

大华（集团）有限公司

16 大华 01 及 16 大华 02

跟踪评级报告

主体信用等级：AA⁺ 级

16 大华 01 债项信用等级：AA⁺ 级

16 大华 02 债项信用等级：AA⁺ 级

评级时间： 2017 年 6 月 23 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

大华（集团）有限公司 16 大华 01 及 16 大华 02 跟踪评级报告 概要

编号：【新世纪跟踪[2017]100311】

	本次		前次		首次	
	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
16 大华 01	AA ⁺ /稳定/AA ⁺	2017 年 6 月	AA ⁺ /稳定/AA ⁺	2016 年 7 月	AA ⁺ /稳定/AA ⁺	2015 年 11 月
16 大华 02	AA ⁺ /稳定/AA ⁺	2017 年 6 月	AA ⁺ /稳定/AA ⁺	2016 年 9 月	AA ⁺ /稳定/AA ⁺	2016 年 9 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	7.22	5.54	6.60	19.88
刚性债务	22.64	18.98	39.86	44.39
所有者权益	98.96	104.65	119.81	116.08
经营性现金净流入量	2.71	10.99	13.24	-1.56
合并数据及指标：				
总资产	416.81	469.44	497.67	529.02
总负债	283.30	313.52	325.17	355.15
刚性债务	115.25	114.70	114.24	140.50
所有者权益	133.51	155.91	172.51	173.87
营业收入	101.49	130.05	149.66	18.01
净利润	18.37	33.41	33.72	3.30
经营性现金净流入量	13.80	23.90	28.52	2.14
EBITDA	31.25	49.57	49.66	—
资产负债率[%]	67.97	66.79	65.34	67.13
权益资本与刚性债务比率[%]	115.85	135.93	151.00	123.75
流动比率[%]	189.64	180.63	192.58	204.78
现金比率[%]	19.96	15.44	18.89	25.89
利息保障倍数[倍]	3.10	5.65	7.49	—
净资产收益率[%]	14.71	23.09	20.54	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.28	8.01	8.93	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.37	7.93	9.68	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.31	5.93	7.88	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.32	0.43	0.43	—

注：根据大华集团经审计的 2014-2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陈婷婷 翁斯喆

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: mail@shxsj.com

<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

跟踪期内，大华集团保持了较好的收入增长及较强的盈利能力，公司预收账款维持在较大规模，且项目和土地储备充足，可对其后续发展提供支撑。公司负债经营程度控制在合理水平，剔除预收款后的刚性债务集中偿付压力不大；公司货币资金存量充裕，对债务保障度较高，但需关注后续项目开发及土地款支付造成的债务压力上升及部分城市项目去化和海外项目投资风险。

- 跟踪期内，我国房地产调控政策逐步转向为以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策。大华集团项目分布在上海及国内重要省会城市，项目分散度较好，但行业整体政策环境的趋严仍将加大公司经营压力。
- 跟踪期内，大华集团保持了较高的区域市场地位，公司项目销售收入继续有所增长，盈利能力仍处于行业内较高水平。公司预收款维持在较大规模，且后续项目、土地储备充足。
- 跟踪期内，大华集团经营性现金流保持良好，货币资金存量较充裕，且拥有一定规模可随时变现的金融资产，对到期债务的保障度较高。
- 跟踪期内，大华集团仍存在较大的前期开发垫资压力，一旦动拆迁耗时长或定向摘牌不成功等，均可能加大公司项目经营、管理风险。
- 跟踪期内，大华集团在建及拟建项目投资规模大，公司货币资金储备规模相对较小，预计资金压力或将上升，债务规模或将进一步扩大，且业务运营易受投资环境变化的影响。
- 跟踪期内，大华集团部分海外房地产项目已进入预售，但仍需关注当地政治经济、政策变化及汇率波动对项目运作的影响。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

跟踪评级报告

按照大华（集团）有限公司（简称“大华集团”、该公司或公司）16 大华 01 及 16 大华 02 信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据大华集团提供的经审计的 2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务报表及相关经营数据，对大华集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

