

# 跟踪评级公告

联合[2017]600号

---

珠海华发实业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**珠海华发实业股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”**

**珠海华发实业股份有限公司公开发行的“15 华发 01”债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月六日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)



# 珠海华发实业股份有限公司

## 公司债券 2017 年跟踪评级报告

### 主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA+ 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA+ 评级展望: 稳定

### 债项信用等级

| 债券简称     | 债券规模  | 债券期限 | 上次评级结果 | 跟踪评级结果 | 上次评级时间   |
|----------|-------|------|--------|--------|----------|
| 15 华发 01 | 30 亿元 | 5 年  | AA+    | AA+    | 2016.6.6 |

跟踪评级时间: 2017 年 6 月 6 日

### 主要财务数据

| 项目                | 2015 年 | 2016 年   | 17 年 3 月 |
|-------------------|--------|----------|----------|
| 资产总额 (亿元)         | 934.67 | 1,137.97 | 1,175.00 |
| 所有者权益 (亿元)        | 190.35 | 232.15   | 227.07   |
| 长期债务 (亿元)         | 404.02 | 474.21   | 448.20   |
| 全部债务 (亿元)         | 591.48 | 584.74   | 639.71   |
| 营业收入 (亿元)         | 83.08  | 132.99   | 42.08    |
| 净利润 (亿元)          | 6.58   | 14.28    | 5.20     |
| EBITDA (亿元)       | 11.00  | 22.91    | --       |
| 经营性净现金流 (亿元)      | 2.78   | 190.69   | 1.45     |
| 营业利润率 (%)         | 18.78  | 21.57    | 20.89    |
| 净资产收益率 (%)        | 4.11   | 6.76     | 2.26     |
| 资产负债率 (%)         | 79.63  | 79.60    | 80.67    |
| 全部债务资本化比率 (%)     | 75.65  | 71.58    | 73.80    |
| 流动比率 (倍)          | 2.58   | 2.48     | 2.21     |
| EBITDA 全部债务比 (倍)  | 0.02   | 0.04     | --       |
| EBITDA 利息倍数 (倍)   | 0.24   | 0.50     | --       |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 0.37   | 0.76     | --       |

注: 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 本报告财务数据及指标计算均为合并口径; 2017 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化; EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

### 评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对珠海华发实业股份有限公司 (以下简称“公司”或“华发股份”) 的跟踪评级反映了公司作为珠海地区房地产龙头企业, 土地储备较充足, 业务发展稳健。受益于 2016 年房地产市场的爆发性行情, 公司物业销售情况较好, 同期结转营业收入和净利润大幅增长。2016 年公司开始搭建股权投资业务平台, 推动了公司股权投资业务的发展。同时, 联合评级也关注到房地产市场波动、公司产品区域分布相对集中以及债务负担较重等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来, 随着公司储备及在建项目的持续推进, 公司经营状况将保持良好。

综上, 联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级, 评级展望维持“稳定”; 同时维持“15 华发 01”债项信用等级为“AA+”。

### 优势

1. 公司土地储备主要位于珠海、武汉、大连等地区, 公司所持土地总体地理位置较佳, 升值空间较大。

2. 2016 年, 公司销售收入保持增长, 随着公司现有在售项目实现销售以及在建项目逐步进入销售阶段, 公司收入、利润规模有望进一步提升。

3. 作为上市公司, 公司具有较为广泛的融资渠道; 2016 年公司开始搭建股权投资业务平台, 推动了公司股权投资业务的发展。

### 关注

1. 公司土地储备和可售项目在珠海地区规模较大, 考虑到珠港澳经济圈的发展潜力, 虽然目前风险不大, 但仍须密切关注后续调控政策对珠海地区房地产市场的影响。

2. 公司在建项目较多，在建面积较大，对公司资金流形成一定压力，需要关注由此带来的经营和财务风险。

3. 公司债务负担较重，面临一定短期支付压力，未来较大规模的长期债务的集中偿付也加大了公司偿债压力。

## 分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



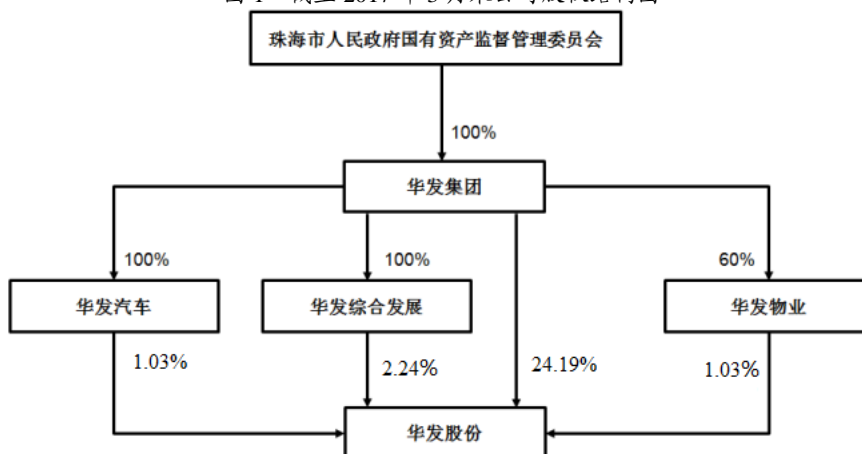
联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

珠海华发实业股份有限公司（以下简称“公司”或“华发股份”）前身系珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）的全资子公司珠海经济特区华发房地产公司。1992年4月，经珠海市经济体制改革委员会珠体改委[1992]50号文批准，在珠海经济特区华发房地产公司的基础上改组设立为珠海经济特区华发房地产股份有限公司。1992年10月，经珠海市经济体制改革委员会珠体改委[1992]93号文批准更名为现名，并于1994年12月经广东省经济体制改革委员会粤体改[1994]140号文确认。经中国证券监督管理委员会证监发行[2004]7号文批准，2004年2月，公司在上海证券交易所上市（股票简称：“华发股份”，证券代码：600325）。

2015年11月，公司以非公开发行方式发行35,200万股新股，发行完成后公司股本变更为11.69亿元。截至2017年3月末，公司总股本为11.77亿元，华发集团直接持有公司24.19%的股份，通过全资子公司珠海华发汽车销售有限公司（以下简称“华发汽车”）和珠海华发综合发展有限公司（以下简称“华发综合发展”），以及控股子公司珠海华发物业管理服务有限公司（以下简称“华发物业”）间接持有公司4.30%的股份，公司实际控制人为珠海市国有资产监督管理委员会。

图1 截至2017年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：房地产经营、物业管理；批发零售、代购代销；建筑材料、金属材料（不含金）、建筑五金、五金工具、电子产品及通信设备（不含移动通信终端设备）、化工原料（不含化学危险品）、五金交电、化工。

2017年5月，公司调整组织架构，公司本部下设董事局秘书处、财务管理部、人力资源管理中心、投资拓展部、资金管理部、股权投资管理中心、证券及投资者关系管理部、市场营销管理中心、设计管理中心、产品研发中心、法律事务部、总裁办公室、战略研究部、运营管理部、工程管理中心、安全生产办公室、成本管理部、招标及采购管理部、内部稽核室共计19个职能部室。

