

信用评级公告

联合〔2022〕5448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：

二〇二二年六月二十七日

大华（集团）有限公司

2022年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
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：1. 上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的公开发行业务；2. “21 大华 01”债券期限为 7 年，附第 3 年和第 5 年投资者回售选择权，下一个行权日为 2024/01/28

评级时间：2022 年 6 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
《房地产企业信用评级方法》	V3.1.202205
《房地产企业主体信用评级模型（打分表）》	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		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”）作为在城市更新和超大规模社区运营方面经验丰富的百强房企，在上海市城中村改造领域拥有较高的知名度，公司项目区域布局良好、城市能级较高、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，2021 年签约销售规模稳中有增。公司财务状况保持良好，债务负担及结构较合理。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，房地产行业整体销售下行、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存在盈利下滑的可能性等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

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⁺，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，在上海区域拥有较高的品牌知名度和较强的综合竞争力。随着招拍挂市场竞争加剧，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。2021 年，公司签约销售规模稳中有增。

2. 区域布局良好，项目储备充裕，毛利率较高。

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。公司通过整体开发的方式锁定了较大规模的土地资源，剩余可售项目充裕，土地成本优势明显。2021 年，公司综合毛利率同比虽有所下降，但仍处于较高水平。

3. 财务状况良好，债务负担及结构较合理。

截至 2021 年底，公司债务负担较合理且长期债务占比高，融资渠道以银行借款为主，融资成本较低。

分析师：罗星驰 杨野

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. **房地产市场运行存在不确定性，民营房企融资趋紧。**2021年下半年以来房地产市场迅速转冷，行业整体销售下滑，房地产调控政策边际松动但未有大的改善，未来房地产市场运行存在一定不确定性。此外，民营房企融资环境整体收紧，对民营房企现金流管理形成一定挑战。但考虑到公司财务状况稳健，“三条红线”指标均处于绿档且有一定的安全空间，房地产融资环境的恶化对公司影响相对较小。

2. **旧改项目开发周期存在不确定性，公司存在一定的资本支出压力。**公司以旧改为获取土地储备的主要方式之一，与招拍挂方式相比，旧改项目周期较长，未来开发进度存在不确定性。公司在建项目规模较大，尚需较大的资金投入，存在一定的资本支出压力。

3. **存在盈利下滑的可能性。**随着行业整体利润率下行以及近年来获取的招拍挂项目增加，公司存在盈利下滑的可能性。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿元）	180.68	204.09	257.03
资产总额（亿元）	1239.11	1604.45	2072.69
所有者权益（亿元）	311.75	391.57	445.99
短期债务（亿元）	41.84	65.88	77.05
长期债务（亿元）	375.76	405.44	389.23
全部债务（亿元）	417.59	471.32	466.28
营业总收入（亿元）	202.51	251.32	261.59
利润总额（亿元）	70.14	80.21	45.26
EBITDA（亿元）	79.63	90.74	54.21
经营性净现金流（亿元）	-121.69	12.70	78.73
营业利润率（%）	46.74	43.31	26.88
净资产收益率（%）	16.21	15.44	7.24
资产负债率（%）	74.84	75.59	78.48
全部债务资本化比率（%）	57.26	54.62	51.11
流动比率（%）	208.56	185.55	159.26
经营现金流动负债比（%）	-22.11	1.58	6.39
现金短期债务比（倍）	4.32	3.10	3.34
EBITDA 利息倍数（倍）	4.02	3.48	2.15
全部债务/EBITDA（倍）	5.24	5.19	8.60
公司本部（母公司）			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	627.59	830.84	957.92
所有者权益（亿元）	196.41	246.20	249.75
全部债务（亿元）	107.87	81.63	61.02
营业总收入（亿元）	57.21	48.71	5.34
利润总额（亿元）	51.32	56.60	1.58
资产负债率（%）	68.70	70.37	73.93
全部债务资本化比率（%）	35.45	24.90	19.63
流动比率（%）	96.99	99.40	93.53
经营现金流动负债比（%）	13.50	-3.29	-1.50

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. 2019 年底公司长期应付款中的债务已调整计入公司长期债务，2021 年底公司租赁负债不计入债务；3. 根据最新会计准则要求，2021 年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 2019—2020 年末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	2021/06/22	罗星驰 杨 野	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）	阅读全文
	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/09/04	罗星驰 赵 今	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大华（集团）有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

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

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

大华（集团）有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于大华（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 35.44%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，共计控制大华集团 57.40%的股权，为大华集团的实际控制人。

公司主营业务为房地产开发销售、建筑、物业管理、房产租赁和酒店业务等。2021 年，公司组织结构未发生变化。截至 2021 年底，公司在职员工 3669 人，跟踪期内公司员工数量有所增长。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 2072.69 亿元，所有者权益 445.99 亿元（含少数股东权益 95.72 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 261.59 亿元，利润总额 45.26 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 2022 年 5 月底，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，并在付息日按时付息。