2016 年，经中国证券监督管理委员会证监许可[2016]544 号文核准，该公司获准公开发行不超过 50 亿元（含 50 亿元）的公司债券，采取分期发行方式。公司于 2016 年 4 月 1 日发行了总额为 5 亿元的公司债券“16 大华 01”，票面利率为 3.98%，期限为 5 年，债券存续期内第 3 个计息年度末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，所募集资金用于偿还银行借款及补充营运资金。2016 年 5 月 26 日，上述公司债券在上海证券交易所上市。公司又于 2016 年 10 月 12 日发行了总额 20 亿元的公司债券“16 大华 02”，票面利率为 3.35%，期限为 5 年，债券存续期内第 3 个计息年度末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，所募集资金用于偿还银行借款。2016 年 11 月 4 日，上述公司债券在上海证券交易所上市。

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

跟踪期内，该公司控股股东及实际控制人未发生变化。截至 2017 年 3 月末，上海华强投资有限公司（简称“华强投资”）持有公司 30%的股权，仍为公司控股股东。自然人金惠明先生合计控制公司 53.34%的股权，仍为公司的实际控制人。

跟踪期内，该公司发生部分高管及董事任职变动：根据公司董事会决议，金建明由公司董事兼副总裁变更为公司副董事长；金惠

明由董事长、总裁变更为董事长；聘任朱录松为集团总裁，聘任潘文瑶、金玲、周酉、张志华为集团副总裁。根据公司股东会决议，公司董事会成员由7名调整为8名；董事会增设副董事长1人，由董事会选举产生；增补沈宝根、朱录松为公司董事会董事，免去胡建平董事职务。

截至2017年3月末，该公司向股东及关联企业借入资金余额为12.92亿元。公司向金建明个人借出资金已全部收回。往来款均计息，利率以央行同期贷款利率为主。

图表 1. 2017年3月末公司关联方往来款项情况 (单位: 亿元)

关联单位	关联关系	对应会计科目	金额	利率
上海华禾宁实业有限公司	股东	长期应付款	0.20	8%
上海华禾宁实业有限公司	股东	其他应付款	0.41	按央行同期贷款利率
上海华强投资有限公司	控股股东	其他应付款	2.69	按央行同期贷款利率
上海华绣投资有限公司	股东	其他应付款	0.85	按央行同期贷款利率
上海华禾明实业有限公司	股东	其他应付款	0.69	按央行同期贷款利率
Vast great investment limited	同一实际控制人	其他应付款	2.49	参照同期贷款利率
Group huge limited	同一实际控制人	其他应付款	5.59	参照同期贷款利率
合计占用关联方资金	-	-	12.92	-

资料来源：大华集团

(二) 经营环境

我国房地产市场景气度较易受宏观经济周期及政策调控等因素影响。在2015年持续至2016年9月的宽松政策影响下，2016年我国房地产开工及销售数据仍出现快速增长，当年完成投资额10.26万亿元，较上年增长6.90%，增速较上年增加5.90个百分点。其中，住宅完成投资额6.87万亿元，较上年增长6.40%，增速较上年增加0.40个百分点。2016年我国房屋新开工面积由降转升，为16.69亿平方米，较上年增长8.10%，其中住宅新开工面积为11.59亿平方米，较上年增长8.70%。2016年我国商品房销售面积为15.73亿平方米，较上年增长22.50%，增速较上年增加16.00个百分点；商品房销售

额为 9.91 万亿元，同比增长 22.40%，增速较上年增加 15.50 个百分点。

从政策环境来看，2016 年以来，随着房地产市场区域差异化程度加剧，调控政策逐步由整体宽松转向为以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策。2016 年初，政府先后宣布非限购城市商贷首付比例由 25% 降至 20%、二套房契税从 3% 降至 1%、非普通住房免征营业税适用“五改二”等政策，推动了我国房地市场景气度进一步回暖，我国一、二线城市房价出现大幅跳升。3 月底，上海、深圳先后提高购房门槛，一线城市成交量有所回落、房价涨幅收窄。在一线城市溢出效应的带动下，二线城市房价显著上涨。8 月起，二线城市房价调控政策趋紧，南京提高二套房首付比例，苏州、厦门、武汉先后重启限购政策。“十一假期”前后，22 个城市集中出台房产市场调控政策，从限贷、限购、土地供应、市场监管等方面进行调节。随着相关政策执行力度的加大（以北京“930 新政”为标志），调控效果于 2016 年 10 月开始显现。2016 年 11 月全国商品房销售面积同比增速大幅回落降至 7.92%。

