

跟踪评级公告

联合[2016]554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发行的“15华发01”进行跟踪评级，确定：

珠海华发实业股份有限公司主体长期信用等级由“AA”调整为“AA+”，评级展望维持“稳定”

珠海华发实业股份有限公司发行的“15华发01”信用等级为AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

珠海华发实业股份有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA+ 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项简称: 15 华发 01

债券期限: 5 年

发行规模: 30 亿元

债项信用等级

跟踪评级结果: AA+

上次评级结果: AA

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 6 日

上次评级时间: 2015 年 9 月 8 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	674.31	916.36	987.18
所有者权益 (亿元)	129.86	189.70	188.23
长期债务 (亿元)	210.84	386.41	445.45
全部债务 (亿元)	400.07	573.86	616.20
营业收入 (亿元)	71.04	83.42	9.87
净利润 (亿元)	6.29	6.89	0.18
EBITDA (亿元)	10.20	11.39	--
经营性净现金流 (亿元)	20.32	6.46	31.35
营业利润率 (%)	20.36	19.11	22.11
净资产收益率 (%)	5.46	4.31	--
资产负债率 (%)	80.74	79.30	80.93
全部债务资本化比率 (%)	75.49	75.16	76.60
流动比率	1.92	2.52	2.63
EBITDA 全部债务比	0.03	0.02	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.32	0.25	--
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.34	0.38	--

注: 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 本报告财务数据及指标计算均为合并口径; 2016 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对珠海华发实业股份有限公司 (以下简称“公司”或“华发股份”) 的跟踪评级反映了公司作为区域房地产行业的龙头企业, 在房地产行业景气度波动的背景下, 公司营业收入稳健增长, 区域内品牌影响力较强。作为上市公司, 公司具有较为广泛的融资渠道, 2015 年完成非公开发行股票发行增强了公司的资本实力, 提高了抗风险能力和盈利能力。公司房地产开发业务主要以珠海市为主, 同时覆盖部分国内重要的一、二线城市, 土地储备较充足。同时, 联合评级也关注到房地产市场波动、公司产品区域分布相对集中、在建项目资金需求量较大以及债务负担较重等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来, 随着公司储备及在建项目的持续推进, 公司经营状况将保持良好。

综上, 联合评级将公司主体长期信用等级由“AA”上调至“AA+”, 评级展望维持“稳定”; 同时将“15 华发 01”的债项信用等级由“AA”为上调至“AA+”。

优势

1. 跟踪期内, 公司作为区域房地产行业龙头企业, 在品牌影响力、产品品质等方面居于区域内领先地位。

2. 跟踪期内, 公司土地储备主要位于一二线城市, 地理位置良好, 产品质量高, 为公司塑造品牌形象和提升盈利能力奠定了良好基础, 较大规模的土地储备为公司的可持续发展奠定了良好基础。

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

4. 作为上市公司, 公司具有较为广泛的

融资渠道, 2015年完成非公开发行股票发行增强了公司的资本实力, 提高了抗风险能力和盈利能力。

关注

1. 虽然近期房地产政策出现放松迹象, 但整体看房地产行业高速发展的阶段已经过去, 未来公司营业收入可能受房地产周期调整的影响而出现下滑。

2. 跟踪期内, 公司土地储备相对集中于若干一二线城市, 其中一线城市的金额占比较大, 二线城市则面积占比较大, 部分地区房地产市场变化对公司整体经营可能会产生不利影响。

3. 跟踪期内, 公司在建项目规模较大, 预计随着公司经营规模的扩大, 对建设开发资金的需求将保持较大规模, 公司经营现金流与开发资金需求可能存在不匹配的情况。

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

分析师

杨世龙

电话: 010-85172818

邮箱: yangsl@unitedratings.com.cn

李莹

电话: 010-85172818

邮箱: liying@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层(100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

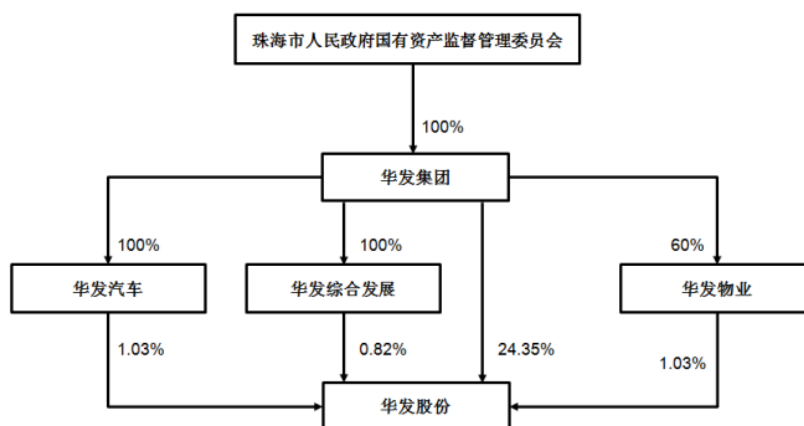


一、主体概况

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

2015年11月，公司以非公开发行方式发行35,200万股新股，发行完成后公司股本变更为11.69亿元。截至2016年3月末，公司总股本为11.69亿元，华发集团直接持有公司24.35%的股份，通过全资子公司珠海华发汽车销售有限公司（以下简称“华发汽车”）和珠海华发综合发展有限公司（以下简称“华发综合发展”），以及控股子公司珠海华发物业管理服务有限公司（以下简称“华发物业”）间接持有公司2.88%的股份，公司实际控制人为珠海市国有资产监督管理委员会。

图1 截至2016年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生改变，仍涉及房地产经营、物业管理；批发零售、代购代销；建筑材料、金属材料（不含金）、建筑五金、五金工具、电子产品及通讯设备（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、化工等业务。

跟踪期内，公司管理组织架构未发生变化，截至2016年3月末，公司本部下设战略研究部、计划运营部、产品研发中心、市场营销管理部、证券及投资者关系管理部、成本管理部、资金管理部、财务管理部、招标及采购管理部、人力资源管理部、投资拓展部、法律事务部、内部稽核室、党委办公室、纪委办公室、总裁办公室共计16职能部门；子公司及员工人数有所变化，截至2016年3月末，公司拥有96家全资子公司及19家控股子公司；拥有在职员工3,120人。

截至2015年末，公司合并资产总额916.36亿元，负债合计726.66亿元，所有者权益（含少数股东权益72.49亿元）189.70亿元，其中归属于母公司所有者权益合计117.21亿元。2015年，公司实现营业收入83.42亿元，净利润（含少数股东损益-0.19亿元）6.89亿元，其中归属于母公司所有者的净利润7.08亿元；经营活动产生的现金流量净额6.46亿元，现金及现金等价物净增加额15.11亿元。

截至2016年3月末，公司合并资产总额987.18亿元，负债合计798.95亿元，所有者权益（含

少数 70.82 股东权益亿元) 188.23 亿元, 其中归属于母公司所有者权益合计 117.41 亿元。2016 年 1~3 月, 公司实现营业收入 9.87 亿元, 净利润(含少数股东损益-0.08 亿元) 0.18 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 0.18 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 31.35 亿元, 现金及现金等价物净增加额 48.65 亿元。

