

大华（集团）有限公司及其发行的
16 大华 01、16 大华 02、17 大华 01 与 18 大华 01

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100492】

评级对象: 大华(集团)有限公司及其发行的 16 大华 01、16 大华 02、17 大华 01 与 18 大华 01

	16 大华 01	16 大华 02	17 大华 01	18 大华 01
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 24 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 24 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 24 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 24 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 21 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 21 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 21 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 21 日
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2015 年 11 月 30 日	AA+/稳定/AA+/2016 年 9 月 18 日	AA+/稳定/AA+/2017 年 9 月 5 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 1 月 3 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位:人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	7.79	38.70	47.89
刚性债务	59.71	102.74	107.87
所有者权益	136.05	156.40	196.41
经营性现金净流入量	-3.91	19.01	46.67
合并口径数据及指标:			
总资产	641.14	899.99	1239.11
总负债	439.52	632.57	927.36
刚性债务	208.35	302.45	417.44
所有者权益	201.62	267.42	311.75
营业收入	134.89	153.54	202.51
净利润	32.27	42.21	50.54
经营性现金净流入量	-3.81	0.54	-121.69
EBITDA	47.55	60.79	79.63
资产负债率[%]	68.55	70.29	74.84
权益资本与刚性债务比率[%]	96.77	88.42	74.68
流动比率[%]	216.03	214.47	208.56
现金比率[%]	21.30	24.21	28.07
利息保障倍数[倍]	5.55	4.27	3.84
净资产收益率[%]	17.25	18.00	17.45
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-1.54	0.17	-26.17
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.13	-26.83	-5.28
EBITDA/利息支出[倍]	5.88	4.49	4.02
EBITDA/刚性债务[倍]	0.29	0.24	0.22

注:根据大华集团经审计的 2017~2019 年财务数据整理、计算。

分析师

陈婷婷 ct@shxsj.com
熊桦 xh@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对大华(集团)有限公司(简称大华集团、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 大华 01、16 大华 02、17 大华 01 及 18 大华 01 的跟踪评级反映了 2019 年以来大华集团在房地产开发经验、项目区位及分散度、项目去化、财务结构稳健性等方面所保持的优势,同时也反映了公司在房地产政策调控、新冠疫情短期冲击、短期资金压力上升、项目运作、海外项目投资等方面面临压力或风险。

主要优势:

- **房地产开发经验丰富且项目分散性较好。**大华集团是全国性大中型房地产开发企业,项目分布在以上海市为主的国内省会城市及部分海外城市,公司在城中村改造、旧城改造等大型综合城市居住社区的整体开发模式方面经验丰富,形成了较好的品牌效应。
- **项目去化情况较好。**大华集团整体开发模式在拿地上具备成本优势,公司项目去化情况较好,跟踪期内收入和利润规模不断扩大,且预收销售款维持在较大规模。
- **财务结构较稳健。**跟踪期内,大华集团剔除预收账款的财务杠杆仍控制合理,且货币资金较充足,公司未使用银行授信规模较大,财务结构尚属稳健。

主要风险:

- **房地产政策调控及新冠疫情短期冲击风险。**在较为严厉的房地产调控政策下,全国房地产市场持续较低迷,叠加 2020 年初新冠疫情短期冲击,2020 年第一季度大华集团项目交付推迟,经营出现亏损,全年签约销售额及预收销售款较疫情前预计有所降低,未来业绩增长压力或将加大。

- **短期资金压力上升。**跟踪期内，大华集团多个上海城中村改造项目集中拿地，资金支出增加，2019年经营性现金流转为大额净流出状态，公司短期资金压力上升，刚性债务规模扩大。
- **项目运作风险。**大华集团整体开发模式在运作中存在前期垫资规模大、开发周期长、运作复杂及拿地等风险。
- **海外项目风险。**2019年以来澳洲房地产市场景气度下行，大华集团海外投资项目开发进度放缓，回笼资金减慢，2020年4月以来新冠疫情在澳洲蔓延，进一步加大公司海外项目开发及去化压力。