2017 年以来，房地产政策进一步收紧，并从一二线城市延伸至三四线城市，全国超过 40 个城市密集出台限购、限贷、提高首付比例等各类房地产调控政策。2017 年第一季度，房地产销售增速已较上年同期明显放缓，当期我国商品房销售面积为 2.90 亿平方米，同比增长 19.50%，增速较上年同期减少 13.60 个百分点；商品房销售额为 1.94 万亿元，同比增长 25.10%，增速较上年同期减少 29.00 个百分点。但房地产投资额增速仍保持增长，当期房地产开发投资完成额为 1.93 万亿元，同比增长 9.10%，增速较上年同期增加 2.90 个百分点。

但 2016 年以来，持续以去库存为导向的房地产政策调控逐步展现成效，房地产市场库存量逐月下降。2016 年末我国商品房待售面积为 6.95 亿平方米，较上年末下降 3.20%，其中住宅待售面积 4.03 亿平方米，较上年末下降 11.00%。2017 年以来商品房库存加速下降。2017 年 3 月末全国商品房待售面积为 6.88 亿平方米，较上年末下降 6.40%，其中住宅待售面积为 3.91 亿平方米，较上年末下降 15.00%。

该公司开发项目大部分分布在上海地区，2016 年上海房地产开

发投资增速与全国持平，而作为 2016 年以来首批提高购房门槛的城市之一，当年销售面积增速回落，但在售价大幅上涨的带动下，销售额增速仍高于全国水平。2016 年上海地区完成房地产开发投资 3709.03 亿元，同比增长 6.90%；当年房屋施工和竣工面积分别为 1.51 亿平方米和 0.26 亿平方米，同比分别增长 0.10%、下降 3.60%。2016 年上海商品房销售面积 2705.69 万平方米，同比增长 11.30%；商品房销售额 5093.55 亿元，同比增长 31.50%。2017 年第一季度，上海地区房地产投资仍保持增长，但销售出现明显下滑，当期上海地区完成房地产开发投资 869.62 亿元，同比增长 8.60%；房屋施工和竣工面积分别为 1.29 亿平方米和 0.12 亿平方米，同比分别增长 3.90% 和 65.90%；商品房销售面积 337.99 万平方米，同比下降 32.60%；商品房销售额 858.32 亿元，同比下降 29.70%。

（三）业务运营

该公司主要从事包括城中村改造、旧城改造等大型综合城市居住社区项目的开发、销售及相关配套物业的管理等，在大盘物业开发方面具有较丰富的开发经验，其成功开发的大华·公园世家系列、大华·锦绣华城系列在上海地区乃至全国具有较高的品牌知名度。2016 年公司中环一号（三期三组团）、南大项目一期 D1 地块、上海锦绣华城（17-1 地块）、大连锦绣华城（G-c 区）、天缘华城（C1 地块）等项目交付，全年结转营业收入和毛利分别为 149.66 亿元和 73.74 亿元，分别较上年增长 15.07%和 3.37%，毛利增速低于收入增速的原因是当年结转项目成本较高以及上海宝秀项目政府回购房毛利较低所致。此外，公司还从事建筑工程安装、物业租赁和管理、酒店管理等其他业务，总体业务规模较小，对公司总体经营影响较有限。

2017 年第一季度，该公司结转收入和毛利分别为 18.01 亿元和 8.91 亿元，分别较上年同期大幅增长 166.42%和 285.83%，主要因南京锦绣华城（J 块二期一组团）交付，而上年同期无项目集中交付所致。截至 2017 年 3 月末，公司已售未结转房产项目金额 125.21 亿元，后续经营业绩尚可维持。但仍需关注 2017 年以来整体房地产市场环境趋紧对公司后续开发及销售的影响。

图表 2. 公司最近两年及一期营业收入及毛利构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
业务收入	130.05	100.00	149.66	100.00	18.01	100.00
房地产销售	120.08	92.33	138.15	92.31	15.42	85.62
其他	9.97	7.67	11.50	7.69	2.59	14.38
业务毛利	71.34	100.00	73.74	100.00	8.91	100.00
房地产销售	68.33	95.78	68.79	93.28	8.11	91.03
其他	3.01	4.22	4.95	6.72	0.80	8.97
毛利率	54.85		49.27		49.47	
房地产销售	56.9		49.79		52.60	
其他	30.17		43.04		30.86	

资料来源: 大华集团

该公司在开发商品房的同时, 辅以社区公园、城市道路、地下管道及区域商业配套的全产业链开发。产品定位刚需或改善型住房客户。2016 年及 2017 年第一季度公司分别实现合同销售金额 118.93 亿元和 26.80 亿元, 较上年分别增长 2.77% 和 17.13%。其中 2017 年第一季度增长较快主要系上海地区项目销售占比提高, 导致合同销售均价上涨较快所致。同时公司保持了适度的开工率, 2016 年及 2017 年第一季度新开工面积分别为 67.55 万平方米和 25.68 万平方米。

