

信用评级公告

联合〔2023〕4557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:

二〇二三年六月二十五日

大华（集团）有限公司 2023年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
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债券

评级时间：2023 年 6 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V4.0.202208
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	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	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
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：--				--
评级结果				AA ⁺

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

2022 年，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，销售金额降幅低于行业平均水平，销售规模行业排名同比有较大提升。公司实施“整体开发+招拍挂”的双轮驱动战略，项目区域布局良好、城市能级较高、土地成本具备一定优势。公司财务状况保持良好，债务负担较合理。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、公司整体开发项目开发周期相对较长、在建项目尚需投资规模较大、未来盈利水平面临下降风险以及 2023—2024 年面临一定短期偿债压力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，未来随着整体开发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，2022 年行业排名显著提升。**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。2022 年，公司签约销售规模降幅低于行业平均水平，公司在克而瑞权益销售额榜单中的排名上升至第 38 名。

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。2022 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，债务负担较合理。**截至 2022 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 宋莹莹

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. **房地产市场整体销售下行。**2022年房地产市场延续2021年下半年以来的低迷状态，行业整体销售下滑，市场信心有待恢复，未来房地产市场运行仍存在一定不确定性。

2. **整体开发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。**公司以整体开发为获取土地储备的主要方式之一，与招拍挂方式相比，整体开发项目周期较长，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. **盈利水平面临下降风险，未来两年公司面临一定的集中偿付压力。**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，公司盈利指标存在下降趋势。截至2022年底，公司将于2023年和2024年到期的有息债务规模较大，存在一定的集中偿付压力。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2020 年	2021 年	2022 年
现金类资产（亿元）	204.09	257.03	218.44
资产总额（亿元）	1604.45	2072.69	2039.17
所有者权益（亿元）	391.57	445.99	445.09
短期债务（亿元）	65.88	77.05	116.70
长期债务（亿元）	405.44	389.23	350.87
全部债务（亿元）	471.32	466.28	467.57
营业总收入（亿元）	251.32	261.59	421.82
利润总额（亿元）	80.21	45.26	39.77
EBITDA（亿元）	90.74	54.21	51.55
经营性净现金流（亿元）	12.70	78.73	16.43
营业利润率（%）	43.31	26.88	19.70
净资产收益率（%）	15.44	7.24	6.29
资产负债率（%）	75.59	78.48	78.17
调整后资产负债率（%）	62.88	63.50	63.73
全部债务资本化比率（%）	54.62	51.11	51.23
流动比率（%）	185.55	159.26	155.82
经营现金流动负债比（%）	1.58	6.39	1.33
现金短期债务比（倍）	3.10	3.34	1.87
EBITDA 利息倍数（倍）	3.48	2.15	2.01
全部债务/EBITDA（倍）	5.19	8.60	9.07
公司本部（母公司）			
项 目	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额（亿元）	830.84	957.92	1067.84
所有者权益（亿元）	246.20	249.75	240.06
全部债务（亿元）	81.63	61.02	31.84
营业总收入（亿元）	48.71	5.34	5.19
利润总额（亿元）	56.60	1.58	13.73
资产负债率（%）	70.37	73.93	77.52
全部债务资本化比率（%）	24.90	19.63	11.71
流动比率（%）	99.40	93.53	87.63
经营现金流动负债比（%）	-3.29	-1.50	-0.12

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. 公司租赁负债不计入债务；3. 根据最新会计准则要求，2021 年起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及公司提供资料整理

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	2022/06/27	罗星驰 杨 野	房地产企业信用评级方法（V3.1.202205）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202205）	阅读全文
	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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

大华（集团）有限公司

2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于大华（集团）有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身系创建于 1992 年 11 月的上海大场房地产开发经营公司，历经增资和股权变更，截至 2022 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等多家公司股权并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，共计控制公司 64.95% 的股权，为公司的实际控制人（详见附件 1-1）。

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。截至 2022 年底，公司本部内设战略运营中心、财务管理中心和成本招采中心等职能中心（详见附件 1-2）。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 2039.17 亿元，所有者权益 445.09 亿元（含少数股东权益 92.92 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 421.82 亿元，利润总额 39.77 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 2023 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按照募集说明书规定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2023 年 3 月底由联合资信评级的公司存续
债券概况（单位：亿元）