公司注册地址: 广东省珠海市昌盛路 155 号; 法定代表人: 李光宁。

二、本次债券概况

本次债券名称为“2015 年珠海华发实业股份有限公司公司债券(第一期)”, 发行规模 30 亿元, 面值 100 元, 平价发行, 期限为 5 年, 票面利率为固定利率。本次债券已于 2015 年 11 月 27 日发行结束, 票面利率为 4.5%, 每年付息一次, 到期还本, 最后一期利息随本金偿还, 起息日为 2015 年 11 月 26 日, 付息日为 2016 年至 2020 年每年的 11 月 26 日(遇法定节假日或休息日, 则顺延至其后的第一个工作日, 顺延期间付息款项不另计利息)。本次债券募集资金已全部用于补充流动资金和偿还银行贷款, 符合本次债券《募集说明书》约定的募集资金使用安排。本次债券已于 2015 年 12 月 14 日起在上海证券交易所挂牌交易, 证券简称“15 华发 01”, 证券代码“136057”。

三、运营环境

1. 行业概况

2015 年, 我国房地产行业增速进一步放缓。受经济增速放缓和行业宏观调控政策的影响, 2015 年全国房地产开发投资 95,035.61 亿元, 同比增长 1.00%, 增速较上年同期下滑 9.50 个百分点, 为近五年来的最低点。其中, 住宅投资增速最为缓慢, 但住宅投资占比 60% 以上, 仍居各类房产之首; 办公楼投资表现相对较好, 增速一直保持在两位数以上; 商业营业用房 2015 年增速下滑最为明显。2015 年一线城市投资增速仍保持高位, 三线城市出现回稳迹象。

土地供给

2015 年土地市场供需走低, 均价上涨, 不同城市分化加剧。2015 年全国 100 个大中城市成交土地面积 4.68 亿平方米, 比上年下降 18.04%。从各类用地的供求结构来看, 2015 年工业用地供求量仍具各类之首, 占比均超 50%, 商办类用地和其他用地基本持平, 住宅类用地继续下滑约 3 个百分点。土地价格方面, 由于 2014 年以来政府陆续出台“930”新政等政策刺激房地产市场需求, 提高市场活力, 但在整体去库存的背景下, 土地供应缩减, 导致 2015 年土地溢价率大幅上涨, 2015 年土地溢价率达 29.97%, 为市场高点。其中工业用地平均溢价率 0.74%, 较上年下降 0.82%; 住宅类用地平均溢价率 21.59%, 较上年上升 8.35 个百分点; 商办类用地平均溢价率 5.93%, 较上年下降 3.74 个百分点。

2015 年, 一线城市由上半年控制供地节奏至年末优质地块集中放量, 市场再次呈现“U”型走势, 宅地价格上涨明显, 京沪表现突出; 二线城市以分化为主, 热点区域高价地频现, 整体均价及溢价率同比上涨; 三四线城市受楼市库存压力影响, 土地市场仍显低迷。

开发资金来源

土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素, 近年受宏观调控和市场供需影响, 土地价格有所波动, 整体增速呈下降趋势。目前房地产企业资金来源总额及结构较为稳定, 预收资金和自筹资金仍为房地产投资的主要资金来源。

开发资金来源方面, 进入 2015 年, 国内融资环境全面宽松, 央行多次降准降息, A 股再融资

活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有公司法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015年，房地产开发企业到位资金125,203亿元，同比增长2.6%，增速较上年增加2.7个百分点。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资297亿元，下降53.6%；自筹资金49,038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12.0%。在其他资金中，定金及预收款32,520亿元，增长7.5%；个人按揭贷款16,662亿元，增长21.9%。

商品房市场供需

在国家调结构、稳增长的政策背景下，房地产销售面积出现回升，销售价格回升趋势明显；各类城市房价分化加速，一线城市呈量价齐升局面。

从商品房市场供求情况看，2015年，商品房销售面积12.85亿平方米，同比增长6.50%，增速较上年提高14.10个百分点。其中，办公楼销售面积增速最快，达16.20%，增速较上年提高29.20个百分点，增幅较大。分城市来看，一线城市2015年商品房销售面积增幅最大，同比增长15.30%，二三线城市增速均在10.00%以下。

从销售价格来看，2015年5月份以来百城住宅均价开始逐步提高，12月，住宅平均价格为10,980.00元/平方米，同比增速为4.15%，增速较上年同期增加6.84个百分点。2015年以来一线城市房价整体保持增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自2014年4月份以来连续12个月下跌，2015年5月份开始有所好转，11~12月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自2014年至2015年7月连续下跌，8月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

行业竞争

房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。2015年，房地产行业集中度进一步提升。房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为17.05%和23.06%，分别较上年上升0.13和0.27个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到11.41%和14.75%，分别较上年提升0.90和1.01个百分点。

2. 行业政策

2015年，中央明确稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。2015年3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，2015年以来，央行多次降息降准，调整后，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史最低位；除此之外，政府4次下调首套房及二套房个贷首付比例，同时在放松限购限贷、调整公积金、财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月，政府即出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，但行业在可预见的未来仍将受政策的影响体现出比较明显的行业波动。

3. 行业关注

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企。截至2015年底，房地产行业总体资产负债率为76.40%，较2014年的74.58%提高了1.82个百分点，房地产板块整体债务率较高。

市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

4. 行业发展

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产行业的金融化趋势日渐明显。

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。

合作开发成为主流模式

房地产行业投资收益在利润中的占比普遍提升。从收益构成看，2015年房地产上市公司投资收益总额308亿，同比增长23.19%，显示了行业合作开发及多元经营的趋势，未来项目增值将更多以资本利得的方式变现。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演更重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见房地产行业实质性调整刚刚开始，市场的分化将进一步加大。未来几年，预期龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

5. 区域经济

珠海作为珠江三角洲南段的重要城市，一直是广东省和珠三角经济最具活力的地区之一。国务院2008年末颁布实施《珠江三角洲改革发展规划纲要（2008~2020年）》，明确珠海为珠江口西岸的核心城市。港珠澳经济区的战略区域地位、高速的经济增长、良好的生态环境、较高端的产业、优质的人口素质和开发程度较低的土地资源共同构成了珠海的内在核心竞争力。随着“三

高一特”现代产业体系逐步落实，珠海的产业结构得到进一步优化，为经济发展增添了新动力。2015年，横琴自贸区的成立，使得前期政策优惠与自贸区政策叠加，将进一步推动横琴自贸区的体制机制创新、产业发展、对外开放迈上新的台阶。此外，港珠澳大桥的建设、国家海洋战略的实施、“一带一路”战略的推进，多个国家级战略的叠加，使珠海再次迎来重大发展机遇期。

