

信用等级公告

联合〔2020〕3288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珠海华发实业股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2020 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

珠海华发实业股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

珠海华发实业股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2020 年公司债券（第二期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年十月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

珠海华发实业股份有限公司面向合格投资者 公开发行 2020 年公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 24.20 亿元（含 24.20 亿元）

债券期限：不超过 5 年（含 5 年）

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本，
最后一期利息随本金的兑付一起支付

评级时间：2020 年 10 月 20 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	1,422.90	1,822.09	2,341.11	2,654.16
所有者权益（亿元）	264.79	321.84	432.95	503.39
长期债务（亿元）	546.42	502.78	617.90	783.97
全部债务（亿元）	741.37	936.17	1,054.72	1,251.96
营业收入（亿元）	199.48	236.99	331.49	228.66
净利润（亿元）	17.74	24.02	33.16	21.40
EBITDA（亿元）	28.22	38.25	56.11	--
经营性净现金流（亿元）	110.99	159.99	280.35	90.39
营业利润率（%）	18.28	18.93	20.12	17.86
净资产收益率（%）	7.14	8.19	8.79	9.14
资产负债率（%）	81.39	82.34	81.51	81.03
全部债务资本化比率（%）	73.68	74.42	70.90	71.32
流动比率（倍）	2.16	1.70	1.68	1.81
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.04	0.05	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.74	0.70	0.79	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.17	1.58	2.32	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3. 公司其他流动负债中的债务已计入短期债务，其他非流动负债中的债务已计入长期债务；4. 本报告中所引用的 2017 年财务数据为 2018 年审计报告的期初数/上年数，2018 年财务数据为 2019 年审计报告的期初数/上年数

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”）的评级反映了公司作为珠海市国资委旗下的上市房企，在珠海区域房地产市场处于龙头地位，有较高的品牌知名度，项目开发经验较为丰富，且融资渠道畅通；近年来公司在深耕珠海的基础上积极对外扩张，区域布局有所优化，合同销售规模较大，目前土地储备较充足。同时，联合评级也关注到公司业务易受到房地产行业调控政策影响、三线城市项目面临一定的去化风险、公司未来资金需求较大、债务负担较重且对债务结构有待改善等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司项目开发销售持续推进，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”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **公司股东背景较强，具有较强的区域竞争力。**公司实际控制人为珠海市国资委，股东背景雄厚，在珠海有较强的区域竞争力。

2. **公司土地储备充足，且区域布局有所优化。**近年来公司在深耕珠海的基础上积极向外扩张，区域布局有所优化，土地储备规模充足且分散度有所提高。

3. **公司规模持续扩大。**近三年，公司合同销售金额持续增长，资产及权益规模持续扩大。

关注

1. **受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，行业销售面临下滑压力。**受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，房地产行业销售和回

款承压；公司湖北省内土地储备占比较高，需关注区域市场需求情况及项目去化速度。

2. 公司面临较大的项目开发建设支出压力。近年来，公司为未来销售规模制定了更高目标，开启了新一轮的投资布局，存在较大补库存需求；同时，公司在建项目较多，在建面积较大，面临较大项目开发建设支出压力。

3. 公司债务负担较重且存在一定的债务集中到期压力。公司债务规模较大，债务负担较重，且债务结构中短期债务规模和占比偏高。

分析师

罗星驰 登记编号（R0040218050005）

赵 兮 登记编号（R0040220040005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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

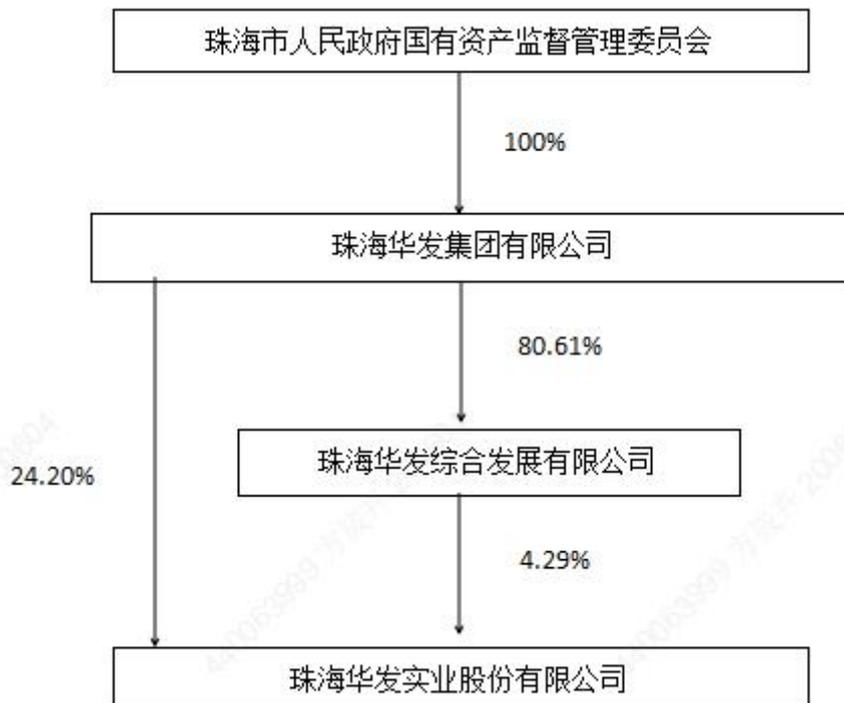
一、主体概况

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.SH）。

根据2018年2月26日国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）下发的《关于无偿划转所持珠海华发实业股份有限公司股份有关问题的批复》（国资产权〔2018〕109号），国务院国资委同意珠海华发物业管理服务有限公司（以下简称“华发物业公司”）、珠海华发汽车销售有限公司（以下简称“华发汽车公司”）分别将所持有公司21,723,332股和21,723,343股股份无偿划转给珠海华发综合发展有限公司（以下简称“华发综合”）。本次股权划转完成后，公司总股本不变，华发物业公司、华发汽车公司不再持有公司股份，华发综合公司持有90,877,280股，占公司总股本4.29%。

经过历年派送红股、配售新股、转增股本、增发新股、非公开发行股票等，截至2020年6月底，公司注册资本21.17亿元。公司控股股东为华发集团，华发集团直接持有公司24.20%的股份，通过子公司华发综合间接持有公司4.29%的股份；公司实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会。

图1 截至2020年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：房地产经营；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、电子产品及通讯设备（不含移动通讯终端设备）、化工原料（不含化学危险品）、五金交电、化工。

截至 2020 年 6 月底，公司内设董事局秘书处、财务管理中心、人力资源中心、投资拓展中心、资金管理中心等多个职能部门（附件 1）。截至 2020 年 6 月底，公司纳入合并财务报表范围的子公司以及本部共计 468 户，公司在职员工合计 8,173 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 2,341.11 亿元，负债合计 1,908.16 亿元，所有者权益 432.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 197.57 亿元。2019 年，公司实现营业收入 331.49 亿元，净利润 33.16 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 27.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额 280.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 66.91 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司合并资产总额 2,654.16 亿元，负债合计 2,150.77 亿元，所有者权益 503.39 亿元，其中归属于母公司所有者权益 227.38 亿元。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 228.66 亿元，净利润 21.40 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 14.66 亿元；经营活动产生的现金流量净额 90.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 57.20 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、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“珠海华发实业股份有限公司面向合格投资者公开发行 2020 年公司债券（第二期）”。本期债券发行规模不超过 24.20 亿元（含 24.20 亿元）。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行。本期债券不超过 5 年，具体期限与品种由公司与主承销商在发行前商议确定。本期债券票面利率将由公司和主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券为无担保债券。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司债券，具体情况如下：

表 1 本期债券募集资金运用计划

序号	债券简称	到期/回售日	债券到期/回售金额（亿元）	拟偿还金额（亿元）
1	15 华发 01	2020/11/26	29.455	23.40
2	18 华发 03	2020/12/10	15.00	0.80
3	16 华发 01	2021/3/3	5.00	
4	16 华发 03	2021/3/21	15.00	
合计				24.20

资料来源：公司提供

因本期债券的发行时间及实际发行规模尚有一定不确定性，公司将综合考虑本期债券发行时间及实际发行规模、募集资金的到账情况、相关债务偿付要求、公司债务结构调整计划等因素，本着

有利于优化公司债务结构和节省财务费用的原则进行调整。

三、行业分析

1. 行业概况

房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，房地产投资增速在 2017 年后均保持高位，但 2019 年二季度后投资虽在高位但已呈现下降趋势。受新冠疫情影响，2020 年一季度，房地产开发投资首次出现负增长；但随着陆续复工，于上半年恢复正增长。

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过二十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2017 年，我国房地产开发投资 109,798.53 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控政策影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 个月回落 0.20 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持高位。2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2020 年 1—3 月，全国房地产开发投资累计完成 21,962.61 亿元，累计同比下降 7.70%，在新冠疫情影响下首次出现负增长；随着 3 月以来陆续复工，投资情况明显好转，2020 年 1—6 月，全国房地产开发投资累计完成额同比增长 1.90%，累计增速于年内首次转正。

图 2 2016—2019 年及 2020 年 1—6 月全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

2017 年，受土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落；2018 年后，房地产开发企业拿地趋于理性，土地溢价率继续走低；2020 年 1—6 月，受疫情影响，土地市场先抑后扬，

房企拿地更加聚焦一二线城市。

土地是房地产开发企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、融资审批等手段限制房地产开发企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房地产开发企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