债券简称	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

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》。

五、行业及区域环境分析

1. 房地产行业分析

2022 年，在多重因素影响下，国内房地产市场延续 2021 年下半年以来的低迷状态，商品房销售萎靡，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌，房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降，市场信心有待恢复。面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，供需两端调控政策逐步松绑转向宽松；2022 年 11 月，融资端政策利好集中释放，“四箭齐发”等政策将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但政策传导速度及落地效果仍有待观察。在政策宽松预期及前期需求释放下，2023 年国内房地产市场会有阶段性回暖，但长期不确定性仍大。详见《[2023 年房地产行业分析](#)》。

2. 上海市区域环境

2022 年上海市区域经济受到外部环境等因素挑战，经济增速有所下降，但商品房销售额同比仍保持增长。

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，2022 年，上海市全年地区生产总值(GDP)44652.80 亿元，同比下降 0.2%，其中第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 74.1%。截至 2022 年底，上海市常住人口 2475.89 万人。2022 年，上海市居民人均可支配收入 79610 元，同比增长 2.0%。

房地产方面，2022 年，上海市完成房地产开发投资额同比下降 1.1%，其中住宅投资同比增长 3.7%、办公楼投资同比下降 9.4%、商业营业用房投资同比下降 18.6%。2022 年，上海市商品房销售面积 1852.88 万平方米，同比下降 1.5%；商品房销售额 7467.53 亿元，同比增长 10.0%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022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，间接持有公司40.05%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，共计控制公司64.95%的股权，为公司的实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

2022 年公司行业排名显著上升，综合竞争力有所提升。

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 年底，公司权益口径土地储备（含未开工项目规划建筑面积、在建项目剩余可售面积和已完工项目剩余可售面积）1079.53 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，在克而瑞评选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 38 名，排名较 2021 年的第 51 名有大幅上升。

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2023年5月4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 2023 年 6 月 15 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。

七、管理分析

跟踪期内公司董事和监事人员有所变动。

2022 年 7 月，公司原监事田玉、朱金龙已达法定退休年龄，不再担任公司监事职务，选举徐徐、李伏儿为公司新任监事；2022 年 7 月和 2023 年 2 月，公司原董事潘文瑶、张惠明、陈宁陆续达法定退休年龄，不再担任公司董事，选举朱红兵、周西、张志华为公司新任董事。

除上述董事、监事变更外，跟踪期内，公司在管理方面未发生重大变化。

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，2022

年公司营业总收入同比增长，毛利率同比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。2022 年，公司营业总收入同比增长 61.26%，主要系 2021 年上海等地新的交楼政策使得当年交付规模较低，2022 年公司交付规模大幅增长所致。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，2022 年，公司房地产销售毛利率同比下降 10.88 个百分点，主要系当期低毛利项目交付比例较高所致。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，整体开发项目土地成本低，盈利能力强。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 2 2020 - 2022 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2020 年			2021 年			2022 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	237.45	94.48	57.45	247.50	94.62	36.18	407.71	96.65	25.30
建筑业	0.44	0.17	14.17	1.37	0.52	4.88	2.03	0.48	7.04
物业管理	4.38	1.74	14.23	5.54	2.12	13.41	6.35	1.50	10.27
房产租赁	4.06	1.62	25.42	5.20	1.99	31.35	4.25	1.01	3.19
酒店业务	1.02	0.41	69.59	1.38	0.53	41.56	1.08	0.26	30.18
其他	3.96	1.58	87.19	0.58	0.22	12.30	0.41	0.10	19.45
合计	251.32	100.00	56.62	261.59	100.00	35.41	421.82	100.00	24.77

注：合计数与分项数之和的尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

2. 土地储备

2022 年，公司拿地规模同比有所下降，但仍保持了一定的投拓力度，土地储备规模充裕，区域布局良好。

2022 年随着房地产市场景气度整体下行，公司全口径新增土地储备建筑面积和土地成本同比均有所下降，但公司仍保持了一定的投拓力度，拿地方式以招拍挂和整体开发（一二级联动）为主。公司新增项目楼面均价同比有所下降，主要系底价获取的咸阳西华路 3 宗地块成本较低所致。

