信用评级公告

联合〔2021〕4721 号

联合资信评估股份有限公司通过对大华（集团）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，确定维持大华（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“21 大华 01”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

大华（集团）有限公司
公开发行公司债券2021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
大华（集团）有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
21 大华 01	AA+	稳定	AA+	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
21 大华 01	8.20 亿元	8.20 亿元	2028/01/28

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债券

评级时间：2021 年 6 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	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	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，大华（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为专注于城市更新和超大规模社区运营的百强房企，在上海市城中村改造领域仍具有较高的知名度，公司项目主要布局优质一二线城市且土地成本优势明显。公司实施“整体开发+招拍挂”的双轮驱动战略，签约销售规模保持快速增长。公司财务状况保持良好，资产质量较高，债务负担较轻且债务结构较合理，盈利能力很强。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司旧改项目开发周期存在不确定性、在建项目尚需投资规模较大以及规模快速增长导致管理压力增加等因素对公司信用水平产生的不利影响。

公司项目储备较充裕且区位良好，未来随着旧改项目的逐步转化和项目开发销售的推进，公司经营状况有望保持良好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，同时维持“21 大华 01”的信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”。

优势

1. **城市更新经验丰富，在上海区域品牌知名度较高。**公司是专注于城市更新和超大规模社区运营的百强房企，城市更新经验丰富，在上海区域具有较高的品牌知名度和较强的综合竞争力。随着多个重点城市“双集中”供地政策的出台，招拍挂市场的优质土地竞争加剧，公司以城市更新项目为核心的土地储备策略具备一定优势。
2. **主要布局优质一二线城市，资产质量较高。**公司主要布局长三角、粤港澳大湾区及部分重点省会城市，项目业态以刚需型和改善型住宅为主，资产质量较高。
3. **可售货值较充裕，盈利能力很强。**公司通过整体开发的方式锁定了较大规模的土地资源，剩余可售货值较充裕且土地成本较低，毛利率处于较高水平，盈利能力很强。
4. **财务状况良好，债务结构较合理，融资成本较低。**2020 年公司销售规模保持快速增长，债务负担仍属较轻；融资渠道以银行借款为主，融资成本较低；长期债务占比较高，债务结构较合理。

分析师

罗星驰　登记编号（R0040218050005）
杨　野　登记编号（R0040219090001）

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

关注

1. **旧改项目开发周期存在不确定性。**公司主要通过旧改方式获取土地储备，与招拍挂方式相比，旧改项目周期较长，未来开发进度的不确定性相对较高。
2. **公司存在一定的资本支出压力。**公司在建项目规模较大，尚需较大的资金投入，公司存在一定的资本支出压力。
3. **规模快速增长对管理能力提出更高要求。**随着公司在建项目的增多、区域布局的拓展，管理难度相应加大，对公司项目运营管理能力提出更高的要求。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	207.92	180.68	204.09	224.33
资产总额（亿元）	899.99	1,239.11	1,604.45	1,713.07
所有者权益（亿元）	267.42	311.75	391.57	404.22
短期债务（亿元）	51.62	41.84	65.88	56.47
长期债务（亿元）	251.72	375.76	405.44	431.36
全部债务（亿元）	303.35	417.59	471.32	487.83
营业收入（亿元）	153.54	202.51	251.32	40.32
利润总额（亿元）	55.36	70.14	80.21	4.84
EBITDA（亿元）	60.79	79.63	90.74	--
经营性净现金流（亿元）	0.54	-121.69	12.70	24.62
营业利润率（%）	47.50	46.74	43.31	24.48
净资产收益率（%）	15.78	16.21	15.44	--
资产负债率（%）	70.29	74.84	75.59	76.40
全部债务资本化比率（%）	53.15	57.26	54.62	54.69
流动比率（%）	214.47	208.56	185.55	179.76
经营现金流动负债比（%）	0.14	-22.11	1.58	--
现金短期债务比（倍）	4.03	4.37	3.10	3.97
全部债务/EBITDA（倍）	4.99	5.24	5.19	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.49	4.02	3.48	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	435.94	627.59	830.84	889.39
所有者权益（亿元）	156.40	196.41	246.20	246.09
全部债务（亿元）	101.35	107.87	81.63	74.51
营业收入（亿元）	36.16	57.21	48.71	0.50
利润总额（亿元）	23.98	51.32	56.60	-0.28
资产负债率（%）	64.12	68.70	70.37	72.33
全部债务资本化比率（%）	39.32	35.45	24.90	23.24
流动比率（%）	111.51	96.99	99.40	94.00
经营现金流动负债比（%）	9.69	13.50	-3.29	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计，相关指标未予年化；3. 公司长期应付款中的债务已调整计入公司长期债务；4. 根据最新会计准则要求，2021 年 3 月底公司理财产品由其他流动资产调整计入交易性金融资产，根据联合资信计算公式，纳入现金类资产计算范围。为保持可比性，联合资信对 2018－2020 年底现金类资产金额进行了相应追溯调整

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 大华 01	AA+	AA+	稳定	2020/09/04	罗星驰 赵　兮	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

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

声　明

一、本报告引用的资料主要由大华（集团）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

大华（集团）有限公司
公开发行公司债券 2021 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”）关于大华（集团）有限公司（以下简称“公司”或“大华集团”）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

公司前身系创建于 1992 年 11 月的上海大场房地产开发经营公司（镇属集体企业性质）。1998 年 7 月，经上海市宝山区人民政府宝府〔1998〕98 号文件批准，公司改制为大华（集团）有限公司，由上海市宝山区大场镇经济联合社（以下简称“大场镇联合社”）和上海华翔房地产开发有限公司（以下简称“华翔房地产”）共同发起设立，初始注册资本为 1.10 亿元，双方股东分别持股 85%和 15%。2002 年 12 月，大场镇联合社将其持有的 75%股权、华翔房地产将其持有的 15%股权转让给金惠明等 34 名自然人。历经增资和股权变更，截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 15.00 亿元，控股股东上海华强投资有限公司（以下简称“华强投资”）直接持有公司 30.00%股权；自然人金惠明先生通过持有华强投资、上海华绣投资有限公司、上海华禾惠实业有限公司等公司股权，间接持有大华集团 35.14%的股权，另通过其胞弟金建明先生、女儿金玲女士等可施加影响的近亲属所持股权，共计控制大华集团 56.81%的股权，为大华集团的实际控制人。

公司经营范围：实业投资，房地产开发，国内贸易（除专项审批外），物业管理，服装加工，木制品加工，机械加工，通用设备制造，家具制造，仓储的投资管理，自有房屋租赁。

截至 2021 年 3 月底，公司本部内设战略运营中心、财务管理中心、成本招采中心、设计研发中心等 9 个中心以及监察审计部和集团办公室。截至 2020 年底，公司纳入合并范围的子公司共 199 家。截至 2021 年 3 月底，公司在职员工共 3,130 人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 1,604.45 亿元，所有者权益 391.57 亿元（含少数股东权益 80.92 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 251.32 亿元，利润总额 80.21 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 1,713.07 亿元，所有者权益 404.22 亿元（含少数股东权益 89.76 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 40.32 亿元，利润总额 4.84 亿元。

公司注册地址：上海市华灵路 698 号；法定代表人：金惠明。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续公开发行公司债券为“21 大华 01”，募集资金已按指定用途使用完毕。

表 1　截至本报告出具日由联合资信评级的公司存续公开发行公司债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
21 大华 01	8.20	8.20	2021/01/28	7（3+2+2）年

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

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深

度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%（文中 GDP 增长均为实际增速，下同），成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2020 年以及 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数；5. 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，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年

有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1,588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9,730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫

苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

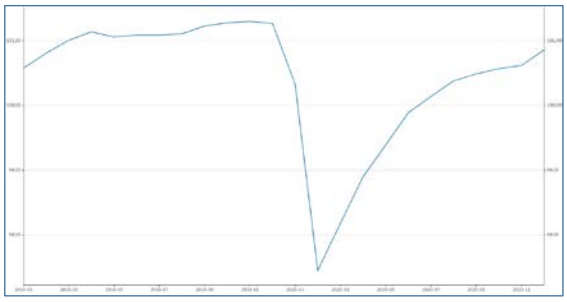
五、行业及区域环境分析

1. 房地产行业概况

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

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 1　2019－2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

