81	2.72
利润总额	68.29	65.29	58.73	5.89
营业利润率（%）	19.24	15.82	14.33	14.05
总资本收益率（%）	2.64	2.34	1.72	--
净资产收益率（%）	4.88	4.47	2.63	--

图表 17 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	建发房地产集团有限公司	北京首都开发股份有限公司	中国铁建房地产集团有限公司
营业总收入（亿元）	721.45	1386.88	477.63	632.04
销售毛利率	18.14%	12.43%	11.49%	10.56%
总资产报酬率	1.44%	2.06%	-0.75%	1.14%
净资产收益率	8.77%	10.73%	-25.59%	0.38%

注：为便于与同行业公司上市公司进行比较，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：Wind，联合资信整理

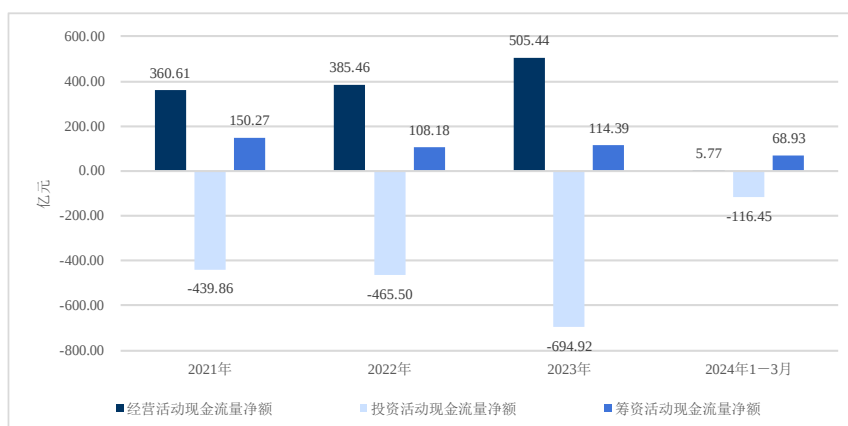
4 现金流

公司经营活动现金流持续净流入，但无法覆盖近年较大规模投拓及收购项目产生的投资活动净流出敞口，公司对外部融资有一定依赖。预计 2024 年仍将有一定的外部融资需求。

经营活动方面，2021—2023 年，随着公司加强销售回款管控，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 707.32 亿元、722.57 亿元和 846.89 亿元，持续增长，公司经营活动现金流持续净流入。投资活动方面，公司将购地支出计入购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，2021 年以来，公司仍保持较大力度的土地投资力度，投资活动现金净流出金额较大。2021—2023 年，公司筹资活动前现金流量分别为-79.25 亿元、-80.04 亿元和-189.48 亿元，公司经营活动现金不能覆盖投资支出，对外部融资有一定依赖。筹资活动方面，2021—2023 年，公司融资渠道尚属畅通，筹资活动现金流保持净流入。

2024 年 1—3 月，随着销售规模的大幅下降，公司经营活动现金流仍保持净流入但规模减小；投资活动方面，公司期内获取两块土地，投资活动现金流为净流出；筹资活动现金流保持净流入。2024 年公司销售目标与 2023 年持平，拿地等投资支出仍将保持较大规模，截至 2024 年 5 月 17 日，年内公司尚有 89.40 亿元（不含结构化产品）的债券到期或回售，预计以借新还旧为主，公司仍将有一定的外部融资需求。

图表 18 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司现金流量情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

5 偿债指标

公司短期偿债指标尚可，长期偿债指标偏弱，融资渠道通畅。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	204.63	201.07	194.76	190.29
	速动比率 (%)	62.37	61.83	56.39	54.37
	经营现金/流动负债 (%)	23.60	22.04	25.43	--
	经营现金/短期债务 (倍)	1.26	1.38	2.00	--
	现金短期债务比 (倍)	1.75	1.91	1.83	/
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	85.80	81.37	76.89	--
	全部债务/EBITDA (倍)	15.71	18.09	18.99	--
	经营现金/全部债务 (倍)	0.27	0.26	0.35	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	0.91	0.97	0.81	--
	经营现金/利息支出 (倍)	3.81	4.58	5.35	--