根据中指数据统计的全国 300 个城市土地市场数据,2017 年,全国 300 个城市土地成交面积 95,036 万平方米,同比增长 8%;土地出让金总额为 40,623 亿元,同比增长 38%。其中,住宅用地成交面积 35,433 万平方米,同比增长 24%;商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米,同比减少 10%。分城市来看,2017 年,一线城市土地供应持续放量,成交量及出让金随之上涨,但受调控政策影响,楼面均价及溢价率均有所下滑;二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平,土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄,溢价率各季度均同比下降,土地市场总体趋稳;三四线城市内部热度分化。

2018 年,土地供应量继续上扬,全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米,同比增长 20%;土地成交面积 105,492 万平方米,同比增长 14%。其中,住宅用地成交面积 38,931 万平方米,同比增长 10%;土地出让金总额为 41,773 亿元,同比微增 2%;整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑,房地产开发企业拿地趋于理性。分城市来看,2018 年,一线城市供地节奏放缓,同比下降 12%,成交指标均降,其中出让金总额下降 12%;二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策,土地供应量同比增长 16%,但土地出让金和溢价率同比回落;三四线城市面对热点城市的需求外溢,加快供地节奏,土地供应量、成交面积、出让金均同比走高,但溢价率同比下滑明显。

2019 年,全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降,但受益于二线城市土地市场交易活跃,土地成交楼面均价和出让金总额增长明显,整体溢价率较上年基本持平。分城市来看,一线城市供求同比双涨,但楼面均价有所下滑,溢价率同比变化不大;二线城市供求小幅上涨,土地出让金总额和楼面均价分别同比增长 28%和 18%,溢价率较上年同期增加 1 个百分点;三四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑,土地出让金和楼面均价继续走高。

2020 年 1—6 月,全国 300 个城市土地供应同比微增,成交面积小幅下降,各线城市楼面均价上扬带动整体楼面均价同比增长 16%,进而土地出让金总额收涨一成,土地溢价率继续走低。受疫情影响,全国土地市场上半年先抑后扬,3 月后土地市场热度较高,房企拿地更加聚焦一二线城市。分城市看,一线城市在北京、上海和广州优质地块出让带动下,土地市场主要指标除溢价率小幅下滑外均同比增长,其中土地出让金同比大幅增长 57%;二线城市土地供求同比较稳定,但溢价率同比下滑 4 个百分点;三四线城市供应同比基本不变,但成交面积下降 11%,成交均价同比走高,上涨 18%。

表 2 2017—2019 年及 2020 年 1—6 月全国 300 个城市土地交易情况(单位:万平方米、%、亿元、元/平方米)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
推出面积	111,907	128,440	129,816	58,180
同比	8	20	1	1
成交面积	95,036	105,492	106,568	46,535
同比	8	14	-1	-7
出让金	40,623	41,773	50,294	25,422
同比	38	2	19	10
楼面均价	2,374	2,159	2,507	2,871

同比	26	-11	17	16
土地平均溢价率	29	13	13	15
同比	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 0.02 个百分点	下降 3 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

（2）开发资金来源状况

2017 年房地产市场调控后融资环境再次趋紧，房地产开发企业资金压力较大；2018 年，货币政策结构性宽松，2019 年一季度房地产开发企业融资环境有所回暖，但二季度再遇收紧，房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向。2020 年 1—6 月，房企在销售下滑和融资环境不放松双重影响下，资金压力仍较大。

2016 年宽松信贷政策后，2017 年房地产开发企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,052.62 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,241.76 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872.21 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770.46 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,693.57 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906.31 亿元，同比下降 2.00%。

2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房地产开发企业发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房地产开发企业加快回款所致。随着政策对房地产开发企业融资的限制，房地产开发企业自身造血能力对房地产开发企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。

2019 年一季度，受益于多项稳经济、宽信用政策发力，房地产行业融资环境有所改善。2019 年 4 月开始，随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出，以及土地市场上高溢价地块的多次出现，房地产开发企业的融资环境开始有所收紧；2019 年 5 月以来，监管层收紧房地产开发贷款、信托借款和海外美元债等房地产开发企业重要融资渠道，融资端政策超预期收紧。2019 年，房地产开发企业到位资金 178,608.59 亿元，同比增长 7.60%，增速较上年提高 1.20 个百分点。其中国内贷款资金同比增长 5.10%，自 2019 年 8 月以来继续回落，在融资监管趋严预期下增速有收窄迹象；自筹资金同比增长 4.20%，继续低位运行；定金及预收款和个人按揭贷款分别同比增长 10.70% 和 15.10%，增速较前 11 月有所回升。

2020 年 3 月 3 日，央行会同财政部、银保监会召开电视电话会，再次强调：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性；4 月 17 日的中央政治局会议也重申“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。预计 2020 年房企融资环境很难出现大幅松动。2020 年 1—6 月，房地产开发企业到位资金 83344.37 亿元，同比下降 1.90%，主要系定金及预收款的下滑，在融资环境不放松及受疫情影响销售下滑双重影响下，房企面临较大的资金压力，但随着销售逐步回暖，房企到位资金将有所改善。

（3）市场供需情况

2017 年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布；2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑，一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。2019 年，房地产销售面积虽负增长，但仍保持一定韧性，销售价格的稳定增长带动销售额继续创新高。2020 年 1—6 月，房地产销售受新冠疫情影响降幅明显，但复工以来销售逐步回归正常。

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,407.82 万平方米，同比增长 7.70%，

增速较上年大幅下降。其中城市间分化显现，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市房地产销售市场亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,483.73 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486.41 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923.00 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，房地产销售面积及销售金额同比增速处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下滑 6.40 个百分点；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下滑 1.50 个百分点。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年末减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年末增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图 3 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



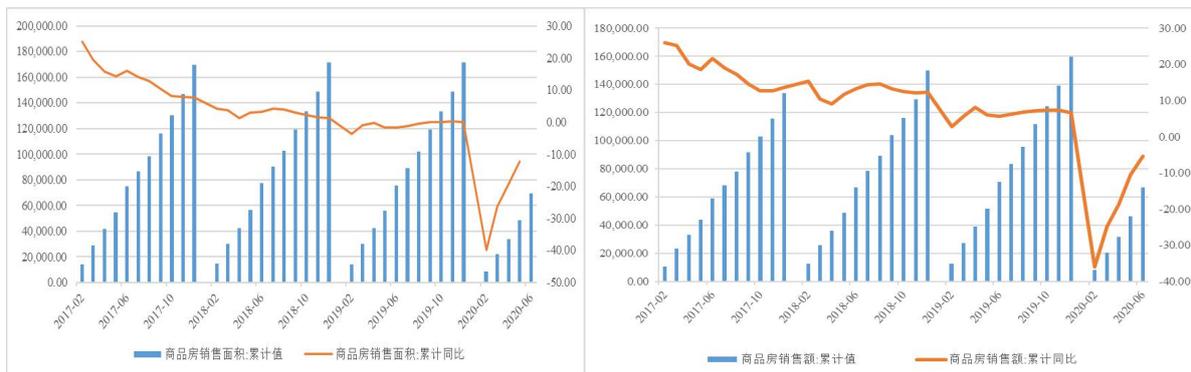
注：二线城市数据用 Wind 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一、二线数据进行模拟代替
资料来源：Wind，联合评级搜集整理

2019 年，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈微幅负增长；全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点，销售额在售价逐渐走高的基础上，仍保持一定增长。2019 年，房地产开发企业房屋施工面积 893,820.89 万平方米，同比增长 8.70%，增速较上年增长 3.50 个百分点，主要系房企为加快资金回笼，加快施工速度所致；房屋竣

工面积 95,941.53 万平方米，同比增长 2.60%。总体看，2019 年房地产市场销售下行压力中韧性前行。

2020 年初新冠疫情引发的售楼处关闭、建筑工地停工、限制人口流动等较严格的防控措施对房地产的开工建设及销售造成较大影响。2020 年 1—3 月，全国商品房销售面积同比下降 26.30%、销售金额同比下降 24.70%，下降幅度为近二十年来新高，但好的一面是 3 月以来的逐步复工，销售面积累计增速快速回升，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点。随着疫情得到控制，前期积压的购房需求逐步释放以及房企的大力推盘，至 5 月，楼市已现强劲复苏，5 月单月销售面积同比增长 9.66%，基本回归至常态水平。2020 年 1—6 月，全国商品房销售面积同比下降 8.40%、销售金额同比下降 5.40%，下降幅度进一步缩窄。

图 4 近年全国商品房销售面积和销售额情况（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

（4）销售价格情况

2017 年和 2018 年，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速降缓；2019 年，一线城市价格增速触底回升，二、三线城市价格增速继续下探，总体百城价格指数 2019 年虽有上涨但增速逐步回落。2020 年 6 月，一线和三线城市价格有所抬升，二线城市价格小幅调整。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓。其中一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

2018 年末，百城住宅价格指数中一线城市同比增长 0.40%、二线城市同比增长 7.08%、三线城市同比增长 8.71%，一、二、三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓。

2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，百城住宅价格指数同比增速自 2017 年 3 月以来继续收窄。其中，一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，2019 年末价格上涨 0.71%，较上年同期扩大 0.31 个百分点；二、三线城市住宅价格指数增速继续下探，二线城市 2019 年末价格指数同比收窄 2.84 个百分点，三四线代表城市 2019 年末价格指数同比收窄 4.11 个百分点。

2020 年 6 月，百城住宅价格指数上涨 3.16%，增幅较上年同期下降 0.71 个百分点，保持收窄趋势。其中一线城市住宅价格指数上涨幅度较去年底提升 0.88 个百分点，三线城市住宅价格指数同比有所反弹，二线城市继续小幅向下调整。

图 5 2015 - 2019 年及 2020 年 1 - 6 月全国百城住宅销售价格指数同比变化情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 联合评级整理