截至2017年3月末，公司拥有109家全资子公司及28家控股子公司，拥有在职员工3,718人。

截至2016年末，公司合并资产总额1,137.97亿元，负债合计905.81亿元，所有者权益（含少数股东权益102.26亿元）232.15亿元。2016年，公司实现营业收入132.99亿元，净利润（含少数股东损益4.09亿元）14.28亿元；经营活动产生的现金流量净额190.69亿元，现金及现金等价物净增加额77.09亿元。

截至2017年3月末，公司合并资产总额1,175.00亿元，负债合计947.93亿元，所有者权益（含

少数股东权益 95.70 亿元) 227.07 亿元。2017 年 1~3 月, 公司实现营业收入 42.08 亿元, 净利润(含少数股东损益 0.99 亿元) 5.20 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 1.45 亿元, 现金及现金等价物净增加额 15.84 亿元。

公司注册地址: 广东省珠海市昌盛路 155 号; 法定代表人: 李光宁。

## 二、本次债券概况

本次债券名称为“2015 年珠海华发实业股份有限公司公司债券(第一期)”, 发行规模 30 亿元, 面值 100 元, 平价发行, 期限为 5 年, 票面利率为固定利率。本次债券已于 2015 年 11 月 27 日发行结束, 票面利率为 4.5%, 每年付息一次, 到期还本, 最后一期利息随本金偿还, 起息日为 2015 年 11 月 26 日, 付息日为 2016 年至 2020 年每年的 11 月 26 日(遇法定节假日或休息日, 则顺延至其后的第一个工作日, 顺延期间付息款项不另计利息)。本次债券已于 2015 年 12 月 14 日起在上海证券交易所挂牌交易, 证券简称“15 华发 01”, 证券代码“136057.SH”。

本次债券募集资金已全部用于补充流动资金和偿还银行贷款, 符合本次债券《募集说明书》约定的募集资金使用安排。

公司已于 2016 年 11 月 28 日支付“15 华发 01”2015 年 11 月 26 日至 2016 年 11 月 25 日期间的利息。

## 三、运营环境

### 1. 行业概况

受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施, 2016 年全国房地产开发投资 10,2581.00 亿元, 名义同比增长 6.88%。其中, 住宅投资 68,704.00 亿元, 增长 6.36%, 全国办公楼开发投资额为 6,533.00 亿元, 同比增长 5.20%; 商业营业用房开发投资额为 15,838.00 亿元, 同比增长 8.43%。

#### (1) 土地供给

2016 年, 土地供求总量小幅下降, 整体分化趋势不改, 重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年, 除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1% 和 0.2% 的微跌外, 一、三线城市均有较大幅度下降; 除一线城市土地出让金下降 16% 外, 二、三线城市土地出让金分别上升 68% 和 9%。另外, 各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价上升 9% 到 9,965 元/平方米, 土地溢价率上升 18 个百分点到 45%; 二线城市楼面均价上升 74% 到 2,696 元/平方米, 土地溢价率上升 34 个百分点到 51%; 三线城市楼面均价上升 19% 到 887 元/平方米, 土地溢价率上升 18 个百分点到 26%。总体看, 一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地, 二线城市涨幅较大, 地王频出。

#### (2) 开发资金来源

受益于宽松的信贷政策, 2016 年前三季度房地产销售市场火爆, 房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份, 上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理, 部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年, 房地产开发企业到位资金 144,214 亿元, 同比增长 15.18%。其中, 国内贷款 21,512 亿元, 同比增长 6.42%; 利用外资 140 亿元, 同比下降 52.79%; 自筹资金 49,133 亿元, 同比增长 0.19%; 其他资金 73,428 亿元, 同比增长 31.93%。在其他资金中, 定金及预收款 41,952 亿元, 增长 29.0%; 个人按揭贷款 24,403 亿元, 增长 46.5%。

### （3）商品房市场供需

2016年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016年，全国商品房销售面积157,349万平方米，同比增长22.5%。其中，住宅销售面积增长22.4%，办公楼销售面积增长31.4%，商业营业用房销售面积增长16.8%。从供应来看，2016年，全国房屋竣工面积106,128万平方米，同比增长6.1%。其中，住宅竣工面积77,185万平方米，同比增长4.6%。

### （4）行业竞争

房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。2016年，房地产行业集中度进一步提升，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为18.81%和25.33%，分别较上年提高1.94和2.52个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积分别为12.19%和15.94%，分别较上年提高0.88和1.32个百分点。

总体看，2016年房地产投资增速有所回升，2016年10月房地产调控后，融资环境有所趋紧。2016年，市场需求大幅释放，楼市总体呈回暖趋势，但政策环境由松趋紧，不同城市房地产市场价格持续分化。房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

## 2. 行业政策

2016年，政府出台数项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。2016年6月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

为了应对房价快速上涨防止房地产市场泡沫化，2016年“十一假期”，全国一线及重点二线合计21个城市（包括：北京、广州、深圳、上海一线城市以及南京、苏州、武汉、天津、东莞等二线城市）陆续推出房地产调控政策，从限购、限贷和限价三个方面进行调控。一线城市中广州提高了首套房最低首付比率至30%，同时提高已有一套住房且相应购房款未结清购买二套房首付比率不低于70%，北京与上海对新房销售价格实施限制。重点二线城市均对购房进行了限制，同时部分城市上调了购房首付比率。11月中旬，武汉、杭州、深圳、南京等地的楼市已推起第二轮调控的波澜，这一轮的调控，整体上都是在国庆调控政策的基础上，从公积金、社保和个税缴存年限、贷款比例等方面，进行了加码。11月28日，上海、天津限购政策再升级，而上海楼市政策加码“认房又认贷”，力度比北京、深圳更严厉。

2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。

2017年4月6日，住房和城乡建设部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在36个月以上的，应停止供地；36-18个月的，要减少供地；12-6个月的，要增加供地；6个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。通过严格的量化标准调控住宅用地，并要求建立购地资金审查制度，房地产开发企业必须使用合规的自有资金购地，不符合要求的取消土地竞买资格。坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

总体看，2016年，政策环境的宽松使部分城市房地产市场快持续升温，且有上涨过快趋势，“十

一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧。

### 3. 行业关注

#### (1) 发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2016年三季度末，按Wind资讯整体法<sup>1</sup>计算的房地产板块资产负债率为77.50%，较2015年底提高了1.09个百分点，房地产板块整体债务率较高。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。2016年，百亿企业再次把握融资窗口期，大力发行公司债，其中1~11月，67家百亿企业共计发行4,707.96亿元公司债，同比大幅增长127.8%。

#### (2) 房地产调控政策再度趋严

2016年10月至2017年4月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限售、限价和限贷等方面对房地产行业进行调控。不排除后续存在政策继续出台的可能性，房地产行业可能再度面临进入行业紧缩期的可能。

#### (3) 市场格局持续分化

随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存较高。

#### (4) 中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

### 4. 行业发展

#### (1) 行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

#### (2) 地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2016年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

#### (3) 转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

<sup>1</sup> Wind 行业内标的公司：（成分股\*总负债）/（成分股\*总资产）。



## 5. 区域经济

根据珠海市统计局相关数据显示，截至 2016 年末，珠海市常住人口 167.53 万人，较上年增长 2.52%，小幅平稳增长。2016 年珠海市完成地区生产总值 2,226.37 亿元，同比增长 8.5%，增速高于全国平均水平。2016 年，珠海市全年完成固定资产投资 1,389.75 亿元，较上年增长 6.5%。

