

信用等级公告

联合〔2020〕2897号

大华（集团）有限公司：

联合信用评级有限公司通过对大华（集团）有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年面向专业投资者公开发行住房租赁专项公司债券进行综合分析和评估，确定：

大华（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

大华（集团）有限公司拟公开发行的 2020 年面向专业投资者公开发行住房租赁专项公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年九月四日

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>

大华（集团）有限公司

2020年面向专业投资者公开发行住房租赁专项公司债券

信用评级报告

本次债券信用等级：AA+
 公司主体信用等级：AA+
 评级展望：稳定
 发行规模：不超过50亿元（含50亿元）
 债券期限：不超过7年（含7年）
 还本付息方式：按年付息、到期一次还本
 评级时间：2020年9月4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）	641.14	899.99	1,239.11	1,357.16
所有者权益（亿元）	201.62	267.42	311.75	357.29
长期债务（亿元）	171.54	251.72	375.76	421.59
全部债务（亿元）	211.38	303.35	417.59	460.49
营业收入（亿元）	134.89	153.54	202.51	107.62
净利润（亿元）	32.27	42.21	50.54	33.62
EBITDA（亿元）	47.55	60.79	79.63	--
经营性净现金流（亿元）	-3.81	0.54	-121.69	-64.47
营业利润率（%）	39.03	47.50	46.74	51.42
净资产收益率（%）	17.25	18.00	17.45	--
资产负债率（%）	68.55	70.29	74.84	73.67
全部债务资本化比率（%）	51.18	53.15	57.26	56.31
流动比率（倍）	2.16	2.14	2.09	2.18
EBITDA全部债务比（倍）	0.22	0.20	0.19	--
EBITDA利息倍数（倍）	5.88	4.49	4.02	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.95	1.22	1.59	--

注：1. 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；2. 公司2020年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 其他应付款中的债务已计入公司短期债务，长期应付款中的债务已计入公司长期债务

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对大华（集团）有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为专注于城市更新和超大规模社区运营的百强房企，在上海市城中村改造领域具有较高知名度。公司以整体开发的方式锁定了较大规模的土地资源，项目主要布局优质一二线城市，资产质量良好，土地成本优势明显，债务负担较轻且债务结构合理，盈利能力较强。为加速规模扩张，近年来公司实施“整体开发+招拍挂”的双轮驱动战略，签约销售规模快速增长。同时，联合评级也关注到公司旧改项目开发周期存在不确定性、在建项目尚需投资规模较大、规模快速增长导致管理压力增加以及海外项目对公司资金造成一定占压等因素对公司信用水平产生的不利影响。

公司项目储备较充裕且主要位于长三角和粤港澳大湾区，未来随着旧改项目的逐步转化和项目开发销售的推进，公司经营有望保持良好，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水平以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 城市更新经验丰富，在上海区域品牌知名度较高。公司是专注于城市更新和超大规模社区运营的百强房企，城市更新经验丰富，在上海区域具有较高的品牌知名度和较强的综合竞争力。

2. 主要布局优质一二线城市，资产质量良好。公司主要布局长三角、粤港澳大湾区及部分重点省会城市，项目业态以刚需型和改善型住宅为主，资产质量较高。

3. 可售货值较充裕，盈利能力强。公司通过整体开发的方式锁定了较大规模的土地资源，剩余可售货值较充裕且土地成本较低，毛利率处于较高水平，盈利能力强。

4. 财务状况良好，债务结构合理。近年来公司规模快速增长，债务负担仍处于较低水平，融资渠道以银行借款为主，长期债务占比较高，债务结构合理。

关注

1. 旧改项目开发周期存在不确定性。公司主要通过旧改方式获取土地储备，与招拍挂方式相比，旧改项目前期对资金沉淀要求较高，项目周期较长，未来开发进度的不确定性相对较高。

2. 公司存在一定的资本支出压力。公司在建项目规模较大，尚需较大的资金投入，公司存在一定的资本支出压力。

3. 规模快速增长对管理能力提出更高要求。随着公司在建项目的增多、区域布局的拓展，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。

4. 海外项目对公司资金造成一定占压。公司在澳洲有一定规模的项目投资，受疫情影响，海外项目后续项目进度不确定性较大，对公司资金造成一定占压。

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。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

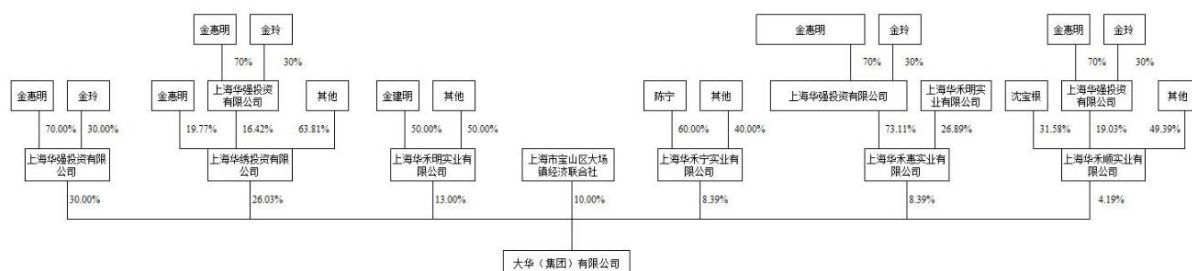
分析师： 

联合信用评级有限公司

一、主体概况

大华（集团）有限公司（以下简称“公司”或“大华集团”）前身系创建于1992年11月的上海大场房地产开发经营公司（镇属集体企业性质）。1998年7月，经上海市宝山区人民政府宝府（1998）98号文件批准，公司改制为大华（集团）有限公司，由上海市宝山区大场镇经济联合社（以下简称“大场镇联合社”）和上海华翔房地产开发有限公司（以下简称“华翔房地产”）共同发起设立，初始注册资本为1.10亿元，双方股东分别持股85%和15%。2002年12月，大场镇联合社将其持有的75%股权、华翔房地产将其持有的15%股权转让给金惠明等34名自然人。历经增资和股权变更，截至2020年6月底，公司注册资本15.00亿元，控股股东上海华强投资有限公司（以下简称“华强投资”）直接持有公司30.00%股权；自然人金惠明先生通过持有上海华强投资有限公司、上海华绣投资有限公司、上海华禾惠实业有限公司等公司股权，间接持有大华集团33.99%的股权，另通过其胞弟金建明先生、女儿金玲女士等可施加影响的近亲属所持股权，共计控制大华集团54.80%的股权，为大华集团的实际控制人。

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：实业投资，房地产开发，国内贸易（除专项审批外），物业管理，服装加工，木制品加工，机械加工，通用设备制造，家具制造，仓储的投资管理，自有房屋租赁。

截至2020年6月底，公司设运营管理中心、财务管理中心、成本招采中心、设计研发中心等10个职能部门（见附件1）。截至2020年6月底，纳入公司合并范围的子公司共186家，公司在职员工共2,545人。

截至2019年末，公司合并资产总额1,239.11亿元，负债合计927.36亿元，所有者权益311.75亿元，其中归属于母公司所有者权益255.13亿元。2019年，公司实现营业收入202.51亿元，净利润50.54亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润42.56亿元；经营活动产生的现金流量净额-121.69亿元，现金及现金等价物净增加额61.94亿元。

截至2020年6月末，公司合并资产总额1,357.16亿元，负债合计999.87亿元，所有者权益357.29亿元，其中归属于母公司所有者权益285.17亿元。2020年1—6月，公司实现营业收入107.62亿元，净利润33.62亿元，其中归属于母公司所有者的净利润30.22亿元；经营活动产生的现金流量净额-64.47亿元，现金及现金等价物净增加额-15.30亿元。

公司注册地址：上海市华灵路698号；法定代表人：金惠明。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“大华（集团）有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行住房租赁专项公司债券”。本次债券发行规模不超过 50 亿元（含 50 亿元），债券期限不超过 7 年（含 7 年）。本次债券发行采取面向专业投资者公开发行的方式。本次债券票面金额为 100 元，按面值发行。本次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。

本次债券不设担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于租赁住房项目相关用途、补充流动资金和偿还公司债务。

三、行业分析

公司营业收入主要来自房地产开发与销售，业务经营受房地产行业整体运行情况、行业政策影响较大。

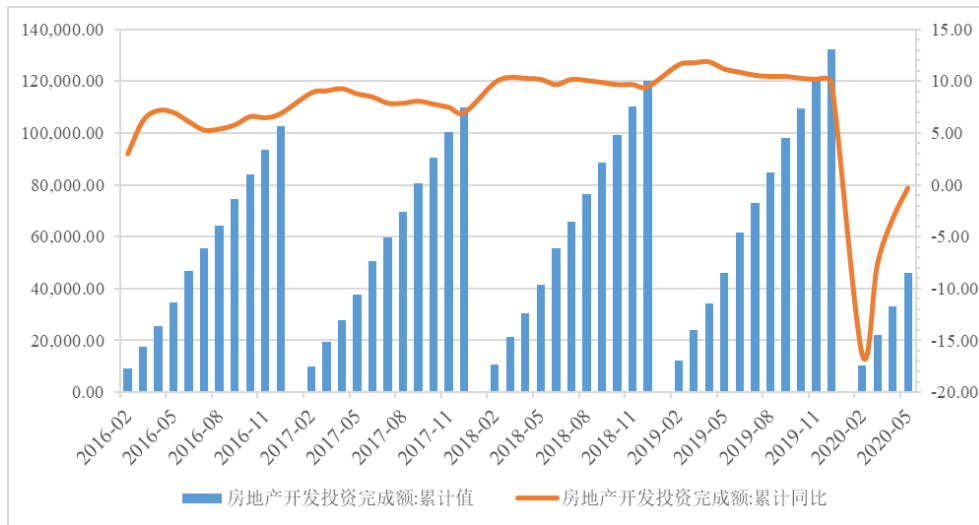
1. 行业概况

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，降幅逐步收窄；预计为完成 2020 年预售证获取及交房任务，后续房地产开发投资完成额同比将恢复正向增长。

