

珠海华发实业股份有限公司

2009 年公司债券 2017 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券
信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【70】号 02

债券剩余规模：
179,927.90 万元

债券到期日期：
2017 年 10 月 16 日

债券偿还方式：
按年付息，到期一次还
本，附第 5 年末投资者
回售选择权及公司上调
票面利率选择权

分析师

姓名：
吴玥 赵云飞

电话：
0755-82872242

邮箱：
wuy@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司房地产行
业企业主体长期信用评
级方法，该评级方法已
披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

珠海华发实业股份有限公司 2009 年公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 06 月 06 日	2016 年 06 月 06 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”或“公司”）及其 2009 年 10 月 16 日公开发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司商品房销售业绩大幅提升，营业收入与营业利润保持增长，在建及拟建开发项目较多，业务持续性较强，项目区域布局有所优化；但我们也关注到房地产调控政策使房屋销售量下滑，行业去库存化能力受到较大影响，融资政策的收紧限制房地产企业资金来源，再融资压力加大，公司辽宁、内蒙等去库存地区商品房销售存在不确定性，面临较大资金压力和偿债压力，存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司商品房销售业绩大幅提升，营业收入与营业利润保持增长。2016 年，公司商品房销售金额 357.25 亿元，同比增长 168.61%；当年度实现营业收入 132.99 亿元，同比增长 60.07%，实现营业利润 19.62 亿元，同比增长 108.85%。
- 公司在建及拟建开发项目较多，业务持续性较强。目前公司在建及拟建开发项目较多，截至 2016 年 12 月末，公司房地产项目总可售 221.67 万平方米，剩余可售面积为 59.99 万平方米，随着该等项目的后续投入及销售，公司业务持续性较强。
- 公司项目区域布局有所优化。截至 2016 年末公司持有待开发的土地面积合计 365.73 万平方米，主要位于珠海、中山、盘锦等地，其中 2016 年在苏州和珠海新

增一定量土地，土地储备资源进一步向珠海及重点城市聚集。

关注：

- **房地产调控政策使行业去库存化能力受到较大影响；融资政策的收紧限制房地产企业的资金来源，再融资压力加大。**2016 年第四季度开始的房地产限购限贷调控致使国内一、二、三线城市商品房成交量均出现下滑，影响房地产企业的去库存化速度，使其面临资金回笼压力；2016 年四季度以来各地商业银行对房地产企业的信贷政策也逐步收紧，市场利率处于上升阶段，房地产企业依赖公开市场其他融资渠道的融资成本将上升；公司房地产项目开发周期相对较长，商品房销售受房地产市场行情影响较大。
- **公司辽宁、内蒙等去库存地区商品房销售存在不确定性。**2016 年公司辽宁和内蒙古地区分别结转收入 114,298.97 万元、27,496.48 万元，较上年减少 34.66%、42.52%，毛利率分别较上年减少 0.89、12.87 个百分点。截至 2016 年末，公司在辽宁、内蒙地区房地产项目总可供出售面积 23.98 万平方米，剩余待预售面积 11.84 万平方米，加上公司在上述区域持有待开发土地 172.22 万平方米（合并口径），未来这些地区的楼盘销售存在不确定性。
- **公司面临较大资金压力。**截至 2016 年末，公司主要在建项目预计后续还需投入开发资金合计超过 300 亿元，若未来公司持续增加土地储备面积，将进一步增加资金支出，公司面临较大的资金压力。
- **公司有息负债规模较大，偿债压力仍较大。**截至 2017 年 3 月末，剔除预收账款后的资产负债率为 75.75%，有息负债规模 639.71 亿元，在公司总负债中所占的比重为 67.48%。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2016 年末，公司对外担保余额合计 28.57 亿元，占期末净资产比例为 12.58%，存在一定规模对外担保。

主要财务指标：

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	11,750,012.49	11,379,683.51	9,346,688.42	6,743,109.10
归属于母公司股东权益合计（万元）	1,313,698.32	1,298,947.89	1,174,081.27	691,380.43
有息债务（万元）	6,397,068.04	5,860,071.23	6,001,681.68	4,000,681.90
资产负债率	80.67%	79.60%	79.63%	80.74%
流动比率	2.21	2.48	2.58	1.92

速动比率	0.47	0.56	0.47	0.48
营业收入（万元）	420,846.30	1,329,891.11	830,834.45	710,430.20
营业利润（万元）	68,628.79	196,189.13	93,939.91	84,471.43
利润总额（万元）	68,795.34	197,008.49	93,402.83	84,104.11
综合毛利率	32.11%	32.28%	29.28%	34.32%
总资产回报率	-	2.14%	1.29%	1.74%
EBITDA（万元）	-	229,084.07	109,979.79	101,957.83
EBITDA 利息保障 倍数	-	0.50	0.24	0.32
经营活动现金流净 额（万元）	14,479.15	1,906,906.68	27,787.00	203,212.17

注：本报告所用的 2015 年的数据均采用 2016 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2014、2016 年审计报告及未经审计 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2009]915”号文核准，公司于2009年10月16日发行8年期的18亿元公司债券，发行利率为7.00%。

本期债券的起息日为2009年10月16日，按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券附第5年末公司上调票面利率和投资者回售选择权，2014年10月16日，公司将本期债券存续期后3年的票面利率上调60个基点至7.60%，投资者有效回售本期债券72.10万元。截至2017年3月末，本期债券本金余额为179,927.90万元。

截至2017年3月末，本期债券本息累计兑付情况见下表：

表1 截至2017年3月末本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金回售金额	利息支付	期末本金余额
2010年10月18日	0	12,600.00	180,000.00
2011年10月17日	0	12,600.00	180,000.00
2012年10月16日	0	12,600.00	180,000.00
2013年10月16日	0	12,600.00	180,000.00
2014年10月16日	72.10	12,600.00	179,927.90
2015年10月16日	0	13,674.52	179,927.90
2016年10月17日	0	13,674.52	179,927.90

注：“09华发债”付息日为每年的10月16日（遇法定节假日顺延至其后的第一个工作日）。

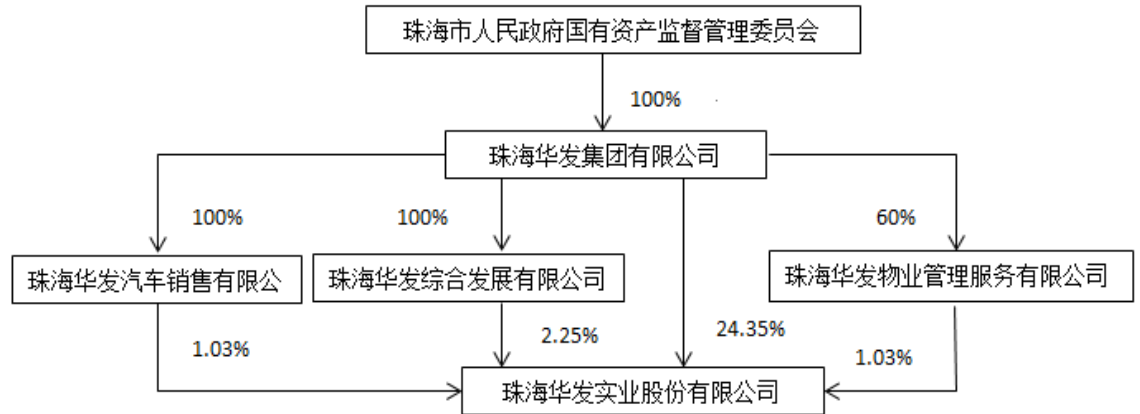
资料来源：公司提供

本期债券募集资金已全部使用完毕，其中，用于偿还银行贷款的资金5亿元，剩余资金已用于补充流动资金。

二、发行主体概况

2016年，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均没有发生变化，注册资本和实收资本仍为1,169,045,620元，公司控股股东仍为华发集团，最终控制人仍为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”）

图1 截至2016年12月末公司产权及控制关系



资料来源：2016 年公司年报

2016年，公司主营业务无重大变化，仍为房地产开发与经营，主要产品仍是住宅、车库及商铺等，截至2016年末纳入公司合并范围的子公司共133家，其中2016年纳入公司合并范围的子公司较上年增加22家，减少2家，新增子公司系公司通过投资设立或同一控制下企业合并获得，减少系子公司注销所致，具体情况见表2。其中，公司于2016年4月11日以现金增资的方式完成对珠海市海川地产有限公司的收购，交易完成后公司持有珠海市海川地产有限公司49.75%股权；截至2016年末，公司注销的子公司广州华发文化传播有限公司总资产和营业收入均为0，重庆华发投资有限公司总资产25,922.34元，营业收入为0，营业利润为-2,040.85元，注销的两家子公司对公司运营影响不大。

表 2 2016 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2016 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	变更原因
1.珠海华熠房产开发有限公司	100.00%	1,000.00	房地产开发	新设
2.深圳市华发房地产开发有限公司	100.00%	1,000.00	房地产开发	新设
3.珠海市海川地产有限公司	49.75%	19,900.00	房地产开发	同一控制下企业合并
4.苏州铎福创盛置业有限公司	100.00%	1,000.00	房地产开发	新设
5.苏州铎顺置业有限公司	100.00%	10,000.00	房地产开发	新设
6.珠海华发国通房产开发有限公司	51.00%	1,000.00	房地产开发	新设
7.苏州禾发房地产开发有限公司	50.00%	10,000.00	房地产开发	新设
8.南京铎顺房地产开发有限公司	100.00%	1,000.00	房地产开发	新设
9.杭州铎泓置业有限公司	100.00%	1,000.00	房地产开发	新设
10.珠海华发中磊置业有限公司	51.00%	1,000.00	房地产开发	新设

11.珠海华发华宜投资控股有限公司	100.00%	10,000.00	项目投资	新设
12.珠海华发华育投资有限公司	100.00%	500.00	教育项目投资	新设
13.珠海华迎投资有限公司	100.00%	1,000.00	房地产开发	新设
14.珠海高新区容闳幼儿园	100.00%	500.00	教育	新设
15.上海铨宝置业有限公司	100.00%	1,000.00	房地产开发	新设
16.北京星泰通府置业有限公司	51.00%	5,000.00	房地产开发	新设
17.珠海华恒绿植管理有限公司	100.00%	100.00	植物的培育、销售	新设
18.Palo Alto Properties Investment,LLC	100.00%	-	房地产开发	新设
19.苏州铨利置业有限公司	100.00%	1,000.00	房地产开发、经营	新设
20.珠海华瑞投资有限公司	92.00%	1,000	房地产开发	新设
21.珠海华发西区商业有限公司	100.00%	40,000.00	商业地产咨询、策划、经营与管理	新设
22.华发置地（香港）有限公司	100.00%	HKD100	房地产开发	新设

2、2016年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	变更原因
广州华发文化传播有限公司	100.00%	300.00	文化艺术	注销
重庆华发投资有限公司	100.00%	1,000.00	投资	注销

资料来源：公司提供

截至2017年3月末，公司资产总额为1,175.00亿元，归属于母公司的所有者权益为131.37亿元，资产负债率为80.67%；2016年度，公司实现营业收入132.99亿元，利润总额19.70亿元，经营活动现金净流入190.69亿元。

三、运营环境

2016年房地产市场需求旺盛，量价齐升，但随着调控政策收紧，2016年4季度以来商品房销售价格趋于稳定

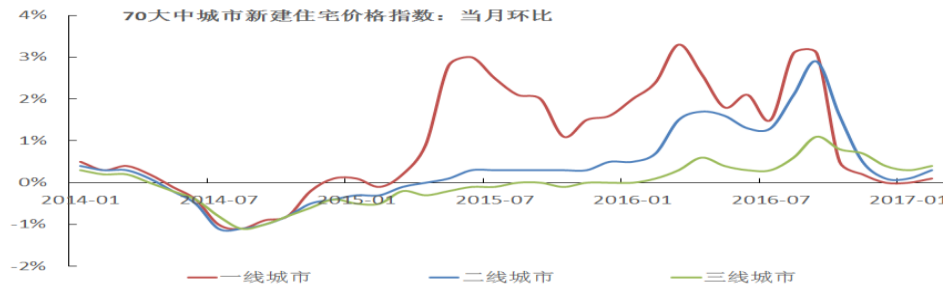
自2014年的“930新政”以来，国内商品房销售价格开始了新一轮上涨，其中一线城市涨幅最大，二线城市次之，三线、四线城市涨幅相对较小。由于在教育、医疗、城市管理、就业机会等方面具有显著优势，一线城市以及核心二线城市是现阶段国内主要的人口流入方向，其商品房价格也具有较强的上涨动力。