房地产市场方面，2016 年珠海市全年房地产开发投资 641.03 亿元，较上年增长 22.3%。在房地产开发投资中，商品房住宅投资 449.50 亿元，增长 16.6%。其中，90 平方米及以下住宅投资 178.11 亿元，增长 36.7%；90~144 平方米住宅投资 150.81 亿元，增长 0.2%；144 平方米及以上住宅投资 120.58 亿元，增长 15.3%；别墅、高档公寓投资 43.20 亿元，增长 47.3%。办公楼投资 50.62 亿元，增长 22.9%；商业营业用房投资 61.12 亿元，增长 27.7%。全年商品房施工面积 2,643.88 万平方米，增长 17.7%，其中商品住宅 1,725.35 万平方米，增长 17.4%。商品房竣工面积 360.93 万平方米，增长 83.8%，其中住宅 309.50 万平方米，增长 97.4%。商品房销售面积 653.15 万平方米，增长 56.4%，其中住宅 596.61 万平方米，增长 54.6%。2016 年末商品房待售面积 159.37 万平方米，减少 8.3%，其中住宅 72.70 万平方米，减少 26.1%。据中原地产监控的珠海市 108 个项目数据统计，2016 年珠海地区楼市均价 19,612.62 元/平方米，同比涨幅约 3,606.66 元/平方米，全市除横琴价格较稳定外，其他区域价格均表现上涨，其中金湾涨幅达 4,381 元/平方米。

作为海上丝绸之路的重要节点、珠三角区域性中心城市以及粤港澳合作示范区，珠海地区预期受益于海洋经济的发展以及珠港澳大桥等重大基础设施的建成，在广深和珠港澳经济圈外溢需求以及区域市场改善型需求集中释放的叠加效应下，区域房地产市场融合度面临提升，预计珠海地区房地产市场将有较大的发展潜力。

2016 年上半年，房地产政策呈现宽松趋势，市场刚性需求和改善性需求不断得到释放，推动珠海房地产销售面积和销售额持续上升。2016 年下半年，随着珠海市“10·6”新政的实施，珠海房地产成交量趋于平稳，房地产市场进入平稳发展周期。

总体看，2016 年，珠海市的房产投资增量稳定快速增长。2016 年上半年，珠海房地产销售持续上升；2016 年下半年，珠海房地产市场进入平稳发展周期。

## 四、管理分析

跟踪期内，公司的法人治理结构没有发生变化，股东大会、董事局、监事会分别按其职责行使决策权、执行权和监督权；公司内部组织机构及合并范围有所变化，系公司业务发展所致。

跟踪期内，公司核心高管人员未发生变动，核心管理团队保持稳定。

总体看，跟踪期内，公司法人治理结构未发生变化，主要高级管理者未发生变动，核心团队人员稳定，三会一层运作良好。

## 五、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务仍为房地产开发与销售。2016 年，公司实现营业收入 132.99 亿元，较 2015 年增长 60.07%，主要系 2016 年度交付房屋结转的销售收入大幅增加所致。2016 年，公司营业利润为 19.62 亿元，较上年增长 108.85%，主要系 2016 年营业收入大幅增长所致。

从营业收入构成看，房地产开发业务是公司主要收入来源（主营业务收入全部来自房地产开发

业务)。2016年,房地产开发业务实现收入125.40亿元,占营业收入的94.30%,公司主营业务十分突出。公司其他业务收入主要是与房产开发相关的装饰、代理、设计、广告、工程管理、物业相关服务、房屋租赁收入以及体育健身等收入;其他业务收入规模较小,对公司整体经营影响不大。

表1 2015~2016年公司营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

| 项目        | 2015年        |               |              | 2016年         |               |              |
|-----------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
|           | 营业收入         | 占比            | 毛利率          | 营业收入          | 占比            | 毛利率          |
| 主营业务收入    | 78.27        | 94.20         | 30.25        | 125.40        | 94.30         | 33.29        |
| 其他业务收入    | 4.82         | 5.80          | 13.60        | 7.58          | 5.70          | 15.60        |
| <b>合计</b> | <b>83.08</b> | <b>100.00</b> | <b>29.28</b> | <b>132.99</b> | <b>100.00</b> | <b>32.28</b> |

资料来源:公司年报

注:2015年数据采用2016年公司年报中经重述后的数据

从毛利率水平看,公司综合毛利率变动主要源自房地产开发业务的毛利率变化。2016年房地产开发业务毛利率为33.29%,较2015年上升3.04个百分点,主要系2016年高毛利项目的结转收入占比较高所致。公司其他业务包括装饰、代理、设计、广告、工程管理、物业相关服务、房屋租赁收入以及体育健身等,整体毛利率较低。2016年,其他业务毛利率为15.60%,较上年上升2.00个百分点。受以上因素综合影响,2016年,公司综合毛利率为32.28%,较2015年上升3.00个百分点。

2017年1~3月,公司实现营业收入42.08亿元,较上年同期增长367.19%,主要系交付房屋结转的销售收入大幅增加所致;利润总额由上年同期的-0.59亿元上升为6.88亿元;净利润大幅扭亏,2017年一季度为5.20亿元。

总体看,跟踪期内,受益于房地产市场的销售行情,公司收入规模大幅增长,房地产开发业务收入增长较快,毛利率有所提高;其他业务规模不大,且利润水平较低。

## 2. 土地储备

截至2016年末,公司土地储备建筑面积约805.18万平方米<sup>2</sup>,2016年公司土地购置面积有所减少,对应建筑面积亦有所减少。同时,公司购地支出有所下降,主要系2015年公司所购地块位置较好,购地成本较高,而2016年公司购地规模减小所致。公司部分高价地块采取共同出资的形式取得,在一定程度上降低了公司购地资金支出的压力和风险。2015~2017年3月公司土地储备获取情况如下表所示。

表2 2015~2017年3月公司土地储备获取情况(单位:万平方米、万元)

| 年份        | 土地购置面积 | 公司所占<br>计入容积率<br>建筑面积 | 剩余土地面积 | 剩余建筑面积 | 用途    | 购地支出         |
|-----------|--------|-----------------------|--------|--------|-------|--------------|
| 2015年     | 45.97  | 97.77                 | 380.79 | 836.03 | 房地产开发 | 1,730,662.91 |
| 2016年     | 23.53  | 44.72                 | 365.73 | 805.18 | 房地产开发 | 256,672.19   |
| 2017年1~3月 | 0      | 0                     | 365.73 | 805.18 | --    | 0            |

数据来源:公司提供

注:1、表中土地购置面积为总面积,未按权益计算。2、2016年,公司剩余建筑面积为805.18万平方米,其中包含2016年10月,公司中标北京市朝阳区将台乡铁路大环内土地一级开发项目。

从2016年公司新增土地储备情况看,公司在巩固珠海市场的同时,加大在苏州等地区的土地获取力度,项目区域布局进一步优化。2016年10月,公司中标北京市朝阳区将台乡铁路大环内土地一