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—5 月，全国房地产开发投资累计完成额同比下降 0.30%，降幅较一季度收窄 7.40 个百分点；预计后续房企为保证预售证及时获取及完成交房任务，将会增加投资力度，房地产开发投资完成额有望实现正向增长。

图2 2016—2019年及2020年1—5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。

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—3月，受新冠疫情影响，全国300个城市土地供求均出现下滑，整体土地出让金减少约一成，土地溢价率小幅下降，但楼面均价在一线城市成交带动下有所上涨。其中一线城市供求量走低，但土地出让金和楼面均价同比增长42%和31%，主要来自于北京昌平区、海淀区、大兴区及上海徐汇区等优质地块的出让。根据中指研究院统计，20家品牌房企在一季度拿地结构中向一线城市转移趋势明显，代表企业在一线城市拿地金额占比为31.3%，较2019年提高了16.1个百分点，为近5年来的最高值。

表1 2017—2019年及2020年1—3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—3月
推出面积	111,907	128,440	129,816	22,133
同比	8	20	1	-14
成交面积	95,036	105,492	106,568	17,151
同比	8	14	-1	-23
出让金	40,623	41,773	50,294	7,707
同比	38	2	19	-10
楼面均价	2,374	2,159	2,507	2,325
同比	26	-11	17	11
土地平均溢价率	29	13	13	12
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1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—3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—3月，房地产开发企业到位资金47,004.00亿元，同比下降13.80%，主要资金来源渠道均同比下滑，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。

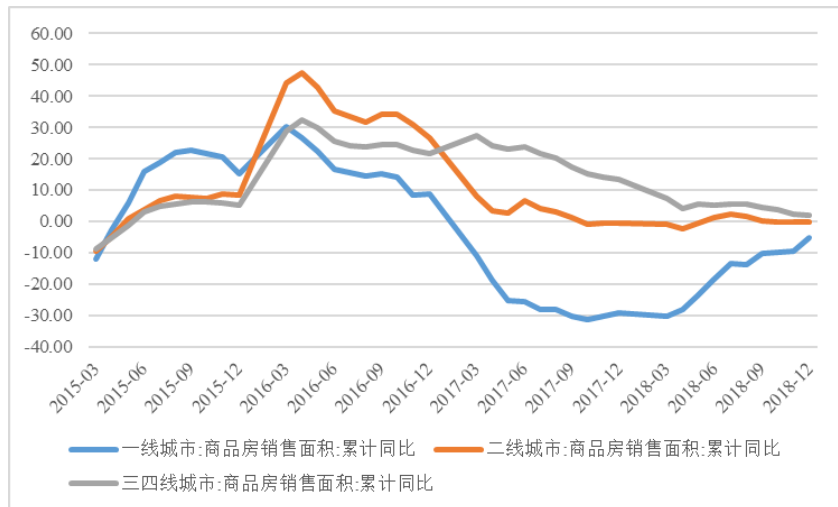
(3) 市场供需情况

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—3月，房地产销售受新冠疫情影响降幅较大，但复工以来销售正逐步回归正常。

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：%）

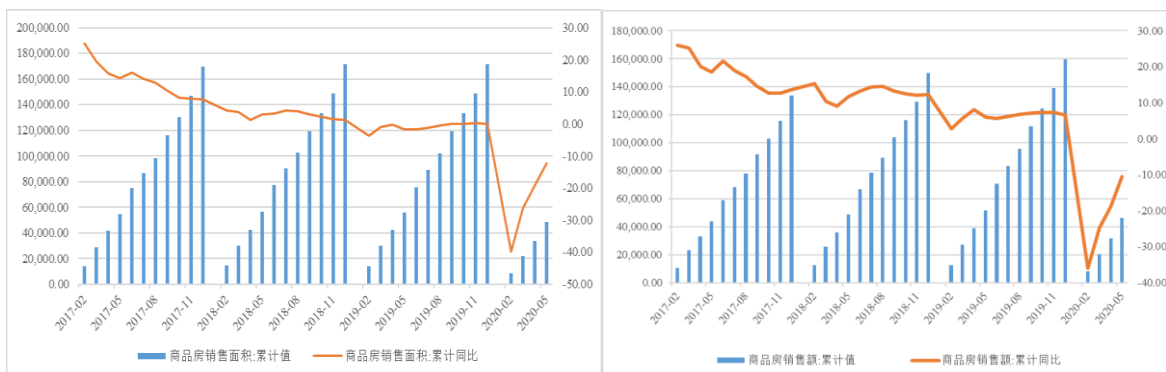


注：二线城市数据用 Wind40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一、二线数据进行模拟代替
资料来源：Wind，联合评级搜集整理

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，加快施工进度所致；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—5 月，全国商品房销售面积同比下降 12.30%、销售金额同比下降 10.60%，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金额情况（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5月，一线城市价格有所抬升，二线及三线城市价格小幅调整。

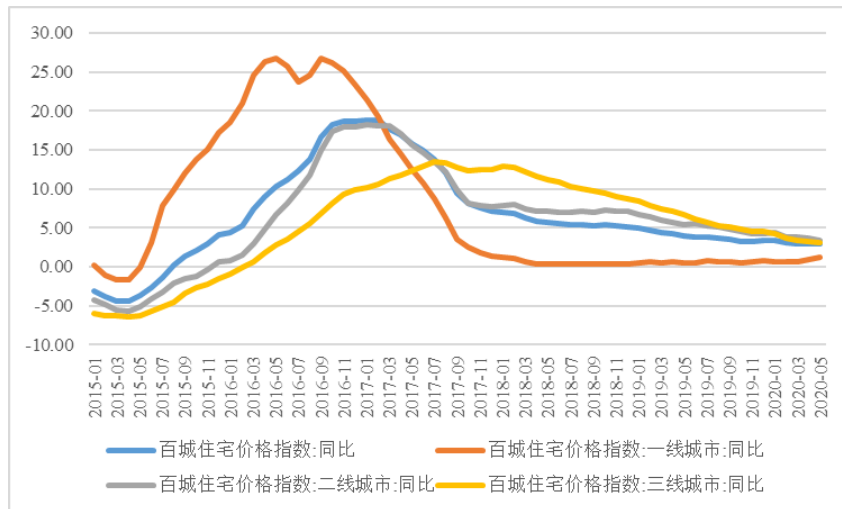
2017年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓。其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%，二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%，一二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到12%左右水平。

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5月，百城住宅价格指数上涨2.99%，增幅较上年同期下降0.99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有所提升，二线及三线城市住宅价格指数小幅向下调整。

图5 2015-2019年及2020年1-5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2 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3 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，推进房地产长效调控机制，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4 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	住房和城乡建设部联合签发《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。

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放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

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。

7. 上海市经济发展及房地产市场概况

公司在上海有较大规模的城中村改造项目储备，上海市经济发展及房地产市场情况对公司业务发展具有重要影响。

(1) 经济发展水平

上海市经济保持较快增长，常住人口持续净流入。

2017—2019年，上海市全年地区生产总值（GDP）分别为30,133.86亿元、32,679.87亿元和38,155.32亿元，同比增长率分别为6.9%、6.6%和6.0%，经济保持较快增长。2019年，上海市三次产业结构中，第三产业增加值占上海市生产总值的比重为72.7%，同比增长1.8个百分点。

2017—2019年底，上海市常住人口分别为2,418.33万人、2,423.78万人和2,428.14万人，常住人口持续净流入。

(2) 房地产市场情况

2017年以来上海市房地产市场严格调控，整体发展情况较平稳；上海市积极推动旧改，出台了较明确的旧改政策。

近年来，上海市房地产市场整体发展情况较平稳。2019年，上海市房地产开发投资同比增长4.9%。其中，住宅投资增长4.1%，办公楼投资下降0.5%，商业营业用房投资下降0.9%。商品房施工面积14,802.97万平方米，同比增长0.9%；竣工面积2,669.67万平方米，同比下降14.3%。商品房销售面积1,696.34万平方米，同比下降4.0%；其中，住宅销售面积1,353.70万平方米，同比增长1.5%。全年商品房销售额5,203.82亿元，同比增长9.5%；其中，住宅销售额4,457.16亿元，同比增长15.4%。

旧改方面，近年来上海市大力推进旧区改造，2019年完成中心城区成片二级旧里以下房屋改造55.3万平方米、受益居民2.9万户。截至2019年底，上海市中心城区剩余成片二级旧里以下房屋186万余平方米、居民9.2万余户。根据《政府工作报告》，2020年上海市计划完成55万平方米、2.8万户中心城区成片二级旧里以下房屋改造。

政策方面，2017年，上海市全面进入限购、限贷、限价、限售、限商的“五限”时代。2018年以来，在“房住不炒”的政策背景下，上海市通过进一步强化市场监管、监控房企贷款等方式规范市场秩序，保障合理购房需求，维持房地产市场平稳，推进老旧小区改造。上海市自2017年起施行“数砖头”“一证一套”的动拆迁政策，房屋价值补偿款按照动拆迁房屋的建筑面积计算，不考虑人口因素，被征收户每户原则上只能选购一套安置房。在征收项目阶段，因旧城区改建房屋征收范围确定后，房屋征收部门应该组织征询被征收人、公有房屋承租人的改建意愿，有90%以上的被征收人、公有房屋承租人同意的，方可进行旧城区改建。在签约阶段，在签约期限内达到规定签约比例的，补偿协议生效，签约比例由区（县）人民政府规定，但不得低于80%。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是国内百强房企，在城市更新和超大规模社区建设运营领域经验丰富，在上海旧改市场具有很强的综合竞争力。