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

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

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比

增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

2. 土地市场与信贷环境

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

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

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表3 2018—2020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	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24,004.52	14.46	25,228.77	14.13	26,675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55,830.65	33.64	58,157.84	32.56	63,376.65	32.82
其他资金	86,019.74	51.83	95,046.26	53.21	102,870.26	53.27
其中：定金及预收款	55,418.17	33.39	61,359.00	34.35	66,547.00	34.46
个人按揭	23,705.89	14.28	27,281.00	15.27	29,976.00	15.52
合 计	**165,962.89**	**100.00**	**178,608.59**	**100.00**	**193,114.85**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

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

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。

表4 2020年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资

2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。

表5　2020年以来房地产融资相关政策汇总

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

资料来源：联合资信整理

4. 上海市经济发展及房地产市场概况

公司在上海有较大规模的城中村改造项目储备，上海市经济发展及房地产市场情况对公司业务发展具有重要影响。

（1）经济发展水平

2020 年上海市经济保持一定增长，居民人均可支配收入进一步上升。

2020 年，上海市全年地区生产总值（GDP）38,700.58 亿元，同比增长 1.7%，其中第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 73.1%，同比上升 0.2 个百分点。截至 2019 年底，上海市常住人口 2,428.14 万人，较上年底净流入 4.36 万人。2020 年，上海市居民人均可支配收入 72,232 元，同比增长 4.0%。

（2）房地产市场情况

上海市政府继续积极推动城市更新，2021 年 1 月以来房地产调控政策趋严。

2020 年，上海市房地产开发投资稳步增长，全年完成投资 4,698.75 亿元，同比增长 11.0%，从全年走势看，房地产开发投资呈现短暂下降后回升的态势。从房屋类型看，上海市住宅投资同比增长 4.3%；办公楼投资同比增长 20.8%；商业用房投资同比增长 22.4%。成交方面，2020 年，随着需求的持续释放，市场活跃度提高，楼市交易回暖，全市新建房屋销售面积 1,789.16 万平方米，同比增长 5.5%，其中住宅销售面积同比增长 5.5%；上海二手房市场活跃度提高，存量住宅网签面积 2,246.23 万平方米，同比增长 24.4%。

旧改方面，上海市继续大力推进城市更新。根据《政府工作报告》，2021 年上海市计划完成 70 万平方米中心城区成片二级旧里以下房屋改造，实施 1,000 万平方米旧住房更新改造，加快推进城中村改造。

政策方面，2021 年 1 月 21 日，上海市出台《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的意见》，推出十项措施，明确严格执行住房限购政策，要求严格执行差异化住房信贷政策，规定调整增值税免征年限，强调严格商品住房销售管理，严格规范房地产市场经营秩序等。

2021 年 6 月 2 日，上海城市更新基金正式成立，基金总规模约 800 亿元。该基金将定向用于投资旧区改造和城市更新项目，促进上海城市功能优化、民生保障、品质提升和风貌保护。该基金的成立有助于减轻旧改企业的资金压力、保障旧改项目推进。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司注册资本15.00亿元，控股股东华强投资直接持有公司30.00%股权；自然人金惠明先生通过持有华强投资、上海华绣投资有限公司、上海华禾惠实业有限公司等公司股权，间接持有大华集团35.14%的股权，另通过其胞弟金建明先生、女儿金玲女士等可施加影响的近亲属所持股权，共计控制大华集团56.81%的股权，为大华集团的实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是国内百强房企，在城市更新和超大规模社区建设运营领域经验丰富，在上海旧改市场具有较强的综合竞争力。

公司是首批获得国家房地产开发一级资质的房企之一，专注于城市更新和超大规模社区建设运营等，形成了以房地产开发为主，集房地产投资、开发、建设、物业管理等业务于一体，兼投资管理和商业运营等多元化经营的企业集团。公司已布局长三角区域、环渤海区域、中西部、西南区域及粤港澳大湾区等五大区、20 余座重点城市，并开拓了澳洲海外市场。公司在上海开发的城中村改造项目大华社区（占地 3.5 平方公里）、大华锦绣华城（原浦东六里现代生活园区，占地 3.3 平方公里）、大场老镇改造社区（大华新界，占地 2.5 平方公里）总计约有 25 万居住人口，“大华”品牌在上海旧改市场具备较强的综合竞争力。截至 2021 年 3 月底，公司权益土地储备规划建筑面积 455.02 万平方米，预计权益可售货值约 796.61 亿元，待开发项目储备充裕。

公司长期位居中国民营企业500强、中国房地产开发企业100强排行榜。2020－2021年，在中国房地产业协会、中国房地产测评中心主办的中国房地产开发企业500强榜单中，公司分别位列第67名和第66名；2020年，在克而瑞主办的中国房地产企业销售排行榜中，公司操盘金额位列第60名。

3. 人员素质

跟踪期内，公司核心管理团队稳定，员工数量随着公司业务规模扩张而增加。

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员未发生变更。截至2021年3月底，公司在职员工3,130人，员工构成较合理，能够满足目前经营需要。

表6　截至2021年3月底公司员工构成情况

项目	类别	占总人数的比例（%）
条线	财务	8.47
	营销	23.67
	工程	24.44
	成本	11.69
	其他	31.73
学历	高中及以下	4.50
	中专	3.07
	大专	29.07
	本科	57.51
	硕士	5.78
	博士	0.06
年龄	30 岁以下	28.75
	31~45 岁	57.48
	46~55 岁	10.61
	56 岁以上	3.16

资料来源：公司提供

4. 企业信用记录

根据中国人民银行出具的企业信用报告，截至2021年5月6日，公司本部未结清贷款不存在欠息、垫款、不良或关注等信息；已结清信贷信息记录中无不良和关注类信息，过往履约情况良好。

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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

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

房地产开发仍是公司主要收入来源，2020年公司营业收入同比增长；公司以旧改为主要拿地方式，毛利率虽仍处于较高水平。

公司是以房地产开发为主，集房地产设计、建设、销售、物业管理等业务于一体的，兼投资管理和商业运营等多元化经营的企业集团。公司在城市旧改方面积累了大量的经验，大部分项目通过“整体开发”模式获取土地，并在开发项目同时，配合政府规划，建设包括道路交通、供水、供热、电力、通讯等方面的市政基础设施。公司依托上海旧改项目并向全国拓展业务，目前项目主要分布于中国20余座城市以及澳洲的悉尼和墨尔本等区域。目前公司毛利率水平较高，但未来随着业务扩张和区域拓展或将有一定下降。

2020年，公司实现营业收入251.32亿元，同比增长24.10%，主要系房地产销售结转收入增加所致。

从收入构成来看，2020年，房地产销售收入在公司营业收入中的占比仍在90%以上，且收入占比进一步上升。非房地产开发业务主要包括建筑安装工程、物业租赁、物业管理、酒店服务等，对公司收入形成一定补充。

从毛利率来看，2020年，公司房地产销售毛利率同比有所下降，但仍处于较高水平，主要系公司采用“整体开发+招拍挂”的“双轮驱动”发展模式，旧改项目土地成本低、盈利能力强所致。

表 7　2018－2020 年公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 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（%）
房地产销售	141.30	92.02	58.46	190.23	93.94	60.81	237.45	94.48	57.45
建筑业	0.70	0.46	11.43	1.06	0.52	5.66	0.44	0.17	14.17
物业管理	3.87	2.52	13.44	4.16	2.05	16.35	4.38	1.74	14.23
房产租赁	4.30	2.80	42.56	4.33	2.14	29.79	4.06	1.62	25.42
酒店业务	1.92	1.25	80.73	1.82	0.90	79.67	1.02	0.41	69.59
其他	1.45	0.95	11.03	0.91	0.45	74.73	3.96	1.58	87.19
合计	**153.54**	**100.00**	**56.50**	**202.51**	**100.00**	**59.18**	**251.32**	**100.00**	**56.62**