图表 3. 公司房地产开发运营情况表 (单位: 万平方米、亿元)

指标	2015 年	2016 年	2017 年第一季度
新开工面积	80.15	67.55	25.68
竣工面积	131.81	87.13	33.88
合同销售面积	72.87	72.04	13.18
合同销售金额	115.73	118.93	26.80
合同销售均价 (万元/平方米)	1.59	1.65	2.03
结转金额	120.08	138.15	15.42

资料来源: 大华集团

跟踪期内, 该公司房地产开发及销售区域仍以上海市为主, 2016 年及 2017 年第一季度上海市销售额对合同销售额贡献度分别为 49.95% 和 60.59%, 其中 2016 年贡献度下降主要因当年上海地区项目销售减少的同时, 大连、西安、海口、济南等地区项目销售情况好转所致。未来公司将继续以“发力上海, 稳住二线”为发展方向,

把握城中村改造机遇，力求保持在上海市场的领先地位，并重点拓展南京、武汉、大连、济南等区域。海外布局方面，将积极拓展悉尼、墨尔本等成长性较强城市的房地产市场。

图表 4. 公司房地产业务分区域签约销售情况¹ (单位: 亿元、%)

区域	2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
上海市	69.48	60.03	59.40	49.95	16.24	60.59
南京市	13.21	11.42	14.95	12.57	0.73	2.71
大连市	9.31	8.05	13.41	11.28	3.87	14.45
武汉市	12.65	10.93	12.43	10.45	2.18	8.13
西安市	3.75	3.24	5.78	4.86	2.60	9.70
烟台市	2.81	2.43	3.08	2.59	0.27	0.99
海口市	2.60	2.25	5.16	4.34	0.77	2.86
济南市	1.93	1.67	4.73	3.98	0.16	0.58
合计	115.73	100	118.93	100.00	26.80	100.00

资料来源: 大华集团

截至 2017 年 3 月末, 该公司合并报表范围内在建、拟建项目预计总投资额达 1473.74 亿元, 累计已投资 567.68 亿元。从资金回笼情况来看, 公司多数项目已阶段性进入预售, 截至 2017 年 3 月末, 累计回笼资金 673.42 亿元, 占已投资金额的 134.83%。公司还有 36.32 万平方米商品房处于待售状态, 其中泰州、烟台地区待售项目存在较大去化压力。公司在建、拟建项目后续投资规模较大, 面临一定开发资金投入压力。

图表 5. 2017 年 3 月末公司在建项目情况 (单位: 万平方米、亿元)

项目名称	业态	总投资规模	已投资规模	拟投金额			开工时间	预售时间	已售面积	销售金额	已回笼资金
				2017 年	2018 年	2019 年					
上海中环一号	住宅	104.76	75.78	8.95	4.65	3.76	2005/5	2007/4	93.93	156.05	152.39
上海大场老镇改造	综合	37.63	13.45	3.15	4.07	0.43	2013/10	2019/5	-	-	-
上海天缘华城	住宅	27.21	15.16	6.56	4.37	1.71	2011/1	2013/8	11.67	30.88	30.34
浦东锦绣华城	住宅	185.31	112.64	10.77	10.67	6.96	2001/12	2006/2	150.38	249.89	239.78
武汉滨江天地	住宅	76.35	41.54	6.34	3.58	5.57	2012/11	2014/4	35.70	35.26	31.49
南京锦绣华城	住宅	62.60	56.67	5.93	1.28	0.79	2005/4	2006/8	223.90	85.88	85.60
泰州锦绣华城	住宅	8.96	8.85	0.37	0.29	0.27	2011/8	2013/6	11.97	6.22	4.75
大连锦绣华城	住宅	118.87	84.04	6.63	4.86	4.18	2010/6	2010/10	57.95	66.77	65.13