公司是首批获得国家房地产开发一级资质的房企之一，开发经验丰富。作为国内最早起步、最大规模的城市更新运营商之一，公司专注于城市更新和超大规模社区建设运营等，形成了以房地产开发为主，集房地产投资、开发、建设、物业管理等业务于一体，兼投资管理和商业运营等多元化经营的企业集团。公司已布局长三角区域、环渤海区域、中西部、西南区域及粤港澳大湾区等五大区、20余座重点城市，并开拓了澳洲海外市场。公司在上海开发的城中村改造项目大华社区（占地3.5平方公里）、大华锦绣华城（原浦东六里现代生活园区，占地3.3平方公里）、大场老镇改造社区（大华新界，占地2.5平方公里）总计约有25万居住人口，“大华”品牌在上海旧改市场具备很强的综合竞争力。截至2020年6月底，公司土地储备规划建筑面积430.10万平方米，在建项目总建筑面积1,670.36万平方米，土地储备及开发规模较大。

公司长期位居中国民营企业500强、中国房地产开发企业100强排行榜。2019年，在中国房地产业协会、中国房地产测评中心主办的中国房地产开发企业500强榜单中，公司位列第70名；在克而瑞主办的中国房地产企业销售排行榜中，公司操盘金额位列第73名。

2. 人员素质

公司高级管理人员具备多年的行业管理经验，有利于公司的长远发展，员工构成较合理，能够满足目前经营需要。

截至 2020 年 6 月底，公司董事 8 人、监事 3 人、其他高级管理人员 2 人，均具备多年行业经验和管理经验。

公司董事长金惠明先生，1953 年出生，高中学历。金惠明先生 1969—1976 年历任大场公社团委委员、新华大队团总支书记；1976—1980 年历任新华大队党支部书记、大队长；1980—1983 年历任大场公社党委委员、管委会副主任、副业组组长；1984—1993 年历任新华村党总支书记、上海申新实业公司董事长；1994—1998 年历任大场镇副镇长、上海申新实业公司董事长、新华村党总支书记、大场房地产开发经营公司总经理；1998—2004 年历任公司总裁、上海申新（集团）有限公司董事长、新华村党总支书记；2004—2015 年担任公司董事长总裁；2016 年起任公司董事长。

公司董事兼总裁朱录松先生，1976 年出生，硕士学历，毕业于复旦大学。朱录松先生 1998—2003 年担任上海欣荣房地产开发有限公司工程师、项目经理，2003—2014 年担任上海华品房地产开发公司、上海永隆商业投资公司总经理，2014—2015 年担任公司副总裁；2016 年起任公司总裁。

截至 2020 年 6 月底，公司在职员工 2,545 人。其中，按学历分类，硕士及以上学历员工占 5.46%，本科学历员工占 55.68%，大专学历员工占 29.31%，中专学历员工占 3.61%，高中及以下学历员工占 5.94%；按岗位分类，营销岗员工占 23.93%，工程岗员工占 22.16%，成本岗员工占 11.51%，财务岗员工占 8.53%，其他岗位员工占 33.87%；按年龄分类，55 岁以上员工占 3.73%，46~55 岁员工占 12.18%，31~45 岁员工占 59.29%，30 岁以下员工占 24.80%。

五、公司管理

1. 治理结构

公司法人治理结构完善。

根据《公司法》及其他有关法律、行政法规的规定，公司设股东会、董事会、监事会并聘请了高级管理人员，治理结构完善。

股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，行使决定公司的经营方向和投资计划等职权。

公司设董事会，成员为 8 人，由股东会选举产生。董事任期 3 年，任期届满，可连选连任。董事会设董事长 1 人、副董事长 1 人，由董事会选举产生。董事会行使执行股东会决议、决定公司的经营计划和投资方案等职权。

公司设监事会，成员为 3 人，由股东会选举产生。监事任期 3 年，任期届满，可连选连任。监事会形式检查公司财务，对董事长、董事、经理行使公司职务时违反法律、法规或者公司章程的行为进行监督等职权。

公司设经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，经理对董事会负责，行使主持公司的经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

2. 管理体制

公司职能部门齐全，内部管理制度较完善。

截至 2020 年 6 月底，公司设运营管理中心、财务管理中心、成本招采中心、设计研发中心等 10 个职能部门。公司下属各部门职能划分明确，管理制度完善，执行情况较好。

财务预算管理方面，公司制定了《财务预算管理流程》《会计核算基本准则》等，用于指导财务预算的编制、调整、跟踪等工作，明确各职能部门的工作职责以及审批流程。下属公司各部门根据本部门业务预算并提交下属公司财务部，业务开展过程中，严格按照预算执行。下属公司财务部负责汇总本公司财务预算，上报集团审批；发起预算的调整；监控公司业务开展过程中预算的使用情况，并定期总结分析。集团各中心负责制定下属公司对口各部门编制计划的标准；监控下属公司业务开展过程及预算执行情况；编制计划及出现重大变化需调整计划时的审核。

关联交易管理方面，公司制定了《关联交易决策制度》，明确了关联交易的决策程序、信息披露、内部管理部门及职能等。公司关联交易的内部管理部门为财务部门，负责关联交易的档案管理工作；公司监事会、内部审计部门应依据其职责对关联交易事宜进行全过程监督。

对外担保管理方面，公司制定了《对外担保管理制度》，明确了对外担保的审批和基本原则、对外担保的管理制度、担保风险控制和信息披露等。公司对外担保应要求被担保方向公司提供质押或抵押方式的反担保，或由其推荐或经公司认可的第三人向公司以保证等方式提供反担保，其反担保的提供方应当具有实际承担能力。

投资管理方面，公司制定了《对外投资管理制度》，明确了对外投资的审批权限、决策程序和管理等。公司对外投资实行专业管理和分类审批制度。股东会对对外投资计划进行审批，董事会对列入投资计划的具体方案进行审批。超出投资计划的投资事项应由董事会审议后提交股东会审批。

六、经营分析

1. 经营概况

房地产开发是公司主要收入来源，近三年公司收入及利润规模持续增长；公司以旧改为主要拿地方式，毛利率处于较高水平且逐年上升，盈利能力很强。

公司是以房地产开发为主，集房地产设计、建设、销售、物业管理等业务于一体的，兼投资管理和商业运营等多元化经营的企业集团。2017—2019年，公司营业收入分别为134.89亿元、153.54亿元和202.51亿元，年均复合增长22.53%，主要系房地产结转收入增加所致；随着收入增长，公司分别实现净利润32.27亿元、42.21亿元和50.54亿元，年均复合增长25.15%。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	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
房地产开发业务	121.73	90.24	54.81	141.30	92.02	58.46	190.23	93.94	60.81
非房地产开发业务	13.16	9.76	42.60	12.24	7.98	33.84	12.28	6.06	33.84
合计	134.89	100.00	53.62	153.54	100.00	56.50	202.51	100.00	59.18

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2017—2019年，公司房地产开发业务收入占比逐年上升，占比保持在90%以上，是公司主要收入来源。非房地产开发业务主要包括建筑安装工程、物业租赁、物业管理、酒店服务等，对公司收入形成一定补充，但收入规模和占比逐年下降。

从毛利率来看，2017—2019年，公司房地产开发业务毛利率分别为54.81%、58.46%和60.81%，处于较高水平且逐年上升，主要系公司以旧改为主要拿地方式，旧改项目土地成本较低、盈利能力很强所致。非房地产开发业务毛利率逐年下降，但由于收入占比较低，对利润的影响不大。综上，公司综合毛利率水平逐年上升。

2020年1—6月，公司实现营业收入107.62亿元，同比增长125.47%，主要系房地产结转收入增加所致；实现净利润33.62亿元，同比增长7.81倍，主要系收入增长以及投资收益规模较大所致。

2. 土地储备

近年来，公司拿地规模快速增长，拿地方式以整体开发（旧改）为主、招拍挂和收并购为辅；公司土地储备面积一般但货值较充裕，土地成本优势明显，主要布局上海等一二线城市。

从土地储备策略来看，公司以“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的同时，重点投入长三角、粤港澳大湾区及核心省会城市。公司项目业态以住宅为主，占比约80%。公司有部分合作开发项目，对于合作开发项目原则上要求控股权。从拿地方式来看，公司以整体开发（旧改）为主，招拍挂及收并购为辅。由于旧改项目周期相对较长，为满足公司规模增长的需要，近年来公司招拍挂及收并购拿地有所增加，占比接近50%。

2017—2019年，公司发展速度较快，拿地规模逐年快速增长，权益口径新增土地储备建筑面积分别为61.54万平方米、232.50万平方米和407.25万平方米，权益口径土地成本分别为37.87亿元、123.25亿元和360.64亿元。公司项目主要位于一二线城市，新增土地储备楼面均价相对较高，呈波动增长态势。2020年1—6月，公司权益口径新增土地储备建筑面积60.27万平方米，权益土地成本62.16亿元，楼面均价进一步增长。近年来，公司布局区域有所拓展，上海以外城市拿地有所增加。

表6 公司新增土地储备情况（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
新增土地储备建筑面积	61.54	232.50	407.25	60.27
土地成本	37.87	123.25	360.64	62.16
楼面均价	6,153.72	5,301.08	8,855.49	10,313.59