资料来源：公司债券年报

2021年1－3月，公司实现营业收入40.32亿元，同比增长3.04倍，主要系上年同期对比数受新冠肺炎疫情影响较大所致；实现利润总额4.84亿元，与上年同期相比由负转正。

2. 土地储备

2020 年，公司拿地规模有所下降，拿地方式仍以整体开发（旧改）为主、招拍挂和收并购为辅；公司土地储备较充裕，土地成本优势明显，主要布局上海等一二线城市。

跟踪期内，公司土地储备策略未发生变化，仍以“发力上海、稳住二线”为发展方向，把握城中村改造机遇，力求保持在上海市场的领先地位的同时，重点投入长三角、粤港澳大湾区及

核心省会城市。公司项目业态以住宅为主，占比约 80%。公司有部分合作开发项目，对于合作开发项目原则上要求控股权。从拿地方式来看，公司以整体开发（旧改）为主，招拍挂及收并购为辅。旧改项目周期一般需 2~4 年，前期资金占用规模一般，项目开发启动后上海城中村改造项目的自有资金投入占 20%、旧改贷款占 80%。由于旧改项目周期相对较长，为满足公司规模增长的需要，近年来公司招拍挂及收并购拿地有所增加，占比接近 50%。2021 年以来随着多个重点城市住宅用地“双集中”供地政策（即集中发布出让公告、集中组织出让活动）的出台，招拍挂市场的优质土地竞争加剧，公司以旧改项目为核心的土地储备策略有助于公司提升竞争优势。

2020 年，公司全口径新增土地储备建筑面积、土地成本和楼面均价同比均有所下降。由于公司采取以旧改项目为核心、市场化拿地为补充的模式，拿地节奏存在一定波动。2021 年 1－3 月，公司新增兰州和大连的土地储备。跟踪期内，公司布局区域有所拓展，上海以外城市拿地有所增加，新增项目主要位于一二线城市及强三线城市。

表 8　公司新增土地储备情况

（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
新增土地储备建筑面积	232.50	407.25	263.38	40.39
土地成本	123.25	360.64	207.42	10.31
楼面均价	5,301.08	8,855.49	7,875.41	2,552.05

注：部分旧改项目尚未完全获取权证但均已确认主体资格及补偿方案

资料来源：公司提供

公司土地储备统计口径为未开工项目。截至2021年3月底，公司土地储备规划建筑面积合计566.39万平方米，按权益比例折算后为455.02万平方米，公司预计权益可售货值约796.61亿元，土地储备较充裕。从区域分布来看，按预计可售货值统计，公司土地储备主要位于上海（占16.84%）、昆明（占16.49%）、惠州（占14.75%）、武汉（占14.23%）和南京（占7.33%）等城市，一二线城市土地储备预计可售货值占72.17%。

表 9　截至 2021 年 3 月底公司土地储备情况（单位：%、万平方米、元/平方米、亿元）

地块名称	项目名称	拿地方式	地块性质	权证获取	权益占比	规划建筑面积	平均楼面成本	预计可售货值
上海浦东北蔡地块	上海浦东锦绣华城	整体开发	住宅	是	96.20	12.27	3,476.68	110.86
武汉青山区红卫路街东兴洲村 K1、K2 地块	武汉滨江天地项目	整体开发	住宅	否	100.00	34.05	2,004.41	77.10
济南龙洞 E 地块	济南龙洞项目	公开购买	住宅	是	99.81	10.79	6,787.57	18.02
济南长清王宿地块	济南长清王宿项目	公开购买	住宅	是	100.00	9.09	2,871.29	10.69
大连庙岭村	大连锦绣华城	整体开发	住宅	否	70.00	11.29	3,013.99	24.27
大连鞍子山 A2 地块	大连鞍子山项目	整体开发	住宅	是	100.00	2.16	2,207.18	2.78
昆明市盘龙区青云街道地块	昆明龙池虹桥项目	整体开发	住宅	是	56.00	48.09	1,510.22	50.22
辛庄镇国展板块 05 地块	天津申展 05 项目	公开购买	综合	是	100.00	8.38	10,692.12	19.43
贾汪区科文学院西侧、荒芜路北侧、星光大道东侧	徐州权台项目	整体开发	住宅	是	100.00	25.21	1,880.92	23.19
福山区连福街	烟台福昇项目	股权收购	住宅	是	100.00	5.72	2,185.43	5.76
惠阳区三和街道地块	惠州惠阳项目	股权收购	住宅	是	51.00	87.11	1,965.77	140.97
地石曲 10#、11#、12#	大理满江项目	整体开发	综合	是	70.00	27.58	3,296.22	18.97
下庄一社 5#（三期）	大理满江项目	整体开发	综合	是	56.00	1.76	3,116.00	0.58
满江 17#（四期）	大理满江项目	整体开发	综合	是	70.00	7.69	3,045.13	7.96
黄瓜营二 15#（九期）	大理满江项目	整体开发	综合	是	70.00	9.18	2,992.75	6.42
满江三 16#（五期）	大理满江项目	整体开发	综合	是	70.00	6.26	2,860.09	6.48
黄瓜营一社 13#（八期）	大理满江项目	整体开发	综合	是	70.00	5.60	3,023.13	3.89
上海普陀石泉社区 W060402 单元 B4-1 地块	上海普陀石泉项目	公开购买	住宅	否	100.00	6.45	47,434.15	50.00
南通苏锡通 R2033 项目	南通苏锡通项目	公开购买	住宅	是	100.00	11.17	9,059.60	20.80

星光大道西侧地块三	徐州解忧湖项目	公开购买	住宅	是	100.00	11.66	5,030.18	14.90
六合 G103 地块	南京六合项目	公开购买	住宅	是	100.00	37.55	8,894.91	70.00
P（2020）128 号洪山区杨林村项目	武汉公园城市项目	公开购买	住宅	是	100.00	43.10	6,055.68	58.90
三八水库项目	烟台黄务荆山路项目	公开购买	住宅	是	100.00	13.69	3,812.26	16.00
辛庄镇国展板块 06 地块	天津申展 06 项目	公开购买	住宅	是	100.00	5.21	10,683.83	11.00
春雨路项目（5#、8#、12#）	昆明春雨路项目	整体开发	住宅	否	70.00	35.62	5,109.64	68.96
长地梗项目（1#、4#地块）	昆明长地梗项目	整体开发	住宅	否	70.00	31.83	2,303.54	38.41
G 地块四期三组团（G1002）	海南成燕项目	整体开发	住宅	是	67.14	3.49	1,768.39	9.14
G12 地块二期	海南成燕项目	整体开发	住宅	是	67.14	14.01	1,473.58	23.14
庙儿岔项目（G1937 地块、G1938 地块）	兰州庙儿岔项目	整体开发	住宅	是	100.00	20.44	416.46	15.01
大连鞍子山 D 地块	大连鞍子山项目	整体开发	住宅	否	100.00	19.94	2,207.18	31.64
合计	--	--	--	--	--	**566.39**	--	**955.50**

资料来源：公司提供

从土地成本来看，上海浦东锦绣华城为城中村改造项目，位置在中环内，土地成本很低；兰州庙儿岔项目为整体开发项目，土地成本很低，但周边配套有待完善；上海普陀石泉项目通过招拍挂获取，楼面均价相对较高，但考虑到公司在上海开发经验丰富且项目区位较好，土地成本仍属合理。

公司通过整体开发的方式在上海进行了多个大型城中村改造，凭借丰富的旧改经验，陆续进入了西安、武汉、大连、南京等城市的旧改市场，补充了大量低成本且优质的项目储备，取得了很高的项目收益。但另一方面，旧改项目未来开发进度的不确定性相对较大。

3. 项目开发

2020 年公司在建项目规模进一步增长，对公司管理能力和项目协同能力提出更高要求；公司在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资本支出压力。