为了抑制房价过快上涨，2016年9月底以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购限贷政策。如图2所示，调控收紧使房价环比增速快速下降，其中一线城市调控政策最严厉，房价增速的降幅最大，二线城市次之，三线城市降幅相对较小。根据国家统计局数据¹，国

内70大中城市一线城市新建住宅价格指数月环比增速从2016年9月的3.10%下降到2016年12月的0.00%，70大中城市二线城市新建住宅价格指数月环比增速从2016年9月的2.90%下降到2016年12月的0.10%，70大中城市三线城市新建住宅价格指数月环比增速从2016年9月的1.10%下降到2016年12月的0.40%。

2017年2月开始，随着部分城市房价的再次抬升，房地产限购标准进一步收紧，限购范围进一步扩大，涿州、赣州、廊坊、嘉善等三、四线城市也加入了限购行列。限购政策的收紧在短期内直接压缩了购房需求，同时体现了政府调控房地产市场的决心。

图2 2014年以来70大中城市新建住宅价格指数变化



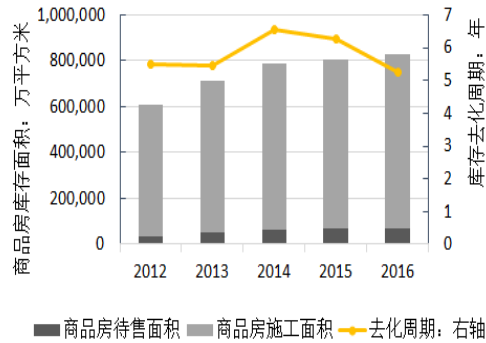
资料来源：Wind资讯，鹏元整理

另一方面，近年全国房地产行业的土地供应面积逐年减少，限制房屋供给量的同时使土地购置价格持续上涨。根据国家统计局公布数据，全国土地购置面积从2013年的3.88亿平方米下降到2016年的2.20亿平方米。从库存来看，2016年末全国商品房待售面积6.95亿平方米，同比减少3.22%，全国商品房施工面积75.90亿平方米，同比增长3.16%。全国商品房广义库存³增速下降，库存去化周期⁴自2014年以来连续下降，从2014年的6.54年下降到2016年的5.27年。调控政策抑制了房价的上涨动力，土地供应的减少和库存去化周期的缩短则对商品房价格形成支撑，因此未来几年内国内商品房价格维持相对稳定的概率较大。

³ 商品房广义库存指年末的商品房待售面积和商品房施工面积

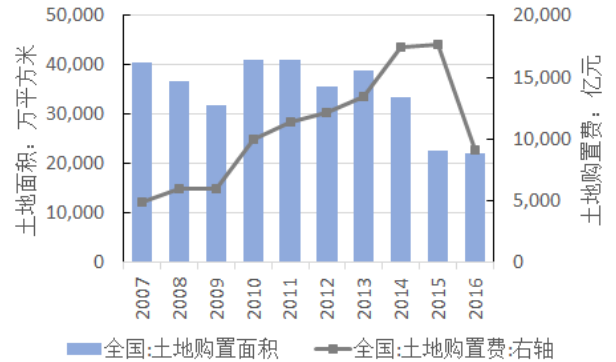
⁴ 库存去化周期是指年末的商品房广义库存与当年商品房销售面积的比值

图3 商品房广义库存及去化周期变化



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

图4 土地供应面积及金额变化

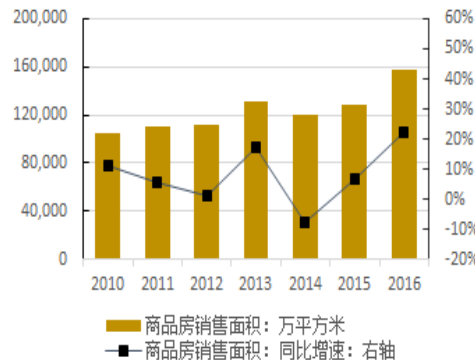


资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

房地产调控政策使房屋销量显著下滑，行业的库存去化能力受到较大影响

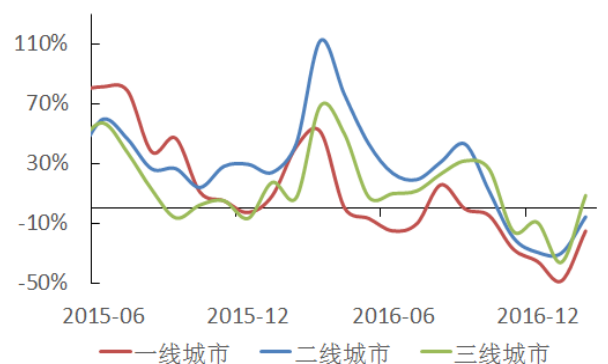
伴随商品房价格上涨的是销量的增加，2016年全国商品房销售面积达到15.73亿平方米，同比增长22.46%，全国商品房销售额11.76万亿元，同比增长34.77%。商品房销量的增长使得房地产企业的经营业绩和资金实力进一步提升，增强了其整体抗风险能力。另一方面，2016年第四季度开始的房地产限购限贷调控对市场成交量形成了直接的抑制，国内一、二、三线城市的商品房成交量均出现了下滑。根据Wind资讯的统计，2016年10月-2017年2月国内30大中城市商品房月度成交面积同比增幅分别为12.39%、-19.85%、-25.07%、-35.93%和-3.93%。分城市来看，一线城市限购政策最为严厉，成交量下滑幅度最大，其次是二线城市，三线城市的成交量下滑相对较少。商品房销量的下降影响房地产企业的库存去化速度，使其面临资金回笼压力。

图5 全国商品房销售面积变化



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

图6 30大中城市商品房成交面积：当月同比



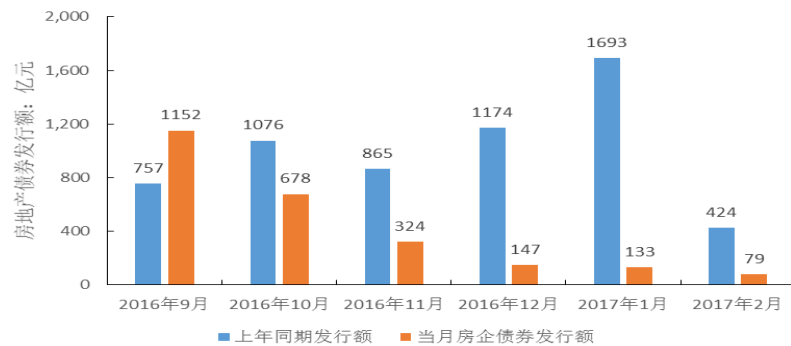
资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

融资政策的收紧限制了房地产企业的资金来源，再融资压力加大

除限购、限贷以外，2016年第四季度以来的调控政策还包括对房地产企业融资的限制。2016年10月28日，上海证券交易所向债券承销机构发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券

分类监管的函》，对房企发债分为正常类、关注类和风险类，对关注类和风险类房地产企业的公司债发行进行了限制。2016年四季度以来，各地商业银行对房地产企业的信贷发放也逐步收紧，防止过多资金进入楼市。融资政策的收紧影响房地产企业的再融资，房地产企业的资金周转压力加大。公开市场融资渠道的收缩使房地产企业需要更多依赖于其他渠道，加之当前市场利率处于上升阶段，房地产企业面临的融资成本将上升。

图7 2016年9月以来房地产企业债券发行额与去年同期对比



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

整体来看，2016年国内商品房的销售价格和销售量均有较大幅度的增长，房地产市场需求保持强劲，但从2016年四季度开始政府收紧房地产政策，同时出台了限购、限贷以及限制融资等政策，房地产行业面临销量下滑和融资渠道收缩的冲击。虽然商品房价格有望保持稳定，但销量的下降和融资的收缩使房地产企业的经营性现金流和筹资性现金流同时面临限制，融资成本上升，资金周转压力加大。

在外部环境的冲击下，房地产企业的分化程度趋于加深

根据中国指数研究院数据，2016年，共有131家房地产企业销售额过百亿，较2015年增加27家，销售总额共计5.7万亿元，市场份额已接近50%。经营方面，主要项目和土地储备均位于限购较严格城市的房企库存去化速度受影响较大，而区域分散性较好的企业受影响则相对较小。融资方面，规模较大、品牌较强，信用等级较高的房企再融资能力较强，受融资收紧政策的影响较小，而规模较小、经营实力较弱、财务杠杆较高、非上市企业则属于受融资政策影响较大的类别。外部冲击使大型企业、知名品牌企业、股东实力较强企业的优势更加显著，预计行业内项目收购及股权收购数量将会增加，强者愈强的趋势将得到深化。

2016年10月前，珠海全面放开楼市限购，房市景气度高，其中斗门区销售最激烈，珠海房市未来前景看好

2016年珠海市呈现“稳中有升”的经济运行态势，全年GDP总量达到2,2226.4亿元，同比增长9.95%；1-12月固定资产投资约为1,389.8亿元，同比增长21%，珠海市交通基础设施建设项

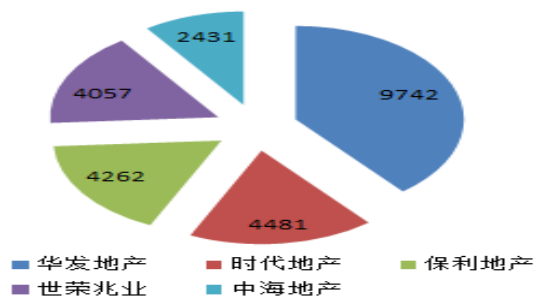
目投资巨头拉动投资较大增长；土地出让共101宗，总面积584.40万平方米，住宅用地面积供应大幅滑落，土地供应面积集中在西区，商住用地集中在斗门、香洲；共成交71宗土地，成交面积521.13万平方米，成交宗数有所回落，住宅成交量环比大幅下滑，但含金量较高，整体成交量超过1.3万元，同比涨幅200%。

2016年珠海全市商品房住宅预售面积475.37万平方米，同比长18.4%，新增供应集中在销售旺季，全市商品房住宅新增供应主要集中在斗门与金湾，典型80-100平方米的售置首改产品同比新增供应明显；商品住宅销售面积约596.6万平方米，销售金额约1,006.6亿元，均价为16,872元/平方米，房地产市场销售量价高涨；截至2016年珠海商品住房总存量为24,086套，消化周期仅有5个月，80-90平方米产品面积段存量最高。

2016年斗门住宅销售业绩位列首位，其次为新香洲和唐家，除高栏港外，各区域成交价已突破万元大关；珠海区域中斗门为房产销售最为激烈片区之一，市场“三高”之最，供应量、消化量、库存量均位列第一，为在销售数量最多区域；金湾是西区价格最高的片区，各房产项目走量最快，大盘项目集中；新香洲上半年大型项目集中开盘，市场供应量、销售纷纷增大，成交价格增长速度加快。

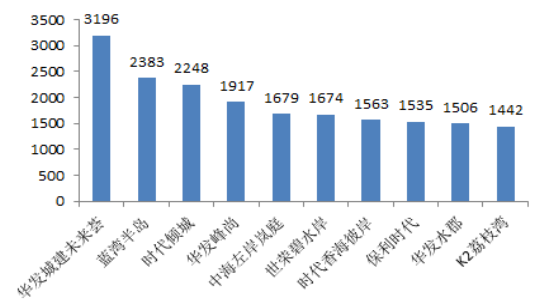
据珠海商品房预售数据显示，2016年珠海楼市成交量66,909套，住宅网签56,398套，其中前10月珠海楼市成交红火。其中公司销售9,742套，同比上涨超过135%，遥遥领先于珠海市其他房企。在单盘成交方面，2016年珠海网签楼盘前十中有三个来自华发股份，其中华发城建未来荟项目以3,196套的成交量排名第一；2016年珠海市取消了主城区限购，全面放开实行多年的楼市限购，之后珠海市便一度陷入“疯狂”中，高价地块频现，楼价快速上涨，楼盘供不应求。