➤ 未来展望

通过对大华集团及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



大华（集团）有限公司

及其发行的 16 大华 01、16 大华 02、17 大华 01 与 18 大华 01

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照大华（集团）有限公司 2016 年公开发行公司债券(第一期)、2016 年公司债券(第二期)、2017 年公开发行公司债券(第一期)、2018 年公开发行公司债券(第一期)（分别简称 16 大华 01、16 大华 02、17 大华 01 及 18 大华 01）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据大华集团提供的经审计的 2019 年财务报表及相关经营数据，对大华集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司存续债券情况如图表 1 所示。

图表 1. 截至本评级报告出具日公司存续期债券概况

债项名称	债券余额 (亿元)	期限 (天/年)	票面利率 (%)	发行时间	注册额度/注册 时间	本息兑付情况
16 大华 01	5.00	5 年(3+2)	自 20190401 票面 利率上调为 5.8	2016 年 4 月	50 亿 元 /2016 年 3 月	未到期, 付息正常
16 大华 02	20.00	5 年(3+2)	自 20191012 票面 利率上调为 5.8	2016 年 10 月		未到期, 付息正常
17 大华 01	6.00	5 年(3+2)	6.20	2017 年 12 月		未到期, 付息正常
18 大华 01	19.00	5 年(3+2)	6.48	2018 年 3 月		未到期, 付息正常
19 大华 01	15.00	5 年(3+2)	6.00	2019 年 8 月	非公开发行	尚未到付息期

资料来源：大华集团

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保

持中高速、高质量发展的趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变

发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

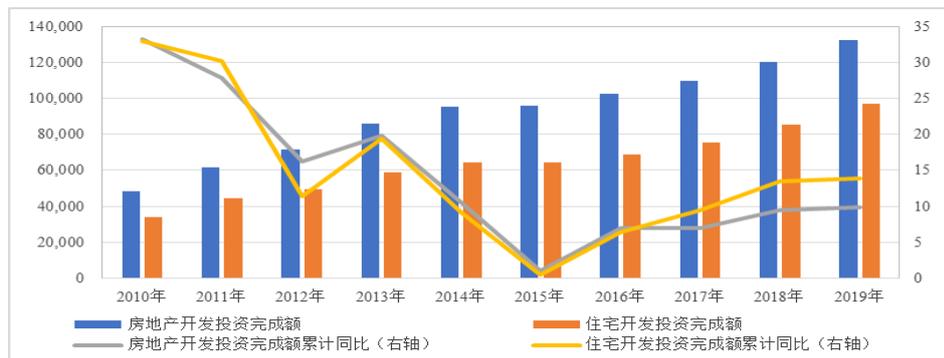
(2) 行业因素

2019年我国房地产开发投资增速保持不减，但各地市场分化较为明显。随着行业融资环境趋紧，资金及项目资源进一步向优势房企集聚，行业集中度继续提升。短期看，新冠肺炎疫情房企销售资金回笼影响大，部分经营风格激进且债务到期较集中的房企信用风险将加大。

A. 行业概况

经过多年发展，房地产业已成为我国经济的主要支柱性产业之一。2010-2018年，我国房地产开发投资完成额从4.83万亿元升至12.03万亿元，其中住宅开发投资完成额从3.40万亿元升至8.52万亿元，占比保持在70%上下。2019年我国房地产开发投资完成额为13.22万亿元，同比增长9.9%，增速同比提升0.4个百分点，保持在较高水平。其中住宅开发投资完成额为9.71万亿元，同比增长13.9%，增速同比略有提升。同时，各地区投资增速分化较为明显，其中，东部地区¹增长7.7%，中部地区²增长9.6%，西部地区³增长16.1%，东北地区⁴增长8.2%。