表 3 公司新增土地储备情况

（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
新增土地储备建筑面积	263.38	373.85	159.60
土地成本	207.42	308.41	106.16
楼面均价	7875.41	8249.47	6651.63

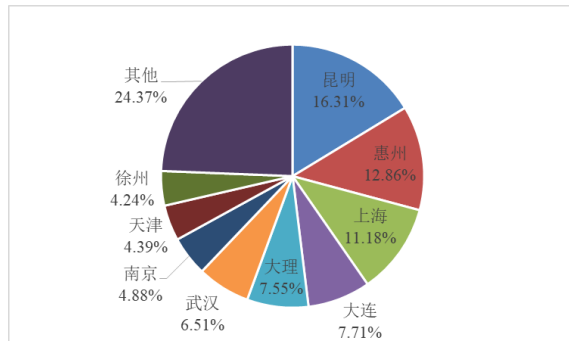
注：1. 下述除了特殊说明外，均不含澳洲数据；2. 数据为并表口径
资料来源：公司提供

截至 2022 年底，公司并表口径土地储备（含未开工项目规划建筑面积、在建项目剩余可售面积和已完工项目剩余可售面积）合计 1311.82 万平方米，按权益占比折算后为

1079.53万平方米（综合权益占比为82%），公司土地储备充裕。公司以独立开发为主，合作开发占比不大。

从区域分布来看，截至2022年底，公司并表口径在建项目剩余可售面积中，一线城市¹占12.72%，二线城市占63.93%，三线城市占23.35%，公司布局的三线城市主要位于长三角和大湾区。公司位于昆明和惠州的剩余可售面积较大，考虑到当地市场景气度，面临一定去化风险。

图1 截至2022年底公司在建项目剩余可售面积分布



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至2022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86亿元，后续上海第二批城中村改造仍在前期阶段。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

2022年公司在建项目规模仍较大，公司面临一定的资本支出压力。

2022年，随着拿地规模缩减，公司新开工面积同比有所下降，但仍保持较大规模。受交楼政策变化等因素影响，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2022年竣工面积同比大幅增长。

表4 公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2020年	2021年	2022年
新开工面积	331.61	425.19	335.35
竣工面积	151.71	121.66	386.94
期末在建面积	871.82	1175.35	1123.76

注：数据为并表口径
资料来源：公司提供

截至2022年底，公司并表口径在建项目预计总投资规模2994.78亿元，累计已投资1965.33亿元，尚需投资1029.44亿元（按权益占比折算后为884.61亿元），公司面临一定的资本支出压力。

4. 项目销售

2022年公司签约销售金额降幅低于行业平均水平，回款情况良好。

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，2022年，公司签约销售金额同比下降约24%，降幅低于行业平均水平²，签约销售均价稳中有升。从结转情况来看，2022年公司结转面积和结转收入同比大幅增长。

表5 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	2020年	2021年	2022年
签约销售面积	203.26	198.97	148.71
签约销售金额	495.42	506.53	383.75
签约销售均价	2.44	2.55	2.58
结转面积	122.97	162.43	259.04
结转收入	237.45	247.50	407.71
结转均价	1.93	1.52	1.57

注：数据为并表口径
资料来源：公司提供

截至2022年底，公司并表口径在建项目可售面积整体去化率为50.29%，剩余可售规模较大。2022年，公司当期销售回款率（即当年签约销售金额中已收房款占比）为88.03%，回款情况较好。

¹ 公司在建项目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（按省会城市、直辖市、计划单列市及GDP超8000亿元地级市统计）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。

² 根据克而瑞研究中心数据，2022年全国百强房企累计业绩同比下滑41.6%。

5. 物业租赁与海外项目

2022 年公司租赁收入同比有所下降；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。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。2022 年，公司实现租赁收入 4.25 亿元，同比下降 18.32%，主要系受上海市场环境所致。

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。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，规模折合人民币约 42 亿元，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

2022 年公司经营效率指标表现较好。

2022 年，随着公司项目集中交付结转，公司营业收入同比大幅增长，经营效率指标同比有所提升。与同行业企业相比，2022 年公司经营效率指标处于中上水平。

表 6 2022 年公司经营效率指标同业对比情况
(单位: 次)