图8 2016年珠海销售量TOP5房企（套）



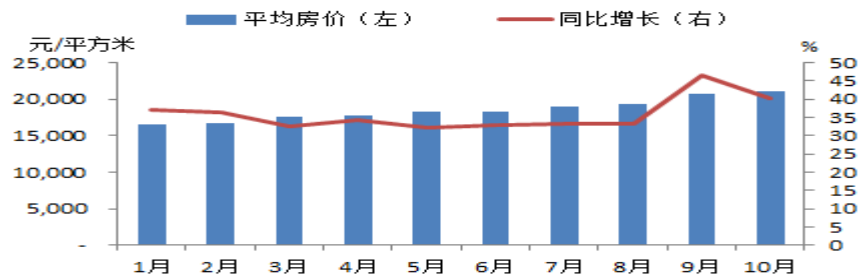
资料来源：国信房产信息网

图9 2016年珠海网签楼盘TOP10（套）



资料来源：国信房产信息网

图10 2016年1-10月珠海市平均房价走势



资料来源：国信房地产信息网

2016年10月6日珠海限购重启，珠海市场再次陷入冰点，市场成交量直线下滑。预计2017年上半年市场会持续低迷，但随着市场对政策效应淡化，购房者也从观望到入市，开发商也在业绩压力下实施价格让步，到7、8月市场将触底反弹，下半年珠海市场成交量将进一步扩大，但价格可能有小幅下滑。

表3 2016年全国及珠海市主要房产政策

全国		珠海	
时间	政策	时间	政策
2016.02.02	首套房最低首付 2 成，二套房 3 成	2016.04.13	主城区取消限购
2016.02.21	住房公积金存款利率上涨 1.5%	2016.10.06	重启限购限贷
2016.02.22	房地产契税、营业税下调	2016.10.13	住建局：实施“一房一标价”
2016.03.01	央行降准	2016.10.25	新建商品房实行价格备案制
2016.04.15	公积金缴存比例调整至不超过 12%	2016.12.12	公积金贷款新政：首套房首付上调至 3 成
2016.10.13	国务院：严禁首付贷	2016.12.22	落户政策放开，入户门槛降低

资料：公开资料，鹏元整理

2016年辽宁省经济不景气，房地产市场呈下行趋势，下属各市房地产发展不均衡，市场库存量较多，去库存压力较大

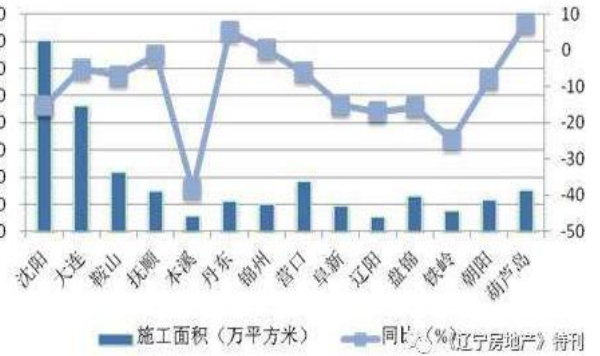
2016年辽宁省地区生产总值22,037.88亿元，较上年下降2.5%，增长幅度为全国最低，其中第一、二产业增加值分别较上年下降4.6%、7.9%；1-12月，辽宁省房地产开发投资2,094.85亿元，同比下降41.1个百分点，其中盘锦市房地产开发投资下降最多，下降63.5%，其次是本溪市，下降63.0%；从2014年开始房地产开发投资额呈负增长；2016年1-12月，房屋竣工面积为26,364.1万平方米，同比下降10.0%。其中下降最多的是本溪市，同比下降38.4%；1-12月新开工面积3,733.6万平方米，同比下降20.6个百分点，开工面积下降最多的是铁岭市，同比下降58.3%，其次是阜新、辽阳、盘锦和本溪；1-12月，竣工面积2,709.3万平方米，同比下降16.3个百分点，下降最多的分别是本溪、辽阳和阜新，分别下降79.8%、78.8%和78.0%。

图11 辽宁省房地产开发投资额



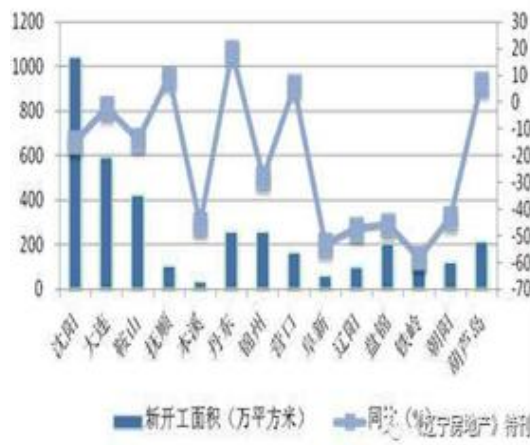
资料来源：《辽宁房地产特刊》

图12 2016年辽宁省各市房屋竣工面积



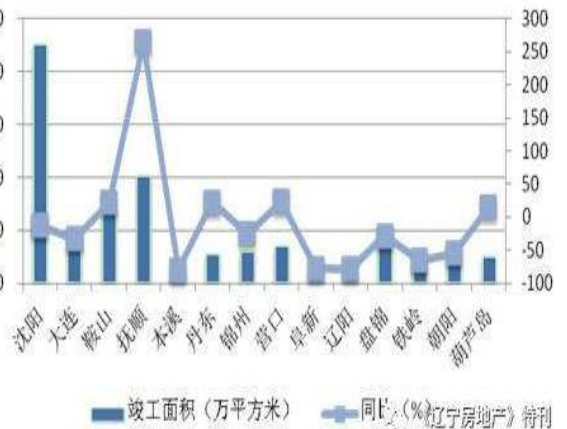
资料来源：《辽宁房地产特刊》

图13 2016年辽宁省各市房屋开工面积



资料来源：《辽宁房地产特刊》

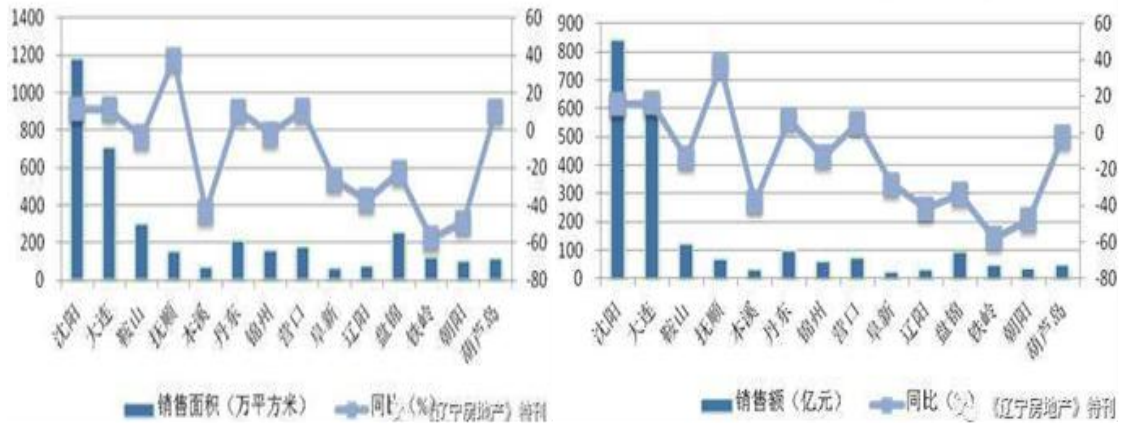
图14 2016年辽宁省各市房屋竣工面积



资料来源：《辽宁房地产特刊》

2016年1-12月，辽宁省商品房销售面积为3,711.9万平方米，同比下降5.2个百分点，其中铁岭市商品房销售面积下降最多，同比下降57.7%，其次是朝阳市，下降49.2%；1-12月，辽宁省商品房销售额为2,256.9亿元，与上年同期相比上升0.1个百分点。其中，商品房销售额上升最多的是抚顺市，与上年同期相比上升36.6%，而下降最多的是铁岭市，下降58.0个百分点；2016年辽宁省已竣工待售商品房库存面积约3,000万平方米，去化周期约10个月。再加上已取得销售许可的待售商品房面积约8,000万平方米，未取得销售许可但在建的商品房面积约1.2万。商品房库存量非常庞大

图15 2016年辽宁省各市商品房销售面积 图16 2016年辽宁省各市商品房销售额



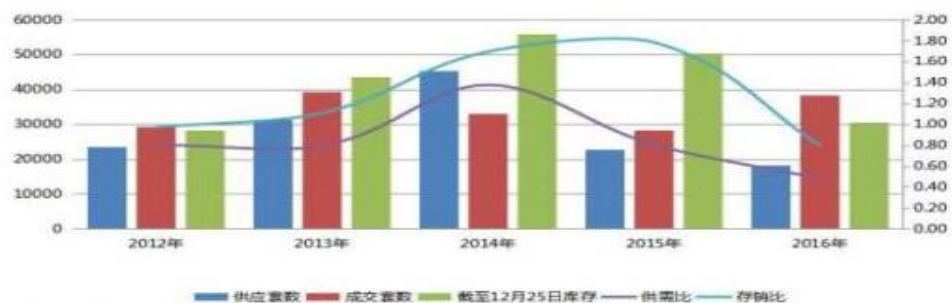
资料来源：《辽宁房地产特刊》

资料来源：《辽宁房地产特刊》

2016年包头市商品房供应较为紧张，整体量价齐涨，住宅价格略有上涨，新建商品房库存去化明显，整体呈稳中向好趋势

2016年包头市实现生产总值3867.6亿元，比上年增长7.6%；房地产开发投资184.6亿元，比上年下降6.5%。其中，住宅投资123.5亿元，下降11.6%；办公楼开发投资3.7亿元，下降39.7%；商业营业用房投资40.3亿元，增长24.4%；1-12月土地出让80宗，土地市场成交119宗；全市取得预售许可证的商品房共计18,349套，供应面积194.36万平方米，同比下降19%，其中住宅供应量13,552套，同比下降22.1%，非住宅供应量4,797套，同比下降10.94%，新入市项目少，商品房市场供应较为紧缺。

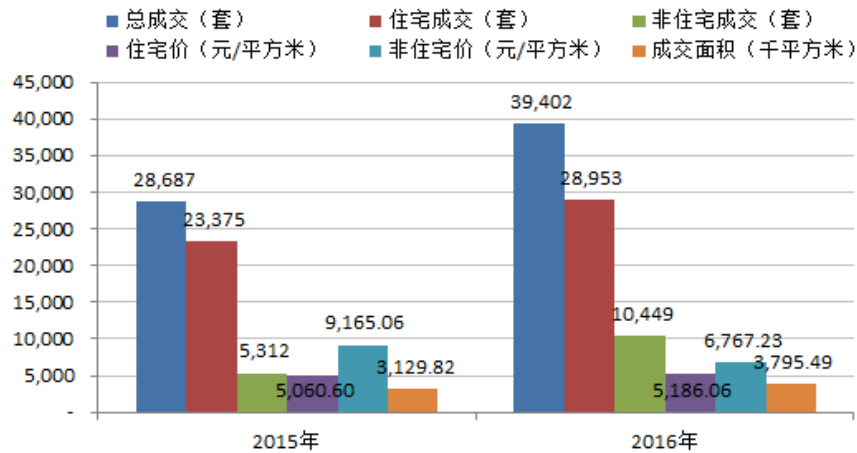
图17 2012-2016年包头市商品房供需趋势（套数）



资料来源：2016年度包头楼市成交情况

2016年包头市商品房成交总套数、住宅成交套数、非住宅成交套数、住宅成交价格 and 住宅成交面积分别较上年增加37.3%、23.9%、96.7%、2.5%和21.3%，非住宅成交价格较上年减少26.2%。

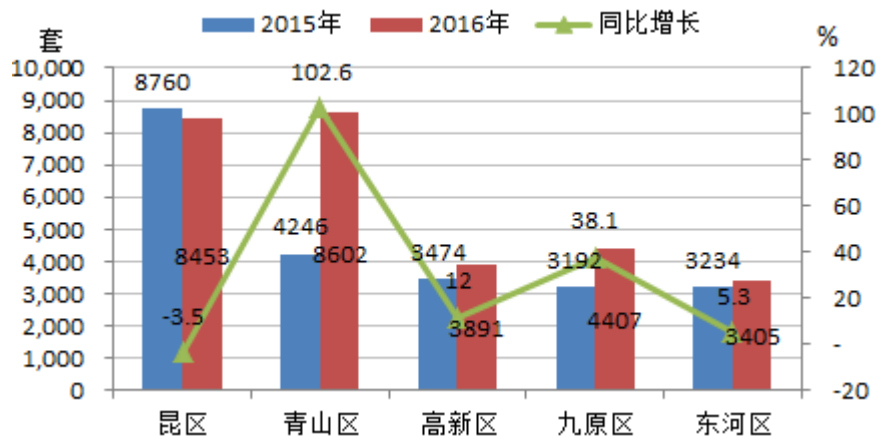
图18 2015年、2016年包头市房地产成交情况



资料来源：2016年度包头楼市成交情况

从2015年、2016年包头各区域住宅成交套数来看，青山区、高新区、九原区、东河区同比分别上涨了102.6%、12%、38.1%和5.3%，昆区下降3.5%。

图19 2015年、2016年包头市各区住宅成交套数



资料来源：2016年度包头楼市成交情况

截至2016年12月31日，包头市共有138个房地产项目，建设规模2,732.3万平方米，计划投资总额为792.97亿元，施工面积1,871.94万平方米，同比减少18%；上市商品房项目78个，批准预售商品房22,410套、面积248.52万平方米，同比分别下降36.69%、29.06%；房地产项目建设速度放缓，新建商品房供应节奏放慢。截至2016年12月20日，包头市可售商品房65,364套、面积722.95万平方米，与2015年底比分别下降13.46%、10.29%，新建商品房库存去化明显。