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

从短期偿债指标看，2021—2023 年末，公司流动比率和速动比率持续下降，截至 2023 年底，现金短期债务比为 1.83 倍，剔除受限资金及预售监管资金后货币资金对短期债务的覆盖倍数为 1.35 倍，公司短期偿债指标尚可。

从长期偿债指标看，2021—2023 年，公司 EBITDA 持续下降，对利息支出和全部债务的覆盖程度较差，公司债务规模大，长期偿债指标偏弱。

对外担保方面，截至 2024 年 3 月底，除对购房者提供的担保外，公司对外担保 103.50 亿元，均为对合联营企业担保，公司对外担保规模较大，需关注公司合作项目带来的或有负债风险。

未决诉讼方面，截至 2024 年 3 月底，公司无重大未决诉讼及仲裁。

银行授信方面，截至 2024 年 3 月底，公司共获得银行授信 3141.32 亿元，尚未使用授信 2241.12 亿元，间接融资渠道畅通，且公司为上市公司，2023 年完成定向增发，具有一定直接融资渠道。

6 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，债务负担尚可，货币资金可以覆盖短期债务。

2021—2023 年末，公司本部资产总额持续增长，年均复合增长 12.81%。截至 2023 年底，公司本部资产总额 1624.55 亿元，较上年底增长 17.51%，主要由长期股权投资（占 55.11%，主要为持有子公司股权）和其他应收款（占 35.63%，主要为与子公司的资金往来）构成；全部债务持续下降，截至 2023 年底，公司本部全部债务 300.21 亿元，全部债务资本化比率为 57.70%，其中短期债务 56.30 亿元，公司本部货币资金为 75.54 亿元，对短期债务的覆盖倍数尚可。

2021—2023 年，公司本部营业总收入波动下降，2023 年实现营业总收入 18.82 亿元，利润总额 5.07 亿元。现金流量方面，2023 年，公司本部经营活动现金净流入 64.74 亿元，投资活动现金净流出 23.06 亿元，筹资活动现金净流入 0.04 亿元。

十、ESG 分析

公司积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度较完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为房地产企业，在项目建设中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。为降低对环境的影响，契合国家双碳政策导向，公司加强对施工现场扬尘、噪声、废水及废弃物排放的管理，加强施工过程污染防治，全面提升绿色施工管理水平，最大限度减少施工过程对环境的影响。截至 2023 年底，公司累计推进绿色建筑项目 163 个，总规模达 2670 万平方米。2023 年，公司综合能耗 4.66 万吨标煤，废弃物排放量 4.97 万吨。

社会责任方面，公司为 2023 年度纳税信用 A 级纳税人，解决就业 1.49 万人，构建了较健全的人才培养机制，人均培训时长 5.35 小时，注重员工安全及公平雇佣，女性员工占比 40.88%。公司在采购管理和供应商管理方面制定了《华发股份招标采购管理制度》及相关采购工作实施指引，建立健全招采管理体系，并建了供应商准入制度，上下游合同履约能力良好。公司未发生一般事故以上的安全生产事故。公司积极响应政府政策，参与地方帮扶工作，2023 年公司帮扶资金投入为 514.33 万元，公司发起成立了华发基金会，2023 年公益项目及活动支出 2516 万元，开展公益项目 18 个。

公司成立由董事局主席担任最高工作负责人的 ESG 工作领导小组，组建由战略运营管理中心牵头、各部门各单位协同配合的 ESG 工作小组，负责定期编发社会责任报告或 ESG 报告，ESG 信息披露质量较好，ESG 风险管理体系较完善。

十一、外部支持

1 支持能力

控股股东华发集团综合实力强。

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

华发集团在资金方面给予公司大力支持。

截至 2023 年底，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 36.15 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“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，通过海川地产拿地的规模大幅增长。且华发集团及其子公司对公司进行资金拆借，截至 2023 年底，华发集团及其子公司对公司拆入资金余额为人民币 40.998 亿元、美元 5.89 亿元和港币 2.41 亿元。