企业简称	存货周转率	总资产周转率
新潮中宝	0.20	0.10
金辉集团	0.27	0.20
珠江投资	0.10	0.07
公司	0.22	0.21

注：本报告中，新潮中宝股份有限公司简称“新潮中宝”，金辉集团股份有限公司简称“金辉集团”，广东珠江投资股份有限公司简称“珠江投资”
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。

未来公司以实现销售、盈利和财务安全的均衡发展为主要发展战略。在拿地方面，公司计划预留足够的利润安全边际，兼顾增长速度和发展质量；在经营管理方面，公司计划将持续细化内部管控流程，从成本控制、过程监控和责任考核等多方面入手，着力于提升产品的质量和品质。2023 年，公司将继续强化“去库存”的经营策略，完善以上海为核心、覆盖全国重要发展区域的战略投资布局，促进物业、商业、酒店和长租公寓等房地产相关辅业的协同发展。

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 2022 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 2039.17 亿元，所有者权益 445.09 亿元（含少数股东权益 92.92 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 421.82 亿元，利润总额 39.77 亿元。

2. 资产质量

截至 2022 年底，公司资产总额及构成变化不大，货币资金有所下降但仍属充裕，存货去化压力和跌价风险较可控，资产受限程度一般。

截至 2022 年底，公司资产总额较上年底变化不大，资产结构仍以流动资产为主。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1491.47	92.96	1962.40	94.68	1930.22	94.66
货币资金	175.77	10.96	252.04	12.16	218.34	10.71
存货	1023.59	63.80	1450.83	70.00	1479.95	72.58
非流动资产	112.98	7.04	110.28	5.32	108.95	5.34
投资性房地产	49.42	3.08	48.78	2.35	50.32	2.47
资产总额	1604.45	100.00	2072.69	100.00	2039.17	100.00

注：占比指占资产总额的比例
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2022 年底，公司货币资金较上年底下降 13.37%，主要系当年销售回款减少及筹资活动现金净流出所致。截至 2022 年底，公司预售监管资金总额 20.58 亿元，受限资金 3.45 亿元，可动用资金规模仍较充裕。

截至 2022 年底，公司存货较上年底变化不大，其中在建开发产品占 88.64%、拟开发产品占 4.38%、已完工开发产品占 6.12%。截至 2022 年底，公司对存货累计计提跌价准备 10.71 亿元，计提比例为 0.72%，主要针对南通、泰州和徐州等城市的部分项目计提。考虑到公司剩余可售货值主要位于一二线城市，公司存货去化压力和跌价风险较可控。

截至 2022 年底，公司投资性房地产较上年底变化不大。公司投资性房地产按成本法计量，主要为位于上海的商铺，有一定的升值空间。

截至 2022 年底，公司资产受限比例为 29.99%，受限原因主要为融资抵质押。

表 8 截至 2022 年底公司受限资产情况

项目	账面价值（亿元）	该科目受限比例
货币资金	3.45	1.58%
存货	574.15	38.80%
投资性房地产	14.68	29.17%
固定资产	19.20	73.64%
合计	611.48	--

注：除表中所列的受限资产外，公司持有的部分子公司股权质押受限，受限子公司股权期末账面价值合计 5.21 亿元

资料来源：公司审计报告

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2022 年底，公司所有者权益变化不大。

截至 2022 年底，公司所有者权益合计 445.09 亿元，较上年底变化不大。其中，未分配利润占 75.47%，少数股东权益占 20.88%，权益稳定性仍属一般。

（2）负债

截至 2022 年底，公司债务规模较上年底变化不大，整体债务负担仍较合理，但公司 2023 年和 2024 年面临一定的短期偿付压力。

截至 2022 年底，公司负债总额较上年底变化不大，负债结构仍以流动负债为主。

表 9 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	803.83	66.27	1232.19	75.75	1238.73	77.71
应付账款	75.10	6.19	118.27	7.27	131.75	8.26
其他应付款（合计）	87.75	7.23	90.11	5.54	88.82	5.57
合同负债	--	--	850.24	52.27	811.25	50.89
预收款项	549.48	45.30	0.64	0.04	0.63	0.04
一年内到期的非流动负债	49.10	4.05	65.12	4.00	109.00	6.84
非流动负债	409.05	33.73	394.51	24.25	355.35	22.29
长期借款	367.39	30.29	354.11	21.77	342.26	21.47
应付债券	38.05	3.14	35.12	2.16	8.61	0.54
负债总额	1212.88	100.00	1626.70	100.00	1594.08	100.00