四、经营与竞争

公司主营业务为房地产开发，业务范围涵盖全国12个主要城市。2016年，公司持续加快盘活存量资产，加大开发建设投入力度，实现新开工面积235.42万平方米，同比增长7.15%；当年竣工面积133.56万平方米，同比增加25.94%；期末在建建筑面积567.31万平方米，同比增加25.64%。公司**房地产**销售区域主要位于珠三角区域，且集中于珠海区域，2016年公司在珠海、两广地区销售的项目大幅增加，盘锦、包头等三四线城市的项目销售一般，当年实现合同销售面积167.68万平方米，同比大幅上升110.20%；公司销售楼盘面积大幅增加，且销售的楼盘较为高端，使得合同销售金额为357.25亿元，同比大幅增长168.24%。土地储备资源进一步增加，在珠海、广州、上海、武汉等选定的重点城市继续深耕，但是公司出于谨慎性考虑，新增的土地储备面积（全口径、不包含土地一级开发）23.53万平方米，其中8.47万平方米为公司合作开发项目获得，同比减少48.81%；购地价款共25.67亿元（按土地成交价计算），其中未计入公司合作开发项目的购地款，同比大幅减少83.79%。

表 4 2015-2016 年公司房地产业务主要运营指标

项目	2016 年		2015 年	
	数值	同比增长	数值	同比增长
新开工面积（万平方米）	235.42	7.15%	219.72	47.09%
竣工面积（万平方米）	133.56	25.94%	106.05	54.41%
期末在建面积（万平方米）	567.31	25.64%	451.53	57.88%
合同销售面积（万平方米）	167.68	110.20%	79.77	-6.32%
合同销售金额（亿元）	357.25	169.24%	132.69	54.65%
当期结转收入（亿元）	125.40	60.23%	78.27	14.70%
期末预收款项余额（亿元）	240.28	208.59%	77.87	51.59%
新增土地储备面积（万平方米）	23.53	-48.81%	45.97	19.68%
新增土地价款合计（亿元）	25.67	-83.79%	158.39	13.14%
新增土地平均成本（元/平方米）	17,043.07	-54.73%	37,648.00	3.29%

注：1. 新增土地储备面积按全口径统计，购地价款按公司所占权益比例统计；2. 在计算新增土地成本时未计算当期合作开发项目。

资料来源：公司提供

2016年公司销售体量大幅跃升，呈现珠海区域继续领跑、异地城市进一步拓展的态势，超额完成年初设定的销售目标。公司结转房地产收入125.40亿元，同比增长60.23%；主要受珠海地区房价上涨带动，公司房地产销售业务毛利率较上年增加3.04个百分点。其他业务收入为公司的珠海华发商都及住宅项目车库的租金收入，随着商业热度提升，2016年公司其他业务实现收入7.58亿元，同比增长57.41%，毛利率较上年增加2个百分点，为15.60%。

表 5 2015-2016 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目名称	2016 年	2015 年
------	--------	--------

	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售收入	1,254,043.81	33.29%	782,651.12	30.25%
其他业务收入	75,847.30	15.60%	48,183.34	13.60%
合计	1,329,891.11	32.28%	830,834.45	29.28%

资料来源：公司2016年年报，鹏元整理

公司结转收入和资金回笼均实现增长，短期收入较有保障，不同区域的项目销售行情分化

2016年，公司把握重点二线城市房地产市场行情，加快出货及供货节奏，实现量价齐升，房地产项目合计回笼资金285.92亿元，同比增长197.96%。珠海地区、上海、威海及武汉地区是2016年公司销售的主力地区，其中珠海地区的华发城建未来荟、华发悦府、华发山庄分别以54亿元、46.5亿元、44.3亿元的业绩入选中国典型房企单项销售业绩全国百强；上海地区的华发华润静安府和华发四季首开分别销售39.2亿元和27.5亿元；武汉中城荟首开实现销售24.2亿元。相应地，当年结转收入实现同比增长60.23%。公司预收款项余额为240.28亿元，一定程度上锁定了公司短期业绩，公司短期收入较有保障。

表 6 2016 年结转收入与回笼资金明细（单位：万元）

项目名称	结转收入	项目	回笼资金
珠海地区	939,576.88	珠海	1,636,162.39
		斗门	351,136.28
		小计	1,987,298.67
两广地区（不含珠海）	172,671.47	广州	88,044.21
		南宁	45,909.81
		中山	122,147.58
		小计	256,101.60
辽宁地区	114,298.97	大连	33,638.40
		沈阳	39,191.23
		盘锦	3,542.27
		小计	76,371.90
内蒙古地区	27,496.48	包头	26,135.24
		小计	26,135.24
其他	-	上海	184,788.14
		威海	115,244.54
		武汉	227,790.88
		小计	527,823.56
合计	1,254,043.81	合计	2,873,730.96

资料来源：公司提供

整体而言，2016年公司房地产销售业务收入较上年增加60.23%，毛利率上升3.04个百分点。从区域来看，影响最大的是珠海地区。珠海地区主要包括珠海市区和斗门区，2016年该地区房

地产销售业务回笼资金1,987,298.67万元，占回笼资金总额的69.15%，结转收入939,576.88万元，较上年增加83.08%，毛利率43.12%，较上年增加4.55个百分点，主要系当年珠海市房地产市场活跃，房价上升，公司结转的房地产项目较多所致。

两广地区（不含珠海）地区主要包括广州、南宁和中山，其2016年结转的销售收入主要来自于公司2016年销售的南宁华发新城一期、中山华发四季项目收入的结转，该地区销售收入较上年大幅增加269.85%，同时毛利率较上年减少16.81个百分点，主要系2016年前考虑到南宁地区市场环境及公司竞争力等因素，当时公司为了促进销售，阶段性采用较低的价格进行促销，致使部分销售收入毛利率为负，使得2016年公司两广地区毛利率较上年减少16.81个百分点。

公司辽宁地区营业收入、毛利率分别较上年减少34.66和0.89个百分点，主要系受辽宁省经济萧条和房地产去库存影响。内蒙古地区项目为包头华发新城，2016年营业收入较上年减少42.52%，毛利率较上年减少12.87个百分点，主要系包头市房地产市场景气度较低及公司对区域内房地产项目促销去库存。

近年公司在三、四线城市房产正处在积极去库存阶段，目前剩余可售面积仍较大。未来，随着公司在上海、武汉、苏州、南京等一、二线城市项目的陆续结转及新项目的开工，将持续补充公司的收入。

表 7 2015-2016 年公司房地产销售收入分地区构成及毛利率情况（单位：万元）

地区	2016 年			2015 年		
	收入	毛利率	收入占比	收入	毛利率	收入占比
珠海区域	939,576.88	43.12%	74.92%	513,195.27	38.58%	65.57%
广东（除珠海）	172,671.47	-1.57%	13.77%	46,687.34	15.24%	5.97%
辽宁区域	114,298.97	8.74%	9.11%	174,932.43	9.63%	22.35%
内蒙古区域	27,496.48	18.07%	2.19%	47,836.08	30.94%	6.11%
合计	1,254,043.81	33.29%	100.00%	782,651.12	30.25%	100.00%

资料来源：公司2016年年报

目前公司在建与拟建项目较多，未来业绩可能大幅增长，但商品房销售受市场环境存在不确定性，同时面临较大资金压力

2016年，公司全力推动楼宇销售的同时，加快推进项目开发建设。全年新开工面积235.42万平方米，同比增长7.15%，全年建设投入74.72亿元。新开工上海华发静安府、广州华发中央公园、苏州姑苏院子等项目；华发未来荟、华发峰尚等项目进入二期及后期建设；多个2015年开工的项目也在2016年继续推进。截至2016年末，公司主要在建项目包括华发中城荟5号地块、华发峰景湾一期、华发又一城项目B区一标等。威海华发九龙湾住宅一期、上海华发静安府、中山华发生态庄园五期（华发四季三期）等部分项目已经开盘。

从主要的投资分布来看，公司是珠海房地产行业的龙头企业，在珠海地区客户忠诚度较高，近年保持较高的投资力度和买地规模。2016年度，公司对珠海地区的项目投入了43.31亿元。2016年，公司在上海的项目华发静安府、华发四季和华发公馆均已开盘，回笼资金18.48亿元。上海项目计划总投资174.00亿元（含土地价款），当年项目建设投入5.36亿元。近年，上海成为了战略布局重点。随着2016年与华润置地合作的项目华润华发静安府开工及华发四季、华发公馆在建，预计上海将为公司带来较高收益，品牌知名度也将提升。

广州、中山是公司在广东地区（除珠海）的驻扎区域。公司进入中山市场较早，土地储备较多，包括华发生态庄园、华发广场等项目体量均较大。而公司进入广州地区时间较晚，在当地开盘的项目数量、规模不足，品牌知名度不高，目前储备的项目也相对较少。2016年度，公司对广东地区（除珠海）项目投入了9.94亿元。

此外，公司在辽宁地区具备一定项目储备，这些地区的项目主要定位为中高端。但受当地经济环境不佳，人口流出影响，公司的开盘项目销售状况一般。辽宁为公司战略撤退区域，2016年在建的项目主要为大连华发新城二期，公司放缓了建设进度。

表 8 截至 2016 年末公司房地产开发投资情况（单位：平方米、亿元）

地区	项目	经营业态	状态	项目用地面积	总建筑面积	在建建筑面积	已竣工面积	总投资额	2016年实际投资额	累计总投资
珠海	华发水岸二期	住宅	竣工	86,014	253,588	0	253,588	34.90	4.19	187.10
珠海	华发首府一期	住宅	在建	57,278	177,662	177,662	0			
珠海	华发首府二期	住宅	在建	53,277	215,801	215,801	0	94.36	5.74	
珠海	华发首府三期	综合	新开工	19,092	71,865	71,865	0			
珠海	华发绿洋湾	住宅	在建	56,191	210,342	210,342	0	41.77	2.70	
珠海	华发山庄	住宅	竣工	213,914	345,070	95,397	249,673	43.93	9.40	
珠海	华发峰景湾一期	住宅	在建	60,376	296,229	296,229	0	27.35	2.54	
珠海	华发新城左岸	住宅	新开工	9,025	25,057	25,057	0	3.78	0.19	
珠海	华发城建未来荟	住宅/商业	竣工	84,738	286,983	0	286,983	24.27	8.04	
珠海	华发又一城项目A区	住宅	竣工	134,740	109,397	0	109,397	14.27	1.93	
珠海	华发水郡花园三期A区	住宅	竣工	62,589	20,319	0	20,319			
珠海	华发又一城项目B区一标	住宅/商业	在建	176,923	248,350	248,350	0	21.31	3.81	
珠海	华发又一城项目B区二标	住宅	新开工		173,210	173,210	0			
珠海	华发峰尚一期	住宅	在建	64,390	242,861	242,861	0	11.90	2.10	