<sup>2</sup> 其中包含2016年10月公司中标北京市朝阳区将台乡铁路大环内土地一级开发项目。

级开发项目（招标编号：2016BGC-246 招标），该项目占地面积 7.6 公顷，代拆用地约 27.4 公顷，涉及地上物拆迁约 17.47 万平方米，项目主要工作包括前期手续的办理、征地、拆迁补偿的实施、市政基础设施建设、验收入市交易及相关后续事项。

表 3 2016 年公司新增土地储备（单位：平方米、元、%）

| 区域        | 序号 | 项目名称             | 项目地址                    | 土地取得时间（竞买或股权收购合同签订日期） | 总用地面积             | 土地总价                 | 公司所占权益 |
|-----------|----|------------------|-------------------------|-----------------------|-------------------|----------------------|--------|
| 珠海        | 1  | 珠海金湾商务中心         | 金湾区西湖片区启动区金山大道南侧、迎河东路西侧 | 2016.02.01            | 50,744.59         | 329,413,445.82       | 100.00 |
|           | 2  | 珠海市西部商都项目        | 金湾区西湖片区启动区金河东路北侧、金泓路东侧  | 2016.11.30            | 58,483.24         | 503,992,475          | 100.00 |
|           |    | <b>小计</b>        | --                      | --                    | <b>109,227.83</b> | <b>833,405,921</b>   | --     |
| 苏州        | 3  | 姑苏区胥江路南、交通局大楼东地块 | 姑苏区胥江路南、交通局大楼东地块        | 2016.04.07            | 36,767.30         | 1,715,350,000        | 100.00 |
|           | 4  | 姑苏区虎丘路西、硕房庄路两侧地块 | 姑苏区虎丘路西、硕房庄路两侧          | 2016.4.7              | 84,737.60         | --                   | 50.00  |
|           |    | <b>小计</b>        | --                      | --                    | <b>121,504.90</b> | <b>1,715,350,000</b> | --     |
| 其它        | 5  | 威海市经区大庆路北、疏港路西地块 | 威海市经区大庆路北、疏港路西地块        | 2016.9.30             | 4,607.00          | 17,966,000           | 100.00 |
|           |    | <b>小计</b>        | --                      | --                    | <b>4,607.00</b>   | <b>17,966,000</b>    | --     |
| <b>总计</b> |    |                  | --                      | --                    | <b>235,339.73</b> | <b>2,566,721,921</b> | --     |

数据来源：公司提供

注：姑苏区虎丘路西、硕房庄路两侧地块系公司与福州泰禾房地产开发有限公司（以下简称“福州泰禾”）共同出资设立苏州禾发房地产开发有限公司（以下简称“苏州禾发”）所竞得土地。

截至 2016 年末，公司共拥有 21 个项目的土地储备，合计待开发面积为 365.73 万平方米；其中 2 个项目位于广州和北京，7 个项目位于珠海地区，珠海地区待开发面积合计 82.24 万平方米，其他位于武汉、大连、中山、沈阳等地区，公司所持土地总体地理位置较佳，升值空间较大。

总体看，公司土地储备规模较大，2016 年，公司继续新增珠海地区土地储备，土地储备质量较高，能够满足未来开发需求。

### 3. 项目建设开发情况

2016 年，新开工面积为 235.42 万平方米，较 2015 年增长 7.15%；竣工面积为 133.56 万平方米，较 2015 年增长 25.94%；在建面积为 567.31 万平方米，较 2015 年增长 25.64%。2016 年，得益于战略布局的优化以及上半年市场需求的释放，公司新开工面积和在建面积均大幅增加（具体数据如下表所示），在建面积有所增加，对资金形成了一定占用。

2017 年一季度，公司新开工面积 22.83 万平方米，在建面积 590.14 万平方米，在建规模较大。

表 4 2015~2017 年 3 月公司房地产项目开发情况

| 项目           | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 1~3 月 |
|--------------|--------|--------|--------------|
| 新开工面积（万平方米）  | 219.72 | 235.42 | 22.83        |
| 竣工面积（万平方米）   | 106.05 | 133.56 | --           |
| 期末在建面积（万平方米） | 451.53 | 567.31 | 590.14       |

资料来源：公司提供

注：由于统计口径不同，数据存在一定差异，但不影响报告中分析内容。

总体看，2016年，公司在建项目较多，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要，但在建项目对开发资金的需求规模较大。

#### 4. 房产销售情况

从销售情况看，2016年，实现签约销售面积167.68万平方米，较2015年增长110.20%；实现签约销售金额357.25亿元，较2015年增加168.61%。从销售价格上看，受益于需求的释放以及房地产市场的销售行情，2016年销售均价为2.13万元/平方米，较2015年上升27.54%，如下表所示。

表5 2015~2016年公司房地产项目销售情况

| 项目             | 2015年  | 2016年  |
|----------------|--------|--------|
| 达预售项目(个)       | 22     | 26     |
| 签约销售面积(万平方米)   | 79.77  | 167.68 |
| 签约销售金额(亿元)     | 133.00 | 357.25 |
| 签约销售均价(万元/平方米) | 1.67   | 2.13   |
| 结转收入面积(万平方米)   | 84.01  | 98.10  |
| 结转收入(亿元)       | 78.27  | 125.40 |

资料来源：公司提供

注：以上统计除部分项目如武汉、上海、盘锦包含住宅、商业，其他数据仅包含住宅

从公司可售项目情况看，截至2016年末公司合计可售面积221.67万平方米，剩余可售面积为59.99万平方米。从公司可售项目的区域分布看，2016年公司大部分剩余可售项目位于珠海、中山、上海和大连，其中珠海地区共计10个项目，总可售面积为114.14万平方米，剩余可售面积为20.30万平方米。

表6 截至2016年末公司可售项目情况(单位：个、万平方米、%)

| 城市        | 项目数量      | 可供出售面积        | 已预售面积         | 剩余可售面积       |
|-----------|-----------|---------------|---------------|--------------|
| 珠海        | 10        | 114.14        | 93.84         | 20.30        |
| 上海        | 3         | 16.02         | 8.85          | 7.17         |
| 广州        | 1         | 5.20          | 2.71          | 2.50         |
| 中山        | 3         | 29.62         | 18.63         | 11.00        |
| 威海        | 1         | 17.01         | 14.45         | 2.56         |
| 武汉        | 1         | 8.59          | 8.59          | 0.00         |
| 南宁        | 1         | 7.10          | 2.48          | 4.62         |
| 沈阳        | 2         | 5.34          | 2.20          | 3.14         |
| 大连        | 1         | 11.67         | 6.39          | 5.28         |
| 包头        | 1         | 4.33          | 2.43          | 1.90         |
| 盘锦        | 2         | 2.64          | 1.11          | 1.52         |
| <b>合计</b> | <b>26</b> | <b>221.67</b> | <b>161.68</b> | <b>59.99</b> |

资料来源：公司年报

总体看，跟踪期内，公司可售房源主要位于珠海、中山、上海和大连，规模适当，销售前景较好；受益于需求的释放以及房地产市场的销售行情，2016年销售均价有所上升。

#### 5. 自持物业情况

公司持有物业为珠海华发商都项目，该物业是珠海规模最大、档次最高的大型购物中心，2014年5月投入运营，截至2016年末出租率为93.95%，出租率较高。该物业入账成本23.25亿元，截至2016年末公允价值合计23.51亿元。2016年华发商都实现收入1.99亿，包括租金收入、物管收入等，其中租金收入1.04亿元，平均租金水平为每月112元/平方米，较上年有所提升。目前，公司物业经营状况稳定，未来随着公司自持物业规模增加以及相关配套成熟，收入有望进一步增加。