注：占比指占负债总额的比例

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2022 年底，公司应付账款较上年底增长 11.40%，主要系施工合同款、工程款和预提成本增加所致。公司应付账款主要由施工合

同款、工程款、动迁安置费和预提成本构成。

截至 2022 年底，公司其他应付款（合计）较上年底变化不大，主要由往来款和预提土地

增值税清算准备构成。

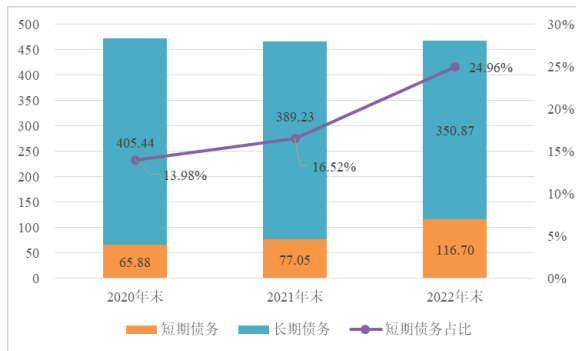
截至 2022 年底，公司合同负债较上年底下降 4.58%，主要为房地产销售款。

截至 2022 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 67.40%，主要系一年内到

期的长期借款和应付债券增加所致，公司面临的短期偿付压力有所加大。

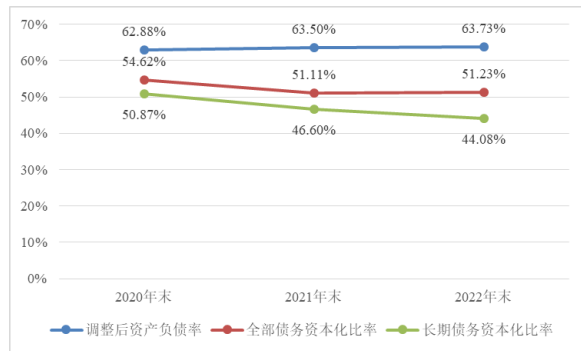
截至 2022 年底，公司长期借款较上年底变化不大，主要为抵押借款和保证借款。

图 2 近年来公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图 3 近年来公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

表 10 截至 2022 年底公司有息债务结构（单位：亿元）

到期时间	银行借款	公司债券	信托资管	资产证券化产品	合计
2023 年	103.74	12.59	--	0.37	116.70
2024 年	99.93	--	7.50	0.20	107.63
2025 年	38.24	--	--	0.27	38.51
2026 年及以后	176.96	8.61	--	19.16	204.73
合计	418.87	21.20	7.50	20.00	467.57

资料来源：公司提供

债务方面，截至 2022 年底，公司全部债务规模较上年底变化不大，但短期债务占比较上年底显著上升，公司于 2023 年和 2024 年均面临一定的集中偿付压力。截至 2022 年底，公司调整后资产负债率和全部债务资本化比率较上年底变化不大，公司债务负担仍较合理。公司融资渠道以银行借款为主，2022 年公司平均融资成本为 4.85%，融资成本较低。

4. 盈利能力

2022 年公司盈利指标同比有所下降，但整体盈利能力仍然很强。

公司营业总收入分析见经营概况部分。利润方面，2022 年，公司实现利润总额 39.77 亿元，同比下降 12.13%，主要系毛利率下降、期间费用增长以及计提存货跌价损失所致。

费用方面，2022 年，公司费用总额 34.78 亿元，同比增长 39.26%，主要系销售费用中的广告推介费增加所致，市场下行环境下销售费用对公司利润造成较大侵蚀。

从利润构成来看，2022 年，公司资产减值损失 10.29 亿元，主要为存货跌价损失；公司投资收益 2.91 亿元，主要为其他权益工具投资持有期间取得的股利收入。上述科目分别占当年营业利润的 25.53%和 7.23%。