2020年，随着拿地面积减少以及受新冠肺炎疫情等因素影响，公司新开工面积同比下降19.79%；公司竣工面积同比增长19.99%，期末在建面积保持增长。开发规模的扩大对公司管理能力和项目协同能力提出更高的要求。

表 10　公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
新开工面积	155.65	413.44	331.61	11.96
竣工面积	45.00	126.44	151.71	22.30
期末在建面积	404.62	691.92	871.82	861.48

注：按权益口径统计
资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司在建项目主要分布在上海、广州、南京、武汉、大连、西安等一二线城市以及烟台、徐州、江门等三线城市。公司在建项目规模较大，预计尚需投资856.88亿元（按权益占比折算后为759.01亿元），公司面临一定的资本支出压力。

表 11　截至 2021 年 3 月底公司在建项目情况（单位：%、万平方米、亿元）

项目名称	拿地方式	权益占比	总建筑面积	总投资规模	已投资规模	尚需投资规模
上海浦东锦绣华城	整体开发	96.20	238.69	192.42	161.74	30.68
上海鹅蛋浦项目	整体开发	100.00	15.06	23.19	19.17	4.02
上海南大 D2、D3 项目	整体开发	100.00	40.95	32.70	28.62	4.08
上海康家村项目	整体开发	90.00	30.51	210.23	118.30	91.93
上海联东村项目	整体开发	99.00	30.69	138.05	72.49	65.56
上海场中村项目	整体开发	99.00	20.48	52.73	25.57	27.16
上海顾村项目	整体开发	90.00	43.88	217.64	106.18	111.46

上海顾泰潘泾项目	整体开发	100.00	8.46	23.48	5.99	17.49
上海杨行项目	整体开发	100.00	9.12	36.97	25.05	11.92
上海大场老镇改造	整体开发	80.00	11.81	37.63	31.38	6.25
上海红光村项目	整体开发	100.00	8.60	12.00	5.74	6.26
广州番禺项目	公开购买	100.00	8.17	21.71	16.07	5.64
广州朱村站北项目	公开购买	100.00	17.04	23.07	17.29	5.78
一线城市小计	--	--	**483.46**	**1,021.82**	**633.59**	**388.23**
南京滨江 G09	公开购买	100.00	10.15	28.77	22.94	5.83
南京滨江 G11	公开购买	100.00	16.44	35.95	28.02	7.93
南京滨江 G13	公开购买	100.00	5.32	13.96	10.74	3.22
苏州狮山项目	公开购买	80.00	20.97	59.31	46.58	12.74
杭州大江东项目	公开购买	100.00	31.86	29.03	17.56	11.48
武汉滨江天地	整体开发	100.00	109.71	91.04	60.37	30.67
武汉黄陂公园华府	股权收购	98.10	28.01	16.47	12.47	4.00
武汉青山锦绣时代	整体开发	100.00	25.37	44.79	34.59	10.20
武汉青山锦绣前城	整体开发	100.00	19.78	27.71	20.08	7.63
大连锦绣华城	整体开发	70.00	163.29	166.46	114.01	52.45
大连公园世家	公开购买	100.00	24.34	34.21	22.08	12.14
大连鞍子山项目	整体开发	98.60	16.34	13.36	3.06	10.29
大连金地项目	股权收购	100.00	17.18	13.92	4.53	9.39
西安大华公园世家	整体开发	100.00	131.25	83.17	46.63	36.54
西安翰林华府	公开购买	100.00	24.21	15.21	9.79	5.43
西安华海项目	公开购买	100.00	42.25	25.90	14.95	10.95
昆明龙池虹桥项目	整体开发	56.00	135.51	100.24	58.25	41.99
济南龙洞项目	公开购买	100.00	36.17	42.84	27.22	15.62
济南长清王宿项目	公开购买	99.36	28.04	17.60	7.99	9.61
天津河东清水湾	公开购买	100.00	9.91	19.53	14.55	4.97
天津北辰锦绣华城	公开购买	100.00	14.86	15.41	8.90	6.51
天津申展 04 项目	公开购买	100.00	19.27	28.62	19.71	8.91
海南成燕项目	整体开发	67.14	87.02	116.49	43.74	72.75
二线城市小计	--	--	**1,017.25**	**1,039.99**	**648.76**	**391.25**
烟台上海滩花园	整体开发	98.10	80.57	40.62	36.63	3.99
徐州权台项目	整体开发	100.00	72.42	47.85	22.55	25.31
江门新会项目	公开购买	51.00	27.06	26.88	14.90	11.98
大理满江项目	整体开发	56.00	73.68	8.84	3.60	5.24
大理阿达音项目	整体开发	70.00	9.70	20.00	3.93	16.07
泰州锦绣华城	公开购买	100.00	40.47	26.80	16.95	9.84
齐河置业项目	公开购买	97.18	19.22	11.41	6.46	4.94
三线城市小计	--	--	**323.11**	**182.40**	**105.02**	**77.37**
合计	--	--	**1823.81**	**2,244.22**	**1,387.34**	**856.88**

注：武汉黄陂公园华府项目原名武汉赵庄项目，武汉青山锦绣时代项目原名武汉华锦项目，武汉青山锦绣前城项目原名武汉青山项目，天津河东清水湾项目原名天津万辛庄项目，天津北辰锦绣华城项目原名天津双青项目

资料来源：公司提供

4. 物业销售

2020 年公司销售面积和销售金额保持快速增长，销售区域主要集中于上海等优质一二线城市；公司项目整体回款率良好，剩余可售货值较充裕。

公司项目以刚需和改善型产品为主，住宅

业态占比较高，去化能力较强。从销售情况来看，2020年，随着开发规模的扩大，公司全口径签约销售面积和签约销售金额均保持快速增长，分别同比增长39.20%和54.69%；签约销售均价同比有所上涨。2021年1－3月，公司签约销售规模一般，主要系新开盘项目将主要集中在下半年推出所致。从结转情况来看，2020年公司结转面积和结转收入均保持增长。

表 12　公司项目销售与结转情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
签约销售面积	88.45	146.02	203.26	45.24
签约销售金额	202.32	320.27	495.42	84.42
签约销售均价	2.29	2.19	2.44	1.87
结转面积	59.24	75.94	122.97	20.31
结转收入	141.30	190.23	237.45	37.14
结转均价	2.39	2.51	1.93	1.83

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司在建项目累计回款率为94.95%，处于较高水平。公司在建项目剩余可售面积681.01万平方米，按2020年公司签约销售均价估算，预计货值约1,631.58亿元。此外，公司未开工土地储备预计权益货值796.61亿元，公司剩余可售货值较充裕，且主要位于优质一二线城市。

表 13　截至 2021 年 3 月底公司项目销售区域分布情况（单位：万平方米、亿元）

城市	总可售面积	已售面积	剩余可售面积	累计签约销售金额	累计已回笼资金
上海	383.27	202.82	180.45	627.86	615.07
杭州	22.20	8.29	13.91	14.86	9.14
南京	28.07	12.15	15.91	39.08	28.16
苏州	16.63	5.16	11.47	20.45	18.67
徐州	60.45	25.68	34.77	22.09	18.98
广州	21.42	6.32	15.10	14.89	10.32
江门	22.56	5.00	17.56	5.44	4.49
大连	189.88	122.97	66.90	171.70	169.98
济南	70.25	29.79	40.46	62.94	60.72
泰州	40.47	36.03	4.44	29.24	26.32
烟台	52.78	47.70	5.08	35.09	34.92
天津	38.52	4.02	34.50	8.05	5.01
武汉	159.69	110.39	49.30	145.47	131.03
西安	170.82	164.25	6.57	165.37	159.54
昆明	88.46	13.84	74.62	19.19	16.96
大理	78.61	4.04	74.57	4.23	3.31
海口	82.04	45.73	36.31	83.01	82.13
合计	**1,526.11**	**844.20**	**681.91**	**1,468.95**	**1,394.76**