表 1 截至 2022 年 5 月底由联合资信评级的公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	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

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情频发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速

分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情爆发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第

三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐

月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材

料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

1. 房地产行业概况

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积

看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017—2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021 年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021 年 7—12 月，全国商品房单月销售面积同比增速连续 6 个月为负；但得益于上半年销售增长，2021 年全年全国商品房销售面积 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，增速较 2020 年下降 0.7 个百分点；住宅销售面积 15.65 亿平方米，同比增长 1.1%。

2. 土地市场与信贷环境

2021 年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021 年土地购置面积 2.16 亿平方米，同比下降 15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021 年土拍市场出现了新景象；2021 年上半年的第一轮集中

供地，百强民营房企获取近 50% 的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021 年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长 23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021 年 7—12 月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9 月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此 2021 年下半年房地产开发到位资金同比下降 10.51%。2021 年全年房地产开发到位资金合计 20.11 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年下滑 3.4 个百分点。

表3 2019—2021年房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合 计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021年初严查经营贷，2021年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但2022年3月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021年初，房地产市场延续上年底热度，

针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。

表4 2021年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年2月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021年7月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021年9月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年2—3月	—	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证

交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表5 2021年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年3月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021年6月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021年7月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021年9月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益

2021年10月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021年12月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022年1月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

4. 上海市区域环境

2021年上海市经济平稳增长,人口净流入,商品房销售额同比实现较大增长。

公司业务重点布局上海市，上海市经济发展及房地产市场情况对公司发展具有重要影响。

宏观经济方面，2021年，上海市全年地区生产总值(GDP)43214.85亿元，同比增长8.1%，两年平均增长4.8%，其中第三产业增加值占上海市生产总值的比重为73.3%。截至2021年底，上海市常住人口2489.43万人，较2019年底增加61.29万人。2021年，上海市居民人均可支配收入78027元，同比增长8.0%。

房地产方面，2021年，上海市房地产开发投资同比增长7.2%，增速同比下降3.8个百分点，开发投资增速有所放缓。销售方面，2021年，上海市商品房销售面积1880.45万平方米，同比增长5.1%；商品房销售额6788.73亿元，同比增长12.3%，全年销售额实现较大增长。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年底，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35.44%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57.40%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、建设和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)和大场老镇改造社区(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2022年3月底，公司全口径剩余可售面积992.32万平方米，项目储备较充裕。

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。2022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，公司位列第71名；2021年，在克而瑞主办的中国房地产企业销售排行榜中，公司权益销售金额位列第51名，同比上升9名。

3. 企业信用记录

公司过往履约记录良好。

根据中国人民银行出具的企业信用报告，截至2022年5月1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。

截至2022年6月9日，联合资信未发现公司

曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

公司治理与管理情况较为稳定。

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

八、经营分析

1. 经营概况

房地产开发仍是公司主要收入来源，2021年公司营业总收入稳中有增；受安置房交付影响，公司毛利率同比显著下降，但仍处于较高水平。

跟踪期内，公司经营模式未发生变化。2021年，公司实现营业总收入261.59亿元，同比增长

4.09%，增速同比有所下滑，主要系精装修住宅比例提升和上海等地新的交楼政策使得部分项目交付周期有所延长所致。从收入构成来看，房地产销售收入在公司营业总收入中的占比仍在90%以上。公司非房地产开发业务主要包括建筑安装工程、物业租赁、物业管理以及酒店服务等，对公司收入形成一定补充。

从毛利率来看，2021年，公司房地产销售毛利率同比下降21.27个百分点，主要系交付的安置房项目毛利率较低所致。但与行业水平相比，公司毛利率仍处于较高水平，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。但考虑到行业利润率下降、公司业务扩张和区域拓展，未来公司仍存在一定的毛利率下滑风险。

表6 2019—2021年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019年			2020年			2021年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	190.23	93.94	60.81	237.45	94.48	57.45	247.50	94.62	36.18
建筑业	1.06	0.52	5.66	0.44	0.17	14.17	1.37	0.52	4.88
物业管理	4.16	2.05	16.35	4.38	1.74	14.23	5.54	2.12	13.41
房产租赁	4.33	2.14	29.79	4.06	1.62	25.42	5.20	1.99	31.35
酒店业务	1.82	0.90	79.67	1.02	0.41	69.59	1.38	0.53	41.56
其他	0.91	0.45	74.73	3.96	1.58	87.19	0.58	0.22	12.30
合计	202.51	100.00	59.18	251.32	100.00	56.62	261.59	100.00	35.41