总体看，相比公司房产销售业务，自持物业整体规模不大，但未来前景较好。

## 6. 重大事项

### (1) 增资珠海市海川地产有限公司（以下简称“海川公司”）

2016年4月11日，公司以现金增资的方式完成对海川公司的收购，公司现金增资5.96亿元作为购买对价，本次交易完成后，公司持有海川公司49.75%股权，能够对海川公司实施控制。海川公司及增资扩股前母公司珠海华发城市运营投资控股有限公司系华发集团下属子公司，本次股权收购构成同一控制下企业合并，公司在编制合并财务报表时对报表的期初数进行了调整。

海川公司经营范围为房地产开发经营、物业管理、市政工程、园林绿化（以上取得资质后方可经营）和会展服务。

总体看，公司增资海川公司系同一控制下企业合并，有利于提升公司的综合竞争力。

### (2) 设立和谐并购安华私募投资基金（以下简称“和谐安华基金”）

2016年9月，公司全资子公司珠海华发华宜投资控股有限公司（以下简称“华发华宜”）参与发起设立和谐安华基金，基金认缴出资规模为人民币4亿元，其中华发华宜认缴出资1.5亿元，珠海铎盈投资有限公司认缴出资2.5亿元。

2016年11月，华发华宜收到和谐安华基金管理人和谐浩数投资管理（北京）有限公司《关于和谐并购安华私募投资基金投资情况的通知》，具体内容如下：2016年11月8日，天津赛克环企业管理中心（有限合伙）将和谐安华基金出资的4亿元资金，扣除相关费用后，以8.084351元/股的交易价格参与四川双马水泥股份有限公司的股权交易，且已经完成了股份过户登记手续。

和谐安华基金的存续期限为三年，华发华宜出资1.5亿元最终能否顺利退出及退出时取得的投资收益具有不确定性。

总体看，公司开始搭建股权投资业务平台，参与设立和谐安华基金，推动了公司股权投资业务的发展，但受宏观经济环境的影响，该业务的投资收益具有不确定性。

## 7. 经营效率

2016年，公司流动资产周转率、总资产周转率和存货周转率分别为0.14次、0.13次和0.12次。从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司各项经营效率指标中存货周转率、流动资产周转率及总资产周转率低于同行业其他上市公司，公司存货规模较大，资产运行效率有待提升。

表7 2016年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

| 指标名称    | 万科A  | 保利地产 | 招商蛇口 | 格力地产 | 华发股份        |
|---------|------|------|------|------|-------------|
| 流动资产周转率 | 0.38 | 0.38 | 0.32 | 0.14 | <b>0.14</b> |
| 总资产周转率  | 0.33 | 0.36 | 0.28 | 0.13 | <b>0.13</b> |
| 存货周转率   | 0.41 | 0.37 | 0.35 | 0.11 | <b>0.12</b> |

资料来源：Wind 资讯；

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，公司经营效率低于同行业其他上市公司，资产运行效率有待提升。

## 8. 经营关注

### 公司土地储备相对集中

公司土地储备和可售项目在珠海地区规模较大，考虑到珠港澳经济圈的发展潜力，虽然目前风险不大，但仍须密切关注后续政策等因素对珠海地区房地产市场的影响。

### 未来开发资金需求规模较大

公司在建项目较多，在建面积较大，对公司资金流形成一定压力，需要关注由此带来的经营和财务风险。

## 9. 未来发展

公司将实施精品战略升级，推进优+生活体系建设，推动产品品质及竞争力不断提升。

区域拓展上，公司扎根珠海，加大对上海、广州、武汉等地的投资布局，努力开拓其他重点城市的市场；采取聚焦战略，围绕上海、北京、深圳、广州、武汉、南京、杭州、厦门等核心城市形成区域布局，项目拓展以核心城市、核心地段的城区盘为主；项目拓展方式上，强化合作开发、项目并购、城市更新等多种方式。

在定制装修和“互联网+”两大业务领域取得成效的基础上，逐步开创探索房地产开发的新模式，加快实施战略转型升级，不断提高房地产开发能力和市场份额，进一步扩大品牌优势，形成独具特色的核心竞争力。

总体看，公司未来的发展战略目标清晰，突出强调推进优+生活体系建设，能够保证未来几年公司的健康发展。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2016 年度合并财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）进行确认和计量，在此基础上，结合中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）的规定编制。

2016 年，公司新设 21 家子公司，通过同一控制下企业合并 1 家子公司，2016 年 4 月，公司通过同一控制下企业合并方式完成收购海川公司 49.75% 股权。根据《企业会计准则》及其相关规定，公司在编制合并财务报表时对报表 2015 年数据进行了调整。2017 年 1~3 月，公司合并范围内新增 5 家子公司，减少 1 家子公司。公司提供的 2017 年 1~3 月财务数据未经审计，公司合并财务数据的可比性较强。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 1,137.97 亿元，负债合计 905.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益 102.26 亿元）232.15 亿元。2016 年，公司实现营业收入 132.99 亿元，净利润（含少数股东损益 4.09 亿元）14.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额 190.69 亿元，现金及现金等价物净增加额 77.09 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额 1,175.00 亿元，负债合计 947.93 亿元，所有者权益（含

少数股东权益 95.70 亿元) 227.07 亿元。2017 年 1~3 月, 公司实现营业收入 42.08 亿元, 净利润(含少数股东损益 0.99 亿元) 5.20 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 1.45 亿元, 现金及现金等价物净增加额 15.84 亿元。

## 2. 资产质量

截至 2016 年末, 公司合并资产总额为 1,137.97 亿元, 其中流动资产占 93.48%, 非流动资产占 6.52%, 流动资产占比较高, 符合房地产开发企业特点。

### 流动资产

截至 2016 年末, 公司流动资产为 1,063.74 亿元, 较年初增长 21.53%, 主要系货币资金和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金和存货构成, 其中货币资金占 14.90%, 存货占 77.57%。

截至 2016 年末, 公司货币资金余额为 158.47 亿元, 较年初增长 76.29%, 主要系公司销售回款大幅增加所致。公司货币资金主要以银行存款为主, 其中银行存款占比 99.99%, 受限资金为 1.87 亿元(占货币资金 1.18%), 受限资金占比较低, 主要由银行借款及履约保证金构成。