从盈利指标来看，2022 年，随着利润规模减少，公司主要盈利指标同比均有所下降。但与同行业企业对比，2022 年，公司盈利指标整体仍处于较高水平，公司盈利能力仍属很强。

表 11 2022 年公司盈利能力指标同业对比情况

(单位: %)

企业简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
新潮中宝	26.81	2.93	4.58
金辉集团	15.73	1.59	5.53
珠江投资	37.02	0.75	0.22
公司	24.77	2.31	6.29

注: 1. 公司数据来自联合资信计算, 对比企业数据来自 Wind, Wind 计算公式与联合资信计算公式存在少许差异; 2. 公司销售毛利率 = (营业总收入 - 营业成本) / 营业总收入 * 100%, 总资产报酬率 = (利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / 资产总额 * 100%

资料来源: Wind 及联合资信根据公司财务报告计算整理

5. 现金流

2022 年, 公司销售回款同比下降, 项目投资和开发支出相应缩减, 经营性和投资性现金流保持净流入, 筹资活动现金流净流出。

表 12 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动现金流入小计	464.29	693.95	445.44
经营活动现金流出小计	451.59	615.22	429.01
经营活动现金流量净额	12.70	78.73	16.43
投资活动现金流入小计	234.52	244.27	87.22
投资活动现金流出小计	260.95	233.41	82.47
投资活动现金流量净额	-26.43	10.86	4.74
筹资活动前现金流量净额	-13.73	89.60	21.17
筹资活动现金流入小计	248.22	191.78	178.22
筹资活动现金流出小计	214.60	206.60	231.55
筹资活动现金流量净额	33.62	-14.83	-53.33

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, 2022 年, 公司经营活动现金流入同比下降 35.81%, 主要系销售回款减少所致, 其中销售商品、提供劳务收到的现金 407.54 亿元; 公司经营活动现金流出同比下降 30.27%, 主要系公司相应缩减了拿地规模所致。综上, 2022 年, 公司经营活动现金流仍为净流入, 但规模同比下降 79.13%。

从投资活动来看, 2022 年, 公司投资活动现金流入和流出主要由理财产品的赎回和购买产生, 规模同比均大幅下降。2022 年, 公司投资活动现金流实现小幅净流入。

从筹资活动来看, 2022 年, 公司筹资活动现金流入同比下降 7.07%, 现金流出同比增长 12.07%, 净流出规模较大。公司在建项目尚需投资金额较大, 后续公司仍存在一定的融资需求。

6. 偿债指标

2022 年公司短期偿债指标表现很强, 长期偿债指标表现较强, 间接融资渠道畅通。

截至 2022 年底, 随着公司短期债务占比上升, 公司主要短期偿债指标较上年底有所下降, 但现金类资产对短期债务的覆盖倍数仍很高, 公司短期偿债指标很强。

2022 年, 公司 EBITDA 同比小幅下降, EBITDA 对利息支出和全部债务的覆盖倍数有所下降, 但公司长期偿债指标仍属较强。

表 13 公司偿债能力指标情况

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	185.55	159.26	155.82
	速动比率 (%)	58.21	41.52	36.35
	经营现金流动负债比 (%)	1.58	6.39	1.33
	现金短期债务比 (倍)	3.10	3.34	1.87
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	90.74	54.21	51.55
	全部债务 / EBITDA (倍)	5.19	8.60	9.07
	EBITDA 利息倍数 (倍)	3.48	2.15	2.01

资料来源: 联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

截至 2022 年底, 公司获得的银行综合授信额度合计 782.57 亿元, 其中未使用的额度为 240.28 亿元, 公司间接融资渠道畅通。

截至 2022 年底, 除按揭担保以外, 公司对外担保余额 17.06 亿元, 占所有者权益的 3.83%, 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产权方, 跟踪期内经营状况正常。

截至 2022 年底, 公司无涉案金额超过 5000 万元的未决诉讼或仲裁案件。

7. 公司本部财务分析

2022 年, 公司本部货币资金较充裕, 债务负担较轻, 利润主要来自投资收益。

截至 2022 年底, 公司本部资产总额 1067.84 亿元, 较上年底增长 11.48%, 主要系其他应收款增加所致。截至 2022 年底, 公司本部资产主要由货币资金、其他应收款和长期股权投资构成,