¹ 该图表不包含澳洲区域, 2016 年悉尼及墨尔本实现签约面积 41.49 万平方米, 签约金额折合人民币 10.53 亿元。

项目名称	业态	总投资规模	已投资规模	拟投金额			开工时间	预售时间	已售面积	销售金额	已回笼资金
				2017年	2018年	2019年					
西安大华公园世家	住宅	51.83	19.45	4.78	2.72	4.49	2008/6	2008/11	52.92	33.68	31.59
烟台上海滩花园	住宅	35.16	30.43	2.14	1.79	1.61	2007/7	2008/5	33.76	19.21	18.50
海南成燕	住宅	75.08	20.18	3.15	3.33	3.45	2014/8	2014/10	8.23	7.14	7.55
济南龙洞	住宅	30.56	13.19	3.20	2.26	2.68	2014/11	2015/7	3.33	6.66	6.28
墨尔本 Garden	住宅	2.20	0.97	0.87	0.36	-	2015/12	2015/10	0.68	2.91	-
墨尔本 King's Leigh	住宅	5.00	1.23	1.25	0.60	1.00	2015/7	2015/3	15.30	3.96	-
悉尼 E-Pack	住宅	17.75	5.89	5.52	6.34	-	2016/7	2016/3	9.18	5.51	-
合计	-	839.28	499.46	69.62	51.16	36.90	-	-	708.90	710.02	673.42

资料来源：大华集团

项目储备方面：一方面该公司获得了上海市宝山区大场镇场中村，大场镇联东村、葑村村、丰收村、丰明村，庙行镇康家村及顾村镇顾村老集镇 4 个“城中村”改造项目的开发建设权，预计开发面积 194.83 万平方米，计划总投资 456.72 亿元。目前公司已就上述 4 个项目分别与相应的集体经济组织合作设立联合开发公司（持股比例均超过 90%），并已开始前期土地平整工作。其中康家村首批动迁地块已经成功摘牌，目前正在施工准备中。另一方面，公司投资了“墨尔本 Garden”、“Hawthorn East 富人区”、“悉尼-Waterloo”、“悉尼西南 EPark”、“墨尔本 King's Leigh”、“墨尔本 Plumpton”和“悉尼 Menangle Road”7 个海外住宅类地产项目，计划总投资折合人民币 101.78 亿元，已累计投资 19.44 亿元人民币，其中“墨尔本-Garden”、“悉尼西南 EPark”和“墨尔本 King's Leigh”项目已进入预售，目前已实现合同销售 12.38 亿元人民币²；其余项目因尚处于规划中，预计将于 2018 年开始陆续进入预售。上述项目有望为公司带来新的收入增长点，但仍需关注城中村改造项目前期开发垫资压力大及动拆迁耗时长、定向摘牌不成功等风险，及海外项目不同国家地缘政治及房地产政策、汇率波动等风险。

土地储备方面，截至2017年3月末，该公司合并口径共储备土地20幅（其中8幅已取得全部土地权证，2幅取得部分土地权证），预计总规划建筑面积597.27万平方米，需支付土地成本合计274.51亿元，已投入土地款116.83亿元，后续土地支付压力仍较大。从目

² “悉尼西南 EPark”项目首期和“墨尔本-Garden”项目预计分别将于 2017 年 7 月和 2017 年 12 月交付，按照当地的房产政策规定，需在房产交付后从律师事务所账户解封后资金回笼给公司。

前已取得土地权证的储备地块的区域分布看，武汉、西安、大连、海口、南京等二三线城市地块面积占比达到91.54%，需关注后续区域房地产政策变化及开发风险。此外，上海宝山大场镇老镇地块受动拆迁影响³，至今尚未取得土地权属证明，目前已完成大部分动迁，预计2018年6月可取得土地权证，后续仍需持续关注动拆迁进度及对前期投入资金回笼的影响。