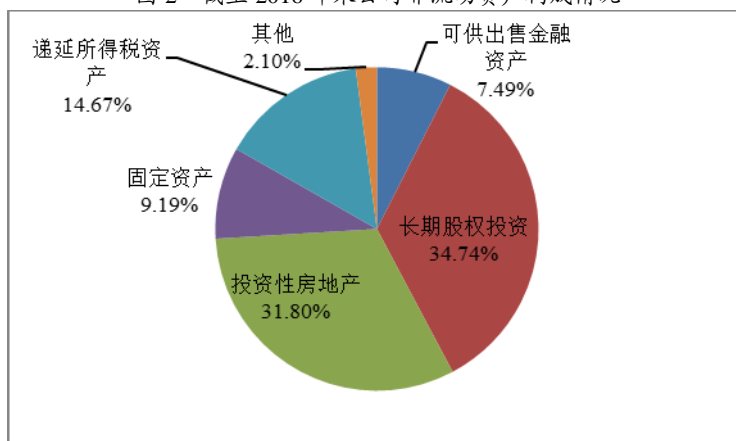
截至 2016 年末, 公司存货账面价值为 825.13 亿元, 较年初增长 15.56%, 主要系房地产开发投入增加所致。公司存货主要为开发成本和开发产品, 公司以单项房地产项目账面价值高于按单项房地产项目估计售价减去至完工时估计将要发生的成本、估计的销售费用以及相关税费后的金额的差额计提存货跌价准备。截至 2016 年末, 公司共计提存货跌价准备 0.10 亿元, 计提比例 0.01%, 存货跌价准备计提符合规定。存货账面价值中合计 389.13 亿元的土地使用权、在建工程及出租开发产品作为公司及下属子公司的长期借款、一年内到期的长期借款及短期借款的抵押品, 占存货账面价值的 47.16%, 受限资产占比较大。

截至 2017 年 3 月末, 公司流动资产为 1,101.58 亿元, 较年初增长 3.56%, 流动资产构成变化较小。其中, 货币资金 174.38 亿元, 较年初增长 10.04%; 存货 868.14 亿元, 较年初增长 5.21%。

### 非流动资产

截至 2016 年末, 公司非流动资产为 74.23 亿元, 较年初增长 24.99%, 主要系投资性房地产、长期股权投资和递延所得税资产增加所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、投资性房地产、长期股权投资和递延所得税资产构成, 其中可供出售金融资产占 7.49%、固定资产占 9.19%、投资性房地产占 31.80%、长期股权投资占 34.74%、递延所得税资产占 14.67%。

图 2 截至 2016 年末公司非流动资产构成情况



资料来源: 公司年报

截至 2016 年末，公司可供出售金融资产 5.56 亿元，较年初增长 7,280.53%，主要系华发华宜认购和谐安华基金，对该基金按照公允价值进行计量所致。

截至 2016 年末，公司固定资产为 6.82 亿元，较年初增长 0.77%，构成以房屋及建筑物(占 88.11%) 为主。公司固定资产不存在账面价值高于可变现净值的情形，故未计提减值准备。截至 2016 年末，公司已计提折旧 1.93 亿元，固定资产成新率 71.70%，成新率较高。公司固定资产房屋及建筑物中有账面净值为 0.22 亿元的资产为公司及下属子公司设定抵押，占固定资产净值的 3.19%，资产抵押比例较低。

截至 2016 年末，公司投资性房地产为 23.61 亿元，较年初增长 0.42%。

截至 2016 年末，公司长期股权投资为 25.79 亿元，较年初增长 9.44%，主要系联营合营公司的投资增加所致。2016 年，公司追加对珠海琴发投资有限公司的投资 0.60 亿元，追加对珠海华发集团财务有限公司的投资 0.83 亿元。

截至 2016 年末，公司递延所得税资产为 10.89 亿元，较年初增长 242.91%，主要系土地增值税准备金、内部交易未实现利润和预收账款之预计利润增加所导致。公司递延所得税资产主要由土地增值税准备金、存货内部利润和预收售房款未结转造成的应纳税暂时性差异构成。

截至 2017 年 3 月末，公司非流动资产为 73.42 亿元，较年初下降 1.08%，构成较年初变化不大。

总体看，公司资产规模随着经营规模的扩大而增长，资产构成仍以流动资产为主；公司流动资产中货币资金和存货占比较大，现金类资产充裕，虽存货受限部分占比较大，但销售前景整体较好，资产减值规模较小；公司整体资产质量较好。

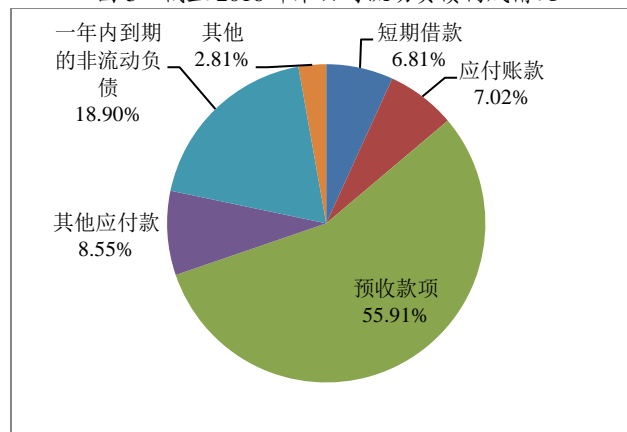
### 3. 负债及所有者权益

截至 2016 年末，公司负债合计 905.81 亿元，较年初增长 21.70%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占 47.45%，非流动负债占 52.55%，债务结构以非流动负债为主。

#### 流动负债

截至 2016 年末，公司流动负债合计 429.79 亿元，较年初增长 26.53%，主要系预收款项增加所致。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，其中短期借款占 6.81%、应付账款占 7.02%、预收款项占 55.91%、其他应付款占 8.55%、一年内到期的非流动负债占 18.90%。

图 3 截至 2016 年末公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报



截至 2016 年末，公司短期借款为 29.28 亿元，较年初下降 68.12%，主要系偿还银行借款所致；公司短期借款主要由保证借款构成。

截至 2016 年末，公司应付账款为 30.18 亿元，较年初增长 17.43%，主要系应付工程款增长所致，应付工程款占 98.86%。

截至 2016 年末，公司预收款项为 240.28 亿元，较年初增长 208.59%，主要由预收售房款构成。

截至 2016 年末，公司其他应付款为 36.74 亿元，较年初减少 14.45%，主要原因是归还往来拆借款所致。公司其他应付款主要为拆借款、土地增值税准备金、押金及保证金。同时，截至 2016 年末，公司计提了土地增值税清算准备金 10.53 亿元，以合理反映公司的利润情况。

截至 2016 年末，公司一年内到期的非流动负债为 81.25 亿元，较年初减少 15.01%。

#### 非流动负债

截至 2016 年末，公司非流动负债合计 476.02 亿元，较年初增长 17.64%，主要系应付债券增长所致；公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，其中长期借款占 78.75%、应付债券占 20.87%。

截至 2016 年末，公司长期借款为 374.87 亿元，较年初增长 5.21%，主要系长期融资额增加所致；从期限分布来看，2017 年和 2018 年公司将面临长期借款集中到期的情况，长期借款集中偿付压力较大，未来还款主要依靠预售项目回款及新增融资。

截至 2016 年末，公司应付债券为 99.34 亿元，较年初增长 108.25%，主要系公司 2016 年发行公司债所致。

截至 2016 年末，公司全部债务为 584.74 亿元，其中短期债务为 110.53 亿元、占全部债务的 18.90%，长期债务为 474.21 亿元、占全部债务的 81.10%，债务结构以长期债务为主。截至 2016 年末，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 79.60%、71.58% 和 67.13%，公司债务负担较重，但考虑到公司拥有较大规模的预收款项，未来将结转至公司营业收入，公司实际债务负担情况低于上述指标。