地区	项目	经营业态	状态	项目用地面积	总建筑面积	在建建筑面积	已竣工面积	总投资额	2016年实际投资额	累计总投资
珠海	华发峰尚二期	住宅	新开工	44,480	182,354	182,354	0	9.33	0.76	
珠海	华发依山郡一期	住宅	在建	102,978	171,354	171,354	0	10.13	1.91	
中山	华发生态庄园四期(华发四季二期)	住宅	在建	55,161	231,803	231,803	0	7.90	2.43	
中山	华发生态庄园五期(华发四季三期)	住宅	新开工	37,114	216,213	216,213	0	7.72	0.16	
中山	华发生态庄园幼儿园	幼儿园	新开工	5,607	4,599	4,599	0	0.31	0.02	
中山	华发观山水花园(西侧别墅)	住宅	在建	59,247	55,778	55,778	0			21.72
中山	华发观山水花园(西侧高层)	住宅	新开工	33,504	170,676	170,676	0			
中山	华发观山水花园(东侧别墅)	住宅	新开工	51,792	59,267	59,267	0	15.56	1.96	
中山	华发观山水花园(商业)	商业	新开工	12,454	11,749	11,749	0			
中山	华发广场	住宅/商业	新开工	27,300	193,796	193,796	0	15.45	0.19	
广州	华发四季	住宅	在建	26,591	140,895	23,512	117,383	18.28	1.26	
广州	华发荔湾荟	住宅/商业	新开工	33,105	113,290	113,290	0	23.40	1.52	80.32
广州	华发中央公园	综合	新开工	46,726	347,904	347,904	0	38.96	2.40	
武汉	华发未来荟一期	综合	在建	36,927	161,873	161,873	0		1.12	
武汉	华发未来荟二期	综合	新开工	42,013	214,305	214,305	0	31.65	1.90	
武汉	华发中城荟4号地块	综合	新开工	44,506	200,492	185,044	0			57.82
武汉	华发中城荟5号地块	综合	在建	51,356	316,250	316,250	0	43.15	3.29	
南宁	国宾壹号一期	综合	竣工	63,481	242,412	0	242,412	21.80	2.55	
南宁	国宾壹号二期	住宅	在建	30,941	135,354	135,354	0	12.10	1.59	
南宁	国宾壹号三期	住宅	新开工	7,986	37,968	37,968	0	3.70	0.12	22.02
南宁	华发未来荟	住宅	在建	33,968	146,696	146,696	0	9.85	1.28	
上海	华发四季	住宅	在建	45,992	140,620	140,620	0	37.97	2.53	
上海	华发公馆	住宅	在建	7,200	25,384	25,384	0	9.42	0.61	137.69
上海	华发静安府	住宅	新开工	87,197	357,103	289,566	0	126.61	2.22	
苏州	姑苏院子	住宅	新开工	84,738	220,295	39,106	0	50.00	0.39	0.39
威海	华发九龙湾住	住宅	在建	143,651	368,557	368,557	0	20.82	3.55	10.52

地区	项目	经营业态	状态	项目用地面积	总建筑面积	在建建筑面积	已竣工面积	总投资额	2016年实际投资额	累计总投资
	宅一期									
威海	华发新天地商业街一期	商业	在建	25,331	6,663	6,663	0	1.99	0.01	
威海	九龙湾小学及幼儿园	学校	新开工	27,200	18,186	18,186	0	0.82	0.30	
大连	华发新城二期	住宅	在建	80,536	197,825.5	48,423	55,880	9.48	0.01	3.11
合计	-	-	-	2,427,629	7,366,396	5,673,064	1,335,635	844.24	74.72	520.30

资料来源：公司提供，鹏元整理

总体来看，公司在珠海、上海、广州城市的项目数量与投资额度较为集中，项目区域布局较好，公司中期业务持续性向好。截至2016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。

表9 截至2016年末公司可售项目情况（单位：个、平方米）

项目	一线城市	二线城市	三线城市（除包头）	包头、盘锦
项目数量	4	5	14	3
项目可售总面积	212,238	327,077	1,607,683	69,665
剩余可售面积	96,687	130,384	338,534	34,255

注：根据2017年中国城市等级划分，表中一线城市：上海、广州；二线城市：武汉、南宁、沈阳、大连；三线城市：珠海、中山、威海、包头；四线城市：盘锦。

资料来源：公司提供

2016年公司实现销售面积167.68万平方米，实现销售金额357.25亿元，销售金额同比增长长达169.24%，销售业绩跻身行业销售40强。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。需要注意的是，公司房地产项目开发周期相对较长，未来商品房销售情况受市场影响存在较大不确定性，尤其是若房价出现下行趋势，公司经营状况将面临较大不利影响，同时若预收进度放缓，将影响公司的资金周转；公司开发项目以住宅为主，业态集中度较高，虽然充分体现了公司的经营优势，但若房地产市场住宅产品严重过剩时，也可能对公司的经营带来一定的风险。

表10 公司预计未来三年销售及回款情况

项目	2017年	2018年	2019年
预计销售面积（万平方米）	139	141	136
预计销售金额（亿元）	359	366	369
预计销售回款金额（亿元）	289	306	310

资料来源：公司提供

土地储备速度大幅减缓，但储备规模仍较大；储备项目较为集中，辽宁、内蒙古等区域面临去库存压力

公司土地获取以自主拿地方式为主。近年来公司紧跟房地产市场格局的变化，实行积极而严谨的土地收购政策，积极推进“珠海为战略大本营，广州、上海、武汉等一、二线核心城市重点突破”的战略。目前公司储备土地主要集中在盘锦、珠海、中山、沈阳、包头等地区，截至2016年末公司持有待开发的土地面积合计365.73万平方米，其中盘锦、珠海、中山、沈阳、包头地区占比分别为24.86%、22.49%、11.34%、11.32%和10.58%。其中2016年，公司在珠海、苏州和威海新增土地面积15.06万平方米，较上年减少67.24%，土地价款合计25.67亿元（权益土地价款），较上年减少83.79%，截至2016年末，公司已签署的正在或准备履行的土地出让合同未支付的款项余额12.54亿元，剩余款项支出需在合同他方履行合同规定的责任与义务的同时，按期支付。2016年公司拿地规模较上年大幅减少主要系在热点城市地王频现、土地招拍挂市场白热化的整体背景下，公司实施谨慎的拿地策略。2016年新增土地平均成本为17,043.07元/平方米，较上年减少54.73%，主要系相较于2015年公司新增的土地均位于上海、珠海、广州及武汉区域，2016年公司除在苏州拿地成本较高，在珠海和威海两地拿地成本相对较低。截至2016年末，公司拥有土地储备建筑面积为805.18万平方米，在建面积567.31万平方米，土地储备较为充沛，按照现有开发速度，公司目前土地储备量可满足公司未来3年以上的发展需求。总体而言，近年来在销售快速增长的带动下，公司保持了积极的拿地策略，2016年出于谨慎考虑有所减少，虽然充足的储备对后续销售和业绩起到了重要的保障作用，但持续新增土地储备也会造成公司资金支出保持较大规模，进一步加大了公司资金压力，并导致公司债务压力不断增加，资产负债率处于高位。

表 11 2016 年公司新增土地储备明细情况（单位：万元、平方米）

区域	土地证号	成交金额	用途	公司所占权益	总用地面积	容积率	位置	取得时间
珠海市	珠国土储2015-18号	32,941.34	商务、零售商业、旅馆、二类居住	100%	50,744.59	3.6	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
珠海市	珠国土储2016-25号	50,399.25	零售商业、娱乐用地	100%	58,483.24	1.25	金湾区西湖片区启动区金河东路北侧、金泓	2016.11.30

							路东侧	
苏州市	苏地 2016-WG-1 号	171,535.00	城镇 住宅 用地	100%	36,767.3	1.8	姑苏区胥 江路南、 交通局大 楼东	2016.04.07
苏州市	苏地 2016-WG-3 号	-	住宅	50%	84,737.6	1.38	姑苏区虎 丘路西、 硕房庄路 两侧	2016.04.07
威海市	威士经挂 字【2016】 5-4号	1,796.60	住宅 (城 镇住 宅)、 商服 (其 他商 服)	100%	4,607	1.82	经区大庆 路北、疏 港路西	2016.9.30
合计	-	256,672.19	-	-	235,339.73	-	-	-

注：公司全资子公司上海铎福创盛置业有限公司（以下简称“铎福创盛”）与福州泰禾房地产开发有限公司（以下简称“福州泰禾”）签署《苏州虎丘路项目合作开发协议》，根据协议，双方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”）作为上述地块的开发与建设主体。其中铎福创盛持股49%、福州泰禾持股51%，双方按持股比例向苏州禾发提供资金用以项目开发建设。2016年6月，铎福创盛及福州泰禾分别向苏州禾发增资，增资完成后铎福创盛与福州泰禾各持有苏州禾发50%股权，且苏州禾发纳入公司合并报表范围内。

资料来源：公司提供

此外，公司在辽宁、内蒙古的销售状况一般，截至2016年末公司仅在大连尚存大连华发新城二期，项目总投资9.48亿元，属于公司战略撤退区域。公司在辽宁、内蒙古区域可供出售面积23.98万平方米，但仍有11.84万平方米未出售，加上公司在这些区域持有待开发土地172.22万平方米（合并口径），后续项目受当地市场环境的影响，收益存在一定不确定性。

从整体看，公司储备项目比较集中，从土地规模面积来看，公司在辽宁、内蒙古等区域有较大规模的储备土地，上述区域经济增长放缓幅度较大、人口净流出等因素影响，房地产市场表现相对较弱，面临着一定的库存去化压力。

公司其他业务收入和毛利率有所上升，其中华发商都处于发展初期，地理区位优势，前景较好

公司其他业务板块包括房产租赁、装饰工程、工程代建、文化传播、销售代理、百货零售、会所、教育、园林、设计管理以及其他业务，其中投资性房地产租赁收入占比较大，主要系华发商都。2016年公司其他业务收入75,847.30万元，较上年增加57.41%，毛利率为15.60%，较上年增加2个百分点，其中华发商都2016年度出租收入18,926万元，租赁物业是华发商都商铺，租赁面积10.46万平方米，出租率为93.95%，租金水平112元/平方米。公司其他业务收入及毛利率

均较上年增加主要系随着华发商都等商业热度的提升，出租面积和租金水平均较上年增加所致。

华发商都位于广东省珠海市珠海大道8号，处于南屏商业圈，距横琴开发区较近。华发商都总建筑面积10.06万平方米，共包括1号楼（A馆）、2号楼（B馆）、3号楼（C馆）、架空层及278栋放映间，其中1号、2号、3号楼的建筑面积分别为6.04万平方米、1.21万平方米和2.80万平方米，配套地下室建筑面积6.67万平方米。华发商都于2014年6月完工，由综合商业区、世界风情商业街、国际奢华主题区三个区域组成，具体包括国际一线品牌旗舰店、国际高端精品超市、国际风情购物店、大型豪华影院等，北京华信众合资产评估有限公司珠海分公司以2016年12月为评估基准日期，经收益法评估，华发商都的评估值为236,055.57万元。目前，华发商都大部分商铺已出租或已签订出租意向。

总的来看，公司商业物业仍处于发展初期，主要以配套公司住宅物业为主；华发商都地理位置优越，目前招商运营情况较好。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014、2016年审计报告，及2017年未经审计的一季报。2016年公司通过同一控制下企业合并方式完成收购珠海市海川地产有限公司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的期初数进行了调整，公司财务报表均按照新会计准则进行编制。2016年纳入公司报表合并范围子公司变动情况具体情况见表3。

资产结构与质量

公司资产规模快速增长，主要为以开发成本为主的存货，整体质量尚可

截至2017年3月末，公司总资产1,175.00亿元，较2016年末增长3.25%。资产仍以流动资产为主，占总资产比例为93.75%。

流动资产方面，2016年末公司货币资金余额为1,584,696.42万元，同比增加76.29%，主要系公司售楼回款增加；其中使用权受限制的资金为18,653.02万元，占货币资金比例为1.18%，主要为银行借款及履约保证金。公司预付款项包括预付的土地款、项目保证金和拆迁款等，2016年末预付账款余额为403,345.76万元，同比增加9.00%，主要系预付土地款增加。由于在建开发项目及完工项目增加，截至2016年底，公司存货同比增长15.56%，余额为8,251,305.92万元；其中

3,891,307.33万元设定抵押，占存货总额的47.16%。2016年公司对上海静安府项目新增投资136,401.99万元，截至2016年末规模达1,017,895.80万元，上海作为一线城市，房地产市场景气度较高，是公司未来重点发展的区域；公司沈阳华发首府、沈阳华发新城两个项目总投资1,018,476.48万元，期末余额169,898.20万元，剩余比例为16.68%，沈阳华发首府一期、沈阳华发首府二期、沈阳岭南荟三个项目存货期末余额为63,344.63万元，整体而言，公司在沈阳地区房地产项目存在一定去库存压力。