图表 6. 2017 年 3 月末公司土地储备情况

地块名称	拟建项目名称	权益 (%)	地块性质	预计土地总价款 ⁴ (亿元)	已投入土地款(亿元)	规划建筑面积(万平方米)	平均楼面成本(元/平方米)	开始时间 ⁵ (年)	权证获取情况
上海宝山大场镇老镇	老镇商业项目	80.00	综合	3.84	3.84	7.33	5238.74	2005	否
上海浦东北蔡地块	浦东锦绣华城	96.20	住宅	5.59	5.49	17.38	3216.34	2006	是
上海宝山区南大D2地块	南大项目	100.00	住宅	5.15	5.15	15.44	3335.49	2015	否
上海宝山区南大D3地块	南大项目	100.00	住宅	3.17	3.17	9.52	3329.83	2015	否
武汉黄陂区黄店村桥咀村	武汉黄陂项目	98.10	住宅	2.70	1.17	26.00	1038.58	2010	是
武汉青山区东兴洲村	武汉滨江天地	100.00	住宅	10.41	10.41	47.98	2169.79	2013	部分取得
大连庙岭村	大连锦绣华城	70.00	住宅	15.25	15.25	56.25	2711.14	2010	部分取得
海口 G06、G08、G10、G12 地块	海口锦绣华城	67.14	住宅	11.90	11.90	63.41	1876.68	2013	是
中国医药城药城大道北侧、海陵南路西侧 1 号地块	泰州锦绣华城	99.91	住宅	1.34	1.34	19.27	695.38	2011	是
莱山区东兴、金桥、于家滩社区	烟台上海滩花园	98.10	住宅	1.50	1.22	12.26	1223.76	2007	是
济南龙洞 E 地块	济南龙洞紫郡	74.86	住宅	6.82	6.82	19.40	3515.46	2013	是
西安曲江 3#、4#、5#地块	西安大华公园世家	100.00	住宅	2.05	2.05	39.33	521.23	2011	是

³ 该项目动拆迁由公司负责，采用“整体开发”模式。

⁴ 含土地出让金、动拆迁成本等。为预测值，后续可能会根据动拆迁情况进行调整。

⁵ 即公司开始参与前期土地前期开发的时间。

西安航新路神州大道十字西北角地块	西安华鑫项目	100.00	住宅	3.78	3.39	22.17	1705.04	2014	否
西安航天基地航新路及神舟大道十字西北角地块	西安华海项目	100.00	住宅	5.09	5.09	38.36	1327.08	2014	否
南京浦口区沿江G36地块	南京G36项目	100.00	住宅	6.24	6.24	8.35	7469.21	2015	是
上海宝山区S-01地块	康家村项目	90.00	住宅	4.96	4.96	8.63	5745.40	2017	否
上海联东村地块	-	99.00	住宅	32.21	18.28	35.42	9093.73	2014	否
上海康家村地块	-	90.00	住宅	44.36	5.10	55.79	7951.67	2014	否
上海场中村地块	-	99.00	住宅	25.00	2.54	24.99	10004.00	2014	否
上海顾村地块	-	90.00	住宅	83.15	3.42	70.00	11878.57	2015	否
合计	-	-	-	274.51	116.83	597.27	-	-	-

资料来源：大华集团

(四) 财务质量

中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2016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。公司2017年第一季度财务报表未经审计。

跟踪期内，该公司负债规模保持增长，2016年末及2017年3月末负债总额分别为325.17亿元和355.15亿元，分别较上年末增长3.71%和9.22%。但因未分配利润增加带来所有者权益的增长，公司负债程度仍维持在行业内相对合理的水平，同期末资产负债率分别为65.34%和67.13%。未来随着公司业务规模扩大带来融资需求的增加，公司债务规模有进一步上升的可能。

该公司因预收款规模较大，债务期限结构仍偏向短期，2016年末及2017年3月末长短期债务比分别为43.57%和55.46%。2016年末公司流动负债余额为226.49亿元，较上年末变化不大，主要由预收款项、应付账款、其他应付款和短期刚性债务构成，占流动负债的比例分别为51.05%、16.23%、17.29%和8.47%。其中，预收款项为115.61亿元，较上年末略减少5.90%，主要系预收中环一号、武汉滨江天地、上海锦绣华城、南京锦绣华城和宝山天缘华城等项目房屋销售款；应付账款较上年增长21.47%至36.75亿元，主要因在建项目增加，预提成本上升所致；其他应付款较上年大幅增长

134.73%至 39.16 亿元，主要因与少数股东合作开发项目的股东借款增加所致。公司非流动负债余额为 98.68 亿元，较上年末增长 15.66%，其中，长期应付款较上年末增长 1636.08%至 3.47 亿元，系增加 3.27 亿元股东拆借资金所致，公司长期应付款中往来款需支付利息，利率范围为 5.13%-8.00%。2017 年 3 月末，公司流动负债为 228.45 亿元，较上年末变化较小。非流动负债为 126.70 亿元，较上年末增长 28.40%，主要因长期借款增加所致。

刚性债务方面，2016 年末该公司刚性债务规模为 114.24 亿元，与上年末基本持平，其中短期刚性债务（包括短期借款和一年内到期的长期借款）为 19.19 亿元，较上年减少 35.49%，系偿付了部分到期银行借款所致。但中长期刚性债务（包括长期借款和应付债券）较上年末增长 11.88%至 95.05 亿元，主要因 2016 年公司发行两期总额为 25 亿元的公司债券所致；2017 年 3 月末公司刚性债务规模增至 140.50 亿元，主要是长期借款增加所致。总体看，跟踪期内公司刚性债务期限结构持续改善，即期债务偿付压力不大。