注：按权益口径统计，部分旧改项目尚未完全获取权证
资料来源：公司提供

公司土地储备统计口径为未开工项目。截至2020年6月底，公司土地储备规划建筑面积合计419.20万平方米，按权益比例折算后为321.07万平方米，公司预计权益可售货值约556.78亿元。与近年来公司新开工面积相比（2019年公司权益新开工面积413.44万平方米），公司土地储备面积一般，存在补库存及加速旧改项目转化的需求；与近年来公司销售金额相比（2019年公司权益签约销售金额320.27亿元），公司货值储备能够满足未来一段时期的销售需要。从区域分布来看，按预计可售货值统计，公司土地储备主要位于上海（占29.83%）、惠州（占13.68%）、大连（占12.24%）和昆明（占10.98%），一二线城市土地储备预计可售货值占70.49%。

表7 截至2020年6月底公司土地储备情况（单位：%、万平方米、元/平方米、亿元）

地块名称	项目名称	拿地方式	地块性质	权证获取	权益占比	规划建筑面积	平均楼面成本	预计可售货值
上海浦东北蔡地块	上海浦东锦绣华城	整体开发	住宅	是	96.20	12.27	3,476.68	103.09
14-11地块、17A-02地块、17B-02地块	上海顾村项目	整体开发	住宅	部分取得	90.00	14.37	20,010.43	53.32
E2D-02项目（东侧地块）、E2B-02b项目（西侧地块）	上海红光村项目	整体开发	住宅	是	100.00	8.60	5,667.45	13.03
场中村地块	上海场中村项目	整体开发	住宅	否	99.00	9.19	19,901.63	34.70
武汉青山区红卫路街东兴洲村K1、K2地块	武汉滨江天地	整体开发	住宅	否	100.00	34.05	2,004.41	39.15
济南龙洞E地块	济南龙洞项目	招拍挂	住宅	是	99.81	7.45	9,828.42	20.61

济南长清王宿地块	济南长清王宿项目	招拍挂	住宅	是	100.00	9.09	2,871.40	10.78
大连庙岭村	大连锦绣华城	整体开发	住宅	否	70.00	28.73	2,782.54	41.06
大连鞍子山 A1、A2 地块	大连鞍子山项目	整体开发	住宅	否	100.00	18.51	1,826.23	20.91
甘井子区土革路南、河周路东侧	大连金地项目	股权收购	住宅	是	100.00	17.16	1,755.44	21.81
昆明市盘龙区青云街道地块	昆明龙池虹桥项目	整体开发	住宅	是	56.00	48.09	1,510.22	75.13
辛庄镇国展板块 04 地块	天津申展 04 项目	招拍挂	综合	否	100.00	13.71	9,452.95	28.74
辛庄镇国展板块 05 地块	天津申展 05 项目	招拍挂	综合	否	100.00	8.38	10,692.12	20.03
贾汪区科文学院西侧、荒芜路北侧、星光大道东侧	徐州权台项目	整体开发	住宅	是	100.00	23.94	1,904.76	22.73
莱山区东兴、金桥、于家滩社区	烟台上海滩花园	整体开发	住宅	是	98.10	2.63	741.61	2.36
福山区连福街	烟台福昇项目	股权收购	住宅	是	100.00	5.72	2,185.43	6.16
广州新会区会城今源路 9 号地块	江门新会项目	招拍挂	住宅	是	51.00	12.13	4,824.81	17.48
惠阳区三和街道地块	惠州惠阳项目	股权收购	住宅	是	51.00	87.11	1,965.77	93.60
地石曲 10#、11#、12#	大理满江项目	整体开发	综合	是	70.00	27.58	3,296.22	29.24
下庄一社 5#（三期）	大理满江项目	整体开发	综合	是	56.00	1.76	3,116.00	0.96
满江 17#（四期）	大理满江项目	整体开发	综合	是	70.00	7.69	3,045.13	7.34
黄瓜营二 15#（九期）	大理满江项目	整体开发	综合	是	70.00	9.18	2,992.75	9.72
满江三 16#（五期）	大理满江项目	整体开发	综合	是	70.00	6.26	2,860.09	6.40
黄瓜营一社 13#（八期）	大理满江项目	整体开发	综合	是	70.00	5.60	3,023.13	5.93
合计	--	--	--	--	--	419.20	--	684.28

资料来源：公司提供

公司通过整体开发的方式在上海进行了多个大型城中村改造，凭借丰富的旧改经验，陆续进入了西安、武汉、大连、南京等城市的旧改市场，补充了大量低成本且优质的项目储备，取得了很高的项目收益。但另一方面，旧改项目前期对资金沉淀要求较高，且未来开发进度的不确定性相对较大。

3. 项目开发

随着公司拿地规模扩大，近年来公司在建面积持续大幅增长，对公司管理能力和项目协同能力要求大幅提升；公司在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资本支出压力。

从公司项目开发建设情况来看，2017—2018 年，公司新开工面积较稳定，2019 年同比大幅增长，主要系招拍挂拿地规模增长所致。2017—2019 年，公司竣工面积波动增长，2018 年竣工面积较小。整体看，公司在建规模持续快速增长。2020 年 1—6 月，公司新开工面积 262.60 万平方米，规模较大，期末在建面积进一步增长。开发规模的扩大对公司管理能力和项目协同能力要求大幅提升。

表 8 公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
新开工面积	155.02	155.65	413.44	262.60
竣工面积	101.58	45.00	126.44	38.80
期末在建面积	293.97	404.62	691.92	915.72

注：按权益口径统计
资料来源：公司提供

截至 2020 年 6 月底，公司在建项目主要分布在上海、武汉、大连、西安、南京、苏州、海口等一二线城市。公司在建项目预计总投资规模 1,847.38 亿元，累计已投资 1,098.96 亿元，尚需投资

748.42 亿元（按权益占比折算后为 669.51 亿元），尚需投资规模较大，公司面临一定的资本支出压力。

表 9 截至 2020 年 6 月底公司在建项目情况（单位：%、万平方米、亿元）

项目名称	拿地方式	权益占比	总建筑面积	总投资规模	已投资规模	尚需投资规模
上海浦东锦绣华城	整体开发	96.20	238.69	185.31	152.06	33.25
上海大场老镇改造	整体开发	80.00	11.81	37.63	22.20	15.43
上海鹅蛋浦项目	整体开发	100.00	15.06	23.14	18.60	4.54
上海南大 D2、D3 项目	整体开发	100.00	40.95	38.48	28.13	10.35
上海康家村项目	整体开发	90.00	30.51	160.12	74.65	85.47
上海联东村项目	整体开发	99.00	30.69	98.41	50.19	48.22
上海场中村项目	整体开发	99.00	20.48	58.55	21.07	37.48
上海顾村项目	整体开发	90.00	43.88	217.64	73.22	144.42
上海顾泰潘泾项目	整体开发	100.00	8.46	20.42	4.41	16.01
上海杨行项目	整体开发	100.00	9.12	29.52	22.65	6.87
武汉滨江天地	整体开发	100.00	109.71	76.35	58.71	17.64
武汉赵庄项目	整体开发	98.10	28.01	14.50	8.83	5.67
武汉华锦项目	整体开发	100.00	25.37	40.77	32.65	8.12
大连锦绣华城	整体开发	70.00	125.30	133.87	104.11	29.76
西安大华公园世家	整体开发	100.00	131.25	51.83	35.34	16.49
西安翰林华府	招拍挂	100.00	24.21	13.17	8.00	5.17
西安华海项目	招拍挂	100.00	42.25	26.00	11.92	14.08
南京沿江 G36 项目	招拍挂	100.00	19.86	27.76	21.87	5.89
昆明龙池虹桥项目	整体开发	56.00	135.51	78.14	53.99	24.15
海南成燕项目	整体开发	67.14	62.95	75.08	38.83	36.25
烟台上海滩花园	整体开发	98.10	77.94	40.16	35.80	4.36
徐州权台项目	整体开发	100.00	72.42	26.64	6.61	20.03
江门新会项目	招拍挂	51.00	27.06	27.65	13.06	14.59
大理满江项目	整体开发	56.00	73.68	9.00	0.92	8.08
大理阿达音项目	整体开发	70.00	9.70	20.00	2.86	17.14
广州番禺项目	招拍挂	100.00	8.17	20.82	14.08	6.74
广州朱村站北项目	招拍挂	100.00	17.04	21.71	9.16	12.55
大连公园世家	招拍挂	100.00	24.34	34.34	19.11	15.23
济南龙洞项目	招拍挂	100.00	36.17	36.56	23.98	12.58
济南长清王宿项目	招拍挂	99.36	28.04	10.34	4.67	5.67
南京滨江 G09	招拍挂	100.00	9.99	27.44	21.25	6.19
南京滨江 G13	招拍挂	100.00	5.00	13.17	9.87	3.30
苏州狮山项目	招拍挂	80.00	20.97	59.44	44.40	15.04
杭州大江东项目	招拍挂	100.00	31.86	27.42	13.57	13.85
天津万辛庄项目	招拍挂	100.00	9.91	18.49	13.24	5.25
天津双青项目	招拍挂	100.00	14.86	14.39	7.21	7.18
泰州锦绣华城	招拍挂	100.00	29.92	21.96	12.47	9.49
齐河置业项目	招拍挂	97.18	19.22	11.16	5.27	5.89
合计	--	--	1,670.36	1,847.38	1,098.96	748.42