截至2016年末，公司长期股权投资余额为257,858.92万元，较上年增加9.44%，主要系对上海华泓钜盛房地产开发有限公司、珠海华发集团财务有限公司等公司的投资，新增主要系增加对珠海琴发投资有限公司、珠海华发集团财务有限公司合计1.43亿元的投资所致，2016年公司投资企业投资收益规模一般。

公司投资性房地产主要为公司开发的第一个商圈华发商都，截至2016年末余额为236,055.57万元，经专业评估机构北京华信众合资产评估有限公司评估确认，其公允价值相比2015年底有所增加。

表 12 近年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1,743,771.61	14.84%	1,584,696.42	13.93%	898,921.42	9.62%
预付款项	111,536.89	0.95%	403,345.76	3.54%	370,046.49	3.96%
存货	8,681,448.14	73.88%	8,251,305.92	72.51%	7,140,048.88	76.39%
流动资产合计	11,015,795.45	93.75%	10,637,430.46	93.48%	8,752,836.33	93.65%
长期股权投资	258,142.49	2.20%	257,858.92	2.27%	235,610.75	2.52%
投资性房地产	236,055.57	2.01%	236,055.57	2.07%	235,064.81	2.51%
非流动资产合计	734,217.05	6.25%	742,253.06	6.52%	593,852.09	6.35%
资产总计	11,750,012.49	100.00%	11,379,683.51	100.00%	9,346,688.42	100.00%

资料来源：公司2016年审计报告及2017年未经审计的一季报，鹏元整理

存货作为公司最主要的资产，近年规模快速增长，整体质量较好。开发成本和开发产品为存货的主要构成部分（明细参见附录五）。开发成本中，有22个在开发项目（或土地储备）期末余额为10亿元以上，多数位于珠海，且集中于2013-2014年开工，其中2016年开工了2个苏州项目和2个武汉项目，多数预计在2017-2019年竣工，短期内可支撑公司向市场供应房地产项目。而开发产品中账面价值同比大幅增加75.19%，主要是由开发成本转入而来，目前整体销售状况良好，但部分项目仍存在库存压力。截至2016年末，公司仍有大连华发新城一期、包头华发新城二期、沈阳华发首府一期，这些项目均于2014年以前竣工，但期末存货余额均仍有2亿元以上，

这些项目面临跌价风险及资金回笼时间不确定的风险，需引起关注。

表 13 近年公司存货构成情况（单位：万元）

存货构成	2016 年		2015 年	
	账面余额	占比	账面余额	占比
原材料	10,719.71	0.13%	5,074.34	0.07%
库存商品	2,665.26	0.03%	1,912.89	0.03%
开发成本	7,394,138.38	89.60%	6,634,380.64	92.88%
开发产品	740,212.08	8.97%	422,515.68	5.91%
出租开发产品	104,529.79	1.27%	79,341.78	1.11%
合计	8,252,265.22	100.00%	7,143,225.33	100.00%

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

总体而言，在加快开发节奏与加大项目储备的情况下，公司总资产规模较快增长。存货作为最主要的资产，项目地理位置和销售情况总体较好，质量尚可。

资产运营效率

随着公司加大开发力度同时放缓土地储备进度，资产运营效率有所上升

2016年，公司保持在重点城市储备项目的开发力度，新开工面积较上年增加7.15%，但出于谨慎性考虑，土地储备力度较上年下降，2016年公司新增土地储备面积23.53万平方米，较上年减少48.81%，使得公司营业成本增长幅度超过存货。2016年公司存货周转天数较上年减少582.73天，主要系公司营业收入大幅增加所致，公司流动资产周转天数较上年减少656.80天，主要系公司营业收入大幅增加所致。部分信用资质与其他类似上市房企相比，公司存货周转效率仍较低。

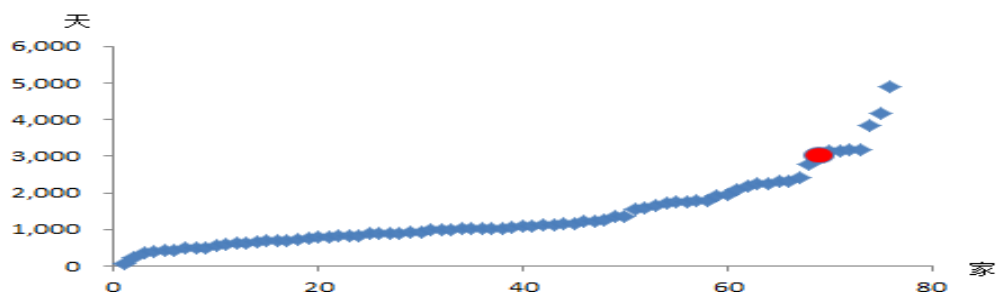
总体而言，公司资产的运营效率有所上升，但整体运营效率一般。

表 14 近年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2016 年	2015 年
应付账款周转天数	111.69	162.80
存货周转天数	3,076.13	3,658.86
流动资产周转天数	2,624.46	3,281.26
总资产周转天数	2,805.30	3,485.85

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

图 20 2016 年上市房地产周转企业存货周转天数比较（单位：天）



注：wind 中 wind 行业类 2016 年房地产开发企业共 139 家，2017 年 4 月 14 日已有 2016 年数据的 78 家，剔除最大值及最小值，以剩余的 76 家企业为样本，标红为本公司。

资料来源：wind 资讯，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入与净利润大幅增长，短期内公司收入较有保障

2016 年，公司房地产销售业绩较上年大幅上升，结转收入较上年增加 60.23%，加上商圈和车库的租金收入（其他业务收入）增长，公司实现营业收入 132.99 亿元，同比增长 60.07%。截至 2016 年末，公司预收款项为 240.28 亿元，在建项目规模较大，短期内公司收入较有保障。

2016 年公司综合毛利率较上年增加 3.00 个百分点，主要系公司珠海地区销售的房产毛利率增加所致。2016 年公司营业利润较上年大幅增加 108.85%，原因主要系公司营业收入、综合毛利率较上年增加的同时期间费用率较上年减少。由于 2016 年公司建设投入较上年增加而新增土地储备较上年减少，缩减了公司收益产生的周期，公司总资产回报率较上年增加 0.85 个百分点。

表 15 近年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
营业收入	420,846.30	1,329,891.11	830,834.45
投资收益	46.36	5,158.58	12,497.65
营业利润	68,628.79	196,189.13	93,939.91
利润总额	68,795.34	197,008.49	93,402.83
净利润	51,970.54	142,768.40	65,849.38
综合毛利率	32.11%	32.28%	29.28%
期间费用率	4.12%	7.31%	8.68%
营业利润率	16.31%	14.75%	11.31%
总资产回报率	-	2.14%	1.29%

资料来源：公司 2016 年审计报告及 2017 年未经审计的一季报，鹏元整理

现金流

2016年随着公司销售房产规模大幅增加，经营活动现金流表现较好，公司保持大力度的投资建设，后续面临较大资金压力

2016年，公司珠海和两广地区商品房销售金额均较上年大幅增长，销售回笼资金亦大幅增加，公司各地区房地产项目回笼资金285.92亿元，主要系公司经营过程中预收大量楼款所致，致使当年收现比较上年大幅提高。2016年，公司收到其他与经营活动有关的现金较上年增加107.83%，主要系随着公司业务规模的扩大，往来款、租金及零售收入、管理及服务费收入等均较上年有所增加；公司支付的其他与经营活动有关的现金较上年减少65.70%，主要系较上年相比，2016年公司受限的货币资金规模及流出的往来款较上年大幅减少。2016年公司经营活动现金净流入1,906,906.68万元，较上年大幅增加，经营活动现金流表现较好。

出于谨慎考虑，2016年公司新增的土地储备较上年减少，投资活动现金流出大幅减少，投资活动现金净流出规模较上年减少50.19%。

公司通过非公开发行三期债券，共计获得现金流入69.34亿元，但银行借款等其他融资规模有所下降，同时偿还债务规模大幅增加，综合致使公司2016年筹资活动现金净流出139,579.59万元。截至2016年末，公司开发房地产项目总投资844.24亿元，已投资520.30亿元，尚需投资约323.94亿元，未来随着在建项目的推进，公司仍面临较大资金压力。

表 16 近年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
收现比	0.94	2.15	1.15
经营活动现金流入小计	419,332.15	3,089,676.82	1,070,488.68
其中：销售商品、提供劳务收到的现金	396,384.44	2,859,179.10	959,579.85
收到的其他与经营活动有关的现金	22,947.71	230,497.71	110,908.82
经营活动现金流出小计	404,853.00	1,182,770.14	1,042,701.68
其中：购买商品、接受劳务支付的现金	229,034.66	738,739.48	590,700.13
支付的其他与经营活动有关的现金	37,617.32	81,620.79	237,992.38
经营活动产生的现金流量净额	14,479.15	1,906,906.68	27,787.00
投资活动产生的现金流量净额	-303,053.02	-996,952.36	-2,001,582.52
筹资活动产生的现金流量净额	447,041.74	-139,579.59	2,113,562.32
现金及现金等价物净增加额	158,377.08	770,898.87	139,982.76

资料来源：公司2016年审计报告及2017年未经审计的一季报，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模仍保持较大规模，偿债压力较大

截至2017年3月末，公司负债总额较2015年末增加27.36%，主要系公司预收楼款大幅增加及非公开发行3期公司债券所致。2017年3月末公司所有者权益较2015年末增加19.29%，主要系利润规模大幅改善，以及公司下属子公司股东新增投资。2017年3月末负债与所有者权益比率为417.45%，较2015年末增加26.43个百分点，公司负债经营的程度增加。

表 17 近年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	9,479,272.73	9,058,135.21	7,443,169.80
所有者权益	2,270,739.76	2,321,548.30	1,903,518.62
负债与所有者权益比率	417.45%	390.18%	391.02%

资料来源：公司 2016 年审计报告及 2017 年未经审计的一季报，鹏元整理

公司负债主要为以长期借款和应付债券为主的非流动负债为主，2016年规模占总负债的52.35%。

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。截至2016年末，公司短期借款规模为292,800.00万元，较上年大幅减少68.12%，主要系归还借款所致；应付账款规模301,825.62万元，较上年增加17.43%，其中98.86%为应付工程款，主要系沈阳华发首府二期、珠海华发水岸、珠海华发新城六期、珠海华发水郡花园和中山华发生态园等项目的工程款未决算所致；预收款项规模2,402,848.05万元，其中99.41%为预收珠海横琴华发首府、珠海华发水岸二期、南宁华发新城一期和珠海华发水郡花园二期等项目的售楼款（具体明细见附录六）。公司预收款项较上年大幅增加208.59%，主要系公司所开发的横琴华发首府花园、广州华发四季名苑、威海华发九龙湾等项目预收售楼款大幅增加所致。其中公司预收横琴华发首府花园一期、威海华发九龙湾中心一期、广州华发四季名苑、珠海华发峰景湾花园一期和南宁华发四季五个项目因房产未交付致使账龄超过一年，占公司本期预收款项总额的12.73%。其他应付款规模367,419.11万元，规模较上年减少14.45%，主要系拆借款、押金及保证金等减少所致。一年内到期的非流动负债主要为一年到到期的长期借款和应付债券，规模略有下降。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。截至2016年末，公司长期借款规模为3,748,744.39万元，较上年增加5.21%，占总负债的比例为41.39%，长期借款主要是由存货、子公司股权和收益权，以及固定资产设置抵押的抵押借款。

2016年公司持续发行了五期非公司债，总额度为70亿元，截至2017年3月末公司应付债券余额为994,129.87万元，较2015年末增加108.41%。

表18 近年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
短期借款	263,836.94	2.78%	292,800.00	3.23%	918,588.00	12.34%
应付账款	272,594.70	2.88%	301,825.62	3.33%	257,035.04	3.45%
预收款项	2,384,558.59	25.16%	2,402,848.05	26.53%	778,661.14	10.46%
其他应付款	344,288.99	3.63%	367,419.11	4.06%	429,501.07	5.77%
一年内到期的非流动负债	1,651,211.35	17.42%	812,461.31	8.97%	955,983.00	12.84%
流动负债合计	4,981,916.54	52.56%	4,297,942.31	47.45%	3,396,886.73	45.64%
长期借款	3,487,889.88	36.79%	3,748,744.39	41.39%	3,563,164.47	47.87%
应付债券	994,129.87	10.49%	993,385.24	10.97%	477,015.12	6.41%
非流动负债合计	4,497,356.19	47.44%	4,760,192.91	52.55%	4,046,283.07	54.36%
负债合计	9,479,272.73	100.00%	9,058,135.21	100.00%	7,443,169.80	100.00%
其中：短期有息负债	1,915,048.29	20.20%	1,117,941.60	12.34%	1,961,502.09	26.35%
长期有息负债	4,482,019.75	47.28%	4,742,129.63	52.35%	4,040,179.59	54.28%
有息债务	6,397,068.04	67.48%	5,860,071.23	64.69%	6,001,681.68	80.63%