3. 行业竞争

随着近年来调控政策的逐渐加码, 房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长、企业分化加剧、行业集中度不断提高的发展态势。

2017 年, 房地产市场集中度继续提高, 前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 24.16%和 32.46%, 分别较上年提高 5.44 和 7.23 个百分点; 前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%, 分别较上年提高 2.84 和 3.82 个百分点, 从侧面反映出优质城市资源不断向大型房地产开发企业倾斜的态势。2018 年, 前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%; 前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%, 集中度继续提升。2019 年, 前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降, 但销售面积占比继续提升。

表 3 2017 - 2019 年前 10 名与前 20 名房地产开发企业销售额和销售面积占比情况 (单位: %)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
前 10 大企业销售额占比	24.16	26.89	26.28
前 20 大企业销售额占比	32.46	38.32	37.14
前 10 大企业销售面积占比	15.38	19.08	19.95
前 20 大企业销售面积占比	20.03	25.74	27.07

资料来源: Wind, 联合评级整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势, 资金、品牌、资源等不断向大型房地产开发企业集中, 龙头企业在竞争中占据明显优势。据 CRIC 统计的 2019 年房地产开发企业销售额情况, 碧桂园、万科地产、中国恒大和融创中国全口径销售额均步入 5,000 亿元, 其中碧桂园销售额超过 7,000 亿元; 保利发展、绿地控股、中海地产迈入 3,000 亿元门槛; 新城控股、世茂房地产、华润置地、龙湖集团、招商蛇口、阳光城、金地集团、旭辉集团进入 2,000 亿元阵营, 另有 19 家房地产开发企业销售额过千亿, 再次呈现强者恒强局面。

表 4 2020 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	保利发展
2	碧桂园	7	龙湖集团
3	万科企业	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	中海集团	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

4. 行业政策

2017年以来，政府继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效机制，确保房地产市场平稳发展；同时，调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变。

2016年下半年以来，此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定、“房住不炒”的效果。具体来看，中央层次中长期总基调不变，短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行逆周期微调，整体趋稳；调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，2019年以来政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控，后续或将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等“供给端”的修复手段。

表 5 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2017年3月	2017年3月以来，全国一线及重点二、三线约30个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017年4月	住建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》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017年7月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017年8月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017年10月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017年12月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018年3月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018年7月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018年12月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018年12月	2018年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019年1月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019年3月	2019年3月《政府工作报告》提出“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”

2019年4月	中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”
2019年5月	银保监会发布《“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号），严查房地产违规融资
2019年7月	中央政治局会议提到“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”
2019年8月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64号，要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019年12月	中央经济工作会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展”
2020年3月	国务院发布了《关于授权和委托用地审批权的决定》，主要把两种审批权“下放”，一是将永久基本农田以外的农用地转为建设用地的审批权限“下放”到省、市、自治区；二是将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批权限“下放”到部分试点区域，首批试点省份为北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆，试点期限1年
2020年5月	2020年两会《政府工作报告》提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展”

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”。2017年12月，中央经济工作会议指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”。2017年，国家坚持“房住不炒”，并提出分类调控，因城因地施策。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。2018年12月，中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。临近2018年末，部分城市调控政策微调，但政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”；二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。针对2019年一季度部分城市房地产市场出现过热苗头，中央政治局在4月和7月的政治局会议上重申“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。银保监会接连在2019年5月和8月下发相应文件，对房地产融资进行控制；2019年12月，中央经济工作会议重申“房住不炒”基调。房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

2020年一季度,受新冠疫情影响,经济面临较大挑战,但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月16日,财政部部长在《积极的财政政策要大力提质增效》一文中称,坚持“房住不炒”的定位,落实房地产长效管理机制,深入开展中央财政支持住房租赁市场发展试点、城镇老旧小区改造等工作,推动完善基本住房保障体系。2020年2月21日,人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议,会议提出:保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性,继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制,促进市场平稳运行。2020年5月,两会《政府工作报告》中再提“房住不炒”及“因城施策”。同时,为了解决用地问题,国务院于2020年3月12日印发《关于授权和委托用地审批权的决定》,将土地审批权下放,赋予省级地方政府更多的自主权,使其能够因地制宜,自主调整土地利用空间布局。但国家并未对建设用地规模进行松绑,仍将从严从紧控制建设用地总规模。地方层面,济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策,包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策;但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回,体现了国家保持房地产调控的定力。2020年7月上旬,杭州、东莞及宁波相继出台政策加强楼市调控;2020年7月15日,深圳市住建局出台《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》,涉及调整商品住房限购年限、完善差别化住房信贷等调控措施,深圳楼市政策收紧。

5. 行业关注

房地产行业债务水平较高,房地产开发企业融资渠道整体趋严,且2020年突发的新冠疫情形成了较大的负面冲击,行业违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来,国内货币政策持续宽松,再融资政策进一步松绑,房地产开发企业融资环境明显改善,公司债融资规模大幅增长,行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严,对房地产开发企业的再融资能力产生一定不利影响;同时考虑到部分房地产开发企业存续债务可能存在集中到期的现象,在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。此外,2020年突发的新冠疫情对房地产行业销售甚至整个宏观经济都形成了较大的冲击,房企现金流吃紧,进一步加剧了行业违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策,房地产调控政策短时间不会退出,稳地价、稳房价、稳预期,防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

行业兼并重组有向上趋势,后地产开发时代已来临

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中,中小房地产开发企业面临较大的经营压力,甚至部分高杠杆的大型房企也在加大资产抛售力度,行业整合趋势明显,“大鱼吃小鱼”已演化升级为“大鱼吃大鱼”。实力突出的大型房地产开发企业,相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充,进一步优化总体布局,保障企业稳定发展。

6. 未来发展

调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中,限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用,但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来,国家出台多项长期调控政策,试点共有产权房、鼓励发展住房租

赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

房地产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拉长、去化周期拉长、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。

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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为珠海地区房地产行业的龙头企业，项目开发经验较为丰富，在珠海地区保持较高的市场占有率和品牌知名度；公司控股股东在公司融资、项目建设及与政府协调方面能够给予公司一定的支持；近年来公司持续稳步对外扩张，整体综合实力较强。

公司自成立以来专注于房地产领域，先后建成“华发新城”“华发世纪城”“华发水郡”“华发蔚蓝堡”等优质楼盘，具备丰富的住宅开发经验。公司是珠海地区房地产行业的龙头企业，在珠海地区保持较高的市场占有率和品牌知名度。近年来，公司持续稳步地推进对外扩张步伐，坚持“立足珠海、面向全国”的发展战略，积极推进“珠海为战略大本营，上海、广州、武汉、南京等一线城市及重点二线城市突破”的战略思想，目前已经形成以珠海为战略大本营，上海、广州、武汉、南京等核心城市为重点的区域布局并取得显著成效。

公司控股股东华发集团是珠海市人民政府国有资产监督管理委员会直属的以城市运营、房产开发、金融服务和产业投资为核心业务，商贸服务、文体教育及现代服务等多种产业并举发展的综合性企业集团，在公司融资、项目建设及与政府协调方面能够给予公司一定的支持。同时，公司控股股东持有较多土地储备，为公司未来持续发展提供了有力支持。

2017年3月，公司入选“2017中国房地产卓越100榜”“2017中国房地产上市企业30强”；2017年6月，公司荣获“第十六届（2017年度）广东地产资信20强”；2018年3月，公司被广东省房地产行业协会授予“广东省房地产行业AAA级信用企业”；2019年3月，公司被广东省房地产行业协会授予“广东省改革开放40周年特别贡献企业”。

2. 人员素质

公司高级管理人员整体素质较高，具备多年的行业生产和管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

截至2020年6月底，公司董事、监事及高级管理人员共计21人。

公司董事局主席李光宁先生，生于 1971 年 9 月，硕士研究生学历。曾任珠海华发集团有限公司总经理助理、副总经理，公司董事局秘书、董事。现任珠海华发集团有限公司党委副书记、董事、法定代表人、总经理，珠海华发投资控股有限公司法定代表人、董事长，珠海华金资本股份有限公司法定代表人、董事长，公司法定代表人、董事局主席。

公司董事局副局长、总裁陈茵女士，生于 1970 年 11 月，硕士研究生学历。曾任珠海英格仕房产开发有限公司总经理助理兼工程业务部经理，珠海华发实业股份有限公司销售部经理、总经理助理、副总裁，公司董事局董事、总裁。现任公司董事局副局长、总裁。

截至 2020 年 6 月底，公司在职工合计 8,173 人。从学历构成看，硕士及以上学历占比 12.09%，本科学历占比 57.08%，大专学历占比 21.38%，高中及以下学历占比 9.46%；从岗位构成看，销售人员占比 11.94%，财务人员占比 4.67%，管理人员占比 13.86%，工程人员占比 9.08%，其他人员占比 60.44%；从年龄分布看，30 岁以下占比 32.17%，30—50 岁占比 64.39%，50 岁以上占比 3.44%。

五、公司管理

1. 公司治理

公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事局、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

公司根据《公司法》等有关法律、法规的规定制定了公司章程，设立了股东大会、董事局、监事会和经营管理层。

股东大会是公司的权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。

公司设董事局，对股东大会负责。董事局由十四名董事组成，其中独立董事五名。设董事局主席一名，董事局副局长一至三名。董事由股东大会选举产生。董事任期三年，董事任期届满，可连选连任。董事局负责召集股东大会，并向大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设监事会。监事会由三名监事组成，二名由股东大会选举产生和罢免，另一名由公司职工选举产生和罢免。监事会设监事长一名，监事长由全部监事的三分之二以上选举产生。监事长不能履行职权时，由该监事长指定一名监事代行其职权。监事每届任期三年。股东担任的监事由股东大会选举、罢免和更换，其程序参照董事的选举、罢免和更换的程序；职工担任的监事由公司职工民主选举产生或更换。监事连选可以连任。监事会应向全体股东负责，对公司财务以及公司董事、经理和其他高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督等。