资料来源：公司提供

4. 房产销售

近三年公司销售面积和销售金额逐年增长较快，销售区域主要集中于上海等优质一二线城市；公司项目整体回款率良好，剩余可售面积及货值较充裕。

公司项目以刚需和改善型产品为主，住宅业态占比较高，去化能力较强。从销售情况来看，2017—2019年，随着开发规模的扩大，公司权益口径签约销售面积和签约销售金额均逐年增长，分别年均复合增长40.91%和46.66%，实现快速增长；签约销售均价较为稳定，处于2万元/平方米左右。2020年1—6月，公司实现签约销售金额116.74亿元，占2019年签约销售金额的36.45%，占比不高，主要系新开盘项目将主要集中在下半年所致。从结转情况来看，2018年受竣工面积下降影响，公司结转面积同比减少，但结转均价的上涨带动结转销售收入逐年增长。随着上海房价上涨，公司结转均价逐年增长。

表10 公司项目销售与结转情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
签约销售面积	73.54	88.45	146.02	59.25
签约销售金额	148.89	202.32	320.27	116.74
签约销售均价	2.02	2.29	2.19	1.97
结转面积	81.38	59.24	75.94	30.03
结转收入	121.73	141.30	190.23	103.12
结转均价	1.50	2.39	2.51	3.43

注：按权益口径统计
资料来源：公司提供

截至2020年6月底，公司在建项目累计签约销售金额1,049.65亿元，累计已回笼资金1,035.55亿元，累计回款率为98.66%。公司在建项目剩余可售面积739.42万平方米，按2019年公司签约销售均价估算，预计货值约1,619.33亿元。此外，公司未开工土地储备预计权益货值595.95亿元，公司剩余可售货值较充裕，且主要位于优质一二线城市。

表11 截至2020年6月底公司项目销售情况（单位：万平方米、亿元）

城市	总可售面积	已售面积	剩余可售面积	累计签约销售金额	累计已回笼资金
上海	381.50	177.22	204.28	460.06	481.59
广州	21.42	0.22	21.20	0.78	0.26
大连	137.75	99.57	38.18	136.78	131.67
海口	57.99	37.00	20.99	58.19	56.50
杭州	22.20	--	22.20	--	--
济南	51.66	16.30	35.36	41.30	38.39
昆明	88.46	6.60	81.86	7.59	7.04
南京	37.02	16.50	20.52	38.54	32.61
苏州	16.63	--	16.63	--	--
天津	21.04	--	21.04	--	--
武汉	142.59	95.58	47.01	121.37	111.16
西安	169.20	136.19	33.01	125.82	122.54
大理	78.61	--	78.61	--	0.09
德州	18.59	2.12	16.47	1.31	1.09
江门	22.56	--	22.56	--	--

泰州	29.92	22.35	7.57	14.17	11.07
徐州	60.45	12.11	48.34	10.12	8.28
烟台	50.15	46.58	3.57	33.62	33.26
合计	1,407.74	668.33	739.42	1,049.65	1,035.55

注：1. 按全口径统计；2. 上海康家村项目累计回笼资金大于累计销售金额，主要系动迁房回购所致，项目开工前政府支付的回购款计入回笼资金但不计入销售金额

资料来源：公司提供

5. 物业租赁与海外项目

公司自持物业规模不大，主要系位于上海的商铺；除自持物业租金收入外，公司有一定规模的委托运营租金收入。

公司自持物业均为商业业态，主要位于上海。截至 2020 年 6 月底，公司自持物业可租赁面积合计 75.58 万平方米，账面价值合计 39.34 亿元，2019 年实现租赁收入 1.92 亿元。受疫情等因素影响，公司部分自持物业出租率不高，未来随着出租率的提升，公司自持物业租金有望增长。

表 12 截至 2020 年 6 月底公司自持物业情况（单位：万平方米、%、元/平方米·日、亿元）

项目名称	可租赁面积	出租率	租金水平	2019 年租金收入	账面价值
上海大场镇老镇项目	16.33	42.09	1.91	0.12	13.47
上海华商时代项目	3.34	56.94	3.66	0.11	1.37
上海锦绣华城	28.73	84.38	2.60	1.16	13.67
上海中环一号项目	1.77	78.02	2.96	0.06	1.11
上海梧桐城邦项目	1.41	69.99	2.19	0.04	0.52
上海大华新村社区	2.50	76.35	3.52	0.16	1.30
上海宝山朗香花园社区商业	2.80	97.88	2.73	0.08	2.41
南京锦绣华城社区商业	2.17	100.00	1.02	0.04	0.55
马鞍山国际广场	4.69	25.13	2.28	0.05	0.97
其他项目	11.84	--	--	0.11	3.96
合计	75.58	--	--	1.92	39.34

资料来源：公司提供

在旧村改造项目中，公司为村民配建了一定规模的商业业态，产权归村民所有，公司负责运营并收取管理费。2018—2019 年，公司总租赁收入（含自持物业租赁收入和委托运营收入）分别为 4.30 亿元和 4.34 亿元；2020 年 1—6 月，公司总租赁收入 1.92 亿元。租赁收入为公司贡献了较稳定的现金流和利润。

公司在澳大利亚的悉尼、墨尔本市区附近投资了 9 个项目，业态主要为住宅分地和住宅公寓。截至 2020 年 6 月底，公司海外项目累计已投资 45.78 亿元。受疫情影响，海外项目后续项目进度不确定性较大，对公司资金造成一定占压。

6. 关联方交易

公司关联方交易规模不大，主要系对合并范围内子公司的担保和部分对关联方的其他应付款。

关联担保方面，截至 2020 年 6 月底，公司对关联方的人民币担保余额为 241.31 亿元、澳元担保余额为 2.36 亿元，主要系对合并范围内子公司的担保。关联方应收应付款项方面，截至 2019 年底，公司其他应付款中的应付关联方款项合计 13.92 亿元，规模不大。截至 2019 年底，除关联担保和应付关联方款项外，公司无其他关联方交易。

7. 经营效率

随着开发规模快速增长，公司经营效率指标呈下降态势。

2017—2019年，随着开发规模快速扩大，公司经营效率指标均呈下降态势，存货周转次数分别为0.20次、0.15次和0.12次，流动资产周转次数分别为0.27次、0.22次和0.21次，总资产周转次数分别为0.24次、0.20次和0.19次。从同行业对比来看，2019年公司存货周转率处于较低水平，流动资产周转率和总资产周转率处于一般水平。

表 13 2019 年房地产开发类公司经营效率指标对比情况（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
万科	0.28	0.27	0.23
时代中国控股	0.54	0.33	0.29
富力地产	0.29	0.31	0.23
佳兆业集团	0.44	0.27	0.19
大华集团	0.12	0.21	0.19

资料来源：Wind

8. 经营关注

旧改项目不确定性相对较高

公司主要通过旧改方式获取土地储备，土地成本较低，项目利润率较高。但与招拍挂项目相比，旧改项目前期对资金沉淀要求较高，项目周期较长，未来开发进度的不确定性相对较高。

在建项目尚需投资规模较大

截至2020年6月底，公司在建项目权益尚需投资金额669.51亿元，尚需投资规模较大，公司面临一定的资本支出压力。

规模快速增长对管理能力提出更高要求

随着公司在建项目的增多、区域布局的拓展，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。

海外项目对公司资金造成占压

公司在澳洲有一定规模的投资，受疫情影响，海外项目后续项目进度不确定性较大，对公司资金造成一定占压。

9. 未来发展

公司将通过整体开发模式继续深耕上海及周边城市，并积极拓展大湾区等市场，并持续整合商业资产板块。公司发展战略较合理，符合公司发展需要。

公司坚持以房地产开发为主，兼具投资管理和商业运营等多元化经营的发展方向。中国尚处于新型城镇化建设期，对旧区改造、新农村开发具有很大需求，同时由于城市人口的集中化和土地供应的紧缺性，公司整体开发模式或将受益。

2020年，公司将继续深耕上海及周边城市，对宝山联东村、场中村、康家村、顾村城中村等四个城中村项目加快开发，实现开盘销售。同时，公司继续在广州、惠州、昆明等新进城市及其周边选择适合自身开发模式的项目，积极获取开发用地。

在巩固传统住宅地产业务的基础上，公司将持续整合商业地产板块，通过加强对商业体系的标准化建设和强化上海市外的商业地产市场参与度，挖掘存量资产运营价值，借助商业经营创新，促进提高开发主业服务附加值。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年合并财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留的审计结论。公司提供的 2020 年 1—6 月财务报告未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则》及最新会计准则修订指引编制。从合并范围来看，2019 年公司新设 38 家子公司，注销 8 家子公司；近年来，公司主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,239.11 亿元，负债合计 927.36 亿元，所有者权益 311.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益 255.13 亿元。2019 年，公司实现营业收入 202.51 亿元，净利润 50.54 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 42.56 亿元；经营活动产生的现金流量净额-121.69 亿元，现金及现金等价物净增加额 61.94 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 1,357.16 亿元，负债合计 999.87 亿元，所有者权益 357.29 亿元，其中归属于母公司所有者权益 285.17 亿元。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 107.62 亿元，净利润 33.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 30.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额-64.47 亿元，现金及现金等价物净增加额-15.30 亿元。