注：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
资料来源：公司债券年报

2. 土地储备

2021年，公司拿地规模有所增长，拿地方式仍采取整体开发（旧改）、招拍挂和收并购相结合的方式；公司土地储备充裕，区域布局良好，城市能级较高，土地成本优势显著。

跟踪期内，公司仍以“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，公司通过整体开发获取的新增土地储备建筑面积约占42%，旧改仍是公司重要的土地获取方式。

2021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增长。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。2022年1—3月，公司新增土地储备楼面均价进一步增长，布局的城市能级有所提升。

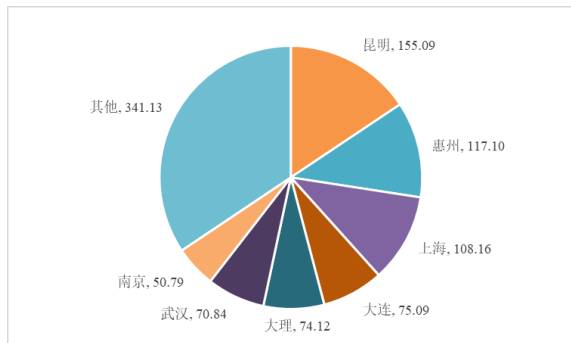
表 7 公司新增土地储备情况
(单位: 万平方米、亿元、元/平方米)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
新增土地储备 建筑面积	407.25	263.38	373.85	12.72
土地成本	360.64	207.42	308.41	17.32
楼面均价	8855.49	7875.41	8249.47	13490.07

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; 下述除了特殊说明外, 均不含澳洲数据
资料来源: 公司提供

截至2022年3月底, 公司全口径剩余可售面积992.32万平方米, 按2021年签约销售面积测算, 预计可满足未来4年左右的销售需要, 公司土地储备充裕。从区域分布来看, 公司全口径剩余可售面积中一线城市¹约占11.52%, 二线城市约占63.75%, 三线城市约占24.73%, 公司布局的三线城市主要位于长三角和大湾区。

图 1 截至 2022 年 3 月底公司剩余可售面积分布
(单位: 万平方米)



资料来源: 公司提供

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、大连和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。在招拍挂市场的优质土地竞争加剧的情况下, 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。截至2021年底, 公司4个主要上海城中村改造项目中仍在推进中, 剩余可售货值合计约100亿元,

后续上海第二批城中村改造尚未开启。随着该类高毛利率项目的逐步销售结转, 后续公司存在盈利下滑的可能性。

3. 项目开发

2021 年公司在建项目规模进一步增长, 尚需投资规模较大, 公司面临一定的资本支出压力。

2021年, 随着拿地规模扩大, 公司新开工面积同比增长28.22%。受疫情和交楼政策等因素影响, 公司原定于2021年12月交付的上海项目延期至2022年一季度交付, 导致2021年公司竣工面积同比回落, 2022年一季度竣工面积规模较大。

表 8 公司项目开发情况 (单位: 万平方米)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
新开工面积	413.44	331.61	425.19	65.98
竣工面积	126.44	151.71	121.66	123.82
期末在建面积	691.92	871.82	1175.35	1117.51

注: 按全口径统计

资料来源: 公司提供

截至2022年3月底, 公司全口径在建项目预计总投资规模2912.46亿元, 累计已投资1882.58亿元, 尚需投资1029.88亿元 (按权益占比折算后为894.73亿元), 公司面临一定的资本支出压力。

4. 物业销售

2021 年公司签约销售金额稳中有增, 回款率良好。

公司项目以刚需和改善型产品为主, 住宅业态占比较高。从销售情况来看, 2021年, 公司签约销售面积小幅下降, 签约销售均价有所上升, 签约销售金额稳中有增。从结转情况来看, 2021年公司结转面积和结转收入同比均保持增长。

¹ 根据联合资信划分标准, 公司剩余可售面积分布的一线城市包括上海和广州, 二线城市/区域 (即省会城市、直辖市、计划单列市及 GDP 超 8000 亿元地级市) 包括昆明、大连、武汉、南京、

济南、天津、杭州、南宁、西安、苏州、海南、徐州、无锡、南通和烟台, 三线城市包括惠州、大理、泰州和江门。

表 9 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	2019 年	2020 年	2021 年
签约销售面积	146.02	203.26	198.97
签约销售金额	320.27	495.42	506.53
签约销售均价	2.19	2.44	2.55
结转面积	75.94	122.97	162.43
结转收入	190.23	237.45	247.50
结转均价	2.51	1.93	1.52