该公司主业突出，营业利润主要来源于房地产主业营业收入。2016 年随着项目结转收入增加，公司毛利有所增长，但因上海地区项目销售占比下降，综合毛利率有所下滑，导致毛利增幅不大。2016 年公司实现营业毛利 73.74 亿元，较上年小幅增长 0.67%；综合毛利率为 49.27%，较上年减少 5.58 个百分点。公司因咨询费和税费等减少，管理费用有所下降，当年期间费用率较上年下降 1.58 个百分点至 8.80%。当年资产减值损失较上年大幅增加 1.54 亿元至 1.95 亿元，主要因大连鞍子山一期项目预计无法全额收回土地平整开支款项。此外，当年投资收益较上年大幅增加 2.29 亿元至 2.37 亿元，主要系持有上海凯峰房地产开发有限公司（简称“上海凯峰”）股权所获得利润分配。营业外收入较上年增长 86.33%至 1.68 亿元，主要因收到股权收购对象违约金所致。2016 年公司实现净利润 33.72 亿元，较上年增长 0.94%，当年总资产报酬率和净资产收益率分别为 9.76%和 20.54%，分别较上年减少 0.90 个百分点和 2.55 个百分点，但仍保持在较高水平。

2017 年第一季度，随着上海地区项目结转销售收入增加，该公司营业毛利较上年大幅增长 285.83%至 8.91 亿元，毛利率提升至 49.47%。同时因期间费用的同比减少，当期实现净利润 3.30 亿元，

较上年大幅扭亏。

该公司因房地产行业结算特征，销售现金回笼资金年度间存在波动，2016年，公司营业收入现金率为91.71%，较上年减少16.14个百分点。当年经营性现金净流量较上年增长19.32%至28.52亿元，主要受往来款资金波动影响。当年投资性现金流由多年净流出状态转变为净流入2.40亿元，主要系增加上海凯峰等被投资企业现金股利2.49亿元所致。公司主要通过银行借款和发行债券筹集资金，2016年筹资性现金净流量为-21.96亿元，净流出规模较上年扩大主要因偿还借款本息及支付股利增加所致。2017年第一季度，公司进入预售期项目较上年同期有所增加，当期经营性现金净流量由上年同期-1.04亿元增加至2.14亿元。当期投资活动现金收付很少，筹资活动现金净流量因此由净流出转为净流入，为22.14亿元。

2016年末，该公司资产总额为497.67亿元，较上年末增长6.01%，以流动资产为主，当年末流动资产占比为87.64%。公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产构成，其中，货币资金较上年末增长21.38%至42.77亿元（受限货币资金2.24亿元，均为保证金），当年末现金比率为18.89%，较上年末增加3.44个百分点；预付款项较上年末减少12.38%至21.14亿元，主要因当年大场镇老镇完成大部分动迁，动拆迁款结转所致。其他应收款42.22亿元，较上年末减少19.20%，主要因南京浦口区城中村改造项目及上海庙行镇城中村改造项目垫款部分已收回所致，但公司其他应收款规模仍较大，其中10.10亿元因项目建设被武汉市青山区土地整理储备事务中心长期占用，对百润国际集团有限公司和合益企业有限公司前期项目合作资金拆借款分别为4.07亿元和2.66亿元，对复地（集团）股份有限公司预付股利4.01亿元；存货为280.68亿元（其中受限存货50.16亿元），较上年增长9.49%，主要为在建开发项目投资成本，当年末存货周转速度为0.28，去化速度仍较慢；此外，应收账款较上年末大幅增长130.36%至6.75亿元，主要为应收代政府建造动迁房款增加5.04亿元，该笔款项已于2017年1月收回。

2016年末，该公司非流动资产余额为61.50亿元，主要由可供出售金融资产、投资性房地产和递延所得税资产构成。其中，可供出售金融资产为7.74亿元，较上年末略有下降，主要为外部投资项

目；投资性房地产较上年末增长 13.63%至 37.39 亿元，主要为公司持有的商业物业，当年增加上海锦绣华城 2-4 商业项目及 4-2-3 商业项目。

2017 年 3 月末，该公司资产总额较上年末增长 6.30%至 529.02 亿元，其中货币资金较上年末增长 38.30%至 59.15 亿元；其他流动资产较上年末增长 21.37%至 51.72 亿元，主要系理财产品增加所致，公司理财产品主要为可即时赎回的保本型理财产品。其他资产较上年末变化不大。