注：由于德州项目规模较小，合并计入济南区域
资料来源：公司提供

5. 物业租赁与海外项目

公司自持物业规模不大，主要系位于上海的商铺；除自持物业租金收入外，公司有一定规模的委托运营租金收入。公司海外项目投资对公司资金造成一定占压。

公司自持物业均为商业业态，主要位于上

海。截至2021年3月底，公司自持物业可租赁面积合计79.11万平方米，账面价值合计41.77亿元。受新冠肺炎疫情等因素影响，公司部分自持物业出租率不高，未来随着出租率的提升，公司租金收入有望增长。

表 14　截至 2021 年 3 月底公司自持物业情况（单位：万平方米、%、元/平方米·日、亿元）

项目名称	可租赁面积	出租率	租金水平	2021 年 1—3 月租金收入	账面价值
上海大场镇老镇项目	16.33	43.42	1.92	0.13	13.30
上海华商时代项目	3.34	58.51	3.35	0.08	1.29
上海浦东锦绣华城	31.29	87.70	2.25	0.65	16.24
上海中环一号项目	1.81	92.01	2.56	0.06	1.06
上海梧桐城邦项目	1.41	75.98	2.28	0.02	0.49
上海大华新村社区	2.50	80.48	3.90	0.08	1.21
上海宝山朗香花园社区商业	2.80	97.39	2.76	0.05	2.30
南京锦绣华城社区商业	2.17	100.00	1.02	0.03	0.52
马鞍山国际广场	4.69	28.65	2.21	0.04	0.91
其他项目	12.78	77.78	1.46	0.12	4.46
合计	**79.11**	--	--	**1.26**	**41.77**

资料来源：公司提供，联合资信整理

在旧村改造项目中，公司为村民配建了一定规模的商业业态，产权归村民所有，公司负责运营并收取管理费。2020 年，公司实现总租赁收入 4.06 亿元，同比下降约 6.45%；2021 年一季度，公司实现总租赁收入 1.26 亿元。租赁收入为公司贡献了较稳定的现金流和利润。

公司在澳大利亚的悉尼、墨尔本市区附近进行了一定规模的投资，业态主要为住宅分地和住宅公寓。截至 2021 年 3 月底，公司海外项目累计已投资 45.78 亿元。受国际关系和澳洲政策的影响，海外项目投资对公司资金造成一定占压。

6. 关联方交易

公司关联方交易及往来规模一般。

关联交易方面，2020 年，公司向关联方上海录新房地产开发有限公司（以下简称“上海录新”）销售房产 12.25 亿元，在公司营业收入中占比不高。

关联担保方面，公司对关联方的人民币担保余额 269.36 亿元、澳元担保余额 3.34 亿元，主要系对合并范围内子公司的担保。

关联方资金往来方面，截至 2020 年底，公司应付关联方款项合计 13.31 亿元，规模不大；公司应收关联方款项 13.35 亿元，系对上海录新的应收账款，截至 2021 年 3 月底该笔应收款项已收回。

7. 经营效率

2020 年公司经营效率指标基本保持平稳，存货周转效率仍相对较低，总资产周转效率一般。

2020 年，公司存货周转次数和总资产周转次数较上年变化不大。与同行业相比，2020 年，公司存货周转效率偏低，主要系公司有多个超大规模社区开发项目持续投资所致；公司总资产周转效率处于行业平均水平。

表 15　2020 年公司与同行业经营效率指标对比情况

（单位：次）

企业简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
万科 A	0.31	0.28	0.23
时代中国控股	0.39	0.25	0.22
富力地产	0.29	0.26	0.20
佳兆业集团	0.49	0.27	0.19
公司	**0.12**	**0.19**	**0.18**
行业中位数	0.25	--	0.18

注：行业中位数为 Wind 房地产行业沪深上市公司统计数

资料来源：Wind

8. 未来发展

公司未来发展战略变化不大，符合公司发展需要。

公司坚持以房地产开发为主，兼具投资管理和商业运营等多元化经营的发展方向。中国尚处于新型城镇化建设期，对旧区改造、新农村开发具有很大需求，同时由于城市人口的集中化和土地供应的紧缺性，公司整体开发模式或将受益。

2021 年，公司将继续深耕上海，加大长三角、粤港澳大湾区和环渤海区域的投资，继续深耕人口净流入的中西部二线城市，适度做大规模，积极获取开发用地。

在巩固传统住宅地产业务的基础上，公司将持续整合商业地产板块，通过加强对商业体系的标准化建设和强化上海市外的商业地产市场参与度，挖掘存量资产运营价值，借助商业经营创新，促进提高开发主业服务附加值。

九、财务分析

1. 财务概况

中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2020 年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 2021 年一季度财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则》及最新会计准则修订指引编制。公司全年新设34家子公司、注销 1 家子公司，合并范围变动主要来自项目公司增减，公司财务数据可比性仍属较强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 1,604.45 亿元，所有者权益 391.57 亿元（含少数股东权益 80.92 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 251.32 亿元，利润总额 80.21 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 1,713.07 亿元，所有者权益 404.22 亿元（含少数股东权益 89.76 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 40.32 亿元，利润总额 4.84 亿元。

2. 资产质量

2020 年公司资产规模保持较快增长，流动资产占比很高，货币资金较充裕，存货规模较大但跌价风险较可控。公司资产受限比例较大，但整体资产质量仍属较高。

截至2020年底，公司资产总额较年初增长29.48%，主要系流动资产增加所致，资产结构变化不大，流动资产占比很高。

表 16　2018－2020 年末及 2021 年 3 月底公司资产主要构成

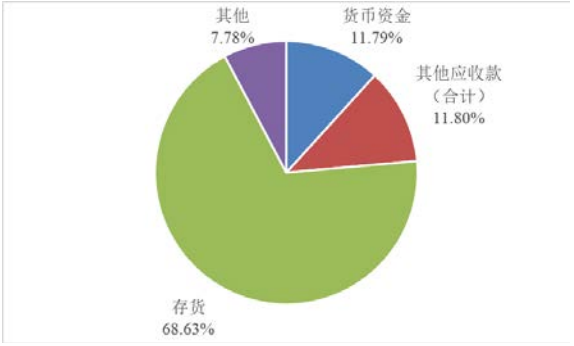
科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**814.15**	**90.46**	**1,147.65**	**92.62**	**1,491.47**	**92.96**	**1,570.89**	**91.70**
货币资金	91.90	10.21	154.48	12.47	175.77	10.96	184.89	10.79
其他应收款（合计）	39.23	4.36	58.84	4.75	176.00	10.97	108.66	6.34
存货	525.40	58.38	850.35	68.63	1,023.59	63.80	1,151.85	67.24
非流动资产	**85.85**	**9.54**	**91.46**	**7.38**	**112.98**	**7.04**	**142.19**	**8.30**
投资性房地产	50.56	5.62	48.88	3.94	49.42	3.08	48.65	2.84
资产总额	**899.99**	**100.00**	**1,239.11**	**100.00**	**1,604.45**	**100.00**	**1,713.07**	**100.00**

注：占比指该科目在资产总额中的占比
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产较年初增长29.96%，主要系其他应收款和存货增加所致。流动资产构成中，其他应收款（合计）占比有所上升，但仍以存货为主。

图2　截至2020年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司货币资金 175.77 亿元，较年初增长 13.79%，主要系销售回款增加所致。其中，受限资金 3.22 亿元、存放在境外的资金 5.80 亿元，规模均不大。公司货币资金在资产总额中占比较高，货币资金较充裕。

截至 2020 年底，公司其他应收款（合计）176.00 亿元，较年初大幅增长 199.13%，，主要系年末拍地保证金暂时性增加所致。其中，政府部门保证金 93.28 亿元、子公司投资方往来款 44.96 亿元，整体来看款项集中度较高、回款风险不大且账龄不长，公司对其他应收款累计计提坏账准备 4.29 亿元。

表 17　截至 2020 年底公司其他应收款余额前五名情况（单位：亿元、%）

欠款方	款项性质	账龄	余额	占其他应收款期末余额合计比例
南京市土地矿产市场管理中心	保证金	1 年以内	33.40	18.55
武汉市公共资源交易监督管理局	保证金	1 年以内	26.10	14.50
昆明市公共资源交易中心	保证金	1 年以内	10.57	5.87
西安市灞桥区人民政府灞桥街道办事处	保证金	1 年以内	9.00	5.00
西安广城置业有限公司	往来款	1 年以内	8.92	4.95
合计	--	--	**87.99**	**48.87**