十二、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项发行对公司债务结构和债务指标影响较小。

公司本期债项发行规模上限为 11.40 亿元，分别占公司 2023 年底长期债务和全部债务的 0.94%和 0.78%，对公司现有债务结构影响较小。

以 2023 年底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 70.84%、52.57%和 47.83%上升至 70.92%、52.77%和 48.06%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到募集资金用于偿还债务融资工具本息，实际债务负担可能低于测算值。

2 本期债项偿还能力

公司经营活动现金流入、经营现金流量净额及 EBITDA 对发行后长期债务覆盖尚可。

本期债项发行后，经营活动现金流入、经营现金流量净额及 EBITDA 对发行后长期债务覆盖尚可。

图表 20 • 本期债项偿还能力测算

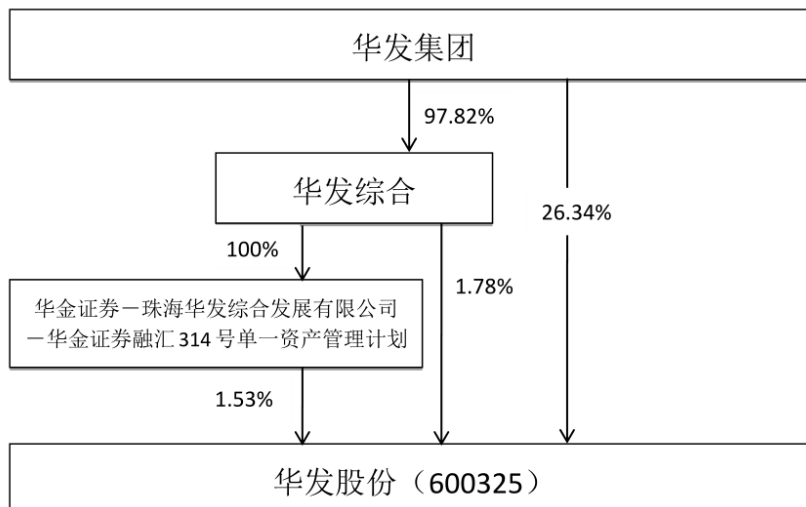
项目	2023 年
发行后长期债务*（亿元）	1218.61
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.75
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.41
发行后长期债务/EBITDA（倍）	15.85

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十三、评级结论

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，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