注: 签约销售数据为全口径, 结转数据为并表口径
资料来源: 公司提供

截至2022年3月底, 公司全口径项目可售面积整体去化率为49.93%, 剩余可售规模较大; 已售项目累计回款率为99.56%, 处于很高水平。

5. 物业租赁与海外项目

2021 年公司租赁收入增长较快; 海外项目投资对公司资金仍造成一定占压。

公司自持物业均为商业业态, 主要位于上海。截至2021年底, 公司自持物业可租赁面积合计82.99万平方米。除自持物业外, 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。2021年, 公司实现租赁收入5.20亿元, 同比增长28.12%, 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房地产项目投资, 业态主要为住宅。截至 2021 年底, 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, 但海外项目已可通过销售回款实现滚动开发, 无需公司进一步投入自有资金。

6. 经营效率

受项目规模等因素影响, 公司经营效率指标偏低。

2021 年, 公司存货周转次数由上年的 0.12 次小幅上升至 0.14 次, 总资产周转次数由上年的 0.18 次下降至 0.14 次。与同行业相比, 公司经营效率指标偏低, 主要系公司有多个超大规模

模社区开发项目持续投资所致。

表 10 2021 年公司与同行业经营效率指标对比情况

(单位: 次)

企业简称	存货周转次数	流动资产周转次数	总资产周转次数
时代控股	0.37	0.28	0.23
卓越商业	0.55	0.44	0.18
新潮中宝	0.26	0.22	0.13
公司	0.14	0.15	0.14
行业中位数	0.27	--	0.19

注: 1. “时代控股”为广州市时代控股集团有限公司的简称, “卓越商业”为深圳市卓越商业管理有限公司的简称, “新潮中宝”为新潮中宝股份有限公司的简称; 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

7. 未来发展

公司未来发展战略符合公司发展需要。

随着房地产行业竞争加剧、行业利润水平下降, 公司盈利水平存在一定的下降压力。公司未来将继续执行“双轮驱动”的投资战略, 凭借成熟的“城中村”“三旧改造”开发经验, 继续关注城市更新市场, 推动整体开发模式, 将地块前期的土地整理与后续开发结合起来, 在降低房地产开发全产业链各环节成本的同时, 提高获地竞争能力。

在经营策略上, 公司计划继续发挥全产业链的优势, 强化前期土地整理、中端开发销售、后端持有运营的全体系统能力, 降低运营成本, 提高运营效率。

在财务策略上, 公司计划继续控制财务杠杆, 保持“三条红线”绿档指标, 以有效控制财务成本。

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 2021 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。公司全年通过增资扩股方式新增 1 家子公司、新设 36 家子公司、注销 10 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 2021 年底, 公司合并资产总额 2072.69 亿元, 所有者权益 445.99 亿元(含少数股东权益

益 95.72 亿元)；2021 年，公司实现营业总收入 261.59 亿元，利润总额 45.26 亿元。

2. 资产质量

截至 2021 年底，公司资产规模保持较快增

长，货币资金受限程度较低，存货规模较大但跌价风险较可控，整体资产受限比例一般。

截至2021年底，公司资产总额较上年底增长29.18%，主要系流动资产增加所致；资产结构较上年底变化不大，流动资产占比很高。

表 11 2019 - 2021 年末公司资产主要构成 (单位: 亿元、%)

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1147.65	92.62	1491.47	92.96	1962.40	94.68
货币资金	154.48	12.47	175.77	10.96	252.04	12.16
其他应收款 (合计)	58.84	4.75	176.00	10.97	95.38	4.60
存货	850.35	68.63	1023.59	63.80	1450.83	70.00
非流动资产	91.46	7.38	112.98	7.04	110.28	5.32
投资性房地产	48.88	3.94	49.42	3.08	48.78	2.35
资产总额	1239.11	100.00	1604.45	100.00	2072.69	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

流动资产方面，截至2021年底，公司流动资产较上年底增长31.58%，主要系存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金和存货构成，其他应收款（合计）占比较上年底显著下降，主要系上年底竞地保证金规模较大所致。

截至2021年底，公司货币资金较上年底增长43.39%，主要系销售回款增加所致。其中，公司预售监管资金17.25亿元，受限资金（保证金及安全生产风险抵押金等）5.42亿元，合计占货币资金的9.00%，公司资金受限程度较低。

截至2021年底，公司存货较上年底增长41.74%，主要系业务规模增长所致。其中，在建开发产品占90.69%，拟开发产品占6.55%，完工开发产品仅占1.89%，存货去化情况较好。公司累计计提存货跌价准备0.84亿元，系针对济南长清王宿项目计提。公司存货主要位于一二线城市和经济较发达的三线城市，跌价风险仍较可控。

非流动资产方面，截至 2021 年底，公司非流动资产较上年底下降 2.39%。非流动资产主要由投资性房地产构成，期末余额 48.78 亿元，按成本法计量。公司投资性房地产主要系位于上海的商铺，有一定的升值空间。

截至 2021 年底，公司资产受限程度一般，受限原因主要为融资抵质押。

表 12 截至 2021 年底公司资产受限情况

(单位: 亿元)