图表 2. 2010-2019年我国房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：国家统计局

¹ 东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等10个省份（直辖市）。

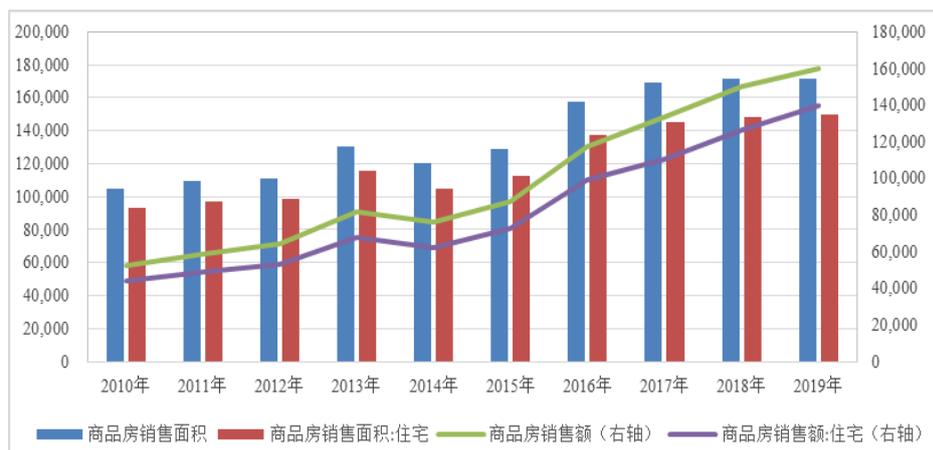
² 中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等6个省份。

³ 西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆等12个省份（直辖市、自治区）。

⁴ 东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等3个省份。

2016 年以来我国商品房销售面积持续增长，但增速逐年收窄。2016-2018 年我国商品房销售面积分别为 15.72 亿平方米、16.94 亿平方米和 17.17 亿平方米，增速分别为 22.5%、7.7%和 1.3%。2019 年我国商品房销售面积出现负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长。2019 年我国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%；其中住宅销售面积增长 1.5%，办公楼销售面积下降 14.7%，商业营业用房销售面积下降 15.0%。同期我国商品房销售额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%；其中住宅销售额增长 10.3%，办公楼销售额下降 15.1%，商业营业用房销售额下降 16.5%。根据 Wind 数据显示，2019 年百城⁵住宅均价为 14,922 元/平方米，同比上涨 3.90%；其中一线城市住宅均价 41,526 元/平方米，二线城市住宅均价 13,868 元/平方米，三线城市住宅均价 9,297 元/平方米，同比分别上涨 0.6%、5.3%和 6.1%，涨幅分别增加 0.1 个百分点、-1.9 个百分点和-4.6 个百分点。一线城市房价稳中略涨，二三线城市涨幅有所回落。从市场走势看，4 月份以来调控政策进一步收紧，行业经营压力逐步加大。

图表 3. 2010-2019 年我国商品房销售情况（单位：万平方米，亿元）



资料来源：国家统计局

受新冠肺炎疫情疫情影响，房地产行业运行受到较大冲击。2020 年第一季度，全国房地产开发投资 21,963 亿元，同比下降 7.7%，其中住宅投资 16,015 亿元，下降 7.2%；商品房销售面积 21,978 万平方米，同比下降 26.3%，其中住宅销售面积下降 25.9%；商品房销售额 20,365 亿元，下降 24.7%，其中住宅销售额下降 22.8%。3 月份行业陆续复工，投资、销售的降幅均比 1-2 月份收窄，行业经营逐步回升。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化

⁵ 一线城市北京、上海、广州、深圳，共 4 个；二线城市天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州，共 22 个；三线城市邯郸、菏泽、湘潭、呼和浩特、廊坊、湖州、洛阳、潍坊、连云港、扬州、昆山、常州、昆明、徐州、日照、烟台、新乡、镇江、泉州、营口、东莞、桂林、南宁、金华、马鞍山、东营、株洲、无锡、德州、西宁、赣州、保定、常熟、银川、泰州、盐城、威海、乌鲁木齐、宿迁、贵阳、湛江、鞍山、衡水、鄂尔多斯、包头、南通、珠海、济南、嘉兴、石家庄、中山、聊城、秦皇岛、淮安、柳州、温州、惠州、绵阳、唐山、海口、北海、淄博、江阴、宝鸡、芜湖、张家港、兰州、台州、江门、绍兴、宜昌、佛山、三亚、汕头，共 74 个。