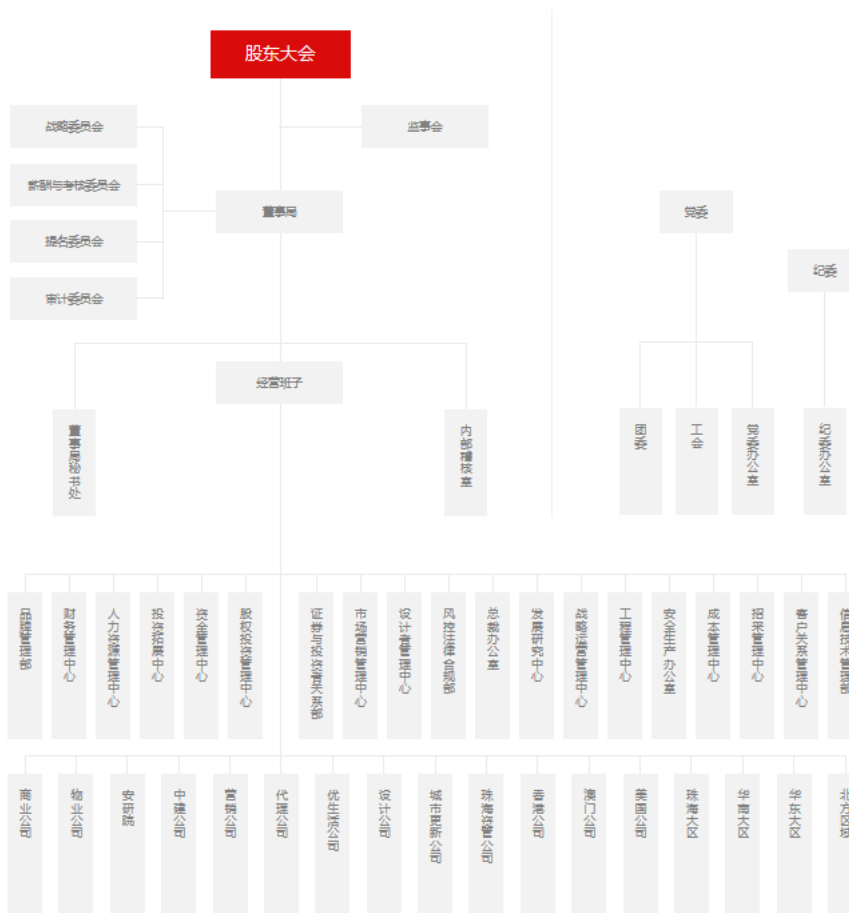
附件 1-1 公司股权结构图（截至 2023 年底）



注：华发综合是珠海华发综合发展有限公司的简称

资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2023 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	注册资本金（万元）	业务性质	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
珠海华阔综合服务有限公司	55500	咨询与服务	100.00	--	设立
珠海铎国商贸有限公司	20408.16	批发、零售	49.00	51.00	设立
珠海市海川地产有限公司	100903.61	房地产开发	50.20	--	同一控制下企业合并
珠海华郡房产开发有限公司	200020	房地产开发	100.00	--	非同一控制下企业合并
上海铎发创盛置业有限公司	60000	房地产开发	100.00	--	设立
绍兴铎泽置业有限公司	50000	房地产开发	--	100.00	设立
义乌兆华企业管理有限公司	160000	投资管理	--	17.07	非同一控制下企业合并
徐州铎发置业有限公司	70000	房地产开发	--	19.43	设立
沈阳华纳置业有限公司	190990	房地产开发	100.00	--	设立
大连华藤房地产开发有限公司	30000	房地产开发	80.00	20.00	非同一控制下企业合并
威海华发房地产开发有限公司	175800	房地产开发	88.40	11.60	设立
珠海华发商业经营管理有限公司	50000	商业运营管理	100.00	--	设立
珠海华发建筑设计咨询有限公司	20000	建筑设计	90.00	10.00	设立

注：仅列示注册资本金在 1 亿元以上的子公司

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	500.35	533.20	463.42	419.39
应收账款（亿元）	3.28	12.31	12.48	15.74
其他应收款（亿元）	12.83	12.85	17.67	18.71
存货（亿元）	2173.78	2435.53	2750.32	2793.34
长期股权投资（亿元）	214.75	252.19	252.46	283.45
固定资产（亿元）	27.95	29.15	50.63	50.09
在建工程（亿元）	2.46	5.94	0.37	0.64
资产总额（亿元）	3550.57	4035.99	4516.99	4597.16
实收资本（亿元）	21.17	21.17	27.52	27.52
少数股东权益（亿元）	750.73	897.11	1095.23	1092.00
所有者权益（亿元）	958.92	1091.72	1317.00	1316.36
短期债务（亿元）	286.15	279.13	252.69	/
长期债务（亿元）	1061.53	1192.70	1207.21	/
全部债务（亿元）	1347.69	1471.83	1459.89	/
营业总收入（亿元）	512.41	604.47	721.45	70.00
营业成本（亿元）	380.20	482.68	590.61	59.44
其他收益（亿元）	0.22	0.46	0.73	0.08
利润总额（亿元）	68.29	65.29	58.73	5.89
EBITDA（亿元）	85.80	81.37	76.89	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	707.32	722.57	846.89	112.17
经营活动现金流入小计（亿元）	771.75	805.94	911.80	136.39
经营活动现金流量净额（亿元）	360.61	385.46	505.44	5.77
投资活动现金流量净额（亿元）	-439.86	-465.50	-694.92	-116.45
筹资活动现金流量净额（亿元）	150.27	108.18	114.39	68.93
财务指标				
销售债权周转次数（次）	238.78	77.34	58.11	--
存货周转次数（次）	0.18	0.21	0.23	--
总资产周转次数（次）	0.15	0.16	0.17	--
现金收入比（%）	138.04	119.54	117.39	160.23
营业利润率（%）	19.24	15.82	14.33	14.05
总资本收益率（%）	2.64	2.34	1.72	--
净资产收益率（%）	4.88	4.47	2.63	--
长期债务资本化比率（%）	52.54	52.21	47.83	/
全部债务资本化比率（%）	58.43	57.41	52.57	/
资产负债率（%）	72.99	72.95	70.84	71.37
流动比率（%）	204.63	201.07	194.76	190.29
速动比率（%）	62.37	61.83	56.39	54.37
经营现金流动负债比（%）	23.60	22.04	25.43	--
现金短期债务比（倍）	1.75	1.91	1.83	/
EBITDA 利息倍数（倍）	0.91	0.97	0.81	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.71	18.09	18.99	--