项目	受限金额	占比
货币资金	5.42	2.15%
存货	524.12	36.13%
投资性房地产	16.17	33.15%
固定资产	0.22	5.62%
子公司股权	9.01	--
合计	554.93	26.77%

注：占比指该科目受限金额在该科目总额中的占比，合计占比为总受限资产在资产总额中的占比

资料来源：审计报告

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2021 年底，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 2021 年底，公司所有者权益 445.99 亿元，较上年底增长 13.90%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。其中，未分配利润占 74.68%，少数股东权益占 21.46%。公司权益构成较上年底变化不大，权益稳定性仍属一般。

(2) 负债

截至 2021 年底，随着预收售房款增加，公司负债规模增长较快，流动负债占比有所上升；公司债务规模变化不大，债务负担仍较合理，融资渠道以银行借款为主，债务结构中中长期债

务占比高，融资成本较低。

截至2021年底，公司负债总额较上年底增

长34.12%，主要系流动负债增加所致，流动负债占比较上年底上升9.47个百分点。

表 13 2019-2021 年末公司负债主要构成（单位：亿元、%）

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	550.28	59.34	803.83	66.27	1232.19	75.75
应付账款	64.80	6.99	75.10	6.19	118.27	7.27
预收款项	352.47	38.01	549.48	45.30	0.64	0.04
合同负债	--	--	--	--	850.24	52.27
其他应付款（合计）	68.62	7.40	87.75	7.23	90.11	5.54
非流动负债	377.08	40.66	409.05	33.73	394.51	24.25
长期借款	308.44	33.26	367.39	30.29	354.11	21.77
负债总额	927.36	100.00	1212.88	100.00	1626.70	100.00

注：占比指该科目在负债总额中的占比

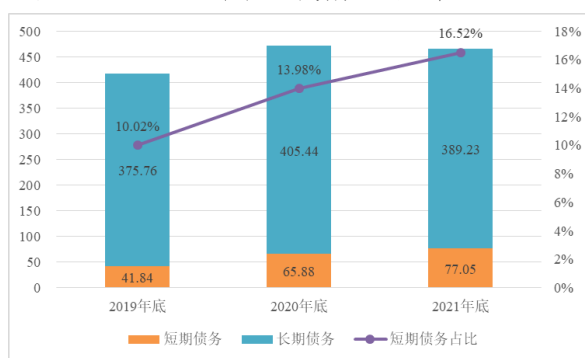
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

流动负债方面，截至 2021 年底，公司流动负债较上年底增长 53.29%，主要系预收售房款增加所致，流动负债主要由合同负债构成。公司预收类款项（预收款项+合同负债+待转销项税额）合计 926.70 亿元，较上年底的预收类款项大幅增长 68.65%，能为后续收入结转提供有力支撑。

非流动负债方面，截至 2021 年底，公司非流动负债较上年底下降 3.56%，非流动负债主要由长期借款构成。公司长期借款较上年底变化不大，主要为抵押借款和保证借款。

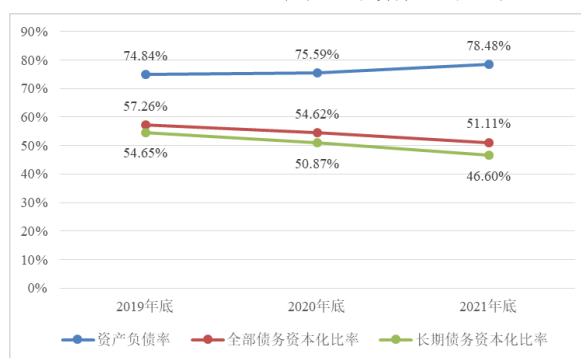
债务方面，截至2021年底，公司全部债务466.28亿元，较上年底下降1.07%；债务结构较上年底变化不大，仍以长期债务为主。随着预收售房款增长，公司资产负债率较上年底小幅上升，但全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所下降。公司剔除预收类款项的资产负债率²为61.08%，净负债率³为48.04%，剔除受限资金后的现金短期债务比为3.27倍，公司债务负担较合理。此外，公司全部债务中银行借款占86.06%，2021年公司平均融资成本⁴约为5.37%，公司债务结构较合理，融资成本较低。

图 2 2019-2021 年末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 3 2019-2021 年末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

² 剔除预收类款项的资产负债率=（负债-预收款项-合同负债-待转销项税额）/（资产-预收款项-合同负债-待转销项税额）*100%

³ 净负债率=（全部债务-货币资金）/所有者权益*100%

⁴ 平均融资成本按（计入财务费用的利息支出+资本化利息）*2/（年初全部债务+年末全部债务）*100%测算

表 14 截至 2021 年底公司全部债务构成

(单位: 亿元)