根据珠海市统计局相关数据显示，截至2015年末，珠海市常住人口163.41万人，近五年平均增速为0.83%；户籍人口112.45万人，近五年平均增速为1.19%。近五年珠海市常住人口及户籍人口均维持小幅平稳增长。2015年珠海市完成地区生产总值2,024.98亿元，同比增长10%，增速高于全国和全省平均水平。2015年，珠海市人均GDP达12.47万元，按平均汇率折算为2.0万美元，同比增长8.5%。2015年，珠海市全年完成固定资产投资1,305.14亿元，较上年增长15.0%。

房地产市场方面，2015年珠海市全年房地产开发投资524.12亿元，较上年增长35.0%。在房地产开发投资中，商品房住宅投资385.37亿元，增长43.6%。其中，90平方米及以下住宅投资130.29亿元，增长115.8%；90~144平方米住宅投资150.47亿元，下降2.7%；144平方米及以上住宅投资104.61亿元，增长96.3%；别墅、高档公寓投资29.32亿元，增长109.1%。办公楼投资41.20亿元，下降6.4%；商业营业用房投资47.88亿元，增长20.0%。全年商品房施工面积2,245.42万平方米，增加9.2%，其中商品住宅1,469.21万平方米，增加4.8%。商品房竣工面积196.39万平方米，增加18.2%，其中住宅156.79万平方米，增加22.0%。商品房销售面积417.69万平方米，增长24.3%，其中住宅385.80万平方米，增长31.7%。截至2015年末，商品房待售面积173.85万平方米，减少1.6%，其中住宅98.44万平方米，减少14.3%。“330”新政、央行降准降息、公积金贷款放松等宽松政策推动着珠海楼市价格与成交量的全面上涨。根据珠海市统计局相关数据计算，珠海市区一手房的库存去化周期为2.3个月，基本无库存压力。

房地产销售价格方面，2015年~2016年一季度珠海市房价持续上涨，根据公司提供的数据显示，2015年公司珠海地区项目销售均价为2.23万元/平方米，较上年增长20.63%；2016年一季度，公司珠海地区项目销售均价为2.57万元/平方米，较年初增长14.88%。考虑到珠海地区的环境优势和区位优势，其房价仍有一定的上升空间。

总体看，珠海市的房产投资增量趋于稳定快速增长的态势，随着宏观政策的松动，未来几年有望维持较高的投资增速。

四、管理分析

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

跟踪期内，公司高管人事未发生重大变动，核心管理团队保持稳定。

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

五、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务仍为房地产开发与销售。2015年，公司实现营业收入83.42亿元，较上年增长17.43%，主要系受益于2015年以来房地产市场回暖所致；其中商品房销售收入78.27亿元，其他业务收入5.16亿元。

从营业收入构成看，房地产开发业务是公司主要收入来源（主营业务收入全部来自房地产开发业务）。2015年，房地产开发业务收入占营业收入的93.83%，公司主营业务十分突出。公司其他业务主要包括房产开发相关的物业代理、设计、广告、管理服务、房屋租赁收入等，其他业务收入在营业收入中的占比较小，对公司整体经营影响不大。

表1 2014~2015年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2014年			2015年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
主营业务收入	682,427.21	96.06	35.81	782,651.12	93.83	30.25
其他业务收入	28,002.99	3.94	-1.90	51,582.79	6.17	19.29
合计	710,430.20	100.00	34.32	834,233.91	100.00	29.57

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2015年公司房地产开发业务毛利率下降至30.25%，较2014年降低5.56个百分点，主要系公司结转的个别项目毛利下降所致。2015年，其他业务毛利率为19.29%，较2014年提高21.19个百分点，毛利率波动主要系华发商都项目于2014年7月开业，开业当年租金收入较低，推广营销成本较高，而2015年实现全面营业，利润水平明显上升。综上所述，2015年公司营业收入综合毛利率为29.57%，受房地产开发业务毛利率下降的影响，较2014年下降4.75个百分点。

2016年1~3月，公司实现营业收入9.87亿元，较上年同期增长22.04%，主要系房产项目交楼结转增加所致；利润总额0.31亿元，较上年同期减少74.22%，主要系本期无转让股权收益所致；净利润0.18亿元，较上年同期减少79.75%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模不断增长，房地产开发业务收入增长较快，但毛利率有所波动；其他业务规模不大，且利润水平较低。未来随着公司在售楼盘的开发和销售渐次推进，预计公司营业收入规模将保持稳定增长。

2. 土地储备

从公司土地储备的具体执行情况看，跟踪期内，公司拿地及开发的节奏加快。截至2015年末，公司土地储备建筑面积约836.03万平方米，2015年公司土地购置面积较2014年小幅增长，对应建筑面积变动较小，主要系购置土地容积率较高所致。同时，公司购地支出增加，主要系公司购地策略改变，主要向一线和二线城市发展，所购地块位置较好，购地成本较高。公司部分高价地块采取共同出资的形式取得，在一定程度上降低了公司购地资金支出的压力和风险，但公司整体土地储备支出较高，如下表所示。

表2 2014~2016年一季度公司土地储备获取情况（单位：万平方米、万元）

年份	土地购置面积	公司所占 计入容积率 建筑面积	剩余土地面积	剩余建筑面积	用途	购地支出
2014年	38.41	132.16	486.41	944.14	房地产开发	1,400,034.59
2015年	45.97	97.77	380.79	836.03	房地产开发	1,730,662.91
2016年一季度	5.07	18.25	383.13	840.35	房地产开发	32,941.34

数据来源：公司提供；注：表中土地购置面积为总面积，未按权益计算。

从公司土地储备的区域分布看，公司在巩固珠海市场的同时，加大在上海、武汉等地区的土地获取力度，项目区域布局进一步优化。2015年3月，公司联合上海奔汇投资咨询有限公司竞得闸北区市北高新技术服务业园区 N070501 单元 10-03 号地块；同年6月，公司联合华润置地有限公司下属子公司超智资源有限公司竞得闸北区市北高新技术服务业园区 N070501 单元 09-03 号地块，为公司在上海拓展业务创造条件。公司还竞得武汉江岸区青岛路片 ABCD 地块、武汉二七沿江商务区 C 地块以及南宁市青秀区柳沙路东侧 GC2015-073 地块，公司形成了以珠海、广州、上海和武汉为重点区域的开发格局。截至2015年末，公司共拥有23个未售项目的土地储备，一线城市的项目数量有所增加，其中2个项目位于广州和上海，公司所持土地总体地理位置较佳，升值空间较大。

2016年1~3月，公司竞得珠海市金湾区西湖片区启动区金山大道南侧、迎河东路西侧珠国土储 2015-18 号地块国有建设用地使用权，土地面积为 50,744.59 平方米，成交总价为 3.29 亿元。该地块位于公司大本营珠海市，仍具有一定的升值空间，可为公司未来珠海项目提供支持。