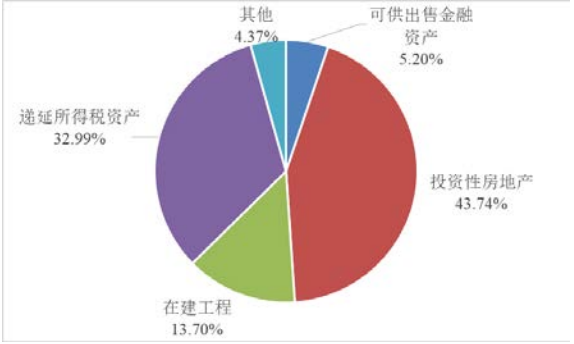
资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司存货 1,023.59 亿元，较年初增长 20.37%，主要系公司经营规模稳步扩大所致。其中，在建开发产品占 88.64%，拟开发产品占 8.22%，已完工开发产品占 2.55%。公司未对存货计提跌价准备，考虑到公司存货主要位于一二线城市，跌价风险较为可控。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 112.98 亿元，较年初增长 23.52%，主要系在建工程和递延所得税资产增加所致。非流动资产构成如下图所示。

图3　截至2020年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司投资性房地产 49.42 亿元，较年初变动不大。公司投资性房地产按成本法计量，存在一定的增值空间。

截至 2020 年底，公司在建工程 15.48 亿元，较年初的 1.01 亿元大幅增长，主要系新增长风华邑酒店项目所致。

截至 2020 年底，公司递延所得税资产 37.27 亿元，较年初增长 52.42%，主要系预收房款的预计利润产生的可抵扣暂时性差异增加所致。

截至 2020 年底，公司受限资产规模较年初大幅增长 3.07 倍，主要系受限存货增加所致。公司资产受限程度较高。

表 18　截至 2020 年底公司所有权或使用权受限的资产明细（单位：亿元、%）

项目	金额	占比
货币资金	3.22	1.83
存货	589.28	57.57
投资性房地产	17.59	35.59
固定资产	0.23	5.24
持有的子公司股权	16.61	--
合计	**626.93**	**39.07**

注：占比指该科目受限金额在该科目总额中的占比

资料来源：公司债券年报

截至2021年3月底，公司资产总额1,713.07亿元，较年初增长6.77%，主要系存货增加所致。其中，流动资产占91.70%，资产结构较年初变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2020年公司所有者权益保持较快增长，但未分配利润占比较高，权益稳定性仍属一般。

截至2020年底，公司所有者权益391.57亿元，较年初增长25.60%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占79.33%，少数股东权益占20.67%。归属于母公司所有者权益中，未分配利润占94.40%。公司所有者权益构成较年初变化不大，权益稳定性仍属一般。

截至2021年3月底，公司所有者权益404.22亿元，较年初增长3.23%，权益规模及结构均变化不大。

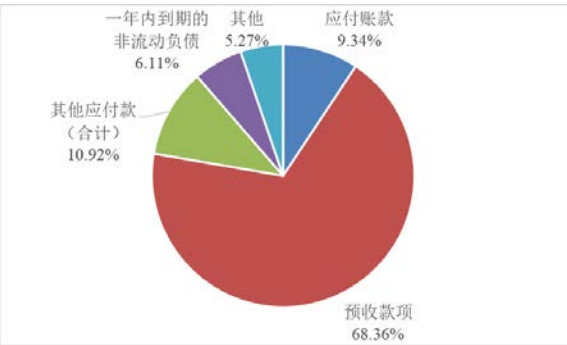
（2）负债

2020年随着预收房款增加，公司负债规模增长较快，流动负债占比有所上升；公司债务规模有所增长，但债务负担仍属较轻，融资渠道以银行借款为主，债务结构较合理，融资成本较低。

截至2020年底，公司负债总额1,212.88亿元，较年初增长30.79%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占66.27%，占比较年初上升6.94个百分点。

流动负债方面，截至2020年底，公司流动负债803.83亿元，较年初增长46.08%，主要系预收款项增加所致。流动负债主要构成如下图所示。

图4　截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据审计报告整理

截至2020年底，公司应付账款75.10亿元，较年初增长15.90%，主要系服务费和动迁安置费增加所致。公司应付账款主要由土地款（22.10亿元）、预提成本（20.96亿元）和工程款（12.38亿元）等构成。

截至2020年底，公司预收款项549.48亿元，较年初增长55.89%，主要系房地产销售款增加所致，其中上海康家村、上海锦绣华城、西安翰林华府和西安大华公园世家等项目预收房款规模较大。

截至2020年底，公司其他应付款（合计）87.75亿元，较年初增长27.87%，主要系预提土地增值税增加所致。其他应付款主要由往来款和预提土地增值税构成。

非流动负债方面，截至2020年底，公司非流动负债409.05亿元，较年初增长8.48%，主要系长期借款增加所致。非流动负债主要由长期借款（占89.82%）和应付债券（占9.30%）构成。

截至2020年底，公司长期借款367.39亿元，较年初增长19.11%，主要系项目开发规模扩大、融资需求相应增长所致。公司长期借款（含一年内到期的长期借款）主要由抵押借款（占65.79%）和保证借款（占27.14%）构成。

截至2020年底，公司应付债券38.05亿元，较年初减少41.23%，主要系转入一年内到期的应付债券所致。未来一年内，公司债券偿付压力不大。

表 19　截至 2021 年 4 月底公司存续债券情况（单位：亿元、%）

债券简称	起息日	回售日	到期日	期限	债券余额	票面利率
16 大华 02	2016/10/12	--	2021/10/12	5（3+2）年	20.00	5.80
17 大华 01	2017/12/12	--	2022/12/12	5（3+2）年	6.00	5.20
18 大华 01	2018/3/15	--	2023/3/15	5（3+2）年	12.03	5.48
19 大华 01	2019/8/21	2022/8/21	2024/8/21	5（3+2）年	15.00	6.00
21 大华 01	2021/1/28	2024/1/28 2026/1/28	2028/1/28	7（3+2+2）年	8.20	5.80
合计	--	--	--	--	**61.23**	--

资料来源：Wind

债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务 471.32 亿元，较年初增长 12.87%。其中，短期债务占 13.98%，长期债务占 86.02%，债务结构较年初变化不大。公司资产负债率为 75.59%，较年初小幅上升；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.62%和 50.87%，较年初分别下降 2.64 个百分点和 3.78 个百分点。此外，公司剔除预收款项的资产负债率为 62.88%，净负债率为 75.48%，剔除受限资金后的现金短期债务比为 3.05 倍，公司债务负担较轻。公司融资渠道中银行借款约占 80%，2020 年公司平均融资成本约为 5.24%，公司债务结构较合理，融资成本较低。

截至 2021 年 3 月底，公司负债合计 1,308.85 亿元，较年初增长 7.91%，主要系合同负债（预收房款由预收款项改为计入合同负债）和其他流动负债增加所致。其中，流动负债占 66.77%，负债结构较年初变化不大。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 487.83 亿元，较年初增长 3.50%。其中，短期债务占 11.58%，长期债务占 88.42%。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 76.40%、54.69%和 51.62%，均较年初小幅上升。公司债务结构较合理，集中偿付压力不大。

表 20　截至 2021 年 3 月底公司全部债务期限分布

到期时间	银行借款	公司债券	信托借款	合计
2021 年 4－12 月	22.32	19.99	1.40	43.70
2022 年	58.32	5.99	--	64.30
2023 年	88.99	7.18	4.82	100.98
2024 年及以后	255.76	23.09	--	278.84
合计	**425.38**	**56.24**	**6.22**	**487.83**

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2020 年公司收入和利润规模保持增长，利润构成中非经常性损益较少，公司整体盈利能力很强。