或将更趋明显。

土地市场方面，2019 年我国住宅用地供应量同比略增。根据 CREIS 中指数据显示，当年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.30 亿平方米，同比增长 0.15%，其中住宅建设用地推出 5.47 亿平方米，同比增长 4.90%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅推地 1,700.24 万平方米，同比增长 20.11%，比上年增速提升 28.97 个百分点；二线城市住宅推地 21,651.01 万平方米，同比增长 13.34%，比上年增速下降 6.72 个百分点；三四线城市住宅推地 31,395.57 万平方米，同比减少 0.87%，比上年增速下降 34.44 个百分点。为缓解土地供应不足，一线城市加大供应力度，二、三四线城市受市场降温影响供应增速明显下降。

2020 年第一季度，疫情因素影响下部分房地产开发企业拿地计划后延。1-3 月份，房企土地购置面积 1969 万平方米，同比下降 22.6%；土地成交价款 977 亿元，下降 18.1%。4 月份，多地政府加大推地力度，土地供应量明显增多。多重因素作用下，资金充裕的房企将获得良好的投资机遇。

图表 4. 2017~2019 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积 (亿平方米)	10.94	8.15%	13.28	21.37%	13.30	0.15%
其中: 住宅用地推出面积 (亿平方米)	4.12	21.58%	5.22	26.75%	5.47	4.90%
各类用地成交面积 (亿平方米)	9.47	10.05%	11.04	16.55%	10.99	-0.49%
其中: 住宅用地成交面积 (亿平方米)	3.64	26.47%	4.09	12.47%	4.40	7.52%
各类用地成交出让金 (万亿元)	4.10	40.35%	4.26	3.87%	5.07	19.06%
其中: 住宅用地出让金 (万亿元)	3.36	47.84%	3.46	3.03%	4.27	23.39%
各类用地成交楼面均价 (元/平方米)	2,391.88	24.96%	2,110.45	-11.77%	2,459.84	16.56%
住宅用地成交楼面均价 (元/平方米)	4,020.21	21.03%	3,697.50	-8.03%	4,264.02	15.32%
各类用地成交溢价率		28.95%		13.14%		13.02%
住宅用地成交溢价率		33.92%		14.74%		14.42%

资料来源: CREIS 中指数据

B. 政策环境

2019 年以来我国房地产政策主体基调是“房住不炒”，以“稳”为主，房地产市场健康发展长效机制进一步完善。围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，落实城市主体责任，“一城一策”调控逐步推进，各地落实“因城施策”，有收有放。国家相关管理部门主要从市场监测预警、货币闸门管控、资金通道监管三个方面加强风险防范，下半年融资限制政策密集出台，房企融资渠道全方位收紧，不同规模房企融资成本进一步分化。市场秩序维护方面，各地加大市场监管力度，包括专项整治房产经纪机构乱象、严禁商品房捆绑销售、打击捂盘惜售和变相收取价外价、严审购房资格等。全年房地产政策调控呈前稳后严的特点。一季度部分城市利率上浮水平有所下降、少部分城市放松限价及摇号等政策、多城落户政策放宽。但 4 月开始，政策收紧力度加大，部分城市利率上浮水平止降回升，公积金贷款政策有所收紧，部分城市收紧土拍