2016 年末及 2017 年 3 月末，该公司流动比率分别为 192.58%和 204.78%，速动比率分别为 59.32%和 66.26%，整体有所提升。公司流动资产中存货、其他应收款规模较大，且其中受限资产规模占比较大。但公司货币资金存量较充裕，对到期债务的保障度较高。

该公司与多家银行保持了良好的合作关系，截至 2017 年 3 月末，公司已获得银行授信额度 401.23 亿元，其中尚未使用的授信额度 237.35 亿元。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2016 年 6 月 1 日，公司无信贷违约记录。

综上所述，跟踪期内，该公司销售收入保持增长，盈利能力虽小幅波动，但仍维持在较高水平。公司预收款维持在较大规模，且项目、土地储备充足，可对后续业务发展提供支撑。公司负债经营程度控制在较合理水平，剔除预收账款后的刚性债务偿付压力较小，公司货币资金存量较充裕，对到期债务的保障度较高。

同时，我们仍将持续关注（1）房地产行业供需情况及政策变化对该公司项目销售及存货去化的影响；（2）在建、拟建项目开发投资进度及与项目资金回笼的匹配情况；（3）城中村改造项目拿地及前期投资资金回笼情况；（4）海外投资项目地缘政治及房地产政策、汇率波动对项目预期收益实现的影响。

附录一：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年	2017年 第一季度
资产总额[亿元]	416.81	469.44	497.67	529.02
货币资金[亿元]	39.05	35.24	42.77	59.15
刚性债务[亿元]	115.25	114.70	114.24	140.50
所有者权益[亿元]	133.51	155.91	172.51	173.87
营业收入[亿元]	101.49	130.05	149.66	18.01
净利润[亿元]	18.37	33.41	33.72	3.30
EBITDA[亿元]	31.25	49.57	49.66	—
经营性现金净流入量[亿元]	13.80	23.90	28.52	2.14
投资性现金净流入量[亿元]	-19.99	-0.25	2.40	0.00
资产负债率[%]	67.97	66.79	65.34	67.13
长期资本固定化比率[%]	20.70	23.73	22.68	20.36
权益资本与刚性债务比率[%]	115.85	135.93	151.00	123.75
流动比率[%]	189.64	180.63	192.58	204.78
速动比率[%]	57.25	57.72	59.32	66.26
现金比率[%]	19.96	15.44	18.89	25.89
利息保障倍数[倍]	3.10	5.65	7.49	—
有形净值债务率[%]	212.52	201.10	188.51	204.33
营运资金与非流动负债比率[%]	200.07	215.67	212.50	188.92
担保比率[%]	0.82	—	—	—
应收账款周转速度[次]	21.42	34.33	30.91	—
存货周转速度[次]	0.22	0.24	0.28	—
固定资产周转速度[次]	40.81	33.36	33.60	—
总资产周转速度[次]	0.26	0.29	0.31	—
毛利率[%]	49.13	54.85	49.27	49.47
营业利润率[%]	24.17	33.43	28.91	24.05
总资产报酬率[%]	7.56	10.66	9.76	—
净资产收益率[%]	14.71	23.09	20.54	—
净资产收益率*[%]	14.42	23.10	21.11	—
营业收入现金率[%]	107.46	107.85	91.71	194.29
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.47	11.28	12.55	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.28	8.01	8.93	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.35	11.16	13.60	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.37	7.93	9.68	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.31	5.93	7.88	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.32	0.43	0.43	—

注：表中数据依据大华集团经审计的2014~2016年度及未经审计的2017年第一季度财务数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率	(期末资产总计 - 期末流动资产合计)/(期末负债及所有者权益总计 - 期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率[%]	期末所有者权益合计/期末刚性负债合计×100%
流动比率	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率	(期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)×100%
有形净值债务率	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[(期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率	1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)×100%
总资产报酬率	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出	= EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/刚性债务	= EBITDA/((期初刚性债务 + 期末刚性债务)/2)

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出 = EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 刚性负债=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+长期借款+应付债券+其他具期债务

注5. 报告期利息支出 = 列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除AAA、CCC及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	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。
投机级	BB级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	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。

注：除AAA级，CCC级以下等级外，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。