注：有息债务=短期借款+部分其他应付款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券。

资料来源：公司2016年审计报告及2017年未经审计的一季报，鹏元整理

截至2017年3月末，公司有息负债规模6,397,068.04万元，占公司总负债的67.48%，其中短期有息借款规模1,915,048.29万元，占公司有息负债总额的29.94%，长期有息借款4,482,019.75万元，占公司有息负债总额的70.06%，公司有息负债以长期有息负债为主，长期偿债压力较大。

截至2017年3月末，公司资产负债率和剔除预收款后的资产负债率分别较2016年末增加1.07个百分点和1.61个百分点，负债水平较高。2016年公司利润总额大幅增加带来EBITDA大规模的增加，同时有息负债规模较上年减少2.36%，EBITDA利息保障倍数略有提高，但EBITDA对利息的保障能力仍较弱，公司偿债压力较大。

表19 近年公司偿债能力指标

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	80.67%	79.60%	79.63%
剔除预收款项后的资产负债率	75.75%	74.14%	77.78%
流动比率	2.21	2.48	2.58
速动比率	0.47	0.56	0.47
EBITDA（万元）	-	229,084.07	109,979.79
EBITDA利息保障倍数	-	0.50	0.24
有息债务/EBITDA	-	25.58	54.57

资料来源：公司2016年审计报告及2017年未经审计的一季报，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2016年末，公司对外提供担保金额合计28.57亿元（主要是对合营公司提供的担保），占期末净资产比例为12.58%，对外担保规模较大，公司存在一定的或有负债风险。

表 20 截至 2016 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	担保类型	有无反担保
购房按揭人	33.77	-	连带责任担保	否
珠海琴发实业有限公司	105,000.00	2017.9.30	连带责任担保	否
珠海琴发实业有限公司	93,000.00	2017.9.30	连带责任担保	否
珠海琴发实业有限公司	87,633.00	2017.11.26	连带责任担保	否
合计	285,666.77	-	-	-

资料来源：公司2016年年报

七、评级结论

2016年，公司商品房销售持续大幅增加，营业收入与营业利润保持增长；目前公司在建及拟建开发项目较多，业务持续性较强；目前公司持有待开发的土地主要位于珠海和中山和盘锦等地，其中2016年在苏州和珠海新增一定量土地，土地储备资源进一步向珠海及重点城市聚集。但我们也关注到，房地产调控政策使房屋销售量显著下滑，行业去库存化能力受到较大影响，融资政策的收紧限制房地产企业的资金来源，再融资压力加大，公司房地产项目开发周期相对较长，商品房销售受房地产市场行情影响较大；目前公司在辽宁、内蒙古存在部分剩余待售的项目，同时在上述区域持有待开发的土地规模较大；公司主要在建项目后续投资规模和土地购买款金额较大，面临着较大资金压力，公司需不断扩大融资规模；有息负债规模较大，剔除预收款项后的资产负债率较高，偿债压力较大；公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

基于以上情况，鹏元维持本期债券信用等级AA+，公司主体长期信用等级AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	1,743,771.61	1,584,696.42	898,921.42	664,498.59
应收账款	848.54	568.32	188.34	177.86
预付款项	111,536.89	403,345.76	370,046.49	861,816.18
其他应收款	87,772.16	22,279.46	22,899.11	10,893.18
存货	8,681,448.14	8,251,305.92	7,140,048.88	4,802,668.02
一年内到期的非流动资产	5,320.00	5,320.00	-	-
其他流动资产	385,098.10	369,914.58	320,732.08	52,590.38
流动资产合计	11,015,795.45	10,637,430.46	8,752,836.33	6,392,644.21
可供出售金融资产	43,068.80	55,628.32	753.72	795.01
长期股权投资	258,142.49	257,858.92	235,610.75	13,516.01
投资性房地产	236,055.57	236,055.57	235,064.81	227,018.19
固定资产	67,422.44	68,205.42	67,686.19	55,723.69
无形资产	5,773.34	5,875.46	6,209.25	8,060.61
长期待摊费用	9,575.61	9,705.60	8,142.60	10,305.82
递延所得税资产	114,178.79	108,923.77	31,764.78	29,725.55
其他非流动资产	-	-	8,620.00	5,320.00
非流动资产合计	734,217.05	742,253.06	593,852.09	350,464.89
资产总计	11,750,012.49	11,379,683.51	9,346,688.42	6,743,109.10
短期借款	263,836.94	292,800.00	918,588.00	576,981.00
应付票据	-	-	-	16,500.00
应付账款	272,594.70	301,825.62	257,035.04	274,345.85
预收款项	2,384,558.59	2,402,848.05	778,661.14	513,673.35
应付职工薪酬	2,111.89	3,292.81	2,204.77	1,670.94
应交税费	46,983.75	92,897.02	50,752.36	31,654.97
应付利息	16,329.40	24,328.27	4,161.36	6,907.08
应付股利	0.92	70.12	-	0.00
其他应付款	344,288.99	367,419.11	429,501.07	613,691.15
一年内到期的非流动负债	1,651,211.35	812,461.31	955,983.00	1,298,815.00
流动负债合计	4,981,916.54	4,297,942.31	3,396,886.73	3,334,239.33
长期借款	3,487,889.88	3,748,744.39	3,563,164.47	1,928,458.00
应付债券	994,129.87	993,385.24	477,015.12	179,927.90
递延收益	2,301.34	2,325.49	2,332.10	
递延所得税负债	13,035.11	15,737.78	3,771.38	1,894.39

非流动负债合计	4,497,356.19	4,760,192.91	4,046,283.07	2,110,280.29
负债合计	9,479,272.73	9,058,135.21	7,443,169.80	5,444,519.62
股本	117,684.06	116,904.56	116,904.56	81,704.56
资本公积	544,030.22	562,723.19	552,580.04	165,135.17
其他综合收益	22,689.11	32,094.93	1,673.97	1,248.67
盈余公积	38,348.16	38,348.16	27,444.59	20,619.87
未分配利润	590,946.77	548,877.05	475,478.11	422,672.15
归属于母公司股东权益合计	1,313,698.32	1,298,947.89	1,174,081.27	691,380.43
少数股东权益	957,041.43	1,022,600.41	729,437.35	607,209.05
股东权益合计	2,270,739.76	2,321,548.30	1,903,518.62	1,298,589.48
负债和股东权益总计	11,750,012.49	11,379,683.51	9,346,688.42	6,743,109.10

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计财务报表，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	420,846.30	1,329,891.11	830,834.45	710,430.20
其中：营业收入	420,846.30	1,329,891.11	830,834.45	710,430.20
二、营业总成本	352,263.87	1,139,851.33	750,175.59	631,482.48
其中：营业成本	285,706.43	900,627.30	587,530.30	466,582.03
税金及附加	47,212.37	142,343.14	87,290.67	99,228.25
销售费用	10,854.99	48,999.19	30,745.75	24,082.19
管理费用	9,401.23	42,305.70	37,072.85	34,287.08
财务费用	-2,903.71	5,930.24	4,261.68	7,225.88
资产减值损失	1,992.56	-354.24	3,274.34	77.06
加：公允价值变动收益	-	990.76	783.40	665.71
投资收益	46.36	5,158.58	12,497.65	4,858.00
三、营业利润	68,628.79	196,189.13	93,939.91	84,471.43
加：营业外收入	322.37	2,600.19	1,648.42	1,712.78
减：营业外支出	155.82	1,780.83	2,185.50	2,080.09
四、利润总额	68,795.34	197,008.49	93,402.83	84,104.11
减：所得税费用	16,824.80	54,240.08	27,553.45	21,228.01
五、净利润	51,970.54	142,768.40	65,849.38	62,876.10
归属于母公司所有者的净利润	42,069.72	101,838.19	68,013.17	64,670.21
少数股东损益	9,900.82	40,930.21	-2,163.79	-1,794.11

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计财务报表，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	396,384.44	2,859,179.10	959,579.85	811,151.88
收到其他与经营活动有关的现金	22,947.71	230,497.71	110,908.82	143,050.14
经营活动现金流入小计	419,332.15	3,089,676.82	1,070,488.68	954,202.03
购买商品、接受劳务支付的现金	229,034.66	738,739.48	590,700.13	461,794.70
支付给职工以及为职工支付的现金	22,227.94	76,913.88	59,851.05	49,008.65
支付的各项税费	115,973.08	285,495.99	154,158.12	151,764.87
支付其他与经营活动有关的现金	37,617.32	81,620.79	237,992.38	88,421.65
经营活动现金流出小计	404,853.00	1,182,770.14	1,042,701.68	750,989.86
经营活动产生的现金流量净额	14,479.15	1,906,906.68	27,787.00	203,212.17
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资所收到的现金	-	10,500.00	-	500.00
取得投资收益收到的现金	133.00	719.04	4,162.82	106.67
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	11.44	1.21	25.30	25.88
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	8,507.93	15,143.99
收到其他与投资活动有关的现金	-	-	-	795.67
投资活动现金流入小计	144.44	11,220.25	12,696.06	16,572.20
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	177,455.45	780,178.45	1,251,795.41	1,803,578.76
投资支付的现金	125,742.00	227,994.16	762,483.16	321,458.29
投资活动现金流出小计	303,197.45	1,008,172.61	2,014,278.57	2,125,037.05
投资活动产生的现金流量净额	-303,053.02	-996,952.36	-2,001,582.52	-2,108,464.85
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	31,968.73	452,940.00	815,573.85	540,000.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	25,000.00	452,940.00	392,777.00	540,000.00
取得借款收到的现金	919,384.54	3,763,183.32	4,721,034.23	2,839,746.00
发行债券收到的现金	-	693,410.00	297,048.00	-
收入其他与筹资活动有关的现金	2,000.00	2,809.49	-	-
筹资活动现金流入小计	953,353.27	4,912,342.81	5,833,656.08	3,379,746.00

偿还债务支付的现金	408,787.19	4,600,990.37	3,245,152.76	1,133,427.10
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	97,524.34	449,263.82	471,363.80	331,645.09
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	-	3,000.00	4,320.00	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	-	1,668.20	3,577.20	
筹资活动现金流出小计	506,311.53	5,051,922.40	3,720,093.77	1,465,072.19
筹资活动产生的现金流量净额	447,041.74	-139,579.59	2,113,562.32	1,914,673.81
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-90.79	524.14	215.96	19.06
五、现金及现金等价物净增加额	158,377.08	770,898.87	139,982.76	9,440.18
加：年初现金及现金等价物余额	1,566,043.40	795,144.53	655,161.76	632,040.36
六、期末现金及现金等价物余额	1,724,420.49	1,566,043.40	795,144.53	641,480.54

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计财务报表，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	142,768.40	65,849.38	62,876.10
加：资产减值准备	-354.24	3,274.34	77.06
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,663.21	3,742.61	3,386.08
无形资产摊销	666.50	509.95	293.40
长期待摊费用摊销	2,741.41	1,866.84	1,586.87
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	45.93	158.99	46.57
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	-990.76	-783.40	-665.71
财务费用（收益以“-”号填列）	25,101.64	10,457.56	12,587.37
投资损失（收益以“-”号填列）	-5,158.58	-12,497.65	-4,858.00
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-77,158.98	-2,013.69	-25,445.60
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	1,996.50	1,887.32	946.93
存货的减少（增加以“-”号填列）	45,296.12	-134,371.56	-51,126.65
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	57,342.68	254,790.49	-60,355.92
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	1,710,946.85	-165,084.18	263,863.69
经营活动产生的现金流量净额	1,906,906.68	27,787.00	203,212.17
现金的期末余额	1,566,043.40	795,144.53	641,480.54
减：现金的期初余额	795,144.53	655,161.76	632,040.36
现金及现金等价物净增加额	770,898.87	139,982.76	9,440.18