公司设总裁一名，由董事局聘任或解聘。董事可受聘兼任总裁或者其他高级管理人员，但兼任总裁或者其他高级管理人员职务的董事不得超过公司董事总数的二分之一。总裁每届任期三年，连聘可以连任。总裁对董事局负责，负责主持公司的生产经营管理工作等。

2. 管理体制

公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，财务制度严谨规范，整体管理运作情况良好。

公司内设财务管理中心、投资拓展中心、资金管理中心、工程管理中心、安全生产办公室、成本管理部、招标及采购管理部和内部稽核室等职能部门，各部门职责明确、分工清晰，形成了较为完整运营管理体系。公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点以及公司业务具体情况，建立

健全了相应的内部控制制度。

投资管理方面，为健全投资决策程序，提高公司投资工作的科学性与有效性，进一步配合和促进房地产主业的发展，公司制定了合理的投资管理制度，由公司投资管理工作小组负责组织管理，对公司的投资事项进行统筹领导、研究分析以及就可行性作出决定，并组织公司相关部门对投资事项进行实施落实。

资金管理方面，为加强公司资金统筹支付和融资管理工作，建立健全以现金流量控制为重点的公司资金统一调控管理体系，提高资金利用效率，控制融资风险，实现公司资金管理的高度统一，公司制定了资金管理制度。公司资金管理的决策机构为公司资金管理工作小组。资金管理工作小组设组长一名，副组长两至三名，成员若干名。组长和副组长由董事局主席提名，总裁办公会审议批准。成员由组长提名并报总裁办公会审议批准。为实现公司资金安全性要求和全过程管理，资金管理小组主要工作职责是在为公司各项业务提供资金保障的前提下，确保现金流充裕，财务收支结算顺畅，资产状况健康可持续性发展，并利用各种投融资渠道和理财工具，提高公司资金使用效率和收益。按照目前公司资金业务种类及收支特点，将资金管理小组主要工作内容分为经营管理、工程项目、信贷融资等三部分内容。

财务管理方面，公司根据《中华人民共和国会计法》《企业财务通则》《企业会计准则》《会计人员工作规则》等国家各项法律法规和本公司章程，结合公司实际情况，制定财务管理制度。公司财务管理工作实行“统一管理，分级分部门分项目核算”体制。财务管理以守法经营、厉行节约、谨慎理财、资金优化配置实现公司效益最大化为基本原则。公司设立财务总监、财务经理、财务副经理、出纳、工程成本会计、费用核算会计、往来账核算会计、固定资产核算会计、收入利润核算会计、税务会计、资金管理会计、稽核会计、总账会计、报表与财务分析会计、合同及会计档案管理员、电脑系统管理员等岗位（可一人多岗或一岗多人）。财务人员的工作岗位每三年有计划地进行轮换，特殊情况报财务总监和总裁批准。

关联交易管理方面，公司制定了关联交易管理制度，以规范公司关联交易，维护公司投资者特别是中小投资者的合法权益，保证公司与关联方之间订立的关联交易合同符合公平、公正、公开的原则。公司关联交易的决策权限为：（一）公司与关联自然人发生的交易金额不满 30 万元，或者与关联法人发生的交易金额不满 300 万元或占公司最近一期经审计净资产绝对值 0.5% 以下（以较高者为准）的关联交易由公司董事局主席批准；（二）公司与关联方发生的交易除第（一）项以外的关联交易且交易金额在 3,000 万元（含本数）以下或占公司最近一期经审计净资产绝对值 5%（含本数）的以下的关联交易，由公司董事局审议批准；（三）公司与关联方发生的交易金额在 3,000 万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值 5% 以上的关联交易，由公司董事局向股东大会提交议案，并经股东大会审议批准。

对外担保管理方面，公司建立了严格的对外担保管理制度，对外担保实行统一管理，对符合条件、同时具有较强的偿债能力的公司经公司董事局或股东大会批准后方可提供担保。公司对外担保实行统一管理，未经公司董事局或股东大会批准，任何人无权以公司名义签署对外担保的合同、协议或其他类似的法律文件。

六、经营分析

1. 经营概况

近三年，受房地产业务结转收入影响，公司营业收入规模持续增长；公司房地产业务毛利率波

动增长，整体处于尚可水平。

公司主营业务为房地产开发与经营，拥有房地产一级开发资质。2017—2019年，受交付房屋结转收入逐年增多的影响，公司营业收入逐年增长，年均复合增长28.91%，2019年实现营业收入331.49亿元；公司净利润持续增长，年均复合增长36.73%，2019年实现净利润33.16亿元。

从收入构成看，房地产开发与销售收入占公司营业收入的比例均在95%以上，主营业务突出；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。2017—2019年，公司房地产开发销售收入持续增长，年均复合增长29.21%；其他业务收入主要是与房产开发相关的装修、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，其他业务收入占营业收入的比例在5%左右，对公司整体经营影响不大。

表6 2017—2019年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发与销售	190.08	80.21	28.60	226.61	95.62	27.95	317.35	95.73	30.31
其他业务	9.40	3.97	15.83	10.38	4.38	12.52	14.14	4.27	14.08
合计	199.48	84.17	28.00	236.99	100.00	27.28	331.49	100.00	29.62

资料来源：公司提供

2017—2019年，受房地产市场波动和结转项目结构变化影响，公司房地产开发与销售业务毛利率波动增长，总体毛利率水平一般；公司其他业务收入占比较小，对公司综合毛利率影响不大；综上，公司综合毛利率波动增长，分别为28.00%、27.28%和29.62%。

2020年1—6月，公司实现营业收入228.66亿元，同比增长60.75%；实现净利润21.40亿元，同比增长29.28%，净利润增速低于收入增速主要系结转项目毛利率下降所致；其中归属于母公司所有者的净利润14.66亿元。

2. 土地储备

近年来公司在深耕珠海的基础上积极向华东、华中和华南等珠海以外地区扩张；目前公司土地储备充足，并表项目土地储备主要分布于二三线城市，其中华中地区项目体量大，面临一定的去化风险。

公司房地产经营模式以自主开发销售为主，并稳步推进合作开发等多种经营模式。公司通过公开竞购、合作开发等方式增加土地储备。近年来，公司在深耕珠海的基础上，积极向外扩张，以上海、广州、武汉等核心城市为依托，对周边卫星城市进行渗透。公司投资布局聚焦于粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区，其中珠海为公司战略大本营，北京、上海、广州、武汉、苏州、南京、大连等一线城市及重点二线城市为公司战略发展方向。

自2017年以来，公司加大了拿地力度，开启新一轮的投资布局，在继续深耕上海、武汉、广州、苏州等已布局城市的基础上，成功开辟南京、佛山、嘉兴等市场，并不断深化新进城市的项目储备。从近年来公司购地情况看，2017—2019年，公司新获取土地建筑面积分别为274.79万平方米、249.29万平方米和348.62万平方米，土地出让金总额分别为230.57亿元、269.11亿元和246.57亿元。2020年1—6月，公司延续既定投拓区位布局策略，聚焦重点一二线城市积极获取项目储备，新获取土地建筑面积200.65万平方米，新增土地储备位于珠海、广州、南京、苏州、绍兴等地。

表7 公司土地储备获取情况(单位:万平方米、亿元)

年份	建筑面积	土地出让金总额
2017年	274.79	230.57
2018年	249.29	269.11
2019年	348.62	246.58
2020年1-6月	200.65	182.12

数据来源:公司提供

截至2020年6月底,公司合并范围内共拥有44个项目的土地储备,并表项目建筑面积合计808.71万平方米,主要分布于鄂州、绍兴、武汉、湛江、珠海、南京等二三线城市。相对于公司的销售规模,公司的土地储备充足;但公司武汉、鄂州等华中地区土地储备占比较高,需关注区域市场需求情况及项目去化速度。

表8 截至2020年6月底公司并表项目土地储备分地区情况(单位:个、万平方米、%)

序号	城市	项目数量	建筑面积	占比
1	鄂州	4	179.95	22.25
2	绍兴	6	120.91	14.95
3	武汉	6	99.95	12.36
4	湛江	4	97.53	12.06
5	珠海	7	81.87	10.12
6	南京	2	49.52	6.12
7	中山	2	32.88	4.07
8	广州	1	25.69	3.18
9	大连	1	24.00	2.97
10	郑州	1	19.29	2.39
11	常熟	3	17.94	2.22
12	苏州	2	16.55	2.05
13	沈阳	1	10.84	1.34
14	烟台	1	10.30	1.27
15	重庆	1	9.68	1.20
16	汕尾	1	8.00	0.99
17	威海	1	3.81	0.47
合计	--	44	808.71	100.00

注:公司土地储备统计口径为合并口径
资料来源:公司提供,联合评级整理

3. 项目建设开发情况

近年来,公司项目开发规模逐年加大,公司在建项目规模较大,为后续收入来源提供了保障,但也带来了较大的开发建设支出压力。

从项目开发来看,公司项目开发规模逐年加大,2017-2019年,公司新开工面积逐年快速增长,分别为220.47万平方米、513.64万平方米和650.62万平方米。2017-2019年,公司竣工面积分别为215.28万平方米、178.57万平方米和279.97万平方米,波动增长。2017-2019年,公司期末在建面积分别为715.35万平方米、1,004.23万平方米和1,367.02万平方米。2020年1-6月,公司新开工面积246.13万平方米,竣工面积171.27万平方米。