2020年，公司实现营业收入251.32亿元，同比增长24.10%，主要系项目交付结转规模增加所致；随着收入增长，公司实现利润总额80.21亿元，同比增长14.36%。

期间费用方面，2020年，公司费用总额32.77亿元，同比增长14.56%，主要系销售费用和财务费用增加所致。其中，销售费用占55.53%，管理费用占24.20%，财务费用占20.27%。公司销售费用18.19亿元，同比增长19.23%，主要系广告推介费增加所致；管理费用7.93亿元，同比减少6.39%，主要系会务咨询支出减少所致；财务费用6.64亿元，同比增长36.35%，主要系利息支出增加所致。

利润构成方面，2020年，公司实现投资收益4.98亿元，主要来自可供出售金融资产在持有期间的投资收益以及理财产品收益。投资收益占利润总额的6.20%，对利润影响一般。整体来看，

公司利润仍主要来自主营业务。

从盈利指标来看，2020年，公司营业利润率为43.31%，虽有所下降但仍处于较高水平；总资本收益率为7.82%，较为稳定；净资产收益率为15.44%，同比小幅下降0.77个百分点。与同行业相比，公司盈利能力指标处于较高水平。

表 21　2020 年公司与同行业盈利能力指标对比情况

（单位：%）

企业简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
万科 A	29.25	4.65	20.13
时代中国控股	28.78	5.84	26.10
富力地产	23.74	4.86	10.79
佳兆业集团	28.52	4.40	18.77
公司	**56.62**	**6.11**	**19.22**
行业中位数	24.88	1.51	6.13

注：1. 表中数据均来自 Wind，Wind 计算公式与联合资信计算公式存在少许差异；2. 行业中位数为 Wind 房地产行业沪深上市公司统计数
资料来源：Wind

2021年1－3月，公司实现营业收入40.32亿元，同比增长3.04倍，主要系上年同期受新冠肺炎疫情影响较大所致；实现利润总额4.84亿元，与上年同期相比由负转正。

5. 现金流

2020 年随着拿地节奏的变化，公司经营活动现金流实现净流入；受酒店建设和土地整理投入等因素影响，投资活动现金流转为净流出；公司筹资活动现金流仍为净流入，但规模同比下降。

表 22　公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	301.19	396.25	464.29	164.74
经营活动现金流出小计	300.65	517.94	451.59	140.12
经营现金流量净额	**0.54**	**-121.69**	**12.70**	**24.62**
投资活动现金流入小计	379.12	744.03	234.52	64.27
投资活动现金流出小计	523.48	663.53	260.95	100.57
投资活动现金流量净额	**-144.35**	**80.51**	**-26.43**	**-36.30**
筹资活动前现金流量净额	**-143.81**	**-41.18**	**-13.73**	**-11.68**
筹资活动现金流入小计	164.59	249.71	248.22	77.74
筹资活动现金流出小计	83.98	146.77	214.60	55.94
筹资活动现金流量净额	**80.61**	**102.94**	**33.62**	**21.81**

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入同比增长 17.17%，主要系销售回款增加所致；经营活动现金流出同比减少 12.81%，主要系经营性资本支出以及支付的往来款项减少所致。综上，公司经营活动现金流由上年的净流出转为小幅净流入。

从投资活动来看，2020 年，随着公司理财产品购买和赎回规模的下降，公司投资活动现金流入和现金流出分别同比减少 68.48%和 60.67%。公司投资活动现金流由上年的净流入转为当年的净流出，主要系酒店建设支出和土地整理投入支出所致。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入同比变化不大；筹资活动现金流出同比增长 46.21%，公司债务偿付压力有所加大。综上，公司筹资活动现金保持净流入，但规模同比减少 67.34%。

2021 年 1－3 月，公司经营活动和筹资活动现金流仍为净流入，投资活动现金流仍为净流出。

6. 偿债能力

公司短期及长期偿债能力均很强，且间接融资渠道畅通，或有负债风险较可控，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力来看，截至 2020 年底，随着公司存货规模快速增长，公司流动比率较年初有所下降，但速动比率较年初变化不大。公司现金短期债务比下降至 3.10 倍，但仍处于很高水平。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力来看，2020 年，公司 EBITDA 同比增长 13.96%，主要系利润总额增加所致。其中，利润总额占 88.39%，计入财务费用的利息支出占 7.74%。公司 EBITDA 利息倍数有所下降但处于很高水平；全部债务/EBITDA 同比变化不大。整体看，公司长期偿债能力很强。

表 23　公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标	流动比率（%）	214.47	208.56	185.55	179.76
	速动比率（%）	76.06	54.03	58.21	47.95
	经营现金流动负债比（%）	0.14	-22.11	1.58	--
	现金类资产/短期债务（倍）	4.03	4.37	3.10	3.97
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	60.79	79.63	90.74	--
	全部债务/EBITDA（倍）	4.99	5.24	5.19	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	4.49	4.02	3.48	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年 3 月底，公司获得的银行综合授信额度合计 842.22 亿元，其中尚未使用的授信额度 344.62 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2021 年 3 月底，除为购房人提供的按揭担保以外，公司对外担保 18.81 亿元，占所有者权益的 4.65%，系对上海申新（集团）有限公司的的担保，或有负债风险较为可控。

截至 2021 年 3 月底，公司不存在重大未决诉讼或仲裁案件。

7. 母公司财务分析

2020 年，母公司[1]资产及权益规模保持增长，债务负担轻；母公司层面有一定规模的房地产项目结转，投资收益也是母公司利润的重要来源；母公司是公司主要资金归集主体和债券发行主体，筹资活动现金净流入规模较大。

资产方面，截至 2020 年底，母公司资产总额 830.84 亿元，较年初增长 32.39%，主要系其他应收款增加所致。母公司资产仍以其他应收款和长期股权投资为主。母公司资产总额占公司合并口径资产总额的 51.78%，占比一般。

权益方面，截至 2020 年底，母公司所有者权益 246.20 亿元，较年初增长 25.35%，主要系未分配利润增加所致。母公司所有者权益仍以未分配利润为主，稳定性较弱。

负债方面，截至 2020 年底，母公司负债总额 584.64 亿元，较年初增长 35.59%，主要系其他应付款增加所致。母公司负债仍主要由其他应付款构成。母公司全部债务 81.63 亿元，占公司合并口径全部债务的 17.32%；母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 70.37%和 24.90%，债务负担轻。

损益方面，2020 年，母公司营业收入 48.71 亿元，同比减少 14.86%，主要系房地产销售结转收入下降所致；母公司利润总额 56.60 亿元，同比增长 10.27%，主要系投资收益增加所致，其中投资收益是母公司利润的重要来源。

现金流方面，2020 年，母公司经营活动现金流由上年的净流入转为当年的净流出 17.36 亿元，主要系支付的各项税费规模较大所致；投资活动现金净流出 1.99 亿元，规模较小；筹资活动现金净流入 61.68 亿元，母公司是公司主要的资金归集主体和债券发行主体。

截至 2021 年 3 月底，母公司资产总额 889.39 亿元，母公司所有者权益 246.09 亿元，母公司负债合计 643.30 亿元。2021 年 1－3 月，母公司实现营业收入 0.50 亿元，利润总额-0.28 亿元，现金及现金等价物净增加额 24.83 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司对存续期内债券的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至2020年底，公司现金类资产和所有者权益分别为“21大华01”债券本金（8.20亿元）的24.89倍和47.75倍，覆盖程度很高。从盈利情况来看，2020年，公司EBITDA是“21大华01”债券本金的11.07倍，覆盖程度很高。