总体看，公司土地储备规模较大，跟踪期内，逐步向一线及重要二线城市拓展，土地储备区域分布较为合理，土地储备质量较高，能够满足未来几年开发需求。

3. 工程招标和原材料采购

公司将采购分为土建、装修、材料等不同部分，但采购方式基本相同。公司采用集中采购与分散采购相结合、以集中采购为主的采购模式。

工程招标

工程招标是公司发包量最大的采购项目。公司一般从自建的合格施工单位库中，筛选实力较强的不少于3个土建方组织招投标。公司对招标过程进行严格管理，一般需要由工程子公司、区域公司和地区公司三方联合进行招标和评标，以保证土建方的选择过程公平、透明。

施工质量方面，公司与建筑施工单位、监理单位三方共同对供货商进行考察，监督施工单位通过招投标方式确定具体产品。因此公司主要通过管理供应商和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制施工质量。

工程施工方集中度方面，由于公司建立了较为广泛的合格施工单位库，且建筑行业竞争较为激烈，处于买方市场状态，公司在珠海地区房地产开发行业中又处于龙头地位，不存在向单个施工单位的工程款支付比例超过发包总额 50% 或严重依赖于少数施工单位的情况。

工程结算方面，一般是按照工程进度付款，但完工前付款总额一般不超过工程款 80%，当项目整体竣工验收合格后支付不超过 95%，剩余 5% 质保金，每年付 2.5%，两年内付全。

材料采购

公司材料供应分为甲供和乙供两类。公司项目主要由供应商提供建造服务及相关建筑材料。原材料主要包括建筑材料（木材、水泥、钢材等）、设备（电梯、电气设备等）及精装修工程材料（空调、家用电器、洁具、五金等）为主，工程基本全部采用招标方式总包给施工单位，原材料基本由施工单位采购，公司自行采购的约占 20% 左右，主要是一些后期装修的建材，如地漏、样板房和销售中心的装修采购项目等小散物品。

甲供材料采购方面，公司统一由全资子公司铨国商贸编制《集中采购年度计划表》，并按计划采购。公司建立了严格的供应商管理体系包括了供应商筛选、审查等环节，并将合格的供应商列入供应商数据库。中标后由铨国商贸与该供应商签订战略合作协议，并将中标供应商资料通知各有关部门级各城市公司，根据项目公司的具体情况向其提供签订战略合作协议的供应品牌、

联系方式、销售单价等信息。每年公司会对供应商进行考评，对供应商的供货质量、供货速度、及配套服务进行专项打分，并向供应商进行反馈，以利改进，对不合格的供应商或警告后屡次不改的供应商予以淘汰。由于该类材料在市场上可供选择的品牌较多，通过招标确定的供应商较为分散，不存在向单个供应商的采购金额比例超过采购总额 50% 或严重依赖于少数供应商之情况。

货款支付方面，一般情况下，公司均采取到货价，根据货到初步验收合格付 80%，一般是项目整体竣工验收，或者单项最终验收合格付款至 95%，剩余 5% 质保金，每年付 2.5%，两年内付全。公司材料采购款支付情况良好，截至 2015 年末，公司应付材料款为 1,217.29 万元，为正常采购往来款项。

总体看，公司采取施工方采购为主、集中采购为辅的采购模式，公司对供应商的筛选、管理和评价有具体有效的措施方法，公司对采购成本具有较强的控制能力。

4. 项目建设开发情况

从公司房地产开发建设情况看，近年来我国房地产市场在政府调控政策影响下出现调整，尤其是三四线城市房价开始下行，但公司转变经营策略，主要向一线及部分二线城市发展，跟踪期内，受房地产市场调控影响较小，公司新开工建设项目逐年增加。公司房地产项目的开发周期通常为 2~3 年时间，符合房地产行业的一般特征。2015 年，新开工面积为 219.72 万平方米，较 2014 年增长 47.09%；竣工面积为 106.05 万平方米，较 2014 年增长 54.41%；在建面积为 451.53 万平方米，较 2014 年增长 57.88%。2015 年以来，受房地产市场回暖影响，公司新开工面积和在建面积均大幅增加（具体数据如下表所示），在建面积逐年增加，对资金形成了一定占用。

2016 年一季度，公司新开工面积 13.93 万平方米，在建面积 465.46 万平方米，在建规模较大。

表 3 2014~2016 年一季度公司房地产项目开发情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年一季度
新开工面积（万平方米）	149.38	219.72	13.93
竣工面积（万平方米）	68.68	106.05	--
期末在建面积（万平方米）	286.00	451.53	465.46

资料来源：公司提供

从公司在建工程的预计投入情况看，根据公司提供的未来三年工程开发规划，2016~2018 年，公司将开发建筑面积 1,161.98 万平米，在建及拟建工程预计需投资 883.62 亿元，投资规模较大。

总体看，跟踪期内，公司开发节奏加快，在建项目较多，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要，但在建项目对开发资金的需求规模较大。

5. 房产销售情况

从销售情况看，2015 年公司实现签约销售面积为 79.77 万平方米，较 2014 年减少 5.11%；实现签约销售金额为 133 亿元，较 2014 年增长 65.53%。从销售价格上看，公司项目定位高端，销售均价较高，2015 年销售均价大幅增长至 1.67 万元，如下表所示。

表 4 2014~2015 年公司房地产项目销售情况

项目	2014 年	2015 年
达预售项目（个）	18	22
签约销售面积（万平方米）	84.07	79.77

签约销售金额（万元）	803,481.76	1,330,000.00
签约销售均价（万元/平方米）	0.96	1.67
结转收入面积（万平方米）	52.30	84.00
结转收入（万元）	682,427.00	782,651.00

资料来源：公司提供

注：以上统计除部分项目如武汉、上海、盘锦包含住宅、商业，其他数据仅包含住宅。

从公司可售项目情况看，公司可售项目规模较大，2015 年末合计可售面积 134.69 万平方米，剩余可售面积占比为 40.78%，且剩余可售面积大部分位于一线和二线城市，售价稳定，按照公司目前去库存速度，并考虑公司销售增长率的情况下，剩余可售面积可满足公司未来近 8 个月的销售需求，考虑到公司三线城市项目去化速度较慢，实际销售周期可能较长，但其项目规模较少，对公司整体经营影响不大。从公司可售项目的区域分布看，大部分项目位于二线城市，可售总面积 100.97 万平方米，占 2015 年末公司可售项目面积的 74.96%，剩余可售面积占总可售面积的比为 32.00%（如下表所示）。

截至 2016 年 3 月末，公司合计可售面积 135.05 万平方米，剩余可售面积为 91.67 万平方米，占比 67.88%，且剩余可售面积大部分位于珠海、广州、上海。其中，一线城市广州剩余可售面积 10.33 万平方米，二线城市珠海、南宁等合计剩余可售面积 49.53 万平方米。

表 5 截至 2015 年末公司可售项目情况（单位：个、万平方米、%）

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	合计
项目数量	2	15	5	22
项目可售总面积	5.40	100.97	28.33	134.69
年均销售面积	1.85	57.87	20.05	79.77
剩余可售面积占比	65.74	42.69	29.23	40.78