表9 公司房地产项目开发情况(单位:个、万平方米)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-6月
新开工面积	220.47	513.64	650.62	246.13
竣工面积	215.28	178.57	279.97	171.27
期末在建面积	715.35	1,004.23	1,367.02	1,440.76

注:统计口径为并表口径

注:公司不满足期末在建面积=上期末在建面积+新开工面积-竣工面积的勾稽关系,主要系公司增资和收购规模扩大,且对上
年末数据追溯调整所致

资料来源:公司提供

截至2020年6月底,公司期末在建建筑面积1,440.76万平方米,涉及在建项目数量84个;在建项目计划总投资2,558.57亿元,已投资1,441.06亿元,尚需投资1,117.51亿元;公司在建项目规模较大,为后续收入来源提供了保障,但也带来了较大的开发建设支出压力。

4. 房产销售情况

近三年,得益于公司全国化布局战略的加快实施,公司合同销售金额快速增长;公司剩余可售项目主要集中在珠海和武汉等二三线城市,从公司过往销售情况看,剩余可售面积较为充足。

从销售情况看,2017-2019年,得益于公司全国化布局战略的加快实施,公司合同销售面积持续增长,分别为133.76万平方米、194.87万平方米和395.91万平方米;销售价格方面,受益于几大核心城市布局,2017-2019年公司合同销售均价维持较高水平;受上述因素影响,2017-2019年公司合同销售金额呈持续增长态势,分别为310.17亿元、582.01亿元和922.73亿元。2020年1-6月,公司实现合同销售金额440.70亿元,合同销售面积176.40万平方米。

表10 公司房地产项目销售情况(单位:万平方米、万元/平方米、亿元)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-6月
合同销售面积	133.76	194.87	395.91	176.40
合同销售金额	310.17	582.01	922.73	440.70
合同销售均价	2.32	2.99	2.33	2.49

注:统计口径为全口径

资料来源:公司提供

从合同销售的区域分布看,2019年,公司珠海区域全年完成销售256.21亿元,销售占比27.76%;华东区域全年完成销售375.21亿元,销售占比40.66%;华南区域全年完成销售103.06亿元,销售占比11.17%;华中区域全年完成销售80.89亿元,销售占比8.77%;北方区域全年完成销售54.37亿元,销售占比5.89%;山东区域全年完成销售32.81亿元,销售占比3.56%;北京公司全年完成销售20.18亿元,销售占比2.19%,整体区域分布较为均衡。2020年1-6月,合同销售金额占比前五大城市分别为南京(占比23.45%)、珠海(占比22.45%)、上海(占比9.19%)、沈阳(占比6.12%)、武汉(占比5.21%),受疫情影响,合同销售华中地区占比小于其在土储中的占比。

从公司可售项目情况看,截至2020年6月底,公司并表可售项目138个,总可售容积率面积1,565.57万平方米,累计销售894.28万平方米,剩余可售面积671.30万平方米;从公司过往销售情况看,剩余可售面积较为充足。

表 11 截至 2020 年 6 月底公司可售项目区域情况 (单位: 个、万平方米)

城市	项目数量	总可售容积率面积	累计销售面积	剩余可售面积
珠海	35	382.38	259.07	123.31
武汉	20	311.19	133.65	177.54
中山	14	135.57	102.11	33.46
威海	8	98.13	78.55	19.58
上海	7	66.37	32.20	34.17
南宁	6	50.80	49.87	0.93
沈阳	6	126.84	82.23	44.61
大连	5	57.41	29.12	28.29
广州	5	36.80	27.32	9.48
南京	4	32.94	5.02	27.93
江门	3	38.30	6.13	32.17
苏州	3	20.46	6.71	13.75
天津	3	19.64	7.81	11.83
杭州	2	22.62	4.59	18.02
青岛	2	15.69	4.01	11.68
汕尾	2	2.24	0.00	2.24
太仓	2	15.39	13.63	1.76
无锡	2	30.33	11.37	18.97
包头	1	9.93	1.99	7.93
北京	1	15.46	3.43	12.02
常熟	1	9.14	0.00	9.14
川渝	1	5.13	0.00	5.13
佛山	1	10.72	6.68	4.04
嘉兴	1	14.14	14.14	0.00
清远	1	8.52	3.32	5.21
温州	1	10.11	7.54	2.57
湛江	1	19.35	3.81	15.54
合计	138	1,565.57	894.28	671.30

注: 可售项目统计口径为合并口径
资料来源: 公司提供, 联合评级整理

5. 经营效率

公司经营效率指标有待提升。

2017—2019 年, 公司流动资产周转次数分别为 0.17 次、0.16 次和 0.17 次, 存货周转次数分别为 0.15 次、0.15 次和 0.16 次, 总资产周转次数分别为 0.16 次、0.15 次和 0.16 次, 上述指标均变化不大。与同行业其他主要上市公司比较, 公司经营效率指标有待提升, 主要系公司业务扩张土地储备增长速度较快导致。

表 12 公司与房地产开发类上市公司 2019 年经营效率指标比较 (单位: 次)

公司简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
中国海外发展	0.30	0.31	0.24
首创置业	0.17	0.13	0.11
华润置地	0.28	0.31	0.21

中国金茂	0.45	0.27	0.15
华发股份	0.16	0.17	0.16

注：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 数据
资料来源：Wind

6. 经营关注

公司开发规模增长较快且合作开发规模大，存在管理方面风险

随着公司在建项目的增多、区域布局的拓展，项目管理、资金管理难度相应加大，对公司项目运营管理能力提出更高的要求。

未来资金需求规模较大

2017 年以来，公司为未来销售规模制定了更高目标，开启了新一轮的投资布局，存在较大补库存需求；公司在建项目较多，在建面积较大，面临较大项目开发建设支出压力。

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，行业销售面临下滑压力

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，房地产行业销售和回款承压；公司华中地区土地储备占比较高，需关注区域市场需求情况及项目去化速度。

7. 未来发展

公司未来的发展战略目标清晰。

公司将继续实施战略升级，同时积极提升项目周转效率，全力推进优+生活体系建设，推动产品品质及竞争力不断提升，品牌影响力不断增强。

区域拓展上，公司将扎根珠海，确保珠海的龙头地位；加大对上海、广州、武汉等地的投资布局，努力开拓其他一线及二线重点城市的市场；采取聚焦战略，围绕粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区等核心城市群形成区域布局；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。

在定制装修取得一定成效的基础上，公司将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。

此外，公司通过延伸地产业务产业链，加大与房地产业务相关产业的股权投资，逐步向商业地产、住房租赁、定制装修等领域扩张，已形成以住宅为主业，商业地产与上下游产业链同步发展的“一核两翼”格局。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年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意见的审计意见。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。合并范围变动方面，截至 2018 年底公司纳入合并财务报表范围的子公司以及本部共计 271 户，较年初增加 109 户，减少 4 户；截至 2019 年底公司纳入合并财务报表范围的子公司以及本部共计 407 户，较年初增加 136 户。

截至 2020 年 6 月底公司纳入合并财务报表范围的子公司以及本部共计 468 户，较年初增加 62 户，减少 1 户。公司合并范围有一定变动，但主营业务连续，财务可比性仍较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 2,341.11 亿元，负债合计 1,908.16 亿元，所有者权益 432.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 197.57 亿元。2019 年，公司实现营业收入 331.49 亿元，净利润 33.16 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 27.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额 280.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 66.91 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司合并资产总额 2,654.16 亿元，负债合计 2,150.77 亿元，所有者权益 503.39 亿元，其中归属于母公司所有者权益 227.38 亿元。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 228.66 亿元，净利润 21.40 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 14.66 亿元；经营活动产生的现金流量净额 90.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 57.20 亿元。

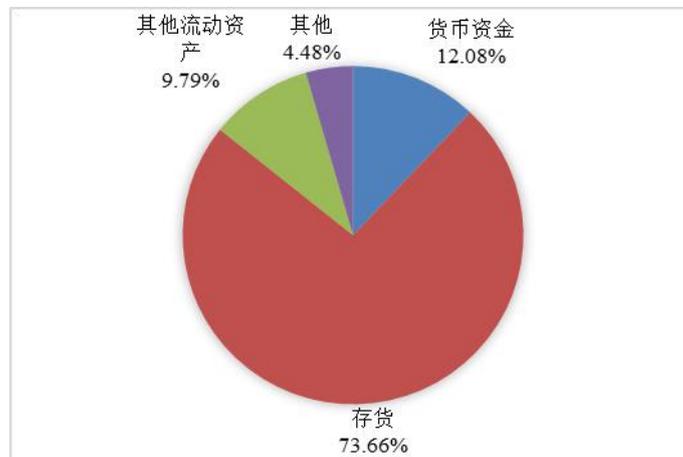
2. 资产质量

2017—2019 年，公司资产规模稳步增长，以流动资产为主；公司存货集中在二三线城市，货币资金较为充裕，资产受限比例一般，整体资产质量较好。

2017—2019 年，公司合并资产总额连续增长，年均复合增长 28.27%。截至 2019 年底，公司合并资产总额 2,341.11 亿元，较年初增长 28.48%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 92.24%，非流动资产占 7.76%。公司资产以流动资产为主。

2017—2019 年，公司流动资产连续增长，年均复合增长 27.91%，主要系存货、货币资金和其他流动资产增长所致。截至 2019 年底，公司流动资产 2,159.33 亿元，较年初增长 27.39%。公司流动资产主要由货币资金（占 12.08%）、存货（占 73.66%）和其他流动资产（占 9.79%）构成。

图 6 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司货币资金连续增长，年均复合增长 49.68%，主要系销售回款增长所致。截至 2019 年底，公司货币资金 260.80 亿元，较年初增长 36.27%，主要由银行存款构成。其中受限货币资金 2.97 亿元，主要为各类保证金，占比 1.14%，受限比例很低。