[1] 此母公司指公司母公司单独报表。

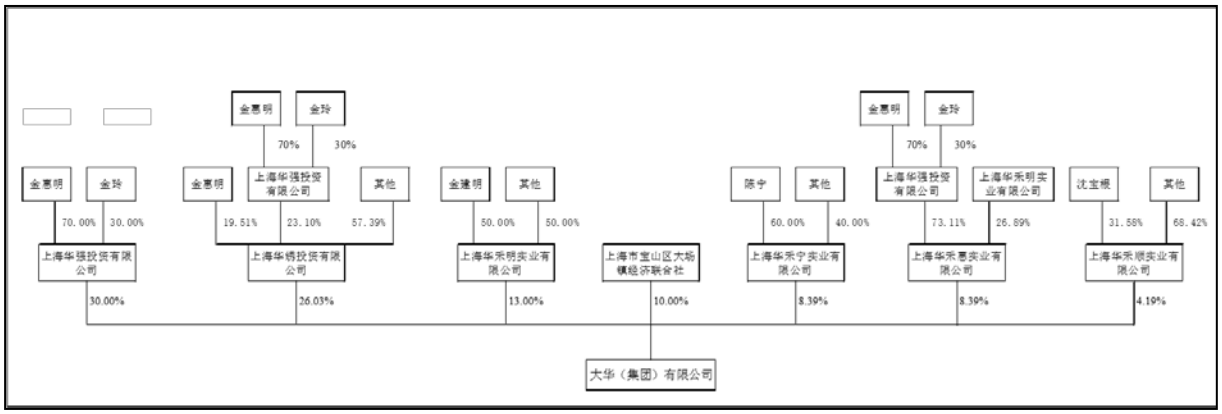
从现金流情况来看，2020年，公司经营活动现金流入是“21大华01”债券本金的56.62倍，覆盖程度很高；经营活动现金流量净额是“21大华01”债券本金的1.55倍，覆盖程度高。

综合上述分析，并考虑到公司作为百强房企，在城市更新和超大规模社区建设运营方面具有很强的综合竞争力，货值储备及开发规模较大，资产质量较好，债务负担较轻，盈利能力很强，联合资信认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

十一、结论

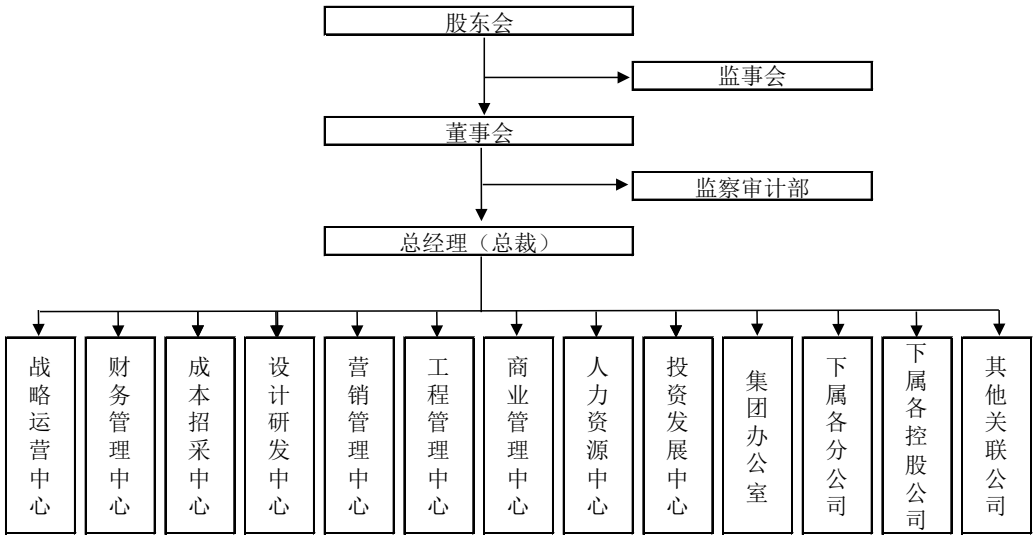
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，同时维持“21大华01”的信用等级为AA^+，评级展望为“稳定”。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底大华（集团）有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底大华（集团）有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 3 月底大华（集团）有限公司主要子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	注册资本（亿元）	持股比例（%）	
				直接	间接
济南华隆置业有限公司	山东济南	房地产开发	10.00	--	100.00
上海华行房地产开发有限公司	上海宝山	房地产开发	10.00	90.00	--
上海睿华房地产开发有限公司	上海宝山	房地产开发	6.00	99.00	--
大华集团（昆明）投资有限公司	云南昆明	投资	10.00	--	70.00
上海长华置业发展有限公司	上海宝山	房地产开发	10.00	100.00	--
大华集团南京浦口置业有限公司	江苏南京	房地产开发	5.66	100.00	--

注：表中仅列示部分注册资本较大的子公司

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	207.92	180.68	204.09	224.33
资产总额（亿元）	899.99	1,239.11	1,604.45	1,713.07
所有者权益（亿元）	267.42	311.75	391.57	404.22
短期债务（亿元）	51.62	41.84	65.88	56.47
长期债务（亿元）	251.72	375.76	405.44	431.36
全部债务（亿元）	303.35	417.59	471.32	487.83
营业收入（亿元）	153.54	202.51	251.32	40.32
利润总额（亿元）	55.36	70.14	80.21	4.84
EBITDA（亿元）	60.79	79.63	90.74	--
经营性净现金流（亿元）	0.54	-121.69	12.70	24.62
财务指标				
流动资产周转次数（次）	0.22	0.21	0.19	--
存货周转次数（次）	0.15	0.12	0.12	--
总资产周转次数（次）	0.20	0.19	0.18	--
现金收入比（%）	163.72	175.89	171.64	387.17
营业利润率（%）	47.50	46.74	43.31	24.48
总资本收益率（%）	7.84	7.75	7.82	--
净资产收益率（%）	15.78	16.21	15.44	--
长期债务资本化比率（%）	48.49	54.65	50.87	51.62
全部债务资本化比率（%）	53.15	57.26	54.62	54.69
资产负债率（%）	70.29	74.84	75.59	76.40
流动比率（%）	214.47	208.56	185.55	179.76
速动比率（%）	76.06	54.03	58.21	47.95
经营现金流动负债比（%）	0.14	-22.11	1.58	--
现金短期债务比（倍）	4.03	4.37	3.10	3.97
EBITDA 利息倍数（倍）	4.49	4.02	3.48	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.99	5.24	5.19	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司长期应付款中的债务已调整计入公司长期债务；3. 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未予年化；4. 根据最新会计准则要求，2021 年 3 月底公司理财产品由其他流动资产调整计入交易性金融资产，根据联合资信计算公式，纳入现金类资产计算范围。为保持可比性，联合资信对 2018—2020 年底现金类资产金额进行了相应追溯调整

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	92.00	59.89	115.16	146.96
资产总额（亿元）	435.94	627.59	830.84	889.39
所有者权益（亿元）	156.40	196.41	246.20	246.09
短期债务（亿元）	18.00	22.36	24.98	19.99
长期债务（亿元）	83.35	85.51	56.65	54.52
全部债务（亿元）	101.35	107.87	81.63	74.51
营业收入（亿元）	36.16	57.21	48.71	0.50
利润总额（亿元）	23.98	51.32	56.60	-0.28
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	19.01	46.67	-17.36	10.88
财务指标				
流动资产周转次数（次）	0.18	0.21	0.11	--
存货周转次数（次）	0.70	1.21	2.02	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.11	0.07	--
现金收入比（%）	91.77	120.98	10.81	--
营业利润率（%）	48.69	62.63	59.68	-6.74
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	13.01	22.16	20.22	--
长期债务资本化比率（%）	34.77	30.33	18.71	18.14
全部债务资本化比率（%）	39.32	35.45	24.90	23.24
资产负债率（%）	64.12	68.70	70.37	72.33
流动比率（%）	111.51	96.99	99.40	94.00
速动比率（%）	105.10	92.95	99.13	93.73
经营现金流动负债比（%）	9.69	13.50	-3.29	--
现金短期债务比（倍）	5.11	2.68	4.61	7.35
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 表中“/”表示由于缺少数据无法计算相关指标；2. 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未予年化；3. 根据最新会计准则要求，2021 年 3 月底公司理财产品由其他流动资产调整计入交易性金融资产，根据联合资信计算公式，纳入现金类资产计算范围。为保持可比性，联合资信对 2018—2020 年底现金类资产金额进行了相应追溯调整

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	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
流动资产周转次数	营业收入/平均流动资产总额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“−”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。