政策，个别城市税费减免政策退场。

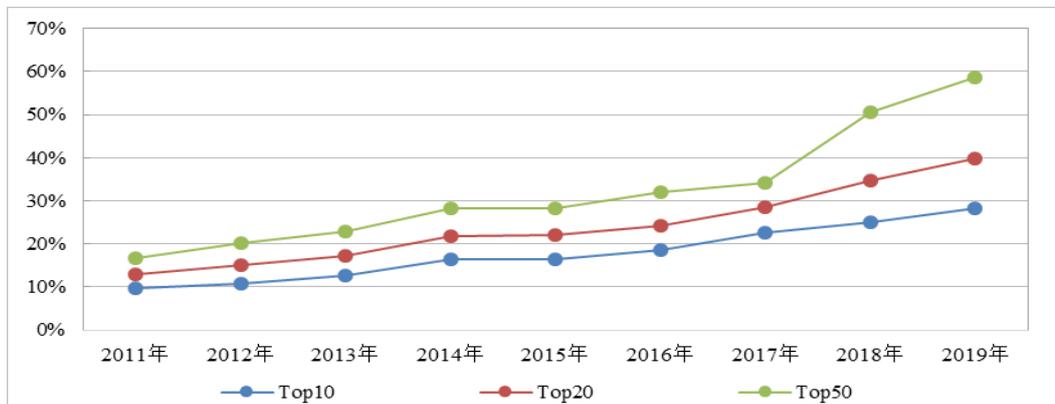
2019 年国家积极推进集体经营性建设用地入市，一方面可以进一步增加土地供应，一方面可以缩减土地交易过程中出现的明显价差，促进土地价格理性回归。土地管理法的修订则从立法角度破除农村集体建设用地进入市场的法律障碍。

针对新冠肺炎疫情对经济运行的影响，国家出台一系列逆周期调节政策，加大货币信贷投放、保障流动性合理充裕。同时，部分省市出台房地产行业扶持政策，内容主要包括还款困难的贷款可适度展期、预售条件放宽、部分税收减免、工期顺延、土地出让金可延期交付、简化审批程序等方面，可部分对冲疫情影响。预计疫情影响下我国房地产市场调控基本政策不会明显松动，但融资环境的宽松有助于房企债务滚续与资金成本控制，优势房企将在融资及土地购置等方面受益。

C. 竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业，债务融资依赖度高。持续多年的政策调控加速了资金更多地流向优势房企，行业集中度不断提升。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在多层调控中表现出更为突出的控风险能力；而中小房企则因项目布局过于集中或融资受限等因素而不断遭受市场挤压。据 CREIS 中指数据，2018 年全国前 50 强房企销售占比首次超过 50%，2019 年继续提升至 59%。预计未来行业集中度仍将进一步提升。

图表 5. 规模房企市场占有率



资料来源：WIND、CREIS 中指数据

D. 风险关注

中小型房企面临挑战。近年土地市场出让条件严苛，大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、较强的融资能力和销售策略等优势，在多层调控中表现出更为突出的抗风险能力，进而进一步强化了其在债务融资渠道与融资成本控制，以及土地购置等方面的优势。中小房企则受制于项目布局过于集中或融资受限等因素，经营愈加困难。而部分虽然具备一定规模优势，但债务融资成本持续高企且难以有效降低的大中型房企，同样面临挑战。

业务运营面临的不确定因素增多。受新冠疫情因素影响，一方面政府出台了各项应对政策，尤其是货币政策进一步宽松，或将推动房地产市场需求；另一方面，经济增长显著放缓，居民投资与消费能力及意愿弱化，则会制约房地产市场需求的释放。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显，教育与医疗服务等基础设施相对薄弱的城市，尤其是三四线城市，或将面临更大的压力。

短期流动性压力上升。新冠肺炎疫情对房地产开发与经营企业的影响主要体现为阶段性销售停滞，销售资金回笼急速放缓将显著加大房企的流动性压力。短期内，优势房企可借助更为宽松的融资环境获得资金补充与债务滚续，但行业整体的流动性压力仍将趋于上升。