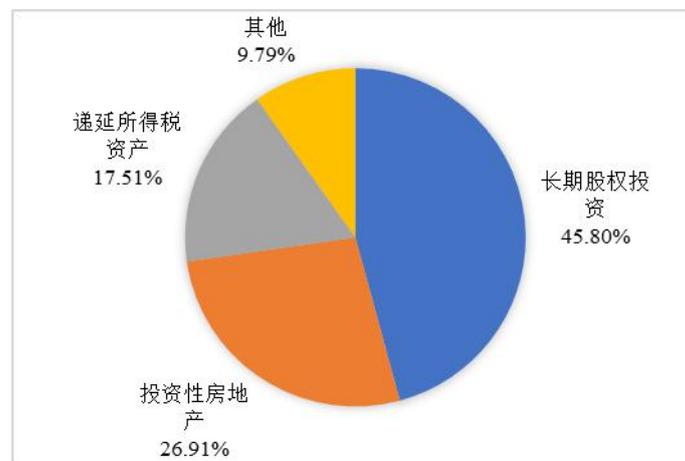
2017—2019 年，公司存货连续增长，年均复合增长 23.35%，主要系房地产开发投入增加所致。截至 2019 年底，公司存货 1,590.45 亿元，较年初增长 23.85%。公司存货主要由开发成本（占比 81.12%）和开发产品（占比 17.20%）构成，累计计提跌价准备 167.57 万元。公司存货主要分布于二三线城市，

若未来因房地产市场波动或调控政策等因素影响公司房地产项目销售价格出现下滑，公司存货将面临一定跌价风险。

2017—2019年，公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长49.38%，主要系预收房款增加相应预缴税费增加、新开工或在建项目投入增加相应留抵进项税额增加以及合作方经营往来款增加所致。截至2019年底，公司其他流动资产211.39亿元，较年初增长54.89%。其中预交税费占比22.83%，合营联营企业往来款占比45.72%，合作方经营往来款占比31.45%，往来款规模较大。

2017—2019年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长32.75%。截至2019年底，公司非流动资产181.78亿元，较年初增长43.10%，主要系长期股权投资和投资性房地产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占45.80%）、投资性房地产（占26.91%）构成。

图7 截至2019年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2017—2019年，公司长期股权投资连续增长，年均复合增长32.84%，主要系对合营和联营企业投资增多所致。截至2019年底，公司长期股权投资83.25亿元，较年初增长28.94%。

2017—2019年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长43.72%。截至2019年底，公司投资性房地产48.91亿元，较年初增长105.82%，主要系开发产品转为长租公寓所致。公司的投资性房地产主要为位于珠海市用于出租的购物中心华发商都、位于上海市普陀区的办公楼以及位于珠海市和南宁市的长租公寓，采用公允价值计量模式；投资性房地产公允价值变动受国家宏观经济形势、区域经济等影响较大，存在一定的估值波动风险。

截至2019年底，公司所有权或使用权受到限制的资产420.86亿元，其中货币资金2.97亿元，存货355.14亿元，固定资产0.99亿元，长期股权投资12.85亿元，投资性房地产48.91亿元；受限资产占资产总额的17.98%，公司资产受限程度一般。

截至2020年6月底，公司合并资产总额2,654.16亿元，较年初增长13.37%，主要系存货增多所致。其中，流动资产占92.86%，非流动资产占7.14%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

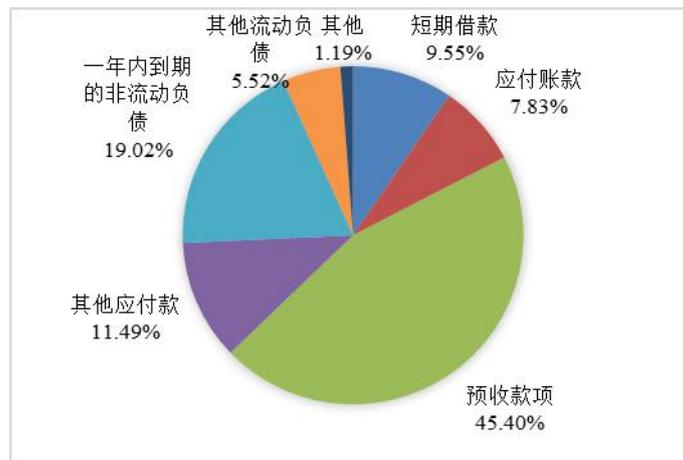
2017—2019年，随着公司经营规模扩大，负债规模和债务规模逐年增长；公司债务负担较重，

且债务结构中短期债务规模和占比偏高。

2017—2019年，公司负债总额连续增长，年均复合增长28.36%。截至2019年底，公司负债总额1,908.16亿元，较年初增长27.19%，流动负债和非流动负债均有所增长。其中，流动负债占67.55%，非流动负债占32.45%。公司负债以流动负债为主。

2017—2019年，公司流动负债连续增长，年均复合增长45.30%。截至2019年底，公司流动负债1,288.94亿元，较年初增长29.38%，主要系预收款项增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占9.55%）、应付账款（占7.83%）、预收款项（占45.40%）、其他应付款（占11.49%）、一年内到期的非流动负债（占19.02%）和其他流动负债（占5.52%）构成。

图8 截至2019年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2017—2019年，公司短期借款波动增长，年均复合增长16.71%。截至2018年底，公司短期借款126.56亿元，较年初增长40.05%，随着公司规模扩大及经营发展需要，短期借款规模大幅增多所致。截至2019年底，公司短期借款123.08亿元，较年初下降2.75%，变化不大；其中抵押借款占比4.06%，保证借款占比65.06%，信用借款占比30.86%，未到期应付利息占比0.01%。

2017—2019年，公司应付账款连续增长，年均复合增长65.18%，主要系应付工程款增长所致。截至2019年底，公司应付账款100.95亿元，较年初增长112.85%，主要为应付工程款（占比94.59%）。

2017—2019年，公司预收款项连续增长，年均复合增长44.19%，主要系预收售楼款增长所致。截至2019年底，公司预收款项585.23亿元，较年初增长49.96%。

2017—2019年，公司其他应付款连续增长，年均复合增长29.34%，主要系往来及拆借款和土地增值税准备金增长所致。截至2019年底，公司其他应付款148.13亿元，较年初增长35.65%；其他应付款主要由押金及保证金（占6.00%）、往来及拆借款（占70.57%）和土地增值税准备金（占22.44%）构成。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长53.09%。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债253.95亿元，较年初增长142.81%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债245.11亿元，较年初下降3.48%，变动不大。

截至2017年末，公司无其他流动负债。截至2018年底，公司其他流动负债59.50亿元，主要系公司将售房尾款的资产证券化所致。截至2019年底，公司其他流动负债71.13亿元，较年初增长

19.55%，主要系发行短期融资券和美元境外私募债所致；其他流动负债主要由售房尾款资产证券化（占 78.03%）、短期融资券（占 11.80%）和美元境外私募债（占 9.77%）构成。

2017—2019 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 6.34%，主要系长期借款波动增长所致。截至 2019 年底，公司非流动负债 619.22 亿元，较年初增长 22.85%。公司非流动负债主要由长期借款（占 73.86%）和应付债券（占 20.98%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 6.02%。截至 2018 年底，公司长期借款 343.87 亿元，较年初下降 15.48%。截至 2019 年底，公司长期借款 457.35 亿元，较年初增长 33.00%，主要系新增保证借款和抵押借款所致；长期借款以保证借款和抵押借款为主。

2017—2019 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 3.51%。截至 2018 年底，公司应付债券 158.91 亿元，较年初增长 13.86%，主要系新发行公司债和中期票据所致。截至 2019 年底，公司应付债券 129.93 亿元，较年初下降 18.24%，主要系部分转入流动负债所致。截至 2019 年底公司应付债券明细如下表所示。

表13 截至2019年底公司应付债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行日期	债券期限	发行金额	期末余额
15 华发 01	2015/11/26	3+2 年	29.46	29.40
16 华发 01	2016/3/2	3+2 年	5.00	4.99
16 华发 02	2016/3/2	2+1 年	15.00	0.00
16 华发 03	2016/3/21	3+2 年	15.00	14.98
16 华发 04	2016/3/21	2+1 年	14.75	0.00
16 华发 05	2016/9/13	3+2 年	20.00	19.97
18 华发 01	2018/3/14	2+1 年	25.00	24.98
18 华发 03	2018/12/10	2+1 年	15.00	14.94
19 华发 01	2019/2/25	3+2 年	7.50	7.45
19 华发 02	2019/2/25	2+1 年	7.80	7.76
19 华发 03	2019/8/19	3+2 年	5.00	4.96
19 华发 04	2019/8/19	2+1 年	5.00	4.97
17 华发实业 MTN001	2017/6/22	5 年	10.00	9.98
17 华发实业 MTN002	2017/7/27	5 年	10.00	9.98
17 华发实业 MTN003	2017/9/28	5 年	20.00	19.96
18 华发实业 MTN001	2018/10/30	3 年	10.00	9.99
合计	--	--	214.50	184.31

资料来源：公司年报，联合评级整理

2017—2019 年，公司全部债务连续增长，年均复合增长 19.28%。截至 2019 年底，公司全部债务 1,054.72 亿元，较年初增长 12.66%，主要系长期债务增加所致；其中短期债务占 41.42%，长期债务占 58.58%。2017—2019 年，公司资产负债率分别为 81.39%、82.34%和 81.51%，波动增长。全部债务资本化比率分别为 73.68%、74.42%和 70.90%，波动下降。长期债务资本化比率分别为 67.36%、60.97%和 58.80%，连续下降。整体看，公司债务负担较重。从全部债务期限结构来看，公司债务到期时间主要分布在 3 年以内。