注：1. 公司 2024 年 1—3 月财务报表未经审计，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，未获取 2024 年 3 月底公司债务调整数据，故不计算相关债务数据；4. 公司 2021 年及 2022 年数据分别为 2022 年及 2023 年期初数；5. “--”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（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.25	33.83	75.54	51.69
应收账款（亿元）	0.13	2.28	7.89	7.13
其他应收款（亿元）	406.80	449.26	578.83	704.16
存货（亿元）	29.72	16.48	9.41	9.33
长期股权投资（亿元）	734.70	810.71	895.27	911.37
固定资产（亿元）	0.79	0.75	0.84	0.82
在建工程（亿元）	0.12	0.19	0.00	0.00
资产总额（亿元）	1276.46	1382.50	1624.55	1747.79
实收资本（亿元）	21.17	21.17	27.52	27.52
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	208.31	189.97	220.13	218.09
短期债务（亿元）	76.13	61.46	56.30	64.76
长期债务（亿元）	269.34	257.96	243.91	242.76
全部债务（亿元）	345.48	319.41	300.21	307.52
营业总收入（亿元）	22.10	23.24	18.82	1.63
营业成本（亿元）	15.87	13.54	6.29	0.21
其他收益（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.00
利润总额（亿元）	25.67	14.40	5.07	-1.90
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	22.53	4.65	6.99	0.19
经营活动现金流入小计（亿元）	197.76	172.64	137.72	53.73
经营活动现金流量净额（亿元）	75.04	95.42	64.74	-22.23
投资活动现金流量净额（亿元）	-64.83	-25.83	-23.06	-4.93
筹资活动现金流量净额（亿元）	-37.81	-57.70	0.04	3.31
财务指标				
销售债权周转次数（次）	330.87	19.24	3.70	--
存货周转次数（次）	0.43	0.59	0.49	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.01	--
现金收入比（%）	101.95	19.99	37.12	11.77
营业利润率（%）	23.79	37.06	64.08	85.95
总资本收益率（%）	9.36	7.71	7.40	--
净资产收益率（%）	12.24	7.06	3.39	--
长期债务资本化比率（%）	56.39	57.59	52.56	52.68
全部债务资本化比率（%）	62.38	62.71	57.70	58.51
资产负债率（%）	83.68	86.26	86.45	87.52
流动比率（%）	65.30	58.03	61.54	63.75
速动比率（%）	61.58	56.27	60.72	63.03
经营现金流动负债比（%）	9.39	10.24	5.61	--
现金短期债务比（倍）	0.29	0.55	1.34	0.80
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2024 年 1—3 月财务报表未经审计，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 2021 年及 2022 年数据分别为 2022 年及 2023 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-合同负债) / (资产总计-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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“贵公司”）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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。