货币资金余额 126.18 亿元（占合并口径货币资金的 57.79%），公司资金主要由本部集中管理。

截至 2022 年底，公司本部负债总额 827.78 亿元，较上年底增长 16.89%，主要系其他应付款增加所致，公司本部负债主要由其他应付款和有息债务构成。截至 2022 年底，公司本部全部债务 31.84 亿元，全部债务资本化比率为 11.71%，债务负担较轻。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益 240.06 亿元，规模和结构均较上年底变化不大。

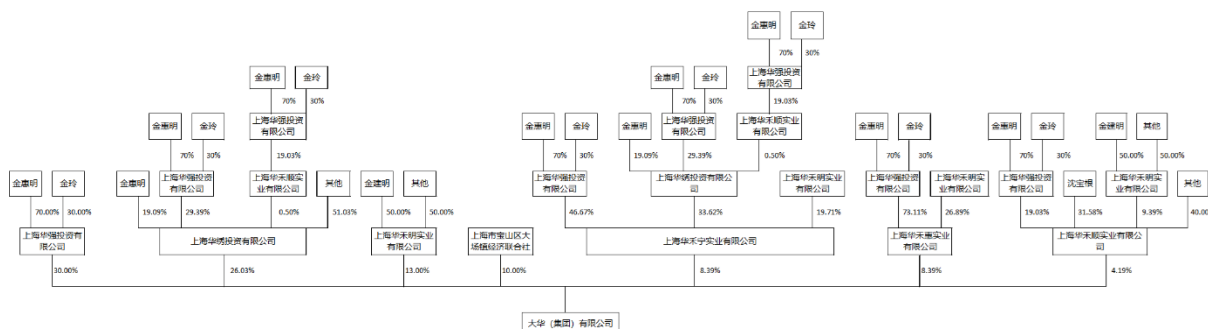
2022 年，公司本部营业总收入 5.19 亿元，主要来自物业租赁收入和劳务收入等；公司本部利润总额 13.73 亿元，其中投资收益 13.46 亿元。

2022 年，公司本部经营性和投资性现金流净额规模很小，筹资性现金净流出 15.64 亿元。

十、结论

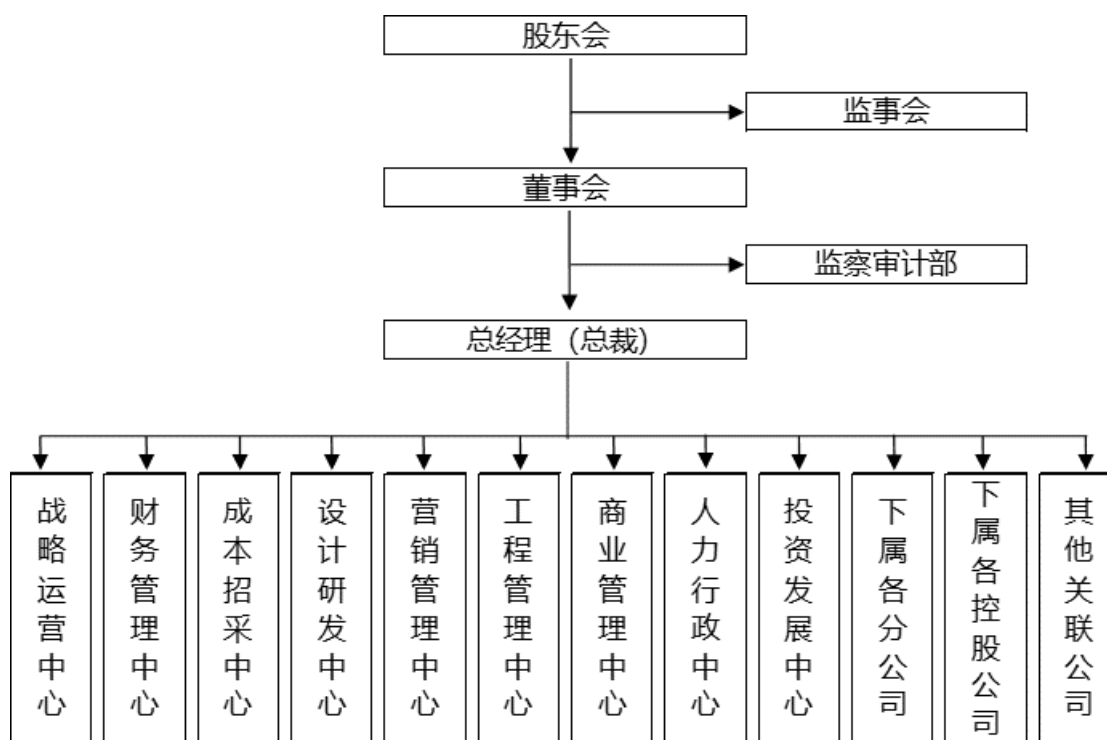
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“21 大华 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 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 2022 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 2022 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
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	--
上海顾华房地产开发有限公司	上海宝山	房地产开发	5.00	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	--
上海锦绣华城房地产开发有限公司	上海浦东	房地产开发	0.50	80.00	20.00