表 14 截至 2019 年底公司全部债务期限分布情况 (单位: 亿元)

假设债券全部回售						
项目	1 年内	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4 年及以上	合计
短期借款	123.06	--	--	--	--	123.06
一年内到期的非流动负债	240.52	--	--	--	--	240.52
其他流动负债科目中的有息负债	70.85	--	--	--	--	70.85
长期借款	--	159.94	203.85	22.49	71.07	457.35
应付债券	14.94	62.65	52.34	--	--	129.93
其他非流动负债科目中的有息负债	--	5.00	25.62	--	--	30.62
合计	449.37	227.59	281.81	22.49	71.07	1,052.33
假设债券不回售						
项目	1 年内	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4 年及以上	合计
短期借款	123.06	--	--	--	--	123.06
一年内到期的非流动负债	240.52	--	--	--	--	240.52
其他流动负债科目中的有息负债	70.85	--	--	--	--	70.85
长期借款	--	159.94	203.85	22.49	71.07	457.35
应付债券	--	64.87	52.64	0.00	12.42	129.93
其他非流动负债科目中的有息负债	--	5.00	25.62	--	--	30.62
合计	434.43	229.81	282.11	22.49	83.49	1,052.33

注: 上表未包含应付票据
资料来源: 公司提供

截至 2019 年底, 公司其他权益工具 63.74 亿元, 全部为永续债。如将永续债调入长期债务, 截至 2019 年底, 公司全部债务 1,118.46 亿元。其中, 短期债务 436.81 亿元 (占 39.05%), 长期债务 681.65 亿元 (占 60.95%)。截至 2019 年底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 84.23%、75.18%和 64.87%, 较调整前分别上升 2.72 个百分点、4.28 个百分点和 6.07 个百分点, 公司债务负担很重。

截至 2020 年 6 月底, 公司负债总额 2,150.77 亿元, 较年初增长 12.71%, 主要系短期应付债券和长期借款增多所致。其中, 流动负债占 63.49%, 非流动负债占 36.51%。公司以流动负债为主, 负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年 6 月底, 公司全部债务 1,251.96 亿元, 较年初增长 18.70%; 其中短期债务 467.99 亿元 (占 37.38%), 长期债务 783.97 亿元 (占 62.62%)。截至 2020 年 6 月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.03%、71.32%和 60.90%, 较年初分别下降 0.47 个百分点、提高 0.42 个百分点和提高 2.10 个百分点。

截至 2020 年 6 月底, 公司其他权益工具 78.70 亿元, 全部为永续债。如将永续债调入长期债务, 截至 2020 年 6 月末, 公司全部债务增至 1,330.66 亿元; 其中, 短期债务 467.99 亿元 (占 35.17%), 长期债务 862.67 亿元 (占 64.83%)。截至 2020 年 6 月末, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 84.00%、75.81%和 67.01%, 较调整前分别上升 2.97 个百分点、4.48 个百分点和 6.11 个百分点。

(2) 所有者权益

2017—2019年，公司所有者权益规模持续增长，权益中其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比较高，权益稳定性较弱。

2017—2019年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长27.87%，主要系其他权益工具和未分配利润增加所致。截至2019年底，公司所有者权益合计432.95亿元，较年初增长34.52%；其中，归属于母公司所有者权益占比为45.63%，少数股东权益占比为54.37%。归属于母公司所有者权益中，股本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占10.72%、32.26%、5.78%、0.44%和45.58%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至2020年6月底，公司所有者权益为503.39亿元，较年初增长16.27%，主要系其他权益工具和未分配利润增多所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为45.17%，少数股东权益占比为54.83%。归属于母公司所有者权益227.38亿元，股本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占9.31%、34.61%、5.12%、0.13%和46.23%。所有者权益结构稳定性较弱。截至2020年6月底，公司其他权益工具78.70亿元，较年初增长23.47%，主要系发行“20华发实业MTN001”“20华发实业MTN002”所致。

4. 盈利能力

2017—2019年，受公司交付房屋结转的销售收入增长影响，公司收入及利润规模实现较快增长，2018年以来投资收益对营业利润贡献较大；公司整体盈利能力有待提高。

2017—2019年，受益于交付房屋结转的销售收入增长影响，公司营业收入连续增长，年均复合增长28.91%。2017—2019年，公司利润总额分别为25.03亿元、30.85亿元和43.96亿元，连续增长，年均复合增长32.52%。2017—2019年，公司净利润分别为17.74亿元、24.02亿元和33.16亿元，连续增长，年均复合增长36.73%；其中归属于母公司所有者的净利润分别为16.10亿元、22.84亿元和27.85亿元。

期间费用方面，2017—2019年，公司费用总额连续增长，年均复合增长58.43%，主要系销售费用和管理费用增长所致。2019年，公司期间费用总额为29.68亿元，同比增长47.36%；其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为44.63%、43.52%、2.81%和9.04%。2017—2019年，公司销售费用和管理费用逐年增长，分别年均复合增长57.05%和47.45%，主要系随着公司经营规模扩大、相应费用增多所致。2019年，公司新增研发费用主要是下属子公司珠海华发景龙建设有限公司、建泰建设有限公司等研发项目支出新增所致。2017—2019年，公司财务费用逐年增长，年均复合增长128.62%，主要系利息支出增多所致。

利润构成方面，2017—2019年，投资收益占公司营业利润的比例分别为1.64%、20.23%和16.54%，2018年以来占比较高，主要系权益法核算的长期股权投资收益大幅增长所致；投资收益对营业利润贡献较大。

盈利指标方面，2017—2019年，公司营业利润率分别为18.28%、18.93%和20.12%，连续增长。2017—2019年，公司总资产收益率分别为2.22%、2.70%和3.22%，公司总资产报酬率分别为2.15%、2.30%和2.64%，公司净资产收益率分别为7.14%、8.19%和8.79%，随着利润规模增长而均呈现逐年增长态势，但与同行业其他主要上市公司比较，公司盈利能力仍有待提高。

表 15 房地产开发类上市公司 2019 年盈利指标 (单位: %)

股票简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
中国海外发展	33.66	15.57	9.57
首创置业	26.86	6.96	3.83
华润置地	37.91	18.38	8.76
中国金茂	29.44	17.17	5.05
华发股份	29.62	16.08	2.24

注: 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 数据
资料来源: Wind

2020 年 1—6 月, 公司实现营业收入 228.66 亿元, 同比增长 60.75%; 实现净利润 21.40 亿元, 同比增长 29.28%, 净利润增速低于收入增速主要系结转项目毛利率下降所致; 其中归属于母公司所有者的净利润 14.66 亿元。

5. 现金流

2017—2019 年, 公司经营活动现金流持续净流入; 公司将购地支出计入投资活动现金流, 因近年来获取土地规模较大, 投资活动现金流持续净流出; 公司筹资活动前净现金流持续为负, 融资需求较大。

从经营活动来看, 2017—2019 年, 公司经营活动现金流入分别为 255.50 亿元、371.14 亿元和 558.71 亿元, 连续增长, 年均复合增长 47.88%, 主要系销售回款增多所致。2017—2019 年, 公司经营活动现金流出分别为 144.51 亿元、211.15 亿元和 278.36 亿元, 连续增长, 年均复合增长 38.79%, 主要系房地产开发建设支出和支付的各项税费增多所致。2017—2019 年, 公司经营活动现金流量净额分别为 110.99 亿元、159.99 亿元和 280.35 亿元, 连续增长, 年均复合增长 58.93%, 持续净流入。

从投资活动来看, 2017—2019 年, 公司投资活动现金流入分别为 1.13 亿元、45.72 亿元和 56.64 亿元, 连续增长, 年均复合增长 606.59%; 其中 2018 年同比增长 39.30 倍主要系收回投资收到的现金增加所致, 2019 年同比增长 23.88% 主要系取得投资收益收到的现金增多所致。公司将购地支出计入投资活动现金流, 2017—2019 年, 公司投资活动现金流出分别为 340.21 亿元、356.02 亿元和 377.92 亿元, 连续增长, 年均复合增长 5.40%。2017—2019 年, 公司投资活动现金流量净额分别为 -339.07 亿元、-310.29 亿元和 -321.28 亿元, 持续净流出。

2017—2019 年, 公司经营活动和投资活动产生的现金流量净额合计分别为 -228.08 亿元、-150.31 亿元和 -40.92 亿元, 公司筹资活动前净现金流持续为负, 融资需求较大。

从筹资活动来看, 2017—2019 年, 公司筹资活动现金流入分别为 532.05 亿元、577.85 亿元和 841.07 亿元, 连续增长, 年均复合增长 25.73%; 其中 2019 年同比增长 45.55% 主要系取得借款收到的现金大幅增多所致。2017—2019 年, 公司筹资活动现金流出分别为 352.55 亿元、351.26 亿元和 733.26 亿元, 波动增长, 年均复合增长 44.22%; 其中 2019 年同比增长 108.75% 主要系偿还债务支付的现金大幅增多所致。2017—2019 年, 公司筹资活动现金流量净额分别为 179.50 亿元、226.59 亿元和 107.81 亿元, 持续净流入。

2020 年 1—6 月, 公司经营活动产生的现金流量净额 90.39 亿元, 投资活动产生的现金流量净额 -248.82 亿元, 筹资活动产生的现金流量净额 215.70 亿元。