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
存货周转天数(天)	-	3,076.13	3,658.86	3,019.48
流动资产周转天数(天)	-	2,624.46	3,281.26	2,707.03
总资产周转天数(天)	-	2,805.30	3,485.85	2,816.42
综合毛利率	32.11%	32.28%	29.28%	34.32%
期间费用率	4.12%	7.31%	8.68%	9.23%
营业利润率	16.31%	14.75%	11.31%	11.89%
总资产回报率	-	2.14%	1.29%	1.74%
负债与所有者权益比率	417.45%	390.18%	391.02%	419.26%
资产负债率	80.67%	79.60%	79.63%	80.74%
流动比率	2.21	2.48	2.58	1.92
速动比率	0.47	0.56	0.47	0.48
有息债务(万元)	6,397,068.04	5,860,071.23	6,001,681.68	4,000,681.90
EBITDA(万元)	-	229,084.07	109,979.79	101,957.83
EBITDA利息保障倍数	-	0.50	0.24	0.32
有息债务/EBITDA	-	25.58	54.57	39.24

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年一季度未经审计财务报表，鹏元整理

附录五 截至2016年末公司存货中开发成本与开发产品明细（单位：万元）

开发成本-项目	开工时间 (年)	预计竣工 时间	预计投资 总额	期末余额
1.中山华发生态庄园	2013	2021	474,654.42	62,647.34
2.珠海华发水郡花园	2013	2023	966,650.57	265,315.86
3.珠海华发依山郡	2014	2019	282,000.00	129,014.90
4.中山华发广场	2014	2021	154,472.49	54,505.39
5.中山华发观山水	2013	2020	468,890.88	209,423.21
6.包头华发新城	2010	2019	169,000.00	31,127.73
7.珠海华发山庄	2012	2018	439,267.97	140,918.81
8.珠海华发四季名苑	2011	2016	263,489.48	-
9.珠海华发蔚蓝堡风情庄园	2010	2016	305,431.63	-
10.大连华发新城	2010	2020	325,500	32,239.08
11.大连华发四季	2014	2019	190,114.00	35,002.98
12.大连华发绿洋山庄	2014	2019	281,307.00	86,028.93
13.沈阳华发首府	2011	2016	398,476.48	-
14.沈阳华发新城	2014	2019	620,000.00	169,898.20
15.南宁华发新城	2012	2020	589,321.00	252,306.09
16.盘锦华发新城及后期	2014	2032	573,600.00	50,550.40
17.荣成华发百合湾项目	2013	2021	204,828.00	19,037.12
18.珠海华发峰尚花园	2014	2019	338,462.00	165,949.62
19.珠海华发水岸	2013	2017	348,960.00	14,639.09
20.盘锦学校项目	2012	2018	20,000.00	3,225.10
21.广州华发四季	2014	2017	182,790.45	26,981.54
22.南宁华发四季	2014	2017	98,505.38	103,314.70
23.威海九龙湾项目	2014	2019	1,074,820.00	276,315.93
24.珠海绿洋湾花园	2014	2018	417,721.50	278,528.62
25.珠海华发首府	2014	2018	943,621.94	842,752.24
26.武汉华发中城荟	2014	2019	431,501.00	391,187.99
27.广州华发荔湾荟	2014	2019	233,963.00	214,902.04
28.广州宝钢项目	2014	2019	47,200.73	34,615.89
29.广州广钢项目	2014	2018	389,647.54	392,758.01
30.珠海峰景湾花园	2014	2017	282,671.47	302,032.95
31.上海张江华发四季	2014	2017	379,732.00	324,735.77
32.珠海十字门国际花园	2014	2021	740,964.32	441,373.76

33.武汉华发四季	2014	2019	316,500.00	161,214.06
34.上海静安府	2015	2019	1,266,079.00	1,017,895.80
35.上海杨浦华发公馆	2015	2018	94,196.65	79,367.69
36.珠海华发左岸公寓	2015	2018	37,843.48	23,629.14
37.珠海华发城建未来荟国际花园	2014	2017	242,658.00	12,034.61
38.珠海金湾国际商务中心	2016	2021	324,152.54	38,006.63
39.武汉华发首府	2016	2020	586,855.00	10,162.01
40.苏州华发公园首府	2016	2018	250,000.00	186,734.62
41.武汉华发外滩荟	2016	2019	696,945.00	162,434.35
42.苏州姑苏院子	2016	2019	500,000.00	332,514.60
43.美国项目	2017	2020	34,685.00	16,251.24
44.其他	-	-	-	2,564.30
合计				7,394,138.38

开发产品-项目	竣工时间	期末余额
1.珠海华发新城一期	2003	4,983.21
2.珠海华发新城二期	2004	2,188.23
3.珠海华发新城三期	2006	2,762.15
4.珠海华发新城四期	2008	1,581.11
5.珠海华发新城五期	2009	3,136.63
6.珠海华发新城六期	2012	11,863.52
7.中山华发生态庄园二期	2009	12,745.10
8.中山华发生态园三期	2015	22,884.35
9.珠海华发世纪城二期	2008	878.80
10.珠海华发世纪城三期	2010	4,402.35
11.珠海华发世纪城四期	2010	3,090.41
12.珠海华发水郡花园二期	2013	198.83
13.珠海华发水郡花园三期	2015	9,003.23
14.珠海华发蔚蓝堡风情庄园	2012	18,851.71
15.包头华发新城一期	2012	10,888.98
16.包头华发新城二期	2013	26,039.81
17.大连华发新城一期	2012	29,431.38
18.大连华发新城二期	2015	21,113.65
19.珠海华发峰景名苑	2013	9,440.82
20.沈阳华发首府一期	2013	23,784.40
21.沈阳华发首府二期	2015	25,168.48
22.沈阳岭南荟	2013	14,391.75

23.珠海华发四季名苑	2014	14,507.25
24.盘锦华发新城	2015	8,603.48
25.珠海华发水岸花园	2015	11,473.84
26.珠海华发山庄	2016	93,083.20
27.南宁华发新城	2016	80,508.66
28.珠海华发城建未来荟国际花园	2016	98,308.38
29.广州华发四季	2016	169,665.80
30.其他	-	5,232.56
合计	-	740,212.08

附录六 截至2016年末公司预收楼款明细（单位：万元）

项目名称	预计竣工时间（年）	已售比例	期末余额	期初余额
中山华发生态庄园三期	2015	99%	32.62	23,374.16
包头华发新城	2012	95%	12,656.52	15,898.41
珠海华发水郡花园二期	2013	100%	-	2,248.40
珠海华发水郡花园三期	2015	93%	161,089.92	72,178.88
大连华发新城	2012	85%	4,615.46	8,185.66
珠海华发蔚蓝堡风情庄园	2012	100%	134.28	8,544.94
珠海华发峰景名苑	2013	98%	5,143.20	3,619.95
沈阳华发首府一期	2014	93%	11,297.37	11,797.52
沈阳华发岭南荟	2014	99%	4,838.08	5,188.08
沈阳华发首府二期	2015	93%	5,684.65	36,883.87
南宁华发新城一期	2016	72%	13,486.17	82,792.37
珠海华发水岸一期	2015	100%	160.74	2,567.37
珠海华发水岸二期	2016	100%	1.18	172,496.15
盘锦华发新城	2015	64%	212.40	2,007.91
南宁华发四季	2017	22%	15,992.72	15,881.48
广州华发四季名苑	2017	66%	119,533.72	31,465.19
威海华发九龙湾中心一期	2017	88%	168,191.64	52,977.74
珠海横琴华发首付花园	2017	91%	606,613.78	185,625.75
珠海华发峰景湾花园一期	2017	91%	241,578.71	19,904.75
武汉华发中城荟	2018	46%	227,817.88	-
珠海华发城建未来荟国际花园	2016	99%	195,328.77	-
珠海华发山庄	2016	96%	161,384.35	-
中山华发生态庄园四期	2017	59%	64,380.72	-
中山华发观山水花园	2017	94%	21,828.92	-
珠海峰尚花园一期	2017	100%	160,556.62	-
上海华发四季	2017	53%	184,798.38	-
其他	-	-	1,227.60	14,385.92
合计	-	-	2,388,585.48	768,024.50

资料来源：公司 2016 年年报

附录七 截至2016年末公司房地产储备情况（单位：平方米）

持有待开发土地的区域	持有待开发土地的名称	持有待开发土地的面积（万平方米）	一级土地整理面积（万平方米）	规划计容建筑面积（万平方米）	是/否涉及合作开发项目	合作开发项目涉及的面积	合作开发项目的权益占比
珠海	华发广场	8.87		30.55	是	305,500	60%
珠海	华发水郡花园三期 B 区	4.52		1.94	是	19,400	58.5%
珠海	华发又一城（3C、3D、3E）	37.63		84.3	是	843,000	58.5%
珠海	华发峰尚三期	4.49		15.69	是	156,900	80.3%
珠海	依山郡后续开发用地	15.81		26.19	是	261,900	58.5%
珠海	金湾华发商务中心地块	5.07		18.27	否	-	-
珠海	金湾华发商都中心	5.85		7.34	否	-	-
苏州	姑苏区胥江路南、交通局大楼东地块（华发公园首府）	3.68		6.62	否	-	-
广州	海珠区宝岗大道地块	0.76		2.43	否	-	-
武汉	华发首府	6.37		30	是	300,000	51%
武汉	青岛路地块	7.72		12.15	是	121,500	99%
中山	生态庄园六-九期用地	16.19		50.6	否	-	-
中山	观山水二期及后期用地	25.3		43.58	否	-	-
大连	华发新城三期	3.7		7.9	否	-	-
大连	大连塔河湾地块项目	15		27.33	是	273,300	80%
大连	大连船厂地块项目	20		24	否	-	-
包头	华发新城三期	1.2		10.49	否	-	-
南宁	华发新城 B 地块	6.78		13.68	否	-	-
盘锦	华发新城二期及后期用地	90.92		197.97	否	-	-
沈阳	华发新城	41.4		103.5	是	1,035,000	66%
威海	九龙湾二-四期及配套	44.47		75.66	否	-	-
北京	朝阳区将台乡铁路大环内一级开发项目	—	35		是	350,000	51%
合计	-	365.73		790.19	-	3,666,500	-

资料来源：公司 2016 年年报

附录八 截至2016年末公司房地销售情况（单位：平方米）

地区	项目	经营业态	可供出售面积	已预售面积	待预售面积
珠海	华发首府	高层住宅	67,779	65,496	2,283
珠海	华发悦府	高层住宅	133,193	109,412	23,781
珠海	华发山庄	高层住宅	165,691	159,424	6,267
珠海	未来荟	高层住宅	242,540	239,967	2,573
珠海	华发峰景湾	高层住宅	30,782	24,596	6,186
珠海	华发水岸	高层住宅	1,746	659	1,087
珠海	华发峰景别墅	别墅	2,469	2,469	0
珠海	华发峰尚	高层住宅	171,677	171,146	531
珠海	华发又一城	高层住宅	315,535	159,332	156,203
珠海	华发水郡（别墅）	别墅	9,967	5,876	4,091
中山	华发四季	高层住宅	208,877	131,598	77,279
中山	华发生态庄园	别墅	25,244	14,027	11,217
中山	华发观山水	别墅	62,100	40,633	21,467
上海	华发四季	高层住宅	54,917	44,134	10,783
上海	静安府润府	高层住宅	72,021	44,362	27,659
上海	静安府华府	高层住宅	33,253	-	33,253
威海	华发九龙湾	高层住宅	170,083	144,514	25,569
广州	华发四季	高层住宅	52,047	27,055	24,992
武汉	中城荟	高层住宅	85,946	85,946	0
南宁	国宾壹号一期	高层住宅	71,040	24,839	46,201
沈阳	华发首府	高层住宅	50,917	20,773	30,144
沈阳	华发岭南荟	高层住宅	2,449	1,221	1,228
大连	华发新城	高层住宅	116,725	63,914	52,811
包头	华发新城	高层住宅	43,276	24,266	19,010
盘锦	华发新城	高层住宅	10,591	10,158	433
盘锦	华发新城商业	商业	15,798	986	14,812
合计	-	-	2,216,663	1,616,803	599,860

资料来源：公司2016年年报

附录九 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应付账款周转天数	$180 * (\text{期初其他应付账款} + \text{期末其他应付账款}) / \text{营业成本}$
	存货周转天数	$180 * (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / \text{营业成本}$
	流动资产周转天数	$180 * (\text{期初流动资产} + \text{期末流动资产}) / \text{营业收入}$
	总资产周转天数	$180 * (\text{期初总资产} + \text{期末总资产}) / \text{营业收入}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} * 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	扣除预收款项的资产负债率	$(\text{负债总额} - \text{预收款项}) / (\text{资产总额} - \text{预收款项}) \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	短期有息负债	$\text{短期借款} + \text{部分其他应付款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$
	长期有息负债	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$

附录十 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。