2. 资产质量

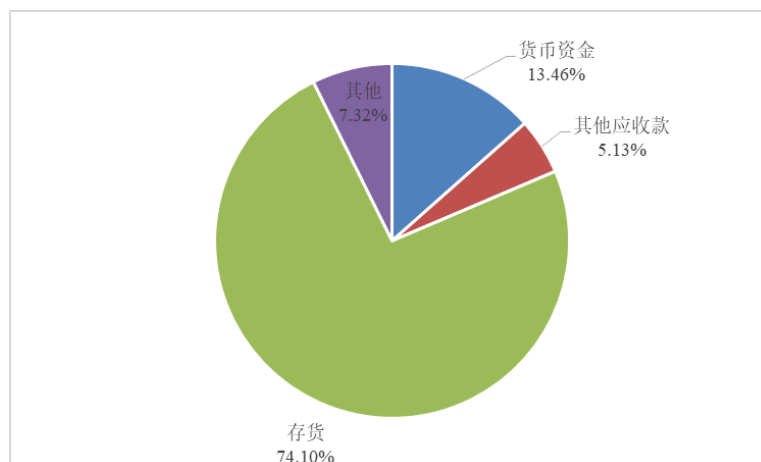
近年来，随着房地产业务扩大，公司资产规模快速增长，资产结构以流动资产为主，其中货币资金和存货占比较高，存货主要位于一二线城市，资产受限比例一般，整体资产质量较好。

2017—2019 年，随着公司业务规模持续扩大，公司资产规模快速增长，年均复合增长 39.02%。截至 2019 年底，公司资产合计 1,239.11 亿元，较年初增长 37.68%，主要系流动资产增长所致。从资产构成来看，公司流动资产 1,147.65 亿元（占 92.62%），非流动资产 91.46 亿元（占 7.38%），以流动资产为主。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 40.96%。截至 2019 年底，公司流动资产合计 1,147.65 亿元，较年初增长 40.96%，主要系货币资金及存货增长所致；流动资产主要由货币资金（占 13.46%）、其他应收款（占 5.13%）和存货（占 74.10%）构成。

图 6 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：联合评级根据公司财务报告整理

2017—2019年，公司货币资金快速增长，年均复合增长64.71%。截至2019年底，公司货币资金为154.48亿元，较年初增长68.10%，主要系公司2019年签约销售金额大幅增长所致。货币资金主要由银行存款（占98.88%）构成，其中受限资金1.65亿元，占货币资金期末余额的1.07%，主要是保证金及安全生产风险抵押金，受限比例很低。

2017—2019年，公司其他应收款波动增长，三年分别为41.62亿元、39.23亿元和58.84亿元，主要为公司与子公司投资方的往来款以及公司支付的保证金。截至2019年底，公司其他应收款58.84亿元，较年初增长49.98%。其中，单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款占5.33%，主要为应收海南升腾投资有限公司和武汉赵湾绿化工程有限公司的款项，因账龄较长，出于审慎原则，公司对上述应收账款100%计提减值准备；按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款占94.65%，综合计提减值准备比例为0.76%；单项金额不重大但单独计提坏账准备的其他应收款占0.02%，规模较小。按账龄组合计提坏账准备的其他应收款组合中，1年以内占86.67%，1~2年占6.07%、2~3年占2.43%、3年以上4.83%，分别按0%、5%、10%和15%的比例计提坏账准备。截至2019年底，公司其他应收款主要由往来款（占61.80%）、押金保证金（占17.23%）以及合作项目垫资款（占16.71%）等构成。按欠款方归集的期末余额前五名余额合计为21.88亿元，占比为34.93%，集中度较高。

表14 截至2019年底公司其他应收款余额前五名情况（单位：亿元、%）

欠款方	款项性质	余额	占其他应收款期末余额合计比例
西安广城置业有限公司	往来款	7.55	12.06
昆明产业开发投资有限公司	往来款	6.42	10.25
武汉市公共资源交易管理办公室	往来款	3.78	6.03
惠州市龙临雅苑房地产有限公司	往来款	2.13	3.40
上海中房置业有限公司	往来款	2.00	3.19
合计	--	21.88	34.93

资料来源：公司提供

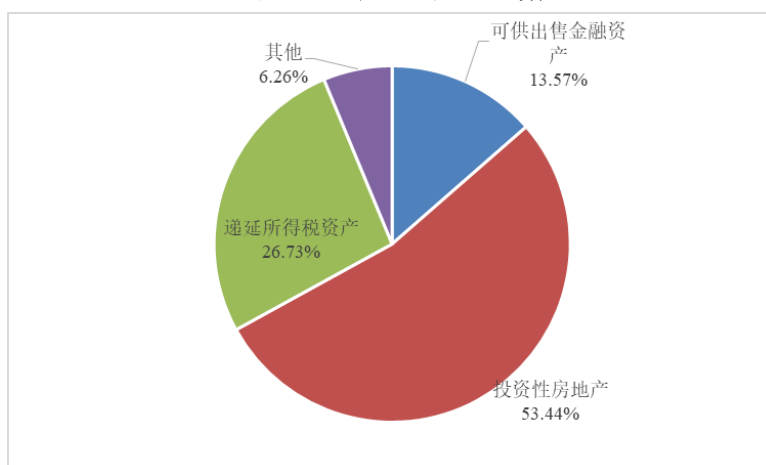
2017—2019年，受公司加大项目开发力度，开发成本大幅增长影响，公司存货快速增长，年均复合增长57.55%。截至2019年底，公司存货账面价值为850.35亿元，较年初增长61.85%，主要系苏州狮山项目、大连公园世家项目、上海杨行项目、上海联东村项目、昆明龙池虹桥项目、上海顾村项目等项目开发成本投入所致；公司存货主要为在建开发产品（占80.14%）、拟开发产品（占15.63%）和已完工的开发产品（占3.55%）。截至2019年底，公司未对存货计提跌价准备；考虑公司房地产开发项目销售情况良好、土地质量较高，发生减值的风险较小。公司所有权或使用权受限的存货账面价值125.68亿元，抵押用于借款，占存货账面价值14.78%，公司存货受限规模一般。

公司其他流动资产主要为购入的理财产品和预缴税费等，2017—2019年，公司其他流动资产波动下降，年均复合下降33.63%。截至2019年底，公司其他流动资产为47.57亿元，较年初下降63.26%，主要系公司当年购买非保本型理财规模减少所致。

（2）非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长19.97%。截至2019年底，公司非流动资产合计91.46亿元，较年初增长6.54%，主要系递延所得税资产增加所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占13.57%）、投资性房地产（占53.44%）和递延所得税资产（占26.73%）构成。

图 7 截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：联合评级根据公司财务报告整理

2017—2019 年，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 13.55%。截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 12.41 亿元，较年初增长 11.14%，主要为可供出售的权益工具，均采用公允价值进行计量。

2017—2019 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 15.95%。截至 2019 年底，公司投资性房地产 48.88 亿元，较年初下降 3.33%，主要系公司对大华（集团）有限公司二分公司的产权进行剥离所致。

2017—2019 年，公司递延所得税资产快速增长，年均复合增长 42.84%。截至 2019 年底，公司递延所得税资产为 24.45 亿元，较年初增长 31.66%，主要系预提土地增值税增加导致的可抵扣暂时性差异大幅增加所致。

截至 2020 年 6 月底，公司资产总额 1,357.16 亿元，较年初增长 9.53%，主要系其他应收款和存货增长所致；其中流动资产 1,257.89 亿元（占 92.69%），非流动资产 99.27 亿元（占 7.31%），资产结构较年初基本保持稳定。

截至 2020 年 6 月底，公司受限资产合计 233.99 亿元，占公司期末总资产的 17.24%，受限比例一般。

表 15 截至 2020 年 6 月底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	金额	占当期总资产比例	受限原因
货币资金	2.12	0.16	保证金、安全生产抵押金
存货	203.58	15.00	抵押融资
固定资产	0.24	0.02	抵押融资
投资性房地产	18.55	1.37	抵押融资
长期股权投资	9.50	0.70	质押借款
合计	233.99	17.24	--

资料来源：公司提供

3. 负债及所有者权益

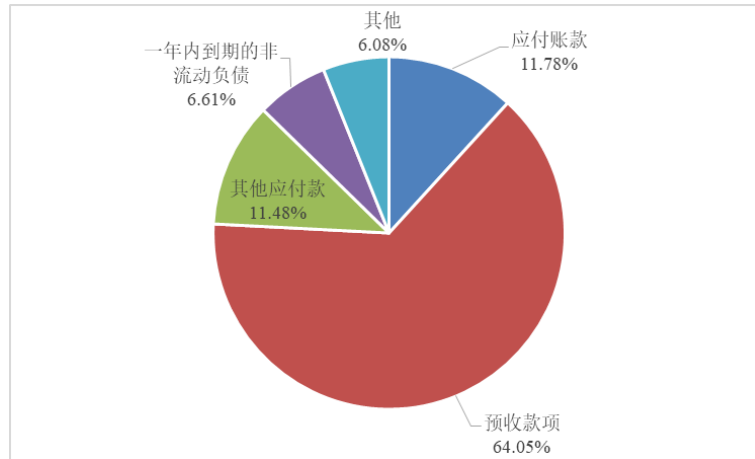
(1) 负债

公司负债规模快速增长，流动负债与非流动负债占比相近；公司债务规模增长较快，但整体债务负担仍属较轻，融资渠道以银行借款为主，债务结构较合理。

2017—2019年，公司负债总额快速增长，年均复合增长45.26%。截至2019年底，公司负债合计927.36亿元，较年初增长46.60%，主要系预收款项和长期借款增长所致；公司流动负债占59.34%，非流动负债占40.66%，占比相近。

2017—2019年，公司流动负债快速增长，年均复合增长43.46%。截至2019年底，公司流动负债550.28亿元，较年初增长44.96%，主要系预收款项增加所致；流动负债构成以应付账款（占11.78%）、预收款项（占64.05%）和其他应付款（占11.48%）为主。

图8 截至2019年底公司流动负债构成



资料来源：联合评级根据公司财务报告整理

2017—2019年，公司应付账款快速增长，年均复合增长53.04%，主要为与房地产业务相关的应付土地款、应付建筑施工方的工程款及预提成本。截至2019年底，公司应付账款64.80亿元，较年初增长103.59%，主要系公司在建项目规模扩大导致房地产项目应付土地款、工程款和预提成本增加所致。