截至 2017 年 3 月末，公司有息债务规模不断扩大，全部债务为 639.71 亿元，其中短期债务 191.50 亿元，长期债务 448.21 亿元。截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 80.67%、73.80% 和 66.37%，公司债务负担较年初有所加重。对于房地产企业来说，预收房款未来很大概率可确认为收入，公司预收账款一般来说并不会增加公司的实际偿付压力，因此若不考虑预收账款的影响，公司杠杆水平将有所降低，公司实际负债水平尚可。

总体看，公司负债结构以非流动负债为主，债务负担处于可控水平。

#### 所有者权益

截至 2016 年末，公司所有者权益为 232.15 亿元，较年初增长 21.96%，主要系公司未分配利润增加所致。归属于母公司的所有者权益为 129.89 亿元（占 55.95%），其中股本占 9.00%，资本公积占 43.32%，未分配利润占 42.26%。由于少数股东权益、及未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2017 年 3 月末，公司所有者权益为 227.07 亿元，较年初下降 2.19%。归属于母公司的所有者权益中，各项权益结构占比变化较小。

总体看，2016 年，公司经营情况较好，未分配利润增加，公司所有者权益增长较快，归属于母公司的所有者权益占比低，所有者权益结构稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

2016 年，公司营业收入为 132.99 亿元，同比增长 60.07%；营业成本为 90.06 亿元，同比增长

53.29%；营业收入增速略高于营业成本增速；公司营业利润为 19.62 亿元，同比增长 108.85%，公司营业规模与营业利润均增长较快；公司净利润为 14.28 亿元，同比增长 116.81%。

从期间费用看，2016 年，公司期间费用总额为 9.72 亿元，同比增长 34.90%，主要系销售费用增长所致。从费用构成来看，销售费用和管理费用占比较高，2016 年销售费用占费用总额的 50.39%、管理费用占 43.51%，财务费用占 6.10%，公司销售费用和管理费用占比较高。2016 年，公司费用收入比为 7.31%，较上年下降 1.37 个百分点。公司总体费用控制能力尚可。

非经常性损益方面，2016 年公司获得投资收益 0.52 亿元；2016 年，公司营业外收入合计为 0.26 亿元。非经常性损益对利润总额产生影响较小。

从各项盈利指标看，由于公司营运成本上升，2016 年，公司营业利润率为 21.57%，较 2015 年上升 2.79 个百分点。2016 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.10%、2.14% 和 6.76%，较上年均有所上升。从同业指标情况看，与国内同行业其他主要上市公司比较，公司的销售毛利率较高，但净资产收益率和总资产报酬率略低。

表 8 2016 年主要房地产上市公司盈利指标情况

| 指标名称       | 华发股份         | 万科 A  | 保利地产  | 招商蛇口  | 格力地产  |
|------------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 销售毛利率 (%)  | <b>32.28</b> | 29.41 | 29.00 | 34.54 | 37.09 |
| 净资产收益率 (%) | <b>8.24</b>  | 19.68 | 15.45 | 18.59 | 10.72 |
| 总资产报酬率 (%) | <b>1.96</b>  | 5.56  | 5.74  | 7.54  | 3.60  |

资料来源：Wind 资讯；

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 42.08 亿元，较上年同期增长 367.19%，主要系房产项目交楼结转增加所致；净利润 5.20 亿元，较上年同期增加 5.70 亿元。

总体看，2016 年，公司盈利水平大幅增长，费用控制能力尚可；公司净资产收益率和总资产报酬率与同业相比处于较低水平，毛利率水平处于同行业中较高水平。

## 5. 现金流

从经营活动情况看，2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 190.69 亿元。其中，公司经营活动现金流入 308.97 亿元，较 2015 年增长 188.62%，主要系销售商品房收到的现金增加所致；经营活动现金流出 118.28 亿元，较 2015 年增长 13.43%，主要系现金支付的工程款及各项税费增加所致。2016 年，公司现金收入比为 214.99%，公司房地产项目为预售且不存在赊销，因此收入实现质量高。

从投资活动情况看，2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-99.70 亿元。其中，公司投资活动产生的现金流入 1.12 亿元，主要为收回投资所收到的现金；公司投资活动产生的现金流出 100.82 亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 78.02 亿和对外股权投资支付 22.80 亿。

从筹资活动情况看，2016 年，公司筹资活动产生的现金流净额为-13.96 亿元，公司对外筹资需求有所减少。其中，公司筹资活动产生的现金流入 491.23 亿元，主要为金融机构借款；公司筹资活动产生的现金流出为 505.19 亿元，主要系偿还债务、偿付利息所支付的现金。

2016 年，公司现金及现金等价物增加额为 77.09 亿元，较上年 14.00 亿元大幅增长，公司现金流情况较好。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为 1.45 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-30.31

亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 44.70 亿元。公司现金流增加主要来自于经营活动与筹资活动，现金及现金等价物增加额 15.84 亿元。

总体看，2016 年，由于公司房地产项目销售情况较好，公司经营活动回笼现金的能力较强，公司扩张速度较快，大量土地资源的获取使公司面临一定的对外融资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年，公司流动比率为 2.48 倍，较上年 2.58 倍有所下降；速动比率为 0.56 倍，较上年 0.47 倍有所上升；现金短期债务比为 1.43 倍，较上年 0.48 倍有所上升，公司现金类资产对短期债务保护程度一般；经营现金流动负债比率为 44.37%，较上年 0.82% 大幅增长。整体看，公司短期偿债能力有所提升。

从长期偿债能力指标看，2016 年，公司 EBITDA 为 22.91 亿元，同比增长 108.30%，主要来自利润总额的增加。其中折旧占 1.60%、摊销占 1.49%、计入财务费用的利息支出占 10.91%、利润总额占 86.00%。2016 年公司 EBITDA 利息保障倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 0.50 倍和 0.04 倍，EBITDA 对全部债务及利息的保障程度较低，公司长期偿债能力偏弱。

截至 2017 年 3 月末，公司对外担保 28.56 亿元，全部为对合营企业子公司珠海琴发实业有限公司（以下简称“琴发实业”）提供的担保。琴发实业系珠海琴发投资有限公司（以下简称“琴发投资”）的全资子公司，琴发投资的股东系公司全资子公司珠海华发房地产开发有限公司（持股 60%）和珠海大横琴置业有限公司（持股 40%），因此公司对外担保或有风险较小。

截至 2017 年 3 月末，公司不存在可能对公司财务状况、经营成果、业务活动、未来前景等产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

截至 2017 年 3 月末，公司及其下属子公司在主要合作银行的授信总额为 999.37 亿元，其中已用额度为 546.525 亿元，尚未使用额度为 452.845 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司系上海证券交易所上市公司，直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1044040200004890E），截至 2016 年 4 月 11 日，公司无未结清不良类及关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司资产负债率处于较高水平，有息债务负担较重，考虑公司目前在建项目及预收账款规模较大，未来可售及可结转面积较大，对收入有一定的支撑；此外，公司的持有型物业资产质量优良，可为公司带来稳定的收入，公司整体偿债能力很强。

## 七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年 3 月末，公司现金类资产为 174.38 亿元，为“15 华发 01”的 5.81 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产为 227.07 亿元，为债券本金 30 亿元的 7.57 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15 华发 01”的按期偿付有很强的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年公司 EBITDA 为 22.91 亿元，为债券本金 30 亿元的 0.76 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 308.97 亿元，为债券本金 30 亿元的 10.30 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为区域房地产行业的龙头企业，在区域内品牌影响力、土地储备、资本实力等方面的优势，公司对“15 华发 01”的偿还能力很强。