注：本表仅列示对公司 2022 年合并口径财务数据有较大影响的子公司

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	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	204.09	257.03	218.44
资产总额（亿元）	1604.45	2072.69	2039.17
所有者权益（亿元）	391.57	445.99	445.09
短期债务（亿元）	65.88	77.05	116.70
长期债务（亿元）	405.44	389.23	350.87
全部债务（亿元）	471.32	466.28	467.57
营业收入（亿元）	251.32	261.59	421.82
利润总额（亿元）	80.21	45.26	39.77
EBITDA（亿元）	90.74	54.21	51.55
经营性净现金流（亿元）	12.70	78.73	16.43
财务指标			
销售债权周转次数（次）	21.04	14.12	28.46
存货周转次数（次）	0.12	0.14	0.22
总资产周转次数（次）	0.18	0.14	0.21
现金收入比（%）	171.64	251.03	96.62
营业利润率（%）	43.31	26.88	19.70
总资本收益率（%）	7.82	4.11	3.87
净资产收益率（%）	15.44	7.24	6.29
长期债务资本化比率（%）	50.87	46.60	44.08
全部债务资本化比率（%）	54.62	51.11	51.23
资产负债率（%）	75.59	78.48	78.17
调整后资产负债率（%）	62.88	63.50	63.73
流动比率（%）	185.55	159.26	155.82
速动比率（%）	58.21	41.52	36.35
经营现金流动负债比（%）	1.58	6.39	1.33
现金短期债务比（倍）	3.10	3.34	1.87
EBITDA 利息倍数（倍）	3.48	2.15	2.01
全部债务/EBITDA（倍）	5.19	8.60	9.07

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 2020 年底现金类资产金额进行了相应追溯调整

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	115.16	147.59	126.18
资产总额（亿元）	830.84	957.92	1067.84
所有者权益（亿元）	246.20	249.75	240.06
短期债务（亿元）	24.98	15.36	15.13
长期债务（亿元）	56.65	45.66	16.70
全部债务（亿元）	81.63	61.02	31.84
营业收入（亿元）	48.71	5.34	5.19
利润总额（亿元）	56.60	1.58	13.73
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-17.36	-9.83	-0.98
财务指标			
销售债权周转次数（次）	7.15	0.68	1.79
存货周转次数（次）	2.02	1.69	1.81
总资产周转次数（次）	0.07	0.01	0.01
现金收入比（%）	10.81	352.84	70.72
营业利润率（%）	59.68	56.39	67.06
总资本收益率（%）	16.13	1.18	5.60
净资产收益率（%）	20.22	0.63	5.68
长期债务资本化比率（%）	18.71	15.46	6.50
全部债务资本化比率（%）	24.90	19.63	11.71
资产负债率（%）	70.37	73.93	77.52
流动比率（%）	99.40	93.53	87.63
速动比率（%）	99.13	93.39	87.53
经营现金流动负债比（%）	-3.29	-1.50	-0.12
现金短期债务比（倍）	4.61	9.61	8.34
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

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. 公司本部有息债务数据未经调整；3. “/”代表数据未获取

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债) / (资产总额-预收款项-合同负债) ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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