到期时间	银行借款	公司债券	信托借款	资产证券化产品	合计
2022 年	66.85	7.32	2.69	0.19	77.05
2023 年	39.63	12.00	--	0.15	51.79
2024 年	50.21	14.95	--	0.20	65.36
2025 年及以后	244.58	8.16	--	19.34	272.08
合计	401.28	42.43	2.69	19.88	466.28

资料来源: 公司提供

4. 盈利能力

2021 年公司营业总收入稳中有增, 受毛利率较低的安置房交付影响, 公司利润规模同比下降, 但盈利指标仍处于行业较高水平。

2021 年, 公司实现营业总收入 261.59 亿元, 同比增长 4.09%, 收入增速放缓主要系部分项目交付周期延长所致; 实现利润总额 45.26 亿元, 同比下降 43.57%, 主要系毛利率较低的安置房交付所致。

期间费用方面, 2021 年, 公司费用总额 24.97 亿元, 同比下降 23.79%, 主要系销售费用和财务费用减少所致。其中, 销售费用占 44.05%, 管理费用占 44.33%, 财务费用占 11.62%。公司销售费用 11.00 亿元, 同比下降 39.54%, 主要系广告推介费减少所致; 管理费用 11.07 亿元, 同比增长 39.58%, 主要系人力成本支出增加所致; 财务费用 2.90 亿元, 同比下降 56.30%, 主要系费用化利息支出减少且利息收入增加所致。整体来看, 公司费用控制能力较强。

利润构成方面, 2021 年, 公司利润主要来自主营业务, 非经常性损益影响不大。

盈利指标方面, 2021 年, 公司营业利润率同比下降 16.44 个百分点至 26.88%, 其他主要盈利指标同比均有所下滑。与同行业相比, 公司盈利指标仍处于较高水平。

表 15 2021 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
时代控股	31.54	4.79	18.28
卓越商业	23.07	2.71	4.25
新湖中宝	22.20	3.66	5.74

公司	35.41	2.60	9.58
行业中位数	19.48	0.93	3.60

注: 1. 为保持可比性, 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

5. 现金流

2021 年公司经营性现金净流入规模较大, 投资性现金流主要由理财产品的购买和赎回产生, 筹资性现金流转为净流出。公司现金类资产实现较大规模的净增长, 在行业下行和融资趋紧的环境下, 有利于公司保有流动性。

表 16 公司现金流量情况 (单位: 亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	396.25	464.29	693.95
经营活动现金流出小计	517.94	451.59	615.22
经营现金流量净额	-121.69	12.70	78.73
投资活动现金流入小计	744.03	234.52	244.27
投资活动现金流出小计	663.53	260.95	233.41
投资活动现金流量净额	80.51	-26.43	10.86
筹资活动前现金流量净额	-41.18	-13.73	89.60
筹资活动现金流入小计	249.71	248.22	191.78
筹资活动现金流出小计	146.77	214.60	206.60
筹资活动现金流量净额	102.94	33.62	-14.83

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, 2021 年, 公司经营活动现金流入同比增长 49.47%, 主要系销售回款增加所致, 其中销售商品、提供劳务收到的现金 656.66 亿元, 规模大于当年签约销售金额, 主要系 2020 年 12 月底开盘的上海项目于 2021 年回款所致; 公司经营活动现金流出同比增长 36.23%, 主要系经营性资本支出增加所致。综上, 公司经营活动现金净流入规模显著增长。

从投资活动来看, 2021 年, 公司投资活动现金流入同比变化不大, 主要由理财产品的赎回产生; 投资活动现金流出同比下降 10.56%, 主要系上年酒店建设和土地整理支出规模较大所致。综上, 公司投资活动现金由上年的净流出转为净流入。

从筹资活动来看, 2021 年, 公司筹资活动现金流入同比下降 22.74%; 筹资活动现金流出同比变化不大。综上, 公司筹资活动现金由上年的净流入转为净流出, 但净流出规模一般。公司

现金及现金等价物净增长 74.06 亿元，在行业整体销售下行和民营房企融资收紧的环境下，有利于公司保有流动性。

6. 偿债指标

2021 年，公司短期偿债指标很强，长期偿债指标尚可，考虑到公司间接融资渠道畅通、或有负债风险较可控等，公司整体偿债指标表现良好。

从短期偿债指标来看，截至 2021 年底，公

司流动比率和速动比率较上年底均有所下降，主要系预收售房款快速增长所致；现金短期债务比较上年底有所提升，现金类资产对短期债务的覆盖程度很强。整体看，公司短期偿债指标很强。

从长期偿债能力来看，2021 年，公司 EBITDA 同比下降 40.26%，主要系利润总额下降所致。其中，利润总额占 83.49%，计入财务费用的利息支出占 9.61%。公司 EBITDA 对利息支出和全部债务的覆盖程度有所下降，整体看，公司长期偿债指标尚可。