数据来源：公司提供

注：根据公司年报说明，一线城市包括上海、广州等，二线城市包括武汉、珠海、南宁、包头、沈阳、大连，三线城市包括威海、盘锦、中山等。

基于公司以往销售情况，及对现有项目和市场的充分估计的情况下，公司提供了销售计划，从此计划看，未来公司将实行稳健进取的销售政策，逐步提升销售规模，在不发生较大行业系统性风险的情况下，未来销售回款有望保持上升，如下表所示。

表 6 公司预计未来两年销售及回款情况

项目	2016 年	2017 年
预计签约销售面积（万平方米）	130.8	122.4
预计签约销售金额（万元）	2,664,047	2,562,063
预计销售回款金额（万元）	2,327,835	2,730,408

数据来源：公司提供

注：表中数据不代表公司对于未来经营情况的承诺。

总体看，跟踪期内，公司可售房源主要位于一二线城市，规模适当，销售前景较好，销售保持增长态势。

6. 自持物业情况

公司持有物业为珠海华发商都项目，该物业是珠海规模最大、档次最高的大型购物中心，2014 年 7 月投入运营，截至 2015 年末出租率为 99%，出租率高。该物业入账成本 23.25 亿元，截至 2015

年末公允价值合计 23.51 亿元。2015 年实现租金收入 10,854.47 万元，平均租金水平为每月 96 元/平方米，较上年有所提升。目前，公司物业经营状况稳定，未来随着公司自持物业规模增加以及相关配套成熟，收入有望进一步增加。

总体看，相比公司房产销售业务，自持物业整体规模不大，但未来前景较好。

7. 重大事项

公司 2015 年非公开发行新增股份 3.52 亿股，本次发行新增股份已于 2015 年 11 月 25 日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕登记托管相关事宜。本次发行募集资金总额为 43.12 亿元，扣除发行费用后，实际募集资金 42.27 亿元。

本次非公开发行未导致公司控制权发生变化，公司净资产大幅度增加，资产负债率相应下降，使得公司资产质量得到提升，偿债能力得到改善，再融资能力得以提高，现金压力得到缓解，资产结构更趋合理，为公司持续发展提供了支持。

8. 经营关注

房地产市场周期调整

虽然近期房地产政策出现放松迹象，但整体看房地产行业高速发展的阶段已经过去，未来公司营业收入可能受房地产周期调整的影响而出现下滑。

公司土地储备相对集中

公司土地储备与国内类似的房地产开发企业相比，公司业务在地域分布上相对集中。同时，公司土地储备中一二线城市占比较高，虽然目前一二线城市房地产市场情况稳定，风险不大，但仍须密切关注后续政策等因素对一二线城市房地产市场的影响。

未来开发资金需求规模较大

公司土地储备规模较大，在建项目未来三年需要投入较大规模的资金，对公司资金流形成一定压力，需要关注由此带来的经营和财务风险。

9. 未来发展

公司将充分发挥稳健的财务结构以及多元融资管道的优势，积极增加财务资源，前瞻性把握投资机会，多种方式吸纳优质土地，在防范风险的同时积极寻找市场机会，确保持续增长，扩大市场占有率，巩固区域内的领先地位。

公司在战略转型升级的基础上，加大实施战略转型升级力度；区域布局上，在巩固珠海龙头地位的基础上，加大广州、上海、武汉等重点区域城市的拓展力度，争取在尚未进入的一线城市实现战略突破，同时对尚未进入的重点二线城市保持密切关注。

按照公司发展战略，在进一步优化构建总部组织架构和职能划分的基础上，将逐步对各城市公司和职能公司管理架构进行优化提升，进一步明确总部与下属公司管理职责，建立高效运营管理体系；加快推进产品标准化建设，实施“精品 3.0”战略提升，顺应市场需求，制定不同定位区间产品的标准化模块，提炼完善产品线的标准化体系；继续推行制度建设，按管控优化的要求不断健全公司各项管理制度，优化审批权限和流程，使内部管理程序化、制度化；全面加强人力资源的统一规划和系统管理，不断完善人力资源体系，加大专业技术人才引进力度，完善薪酬激励体系和绩效考核机制，提升人均产出能力；加强内控检查和风险管控，形成内控的长效机制，加强对公司经营过程中重大风险的预测和应对，对法律风险事先防范、事中控制、事后补救，切实维护公司利益。

总体看，公司未来的经营方针稳健可行，具有自身经营特色，能够保证未来几年公司的健康发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015 年度合并财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）进行确认和计量，在此基础上，结合中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）的规定编制。2015 年，公司财务报表合并范围有所变化。随着公司经营规模的扩大，2015 年公司投资新设 23 家子公司，并较 2014 年减少 3 家子公司。由于新纳入合并范围公司多为新设且相比公司规模较小，公司合并财务数据的可比性较强。公司提供的 2016 年 1~3 月财务数据未经审计，1 季度公司财务报表合并范围未发生变化。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 916.36 亿元，负债合计 726.66 亿元，所有者权益（含少数股东权益 72.49 亿元）189.70 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 117.21 亿元。2015 年，公司实现营业收入 83.42 亿元，净利润（含少数股东损益-0.19 亿元）6.89 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.46 亿元，现金及现金等价物净增加额 15.11 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 987.18 亿元，负债合计 798.95 亿元，所有者权益（含少数 70.82 股东权益亿元）188.23 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 117.41 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.87 亿元，净利润（含少数股东损益-0.08 亿元）0.18 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.18 亿元；经营活动产生的现金流量净额 31.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 48.65 亿元。

2. 资产质量

2014~2015 年，公司资产规模快速增长，同比增长 35.90%，主要系流动资产大幅增长所致。截至 2015 年末，公司合并资产总额为 916.36 亿元，其中流动资产占 93.53%，非流动资产占 6.47%，资产结构较年初变化不大；流动资产占比较高，符合房地产开发企业因业务需求流动资金储备较大，在建及在售楼盘较多导致期末存货较大的特点。

截至 2015 年末，公司流动资产为 857.07 亿元，较年初增长 34.07%，主要系公司存货和货币资金大幅增加所致；流动资产构成主要由货币资金（占 10.46%）、预付款项（占 4.32%）和存货（占 81.22%）构成，较年初变化不大。

截至 2015 年末，公司货币资金余额为 89.64 亿元，较年初增长 34.89%，主要系公司售楼回款增加和股权及债权融资净额增加所致；公司货币资金主要以银行存款为主，其中银行存款占 99.99%，受限资金为 10.38 亿元（占货币资金 11.58%），受限资金占比较低，主要由定期存款、银行按揭贷款保证金构成。

截至 2015 年末，公司存货账面价值为 696.08 亿元，较年初增长 44.94%，主要系在建开发项目增加所致。公司存货主要为尚未结转的开发成本和在建开发产品，截至 2015 年末，公司共计计提存货跌价准备 0.32 亿元，计提比例 0.05%，存货跌价准备计提符合规定。存货账面价值中合计 381.40