2017—2019年，公司预收款项快速增长，年均复合增长59.55%，主要系对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户购房款增长所致。截至2019年底，公司预收款项352.47亿元，较年初增长56.74%，主要系当年签约销售金额大幅增长所致。

2017—2019年，公司其他应付款不断增长，年均复合增长13.69%，主要是往来款和预提土地增值税。截至2019年底，公司其他应付款63.18亿元，较年初大幅增长22.72%，主要系往来款增长所致。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债分别为37.02亿元、48.44亿元和36.35亿元，全部为1年内到期的长期借款，其中保证及抵押借款占比高。

2017—2019年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长48.00%。截至2019年底，公司非流动负债377.08亿元，较年初增长49.06%，主要系长期借款增加所致；公司非流动负债以长期借款（占81.80%）和应付债券（占17.17%）为主。

2017—2019年，公司长期借款快速增长，年均复合增长49.77%。截至2019年底，公司长期借款308.44亿元，较年初增长54.71%，主要系抵押借款增加所致。从构成来看，长期借款（含一年内到期的长期借款）中，抵押借款占72.36%，信用借款占16.84%，保证借款占10.80%。

2017—2019年，公司应付债券规模快速增长，年均复合增长44.90%。截至2019年底，应付债券64.74亿元，较年初增长30.08%，主要系公司当期新发行公司债券所致。截至2020年6月底，公司存续债券情况如下表所示。

表 16 截至 2020 年 6 月底公司应付债券情况 (单位: 年、亿元、%)

债券简称	起息日期	期限	债券余额	票面利率
16 大华 01	2016/4/1	5 (3+2)	5.00	5.80
16 大华 02	2016/10/12	5 (3+2)	20.00	5.80
17 大华 01	2017/12/12	5 (3+2)	6.00	6.20
18 大华 01	2018/3/15	5 (3+2)	19.00	6.48
19 大华 01	2019/8/21	5 (3+2)	15.00	6.00
合计	--	--	65.00	--

资料来源: 联合评级根据 Wind 数据整理

债务方面, 2017—2019 年, 公司全部债务规模快速增长, 年均复合增长 40.56%。截至 2019 年底, 公司全部债务为 417.59 亿元, 较年初增长 37.66%, 主要系开发规模扩大所致。其中, 公司短期债务为 41.84 亿元 (占 10.02%), 长期债务为 375.76 亿元 (占 89.98%)。2017—2019 年, 公司资产负债率分别为 68.55%、70.29%和 74.84%, 全部债务资本化比率分别为 51.18%、53.15%和 57.26%, 长期债务资本化比率分别为 45.97%、48.49%和 54.65%, 均呈逐年上升趋势, 但整体债务负担仍属较轻。

截至 2020 年 6 月底, 公司负债合计 999.87 亿元, 较年初增长 7.82%, 主要系预收款项和长期借款增长所致; 其中, 流动负债和非流动负债分别占比 57.69%和 42.31%, 流动负债占比较年初有所下降。

截至 2020 年 6 月底, 公司全部债务合计 460.49 亿元, 较年初增长 10.27%, 其中短期债务和长期债务分别占 8.45%和 91.55%, 长期债务占比较年初有所增长, 债务结构有所改善; 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 73.67%、56.31%和 54.13%, 均较年初有所下降。公司融资渠道以银行借款为主, 到期时间较分散, 集中偿付压力不大。截至 2020 年 6 月底, 公司综合融资成本约 5.5%, 融资成本较低。

表 17 截至 2020 年 6 月底公司债务 (不含应付票据) 到期分布情况 (单位: 亿元)

到期时间	银行借款	公司债券	信托借款	合计
2020 年 7—12 月	13.73	6.00	14.50	34.23
2021 年	28.50	44.00	21.53	94.03
2022 年	50.05	15.00	0.60	65.65
2023 年及以后	246.36	19.97	--	266.33
合计	338.65	84.97	36.63	460.25

注: 上表假设进入回售期的公司债券全部回售; 上表债务统计口径不含应付票据, 与联合评级计算口径存在一定差异

资料来源: 公司提供

(2) 所有者权益

近年来, 公司所有者权益不断增长。其中, 未分配利润占比较高, 权益结构的稳定性一般。

2017—2019 年, 公司所有者权益快速增长, 年均复合增长 24.35%。截至 2019 年底, 公司所有者权益合计 311.75 亿元, 较年初增长 16.58%, 主要系未分配利润及少数股东权益增加所致。其中归属于母公司所有者权益 255.13 亿元 (占 81.84%)。归属于母公司所有者权益中, 实收资本占 5.88%, 未分配利润占 93.70%。截至 2019 年底, 公司少数股东权益 56.62 亿元, 较年初增长 10.98%, 主要系地产项目引入少数股东投资所致。

截至 2020 年 6 月底, 公司所有者权益合计 357.29 亿元, 较年初增长 14.61%, 主要系未分配利

润增长所致；归属于母公司所有者权益中，实收资本 15.00 亿元（占 5.26%），未分配利润 269.27 亿元（占 94.42%），构成较年初变化不大。

4. 盈利能力

公司收入和利润规模持续增长，利润构成中非经常性损益较少，公司整体盈利能力很强。

2017—2019 年，公司营业收入分别为 134.89 亿元、153.54 亿元和 202.51 亿元，年均复合增长 22.53%，主要系房地产结转收入增加所致；随着收入增长，公司分别实现净利润 32.27 亿元、42.21 亿元和 50.54 亿元，年均复合增长 25.15%。

期间费用方面，2017—2019 年，随着公司项目开发规模扩大，公司期间费用持续增长，年均复合增长 55.89%。2019 年，公司期间费用共计 28.60 亿元，同比增长 42.81%，主要系销售费用增加所致。2019 年，公司销售费用 15.26 亿元，同比增长 41.25%，主要系广告推介费增加所致；管理费用 8.47 亿元，同比增长 38.64%，主要系会务咨询费用增加所致；财务费用 4.87 亿元，同比增长 56.42%，主要系债务规模增加，融资利息增加所致。

利润构成方面，2017—2019 年，公司投资收益分别为 1.97 亿元、4.12 亿元和 4.06 亿元，主要为公司对外投资产生的收益，占当年营业利润的比重分别为 4.61%、7.46%和 5.78%，影响一般。公司利润主要来自主营业务。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司总资产收益率分别为 9.77%、9.10%和 8.69%，总资产报酬率分别为 7.89%、7.52%和 7.12%，净资产收益率分别为 17.25%、18.00%和 17.45%，整体较为平稳。与同行业房企相比，2019 年公司盈利能力指标处于较高水平。

表 18 2019 年房地产开发类公司盈利能力指标对比情况（单位：%）

公司简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
万科	36.25	5.05	22.61
时代中国控股	29.31	7.82	28.93
富力地产	32.78	5.91	13.29
佳兆业集团	28.80	4.11	19.40
大华集团	59.18	6.99	18.05

注：为保持可比性，上表数据均引自 Wind，联合评级与 Wind 计算口径存在一定差异
资料来源：Wind

2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 107.62 亿元，同比增长 125.47%，主要系房地产结转收入增加所致；实现净利润 33.62 亿元，同比增长 7.81 倍，主要系收入增长以及投资收益规模较大所致。

5. 现金流

公司经营活动现金流入及流出均快速增长，2019 年经营性现金流净流出规模较大；受理财投资影响，公司投资活动净现金流波动较大；公司筹资活动现金流持续净流入。

从经营活动来看，2017—2019 年，受公司房地产签约销售规模大幅增加影响，公司经营活动现金流入量快速增长，分别为 206.24 亿元、301.19 亿元和 396.25 亿元，年均复合增长 38.61%；同期，公司经营活动现金流出量快速增长，年均复合增长 57.03%，主要系购置土地金额增加以及支付的各项税费增加所致。综上影响，公司经营活动净现金流呈现波动状态，分别为-3.81 亿元、0.54 亿元和 -121.69 亿元，有所波动。

从投资活动看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入规模分别为 1.63 亿元、379.12 亿元和

744.03 亿元，逐年大幅增长，主要系赎回非保本型理财所致；投资活动现金流出规模分别为 2.12 亿元、523.48 亿元和 663.53 亿元，逐年大幅增长，主要系购买非保本型理财所致。综上，公司投资活动净现金流呈现波动状态，分别为-0.49 亿元、-144.35 亿元和 80.51 亿元。2017—2019 年，公司筹资活动前现金流保持净流出，分别为-4.30 亿元、-143.81 亿元和-41.18 亿元，公司面临一定的资本支出压力。

从筹资活动看，2017—2019 年，随着公司对外融资规模增长，筹资活动现金流入规模年均复合增长 34.39%；筹资活动现金流出规模年均复合增长 61.89%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。综上影响，公司筹资活动净现金流保持净流入状态，分别为 82.25 亿元、80.61 亿元和 102.94 亿元。

2020 年 1—6 月，公司经营活动现金流量净额-64.47 亿元，保持净流出；投资活动现金流量净额 10.94 亿元；筹资活动现金流量净额 37.96 亿元，保持净流入。