6. 偿债能力

公司债务负担较重, 短期、长期偿债能力指标有待提高。考虑到公司股东背景较强、区域竞争

力突出、项目储备充裕、融资渠道通畅等因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率分别为2.16倍、1.70倍和1.68倍，连续下降，主要系预收款项增长较快所致。2017—2019年，公司速动比率分别为0.45倍、0.41倍和0.44倍，波动下降。公司流动资产对流动负债的保障程度一般。2017—2019年，公司现金短期债务比分别为0.60倍、0.44倍和0.60倍，波动下降，现金类资产对短期债务的保障程度有待提升。整体看，公司短期偿债能力一般。截至2020年6月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为1.81倍、0.51倍和0.68倍。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为28.22亿元、38.25亿元和56.11亿元，连续增长。2019年，公司EBITDA较上年增长46.69%，主要由计入财务费用的利息支出（占19.71%）和利润总额（占78.34%）构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数分别为0.74倍、0.70倍和0.79倍，EBITDA对利息的覆盖程度不足1倍。2017—2019年，公司EBITDA全部债务比分别为0.04倍、0.04倍和0.05倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期债务偿债能力较弱。截至2020年6月底，公司净负债¹率为185.74%，剔除预收款项后的资产负债率²为76.90%。

截至2020年6月底，公司对外担保余额38.43亿元，占净资产的7.63%；公司面临一定或有负债风险。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至2020年8月10日，公司无未结清不良或关注类信贷信息。

截至2020年6月底，公司无涉案金额在1,000万以上的重大未决诉讼事件。

截至2020年6月底，公司共获得授信额度1,637.07亿元，已使用560.71亿元，未使用1,076.36亿元，间接融资渠道较为畅通。公司系上海证券交易所上市公司，融资渠道较为多元。

7. 母公司财务分析

母公司资产以其他应收款和长期股权投资为主，负债以其他应付款和应付债券为主，母公司资产负债率较高；所有者权益稳定性一般，利润以投资收益为主。

截至2019年底，母公司资产总额1,030.16亿元，较年初增长14.93%，流动资产和非流动资产均有所增长。其中，流动资产578.13亿元（占比56.12%），非流动资产452.03亿元（占比43.88%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占10.83%）、其他应收款（占72.28%）、存货（占7.84%）和其他流动资产（占9.00%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占97.75%）构成。截至2019年底，母公司货币资金为62.61亿元。

截至2019年底，母公司负债总额817.87亿元，较年初增长11.44%。其中，流动负债660.61亿元（占比80.77%），非流动负债157.26亿元（占比19.23%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占85.22%）和一年内到期的非流动负债（占8.89%）构成，非流动负债主要由长期借款（占17.38%）和应付债券（占82.62%）构成。截至2019年底，母公司资产负债率为79.39%，较年初下降2.48个百分点。

截至2019年底，母公司所有者权益为212.28亿元，较年初增长30.68%，主要系其他权益工具增长所致；其中，股本为21.17亿元（占9.97%）、资本公积合计54.74亿元（占25.79%）、未分配利润合计62.36亿元（占29.38%）、盈余公积合计10.65亿元（占5.02%），所有者权益稳定性一般。

¹ 本报告所采用净负债率计算公式为：（全部债务-货币资金）/净资产*100%

² 本报告所采用剔除预收款项后的资产负债率计算公式为：（负债合计-合同负债）/（资产总额-合同负债）*100%

2019年，母公司营业收入为0.58亿元，净利润为26.35亿元，净利润以投资收益为主。

2019年，母公司经营活动产生的现金流量净额9.31亿元，投资活动产生的现金流量净额23.08亿元，筹资活动产生的现金流量净额-11.80亿元。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至2020年6月底，公司全部债务1,251.96亿元，本期拟发行公司债额度为24.20亿元，占全部债务的1.93%，对公司债务负担有一定影响。

以2020年6月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由81.03%、71.32%和60.90%上升至81.21%、71.71%和61.62%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债券的募集资金拟用于偿还到期公司债券，公司实际债务负担或将轻于上述预测值。

2. 本期债券偿债能力分析

以2019年相关财务数据为基础，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为本期公司债券发行额度（24.20亿元）的2.32倍和23.09倍。总体看，EBITDA和经营现金流入量对本期债券的覆盖程度良好。

综合以上分析，并考虑到公司作为业内从事房地产开发的知名企业，在行业经验、市场品牌等方面具有一定的区域竞争优势，能够通过持续经营达到较高的盈利水平，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

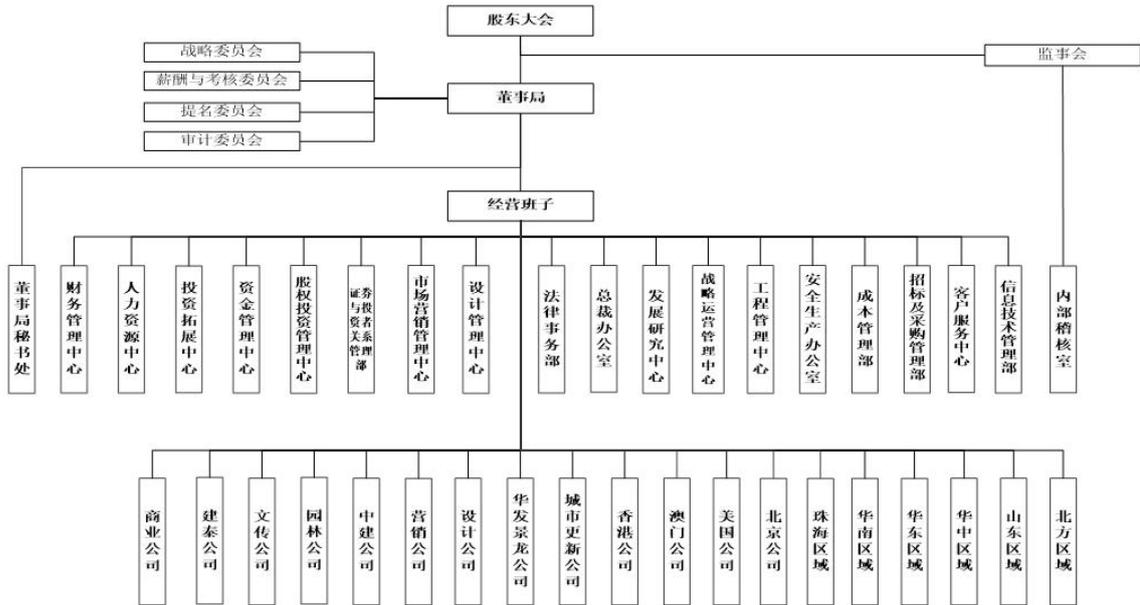
九、综合评价

公司作为珠海市国资委旗下的上市房企，在珠海区域房地产市场处于龙头地位，有较高的品牌知名度，项目开发经验较为丰富，且融资渠道畅通；近年来公司在深耕珠海的基础上积极对外扩张，区域布局有所优化，合同销售规模较大，目前土地储备较充足。同时，联合评级也关注到公司业务受到房地产行业调控政策影响、三线城市项目面临一定的去化风险、公司未来资金需求较大、债务负担较重且对债务结构有待改善等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司项目开发销售持续推进，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”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2020 年 6 月底珠海华发实业股份有限公司
组织结构图



附件 2 珠海华发实业股份有限公司 主要计算指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额 (亿元)	1,422.90	1,822.09	2,341.11	2,654.16
所有者权益 (亿元)	264.79	321.84	432.95	503.39
短期债务 (亿元)	194.95	433.39	436.81	467.99
长期债务 (亿元)	546.42	502.78	617.90	783.97
全部债务 (亿元)	741.37	936.17	1,054.72	1,251.96
营业收入 (亿元)	199.48	236.99	331.49	228.66
净利润 (亿元)	17.74	24.02	33.16	21.40
EBITDA (亿元)	28.22	38.25	56.11	--
经营性净现金流 (亿元)	110.99	159.99	280.35	90.39
流动资产周转次数 (次)	0.17	0.16	0.17	--
存货周转次数 (次)	0.15	0.15	0.16	--
总资产周转次数 (次)	0.16	0.15	0.16	--
现金收入比率 (%)	118.24	146.61	160.07	90.32
总资本收益率 (%)	2.22	2.70	3.22	--
总资产报酬率 (%)	2.15	2.30	2.64	--
净资产收益率 (%)	7.14	8.19	8.79	--
营业利润率 (%)	18.28	18.93	20.12	17.86
费用收入比 (%)	5.93	8.50	8.95	7.09
资产负债率 (%)	81.39	82.34	81.51	81.03
全部债务资本化比率 (%)	73.68	74.42	70.90	71.32
长期债务资本化比率 (%)	67.36	60.97	58.80	60.90
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.74	0.70	0.79	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.04	0.04	0.05	--
流动比率 (倍)	2.16	1.70	1.68	1.81
速动比率 (倍)	0.45	0.41	0.44	0.51
现金短期债务比 (倍)	0.60	0.44	0.60	0.68
经营现金流动负债比率 (%)	18.18	16.06	21.75	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	1.17	1.58	2.32	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。3. 公司其他流动负债中的债务已计入短期债务; 其他非流动负债中的债务已计入长期债务; 4. 本报告中所引用的 2017 年财务数据为 2018 年审计报告的期初数/上年数, 2018 年财务数据为 2019 年审计报告的期初数/上年数

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
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]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
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-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%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

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+应付短期债券+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+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。

联合信用评级有限公司关于 珠海华发实业股份有限公司 面向合格投资者公开发行 2020 年公司债券（第二期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年珠海华发实业股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

珠海华发实业股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。珠海华发实业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注珠海华发实业股份有限公司的相关状况，如发现珠海华发实业股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如珠海华发实业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至珠海华发实业股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送珠海华发实业股份有限公司、监管部门等。