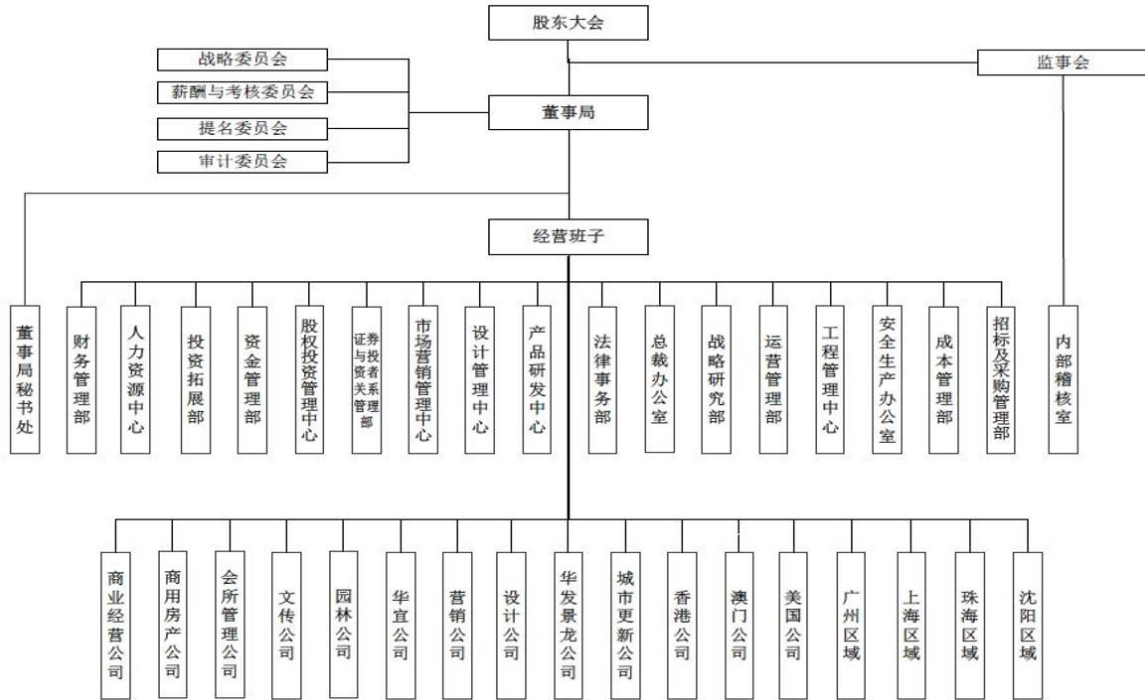
## 八、综合评价

公司作为珠海地区国有大型房地产企业，土地储备较充足，业务发展稳健。受益于2016年房地产市场的爆发性行情，公司物业销售情况较好，同期结转营业收入和净利润大幅增长，盈利水平保持良好，竞争力进一步增强。2016年公司开始搭建股权投资业务平台，推动了公司股权投资业务的发展。同时，联合评级也关注到房地产市场波动、公司产品区域分布相对集中以及债务负担较重等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司储备及在建项目的持续推进，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“15华发01”债项信用等级为“AA+”。

## 附件 1 珠海华发实业股份有限公司 组织架构图



## 附件 2 珠海华发实业股份有限公司 主要财务指标

| 项目                | 2015 年   | 2016 年   | 2017 年 3 月 |
|-------------------|----------|----------|------------|
| 资产总额 (亿元)         | 934.67   | 1137.97  | 1,175.00   |
| 所有者权益 (亿元)        | 190.35   | 232.15   | 227.07     |
| 短期债务 (亿元)         | 187.46   | 110.53   | 191.50     |
| 长期债务 (亿元)         | 404.02   | 474.21   | 448.20     |
| 全部债务 (亿元)         | 591.48   | 584.74   | 639.71     |
| 营业收入 (亿元)         | 83.08    | 132.99   | 42.08      |
| 净利润 (亿元)          | 6.58     | 14.28    | 5.20       |
| EBITDA (亿元)       | 11.00    | 22.91    | --         |
| 经营性净现金流 (亿元)      | 2.78     | 190.69   | 1.45       |
| 应收账款周转次数 (次)      | 3,666.27 | 2,928.09 | --         |
| 存货周转次数 (次)        | 0.10     | 0.12     | --         |
| 总资产周转次数 (次)       | 0.10     | 0.13     | 0.04       |
| 现金收入比率 (%)        | 115.50   | 214.99   | 94.19      |
| 总资本收益率 (%)        | 1.16     | 2.10     | --         |
| 总资产报酬率 (%)        | 1.29     | 2.14     | --         |
| 净资产收益率 (%)        | 4.11     | 6.76     | 2.26       |
| 营业利润率 (%)         | 18.78    | 21.57    | 20.89      |
| 费用收入比 (%)         | 8.68     | 7.31     | 4.12       |
| 资产负债率 (%)         | 79.63    | 79.60    | 80.67      |
| 全部债务资本化比率 (%)     | 75.65    | 71.58    | 73.80      |
| 长期债务资本化比率 (%)     | 67.97    | 67.13    | 66.37      |
| EBITDA 利息倍数 (倍)   | 0.24     | 0.50     | --         |
| EBITDA 全部债务比 (倍)  | 0.02     | 0.04     | --         |
| 流动比率 (倍)          | 2.58     | 2.48     | 2.21       |
| 速动比率 (倍)          | 0.47     | 0.56     | 0.47       |
| 现金短期债务比 (倍)       | 0.48     | 1.43     | 0.91       |
| 经营现金流动负债比率 (%)    | 0.82     | 44.37    | 0.29       |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 0.37     | 0.76     | --         |

注：本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；本报告财务数据及指标计算均为合并口径；2017 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式   |
|-------------------|--|
| <b>增长指标</b>       |  |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| <b>经营效率指标</b>     |  |
| 应收账款周转次数          | 营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]  |
| 存货周转次数            | 营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]  |
| 总资产周转次数           | 营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]  |
| <b>盈利指标</b>       |  |
| 总资本收益率            | (净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%                               |
| 总资产报酬率            | (利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%  |
| 净资产收益率            | 净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%  |
| 主营业务毛利率           | (主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%  |
| 营业利润率             | (营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%  |
| 费用收入比             | (管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%   |
| <b>财务构成指标</b>     |  |
| 资产负债率             | 自由负债/自有资产×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%  |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |  |
| EBITDA 利息倍数       | EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)   |
| EBITDA 全部债务比      | EBITDA/全部债务  |
| 经营现金债务保护倍数        | 经营活动现金流量净额/全部债务  |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额/全部债务   |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |  |
| 现金短期债务比           | 现金类资产/短期债务   |
| 经营现金流流动负债比率       | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%   |
| 经营现金利息偿还能力        | 经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)   |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)  |
| <b>本期公司债券偿债能力</b> |  |
| EBITDA 偿债倍数       | EBITDA/本期公司债券到期偿还额   |
| 经营活动现金流入量偿债倍数     | 经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额   |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数    | 经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额   |

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

    长期债务=长期借款+应付债券

    短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据  
    +一年内到期的非流动负债

    全部债务=长期债务+短期债务

    EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

    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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。