6. 偿债能力

公司短期及长期偿债能力均很强，融资渠道畅通，或有负债风险较可控，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，2017—2019 年，公司流动比率分别为 2.16 倍、2.14 倍和 2.09 倍，速动比率分别为 0.88 倍、0.76 倍和 0.54 倍，流动资产对流动负债的覆盖程度一般。2017—2019 年，公司现金短期债务比分别为 1.42 倍、1.78 倍和 3.69 倍；截至 2020 年 6 月底，公司现金短期债务比为 3.59 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度很高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，2017—2019 年，公司 EBITDA 快速增长，三年分别为 47.55 亿元、60.79 亿元和 79.63 亿元，年均复合增长 29.40%，主要系利润规模和利息费用增幅较大所致。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 5.88 倍、4.49 倍和 4.02 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.22 倍、0.20 倍和 0.19 倍，EBITDA 对利息和债务的覆盖较高。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2020 年 6 月底，公司合计获得各银行授信 730.61 亿元，未使用额度 286.59 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2020 年 6 月底，公司对外担保总额 17.55 亿元，被担保对象为上海申新（集团）有限公司，担保比率为 4.91%。目前被担保方经营情况正常，公司或有负债风险较可控。

截至 2020 年 6 月底，公司无重大未决诉讼、仲裁案件。

根据中国人民银行出具的企业信用报告，截至 2020 年 7 月 1 日，公司本部未结清贷款不存在不良或关注类信息；已结清信贷信息记录中无不良类信息，过往履约情况良好。

7. 母公司¹财务分析

母公司资产规模较大，债务负担较轻，利润主要来自房地产销售和投资收益。

2017—2019 年，母公司口径资产规模快速增长，年均复合增长 37.91%，截至 2019 年底，母公司资产总额为 627.59 亿元，较年初增长 43.96%。从资产结构来看，母公司资产中流动资产 335.25 亿元（占 53.42%），非流动资产 292.35 亿元（占 46.58%），其中，其他应收款和长期股权投资规模大，2019 年底分别为 245.15 亿元和 259.70 亿元。

母公司口径负债方面，2017—2019 年，母公司负债规模快速增长，年均复合增长 49.10%。截至 2019 年底，母公司负债规模 431.18 亿元，较年初增长 54.25%，主要为流动负债 345.65 亿元。2017—2019 年，母公司口径全部债务快速增长，年均复合增长 34.77%。截至 2019 年底，母公司口径全部债务 107.87 亿元，较年初增长 6.44%，以长期债务（占 79.27%）为主；母公司资产负债率为 68.70%，

¹ 此处母公司指公司母公司单独报表。

全部债务资本化比率为 35.45%，债务负担较轻。

2017—2019 年，母公司权益规模快速增长，年均复合增长 20.15%，主要为实收资本和未分配利润。

2017—2019 年，母公司口径营业收入快速增长，三年分别为 2.30 亿元、36.16 亿元和 57.21 亿元，年均复合增长 398.83%，主要来自房地产销售收入。同期，母公司口径净利润分别为 19.64 亿元、20.35 亿元和 43.51 亿元，主要来自房地产业务和投资收益。

2017—2019 年，母公司口径经营活动现金流量净额分别为-3.91 亿元、19.01 亿元和 46.67 亿元，保持净流入；投资活动现金流量净额分别为-3.41 亿元、-103.71 亿元和-15.19 亿元，保持净流出；筹资活动现金流量净额分别为 63.73 亿元、47.68 亿元和-22.28 亿元，由净流入转为净流出。

八、本次公司债券偿还能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2020 年 6 月底，公司全部债务总额 460.49 亿元，本次拟发行债券规模不超过 50.00 亿元，对公司债务负担有一定影响。

以 2020 年 6 月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 50.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 74.61%、58.83%和 56.89%，分别较发行前上升 0.94 个百分点、2.52 个百分点和 2.77 个百分点，债务负担有所上升。考虑到本次债券募集资金拟部分用于偿还公司债务，预计实际债务负担或将低于上述测算值。

2. 本次公司债券偿还能力分析

以 2019 年的财务数据为基础，公司 2019 年的 EBITDA 为 79.63 亿元，为本次公司债券发行额度（50.00 亿元）的 1.59 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。公司 2019 年的经营活动现金流入量为 396.25 亿元，为本次公司债券发行额度（50.00 亿元）的 7.92 倍，对本次债券的覆盖程度很高。

综合上述分析，并考虑到公司作为百强房企，在城市更新和超大规模社区建设运营方面具有很强的综合竞争力，货值储备及开发规模较大，资产质量较好，债务负担较轻，盈利能力很强，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

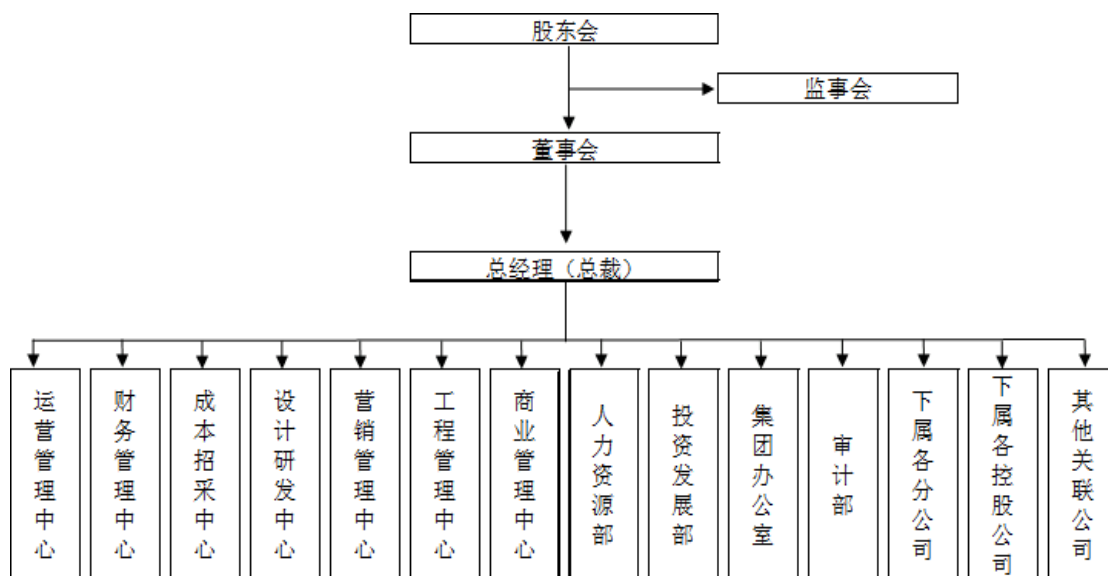
九、综合评价

公司作为专注于城市更新和超大规模社区运营的百强房企，在上海市城中村改造领域具有较高知名度。公司以整体开发的方式锁定了较大规模的土地资源，项目主要布局优质一二线城市，资产质量良好，土地成本优势明显，债务负担较轻且债务结构合理，盈利能力较强。为加速规模扩张，近年来公司实施“整体开发+招拍挂”的双轮驱动战略，签约销售规模快速增长。同时，联合评级也关注到公司旧改项目开发周期存在不确定性、在建项目尚需投资规模较大、规模快速增长导致管理压力增加以及海外项目对公司资金造成一定占压等因素对公司信用水平产生的不利影响。

公司项目储备较充裕且主要位于长三角和粤港澳大湾区，未来随着旧改项目的逐步转化和项目开发销售的推进，公司经营状况有望保持良好，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水平以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 截至 2020 年 6 月底大华（集团）有限公司 组织结构图



附件 2 大华（集团）有限公司 主要财务指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
资产总额（亿元）	641.14	899.99	1,239.11	1,357.16
所有者权益（亿元）	201.62	267.42	311.75	357.29
短期债务（亿元）	39.83	51.62	41.84	38.90
长期债务（亿元）	171.54	251.72	375.76	421.59
全部债务（亿元）	211.38	303.35	417.59	460.49
营业收入（亿元）	134.89	153.54	202.51	107.62
净利润（亿元）	32.27	42.21	50.54	33.62
EBITDA（亿元）	47.55	60.79	79.63	--
经营性净现金流（亿元）	-3.81	0.54	-121.69	-64.47
流动资产周转次数（次）	0.27	0.22	0.21	--
存货周转次数（次）	0.20	0.15	0.12	--
总资产周转次数（次）	0.24	0.20	0.19	--
现金收入比率（%）	124.63	163.72	175.89	134.40
总资本收益率（%）	9.77	9.10	8.69	--
总资产报酬率（%）	7.89	7.52	7.12	--
净资产收益率（%）	17.25	18.00	17.45	--
营业利润率（%）	39.03	47.50	46.74	51.42
费用收入比（%）	8.73	13.04	14.12	13.11
资产负债率（%）	68.55	70.29	74.84	73.67
全部债务资本化比率（%）	51.18	53.15	57.26	56.31
长期债务资本化比率（%）	45.97	48.49	54.65	54.13
EBITDA 利息倍数（倍）	5.88	4.49	4.02	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.20	0.19	--
流动比率（倍）	2.16	2.14	2.09	2.18
速动比率（倍）	0.88	0.76	0.54	0.54
现金短期债务比（倍）	1.42	1.78	3.69	3.59
经营现金流流动负债比率（%）	-1.43	0.14	-22.11	-11.18
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.95	1.22	1.59	--

注：1. 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；2. 公司 2020 年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化；3. 其他应付款中的债务已计入公司短期债务，长期应付款中的债务已计入公司长期债务

附件 3 有关财务指标的计算公式

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]
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+销售费用+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+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+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+非控股股东权益

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 大华（集团）有限公司 2020年面向专业投资者公开发行住房租赁专项公司债券 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，在每年大华（集团）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。

大华（集团）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。大华（集团）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大华（集团）有限公司的相关状况，如发现大华（集团）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。

如大华（集团）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，可宣布信用等级暂时失效，直至大华（集团）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大华（集团）有限公司、监管部门等。