2. 业务运营

该公司为全国大中型房地产开发企业，在整体开发方面积累了丰富的开发经验，并形成较好的品牌效应。跟踪期内，公司收入及利润规模均有所增长，且预收款维持在较大规模。公司整体开发模式因参与前期土地一级开发，在土地获取及拿地成本方面具备优势，有助于降低土地成本及获取较高项目收益率。但是受 2020 年初新冠疫情短期冲击影响，公司房地产开发和销售进度放缓，未来业绩增长压力或将加大。

该公司是国内首批拥有房地产开发一级资质的全国性大中型房地产开发企业，主要从事包括城中村改造、旧城改造等大型综合城市居住社区的开发、销售及相关配套物业的管理等业务，在成批旧改、新农村开发的大市政建设、大公建配套的“整体开发”⁶方面开发经验丰富，其开发的大华·锦绣华城、大华·公园世家等系列住宅项目形成了较好的品牌效应。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
房地产开发	全国、澳洲	规模/资本/成本/政策

资料来源：大华集团

该公司房地产开发收入和毛利近年来占比均超过 90%，是公司核心收益来源。2019 年公司开发的上海中环一号汶北四期 2 组团、上海锦绣华城 5-1 地块一标、南京沿江 G36 一期等项目交付，当年实现营业收入 202.51 亿元，较上年增长 31.89%。2020 年初受新冠疫情影响，公司交付计划有所推迟、交

⁶即开发商全程进行土地整理和房屋开发建设的方式。此种模式下公司首先就开发的目标地块与当地政府签订优先受让协议，协议规定公司在参与目标地块土地平整及动、拆迁等相关前期开发工作时，将先行支付相关配套费用，待前期开发工作完成后，公司有权通过当地土地管理部门组织的公开“招、拍、挂”土地使用权出让程序获取土地的开发、使用权，并享有同等条件下优先受让的中标权。如果公司中标该地块的使用权，则需向当地土地管理部门缴纳出让金，以获取相应土地使用权；若公司未中标该地块使用权，则由当地政府退还其在该地块前期开发过程中已支付的全部垫支款项，同时加计补偿其同期银行贷款利息。该种开发模式对企业的资金实力、项目运作经验及政府协调能力等要求较高。

付周期有所延长,导致一季度仅结转收入 9.98 亿元,较上年同期下降 64.99%,公司全年签约销售额及预收销售款较疫情前预计有所降低,未来业绩增长压力或将加大。

该公司的整体开发模式可定向摘牌土地,具有拿地成本优势,加之公司在上海地区房地产项目占比较高及相关土地获取时间较早等因素,公司房地产开发主业毛利率水平较高,2017-2019 年公司毛利率分别为 53.62%、56.50% 和 59.18%。

除房地产开发业务之外,该公司还从事经营性物业租赁和管理、酒店管理、建筑工程安装等业务,对主业收入形成一定补充,2020 年受新冠疫情影响,公司全年商业租赁、酒店收入预计较上年下降 20-40%,但由于在整体收入中占比较小,对公司整体影响不大。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况 (亿元, %)

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计	134.89	153.54	202.51
其中: 核心业务营业收入 (亿元)	121.73	141.30	190.23
在营业收入中所占比重 (%)	90.24	92.02	93.94
其中: 房地产销售 (亿元)	121.73	141.30	190.23
在核心业务收入中所占比重 (%)	100.00	100.00	100.00
毛利率 (%)	53.62	56.50	59.18
其中: 房地产销售 (%)	54.81	58.46	60.81

资料来源: 大华集团

该公司采取自主开发为主,合作开发为辅的方式,除尚汇豪庭项目⁷为参股项目外,其余合作开发项目均为控股形式,纳入公司并表范围。公司专注于大型居住社区的开发,即在开发商品房项目的同时,辅以社区公园、商业中心、中小学、医院、城市道路、地下管网等硬件基础配套设施的全产业链开发。产品主要面向刚性居住需求或改善型住房需求客户,户型以 100 m² 左右的两居室及三居室为主,现已较为成熟的产品包括锦绣华城、公园世家等系列。同时,公司开发高档公寓及别墅类产品以满足客户的高端居住需求,已建成的产品包括紫郡、诺斐墅等。