亿元的土地使用权、在建工程及出租开发产品作为公司及下属子公司的长期借款、一年内到期的长期借款及短期借款的抵押品，占存货账面价值的 54.79%，受限资产占比较大。

截至 2015 年末，公司预付款项余额为 37.00 亿元，较年初减少 57.06%，主要系在取得权属凭证后将土地购置款结转至土地使用权核算所致。

截至 2015 年末，公司非流动资产为 59.29 亿元，较年初增长 69.19%，主要系投资性房地产、长期股权投资增加所致；公司非流动资产主要由固定资产（占 11.41%）、投资性房地产（占 39.64%）、长期股权投资（占 39.74%）和递延所得税资产（占 5.21%）构成，非流动资产构成较年初变化不大。

截至 2015 年末，公司固定资产为 6.77 亿元，较年初增长 21.42%，主要以房屋及建筑物（占 88.11%）、运输工具（占 5.85%）和办公设备及其他（占 6.04%）为主。公司固定资产不存在账面价值高于可变现净值的情形，故未计提减值准备，截至 2015 年末，公司已计提折旧 1.59 亿元，固定资产成新率 80.95%，成新率较高。公司固定资产房屋及建筑物中有账面净值为 0.94 亿元的资产为公司及下属子公司设定抵押，占固定资产净值的 13.88%，资产抵押比例较低。

截至 2015 年，公司投资性房地产为 23.51 亿元，较年初增长 3.54%，主要系华发商都的资产价值增加所致。

截至 2015 年末，公司递延所得税资产为 3.09 亿元，较年初增长 3.88%，主要系预收账款预计毛利及存货内部利润确认的递延所得税资产增加所致。

截至 2015 年末，公司长期股权投资为 23.56 亿元，较年初增加 1,643.20%，主要系公司对子公司上海华泓钜盛房地产开发有限公司追加 22.50 亿元投资所致，上海华泓钜盛房地产开发有限公司开发的上海市闸北区市北高新技术服务业园区 N070501 单元 10-03 地块位于上海市中环路附近，配套设施完善，未来开发前景良好。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额为 987.18 亿元，其中公司流动资产为 927.83 亿元，较年初增长 8.26%，流动资产构成变化较小。其中，货币资金 128.51 亿元，较年初增长 43.37%，主要系公司售楼回款及发行公司债增加所致；存货 718.28 亿元，较年初增长 3.19%；预付款项 36.75 亿元，较年初降低 0.69%。公司非流动资产为 59.35 亿元，较年初增长 0.09%。其中，长期股权投资为 23.44 亿元，较年初下降 0.51%；投资性房地产为 23.51 亿元，与年初持平；固定资产为 6.69 亿元，较年初下降 1.13%；递延所得税资产为 3.71 亿元，较年初增长 20.10%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模随着经营规模的扩大而增长，资产构成仍以流动资产为主；公司流动资产中货币资金和存货占比较大，现金类资产充裕，虽存货受限部分较大，但销售前景整体较好，资产减值规模较小；非流动资产中投资性房地产占比较大，具有良好升值空间；公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

截至 2015 年末，公司负债合计 726.66 亿元，较年初增长 33.47%，主要是非流动负债增长较快所致。其中流动负债占 46.74%，非流动负债占 53.26%，非流动负债占比明显提高，债务结构显著改善。

截至 2015 年末，公司流动负债合计 339.65 亿元，较年初增长 1.87%。公司流动负债主要由短期借款（占 27.05%）、应付账款（占 7.57%）、预收款项（占 22.93%）、其他应付款（占 12.64%）和一年内到期的非流动负债（占 28.15%）构成。

截至 2015 年末，公司短期借款为 91.86 亿元，较年初增长 59.21%，主要系随着公司经营规模

和资产规模的不断增长、以及银行信用水平提升,通过一定规模的银行借款来满足相应资金需要,利用银行借款提高财务杠杆水平。

截至 2015 年末,公司应付账款为 25.70 亿元,较年初减少 6.31%,主要系应付工程款与应付材料款小幅减少所致;其中应付工程款占 99.40%;从账龄来看,主要为因工程结算周期而形成的两年内的应付款项。

截至 2015 年末,公司预收款项为 77.87 亿元,较年初增加 51.59%,主要系预收售房款增长所致。

截至 2015 年末,公司其他应付款为 42.92 亿元,较年初减少 30.06%,主要原因是归还往来拆借款及部份项目达到清算条件导致土地增值税准备金减少所致。

截至 2015 年末,公司一年内到期的非流动负债为 95.60 亿元,较年初减少 26.40%,主要是由于归还一年内到期的长期借款金额增加所致。

截至 2015 年末,公司非流动负债合计 387.02 亿元,较年初增加 83.40%,其中长期借款为 338.71 亿元(占 87.52%),较年初增长 75.64%,主要系长期融资额增加所致;应付债券为 47.70 亿元(占 12.33%),较年初增长 165.11%,主要系发行“15 华发 01”公司债所致。公司长期借款主要为抵押借款、信用借款、保证借款和质押借款,从期限分布来看,主要为三年内的长期借款,未来 2017 年和 2018 年公司面临长期借款集中到期的情况,长期借款集中偿付压力较大,未来还款主要依靠完工项目回款及新增融资。

2014~2015 年,公司全部债务同比增长 43.44%,有息债务增长较快。截至 2015 年末,公司全部债务为 573.86 亿元,其中短期债务为 187.45 亿元,占全部债务的 32.67%,长期债务为 386.41 亿元,占全部债务的 67.33%,债务结构以长期债务为主。截至 2015 年末,公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 79.30%、75.16%和 67.07%,较年初分别降低 1.44 个百分点、0.34 个百分点和提高 5.19 个百分点,公司债务负担仍较重,但考虑到公司拥有较大规模的预收款项,未来将结转至公司营业收入,公司实际债务负担情况低于上述指标。

截至 2016 年 3 月末,公司负债合计 798.95 亿元,其中公司流动负债为 352.84 亿元,较年初增长 3.89%。公司流动负债中,短期借款为 75.79 亿元,较年初降低 17.49%;应付账款 21.14 亿元,较年初降低 17.74%;预收款项 119.13 亿元,较年初增长 52.99%,主要是由于公司所开发的横琴华发首府花园项目、珠海华发水岸二期、威海华发九龙湾项目等本年度预收楼款增加所致;其他应付款 35.85 亿元,较年初降低 16.49%;一年内到期的非流动负债为 94.96 亿元,较年初降低 0.67%。公司非流动负债为 446.11 亿元,较年初增长 15.27%,主要系应付债券大幅增长所致。公司非流动负债中,长期借款为 348.18 亿元,较年初增长 2.80%;应付债券为 97.27 亿元,较年初增长 103.91%,主要系发行公司债所致。

截至 2016 年 3 月末,公司有息债务规模不断扩大,全部债务为 616.20 亿元,其中短期债务 170.75 亿元,长期债务 445.45 亿元。截至 2016 年 3 月末,公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 80.93%、76.60%和 70.30%,公司债务负担较年初有所加重。对于房地产企业来说,预收房款未来很大概率可确认为收入,公司预收账款一般来说并不会增加公司的实际偿付压力,因此若不考虑预收账款的影响,公司杠杆水平将有所降低,公司实际负债水平尚可。