表 17 公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债指标	流动比率（%）	208.56	185.55	159.26
	速动比率（%）	54.03	58.21	41.52
	经营现金/流动负债（%）	-22.11	1.58	6.39
	经营现金/短期债务（倍）	-2.91	0.19	1.02
	现金类资产/短期债务（倍）	4.32	3.10	3.34
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	79.63	90.74	54.21
	全部债务/EBITDA（倍）	5.24	5.19	8.60
	经营现金/全部债务（倍）	-0.29	0.03	0.17
	EBITDA 利息倍数（倍）	4.02	3.48	2.15
	经营现金/利息支出（倍）	-6.14	0.49	3.13

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司获得的金融机构综合授信额度合计 786.37 亿元，其中尚未使用的授信额度 264.10 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2021 年底，除为购房人提供的按揭担保以外，公司对外担保 18.06 亿元，占所有者权益的 4.05%，系对上海申新（集团）有限公司（以下简称“申新集团”）的担保，或有负债风险较为可控。申新集团系大华虎城商业广场项目的运营方，跟踪期内经营状况正常。

截至 2021 年底，公司不存在重大未决诉讼或仲裁案件。

7. 公司本部（母公司）财务分析

2021 年，公司本部资产及负债规模保持增长，债务负担轻；投资收益是公司本部利润的主要来源；公司本部是公司主要资金归集主体，现金储备持续增加，短期偿债指标很强。

资产方面，截至 2021 年底，公司本部资产总额 957.92 亿元，较上年底增长 15.29%，主要

系货币资金、其他应收款和长期股权投资增加所致。公司本部资产构成仍以上述三个科目为主，货币资金余额 143.59 亿元，占公司合并口径货币资金的 56.97%，资金归集程度较高。

负债方面，截至 2021 年底，公司本部负债总额 708.17 亿元，较上年底增长 21.13%，主要系其他应付款增加所致。公司本部全部债务 61.02 亿元，较上年底下降 25.25%；全部债务资本化比率为 19.63%，债务负担轻。