总体看,公司负债结构以非流动负债为主,债务负担较重,但尚处可控水平。

截至 2015 年末,公司所有者权益为 189.70 亿元,较年初增长 46.08%,主要系公司完成非公开发行股票以及未分配利润增加所致。归属于母公司的所有者权益为 117.21 亿元(占 61.79%),

其中股本占 6.16%，资本公积占 28.87%，盈余公积占 1.45%，未分配利润占 25.22%。由于少数股东权益、及未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2016 年 3 月末，公司所有者权益为 188.23 亿元，较年初下降 0.77%。归属于母公司的所有者权益中，各项权益结构占比变化较小。

总体看，公司所有者权益增长较快，所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 83.42 亿元，较 2014 年增长 17.43%；营业利润为 9.78 亿元，较 2014 年增长 15.81%，主要系营业收入和投资收益大幅增长所致；公司净利润为 6.89 亿元，较 2014 年增长 9.55%，营业外收支对公司净利润影响不大。

从期间费用看，2015 年公司期间费用总额为 7.16 亿元，较 2014 年增长 9.20%，主要系经营规模扩大所致。从费用构成来看，销售费用和管理费用占比较高，2015 年销售费用占费用总额的 42.66%、管理费用占 51.39%，财务费用占 5.95%，公司管理费用控制有待加强；2015 年公司财务费用大幅减少，较上年下降 40.98%，主要系公司整体融资成本下降所致。2015 年，公司费用收入比为 8.59%，公司总体费用控制能力尚可。

2015 年，公司获得投资收益 1.25 亿元，较 2014 年增长 157.26%，主要系公司于 2015 年 6 月出售持有的珠海铧图商贸有限公司（以下简称“珠海铧图商贸”）100% 股权所致，其交易实质为处置开发的房地产配套设施。2015 年，公司营业外收入合计为 0.16 亿元，较 2014 年减少 3.76%，主要为政府补贴 0.02 亿元以及违约金收入 0.14 亿元，同期营业外支出合计 0.22 亿元，主要为违约及赔偿支出 0.15 亿元和对外捐赠支出 0.05 亿元，公司营业外收支净额为 -0.06 亿元。

从各项盈利指标看，由于公司营运成本上升，2015 年公司营业利润率小幅下降至 19.11%。2015 年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.23%、1.35% 和 4.31%，较上年均有所下降。从同业指标情况看，与国内同行业其他主要上市公司比较，公司的销售毛利率较高，但净资产收益率和总资产报酬率较低（如下表所示）。

表 7 2015 年主要房地产上市公司盈利指标情况

指标名称	华发股份	万科 A	保利地产	招商蛇口	格力地产	香江控股
销售毛利率（%）	29.57	29.35	33.20	37.68	41.15	42.76
净资产收益率（%）	7.60	19.24	18.58	15.29	38.13	12.52
总资产报酬率（%）	1.26	6.11	6.41	5.96	9.27	4.60

资料来源：Wind 资讯；

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

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.87 亿元，较上年同期增长 22.00%，主要系房产项目交楼结转增加所致；利润总额 0.31 亿元，较上年同期减少 74.22%，主要系本期无转让股权收益所致；净利润 0.18 亿元，较上年同期减少 79.75%，主要系本期无转让股权收益所致。

总体看，2015 年，公司净资产收益率和总资产报酬率与同业相比处于较低水平，销售毛利率水平处于同行业中较高水平。公司在营业收入整体增长的情况下，公司盈利能力有待进一步加强。

5. 现金流

公司同时开发多个房地产项目，每年投入项目开发的现金支出较多；此外，公司为保持可持续发展，须择机进行土地购置；从行业特点来看，房地产项目开发从取得土地到最终实现交付所

需时间较长，导致公司经营活动现金流量净额随着项目的开发和销售呈现一定的波动性。

从经营活动情况看，2015年，公司经营活动产生的现金流量净额为6.46亿元。2015年，公司经营活动现金流入107.38亿元，较2014年增长12.54%，主要系销售商品房收到的现金增加所致；经营活动现金流出100.93亿元，较2014年增长34.39%，主要系现金支付的期间费用、营业外支出和其他业务成本、经营性受限货币资金、往来款流出大幅增加所致。2015年，公司现金收入比为115.03%。

从投资活动情况看，2015年，公司投资活动产生的现金流量净额为-200.16亿元。现金流入主要为公司处置子公司收到的现金；现金流出主要系公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模以及并购所支付的现金。2015年，公司投资活动产生的现金流入1.27亿元，其中主要为处置子公司珠海铎图商贸、珠海容阔国际幼稚园收到的0.85亿元以及取得投资收益收到的现金0.42亿元，其中投资收益系委贷利息收益所致。公司投资活动产生的现金流出201.43亿元，主要为购置土地支付124亿元和对外股权投资支付76亿元。

筹资活动前，2015年公司经营及投资活动产生的现金流净额为-193.70亿元，公司经营及投资活动产生现金流大幅流出，公司对外筹资需求较大。

从筹资活动情况看，2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额为208.79亿元，较2014年增长9.05%，现金流入主要为金融机构借款；现金流出主要系偿还债务、偿付利息所支付的现金。

2015年，公司现金及现金等价物增加额为15.11亿元，公司现金流情况较好。

2016年1~3月，公司经营活动现金流净额为31.35亿元，由上年同期的-2.71亿转为净流入，主要系预售房款增加所致；投资活动产生的现金流量净额为-10.04亿元，较上年同期减少36.58%，主要系投资支出减少所致；筹资活动产生的现金流量净额为27.35亿元，较上年同期减少44.68%，主要系融资款净流入减少所致。公司现金流增加主要来自于经营活动与筹资活动，现金及现金等价物增加额48.65亿元。

总体看，由于公司房地产项目销售情况较好，公司经营活动回笼现金的能力较强，但2015年由于公司开发规模较大，公司有一定的对外融资要求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015年，公司流动比率上升至2.52倍；速动比率下降至0.47倍，主要系公司开发规模扩大带动存货规模增长所致；现金短期债务比为0.48倍，公司现金类资产对短期债务保护程度一般；经营现金流动负债比率下降为1.90%。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015年公司EBITDA规模较2014年增长6.26%，主要来自利润总额的增加。2015年，公司EBITDA为11.39亿元，其中折旧占3.28%、摊销占2.09%、计入财务费用的利息支出占9.18%、利润总额占85.45%。由于公司加大财务杠杆，债务规模不断扩大，利息支出也随之增长，2015年公司EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比分别为0.25倍和0.02倍，EBITDA对全部债务及利息的保障程度较低。

截至2016年3月末，公司对外担保40.35万元，系公司为购房按揭人提供的抵押贷款担保，或有风险较小。

截至2016年3月末，公司不存在可能对公司财务状况、经营成果、业务活动、未来前景等产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

截至2016年3月末，公司及其下属子公司在主要合作银行的授信总额为711.90亿元，其中已用额度为379.46亿元，尚未使用额度为332.44亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1044040200004890E），截至 2016 年 3 月 2 日，公司无未结清不良类及关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

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

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月末，公司现金类资产（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）为 89.64 亿元，为“15 华发 01”的 2.99 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产为 188.23 亿元，为债券本金 30 亿元的 6.27 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15 华发 01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年公司 EBITDA 为 11.39 亿元，为债券本金 30 亿元的 0.38 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 107.38 亿元，为债券本金 30 亿元的 3.58 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

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

八、综合评价

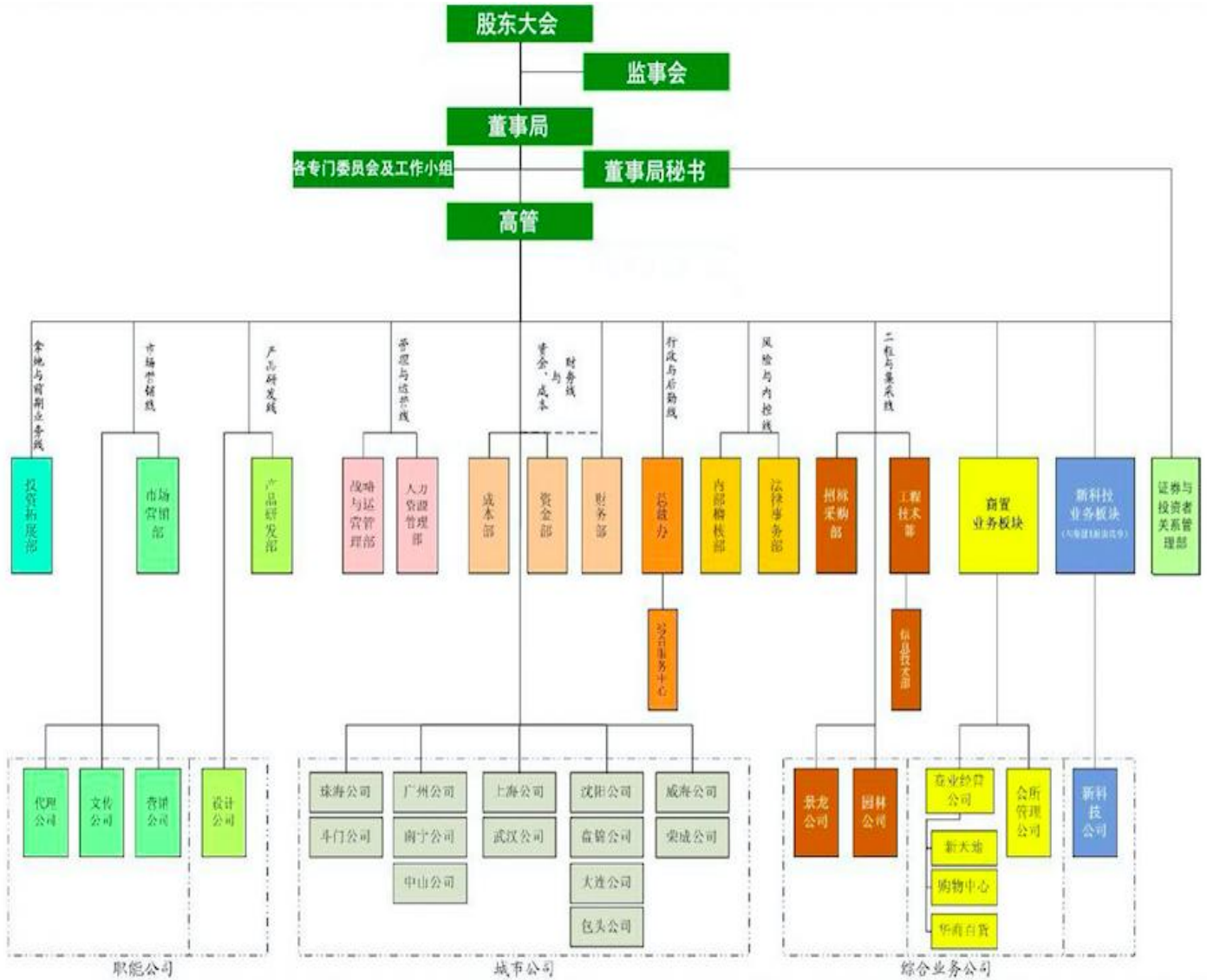
公司作为区域房地产行业的龙头企业，在房地产行业景气度波动的背景下，公司营业收入稳健增长，区域内品牌影响力较强。作为上市公司，公司具有较为广泛的融资渠道，2015 年完成非公开发行股票发行增强了公司的资本实力，提高了抗风险能力和盈利能力。

公司房地产开发业务主要以珠海市为主，同时覆盖部分国内重要的一、二线城市，土地储备较充足。同时，联合评级也关注到房地产市场波动、公司产品区域分布相对集中、在建项目资金需求量较大以及债务负担较重等因素对其信用水平带来的不利影响。

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

综上，联合评级将公司主体长期信用等级由“AA”上调至“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时将“15 华发 01”的债项信用等级由“AA”为上调至“AA+”。

附件 1 珠海华发实业股份有限公司 组织架构图



附件 2 珠海华发实业股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
资产总额 (亿元)	674.31	916.36	987.18
所有者权益 (亿元)	129.86	189.70	188.23
短期债务 (亿元)	189.23	187.46	170.75
长期债务 (亿元)	210.84	386.41	445.45
全部债务 (亿元)	400.07	573.86	616.20
营业收入 (亿元)	71.04	83.42	9.87
净利润 (亿元)	6.29	6.89	0.18
EBITDA (亿元)	10.20	11.39	--
经营性净现金流 (亿元)	20.32	6.46	31.35
存货周转次数 (次)	0.12	0.03	--
总资产周转次数 (次)	0.13	0.03	0.01
现金收入比率 (%)	114.18	167.44	477.95
总资本收益率 (%)	1.76	0.52	--
总资产报酬率 (%)	1.74	0.56	--
净资产收益率 (%)	5.46	1.80	--
主营业务毛利率 (%)	35.81	42.79	--
营业利润率 (%)	20.36	27.41	22.11
费用收入比 (%)	9.23	14.62	16.51
资产负债率 (%)	80.74	82.57	80.93
全部债务资本化比率 (%)	75.49	78.07	76.60
长期债务资本化比率 (%)	61.88	70.11	70.30
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.32	7.13	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.03	0.01	--
流动比率 (倍)	1.92	2.24	2.63
速动比率 (倍)	0.48	0.37	0.59
现金短期债务比 (倍)	0.35	0.47	0.75
经营现金流流动负债比率 (%)	6.09	1.79	8.88
EBITDA/发债额度 (倍)	0.34	0.38	--

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	
年均增长率	(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]
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-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
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	
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/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。