权益方面，截至 2021 年底，公司本部所有者权益 249.75 亿元，规模和构成较上年底变化不大。

盈利方面，2021 年，公司本部营业总收入 5.34 亿元，规模不大；公司本部利润总额 1.58 亿元，主要来自投资收益。

现金流方面，作为公司主要的资金归集主体，公司本部经营活动和投资活动现金流仍为净流出，筹资活动现金流仍为净流入，公司本部现金

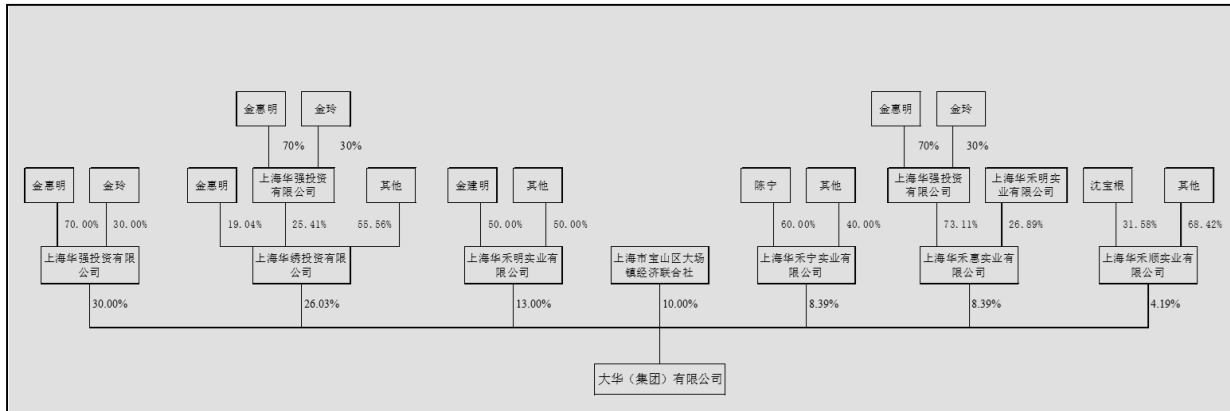
储备持续增加。

偿债指标方面，截至 2021 年底，公司本部现金短期债务比为 9.61 倍，短期偿债指标很强。

十、结论

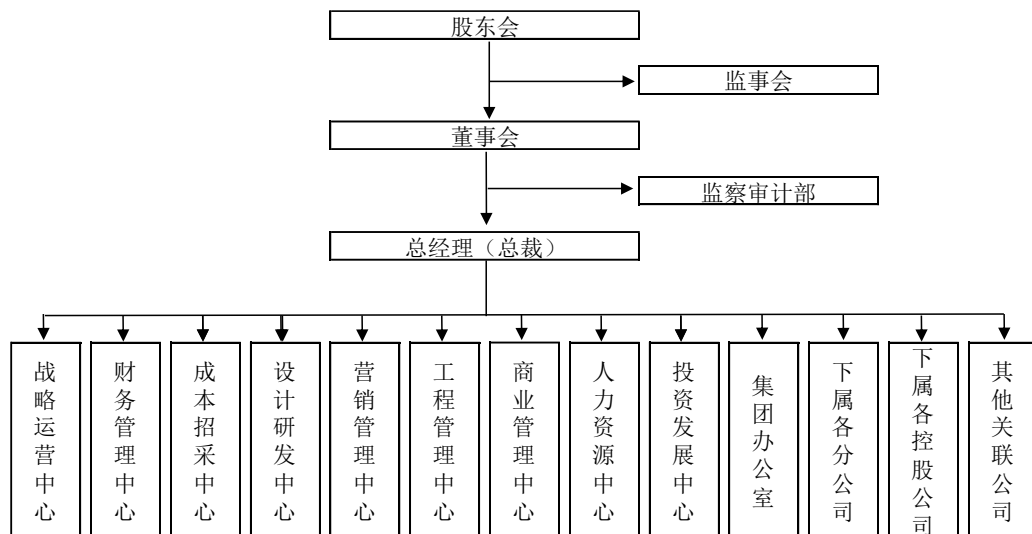
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“21 大华 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

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
海南成燕房地产开发有限公司	海口	房地产开发经营	1.07	67.00	--
大华集团南京浦口置业有限公司	南京	房地产开发经营	5.66	100.00	--
上海锦绣华城房地产开发有限公司	上海	房地产开发经营	0.50	80.00	16.20
大华集团大连置业有限公司	大连	房地产开发经营	4.00	70.00	--

注：表中仅列示对公司 2021 年合并口径财务数据影响较大的部分子公司
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	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	180.68	204.09	257.03
资产总额（亿元）	1239.11	1604.45	2072.69
所有者权益（亿元）	311.75	391.57	445.99
短期债务（亿元）	41.84	65.88	77.05
长期债务（亿元）	375.76	405.44	389.23
全部债务（亿元）	417.59	471.32	466.28
营业总收入（亿元）	202.51	251.32	261.59
利润总额（亿元）	70.14	80.21	45.26
EBITDA（亿元）	79.63	90.74	54.21
经营性净现金流（亿元）	-121.69	12.70	78.73
财务指标			
销售债权周转次数（次）	62.73	21.04	14.12
存货周转次数（次）	0.12	0.12	0.14
总资产周转次数（次）	0.19	0.18	0.14
现金收入比（%）	175.89	171.64	251.03
营业利润率（%）	46.74	43.31	26.88
总资本收益率（%）	7.75	7.82	4.11
净资产收益率（%）	16.21	15.44	7.24
长期债务资本化比率（%）	54.65	50.87	46.60
全部债务资本化比率（%）	57.26	54.62	51.11
资产负债率（%）	74.84	75.59	78.48
流动比率（%）	208.56	185.55	159.26
速动比率（%）	54.03	58.21	41.52
经营现金流动负债比（%）	-22.11	1.58	6.39
现金短期债务比（倍）	4.32	3.10	3.34
EBITDA 利息倍数（倍）	4.02	3.48	2.15
全部债务/EBITDA（倍）	5.24	5.19	8.60

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. 2019 年底公司长期应付款中的债务已调整计入公司长期债务，2021 年底公司租赁负债不计入债务；3. 根据最新会计准则要求，2021 年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 2019 - 2020 年末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	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	59.89	115.16	147.59
资产总额（亿元）	627.59	830.84	957.92
所有者权益（亿元）	196.41	246.20	249.75
短期债务（亿元）	22.36	24.98	15.36
长期债务（亿元）	85.51	56.65	45.66
全部债务（亿元）	107.87	81.63	61.02
营业总收入（亿元）	57.21	48.71	5.34
利润总额（亿元）	51.32	56.60	1.58
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	46.67	-17.36	-9.83
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1030.54	7.15	0.68
存货周转次数（次）	1.21	2.02	1.69
总资产周转次数（次）	0.11	0.07	0.01
现金收入比（%）	120.98	10.81	352.84
营业利润率（%）	62.63	59.68	56.39
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	22.16	20.22	0.63
长期债务资本化比率（%）	30.33	18.71	15.46
全部债务资本化比率（%）	35.45	24.90	19.63
资产负债率（%）	68.70	70.37	73.93
流动比率（%）	96.99	99.40	93.53
速动比率（%）	92.95	99.13	93.39
经营现金流动负债比（%）	13.50	-3.29	-1.50
现金短期债务比（倍）	2.68	4.61	9.61
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. 根据最新会计准则要求，2021 年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 2019—2020 年末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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持