2019 年该公司联东村项目 (2 地块一期)、顾村城中村项目 (16-02 一期)、康家村项目 (3 地块一期) 等开发体量较大的城中村改造项目集中拿地开工,同时徐州权台项目 (1 地块一期)、武汉锦绣时代 (47/48 地块二期)、西安公园世家 (3 地块一期) 等项目开工建设,公司新开工面积、签约销售额⁸均较往年大幅增加。同时,根据上海市政策要求,公司 2016 年 8 月批准建设项目需

⁷ 该项目由上海凯峰房地产开发有限公司开发,现已开发至最后一期,目前已开盘销售,去化 50%,由合作方中华地产控股。

⁸ 公司一般项目拿地后 3-4 个月内开工,8-11 个月取得预售许可证。

精装修交付，上海中环一号（四期二组团）、上海锦绣华城（5 地块一期）等项目本应在 2018 年竣工，项目建设期拉长，集中在 2019 年竣工，导致 2018 年-2019 年竣工面积波动较大。

2020 年第一季度，受疫情影响，该公司开发的武汉华锦项目二期、武汉青山项目开工时间推迟，惠州惠阳项目延迟取得工规证，同时因蓄客不足，案场开放管制等，齐河置业项目（一地块 1 期）、海南锦绣海岸（G08 二期二组团）、广州番禺项目（一地块 1 期）、武汉华锦项目一期开盘时间推迟至二季度，此外武汉锦绣华城、武汉赵庄等已开盘项目签约额下降，一季度公司新开工面积及合同签约面积较预期均受到一定影响。同时，疫情影响下复工延迟、停工等导致公司项目竣工延迟，一季度公司竣工面积同比减少 55.86%。

图表 8. 公司房地产开发运营情况表（单位：万平方米、亿元）

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
新开工面积	155.02	155.65	413.44	76.95
合同销售面积	73.54	88.45	146.02	11.14
合同销售金额	148.89	202.32	320.27	24.37
竣工面积 ⁹	101.58	45.00	126.14	9.33

资料来源：大华集团

该公司房地产开发及销售区域以上海市为主，2019 年公司上海地区项目去化情况仍较好，销售额较快增长，此外，武汉、西安市场在人才吸引政策下，人口导入能力增强，公司加快西安地区项目开发速度，推盘量增加，及武汉赵庄项目迎来开盘，当年武汉、西安地区销售占比明显提升，但是 2020 年初武汉地区受新冠疫情冲击较大，目前公司武汉地区在开发、在售 5 个项目预计 2020 年签约销售额将从 40 亿元下降到 20 亿元左右。另外公司新进入昆明、徐州市场，2019 年龙池虹桥项目、徐州权台项目开盘贡献销售额。但是烟台地区因无储备项目当年合同销售额同比大幅下降，同时济南地区整体销售市场低迷，叠加疫情影响，销售者购房意愿下降，公司已采取降价促销等措施加快销售去化。

图表 9. 公司国内房地产业务区域分布情况（单位：亿元、%）

区域	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
上海市	65.34	43.89	96.71	47.80	137.39	42.90
南京市	10.91	7.33	23.46	11.59	22.32	6.97
大连市	15.10	10.14	15.91	7.86	23.21	7.25
武汉市	24.09	16.18	10.41	5.15	54.59	17.04
西安市	10.33	6.94	25.90	12.80	50.04	15.63
烟台市	4.12	2.77	6.99	3.46	1.91	0.60
海口市	10.49	7.05	15.42	7.62	17.24	5.38
济南市	8.50	5.71	7.52	3.72	7.50	2.34

⁹指项目完工并取得竣工备案许可证。

区域	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
泰州市	-	-	0.74	0.36	0.07	0.02
昆明市	-	-	-	-	2.28	0.71
徐州市	-	-	-	-	3.72	1.16
合计	148.89	100.00	202.32	100.00	320.27	100.00

资料来源：大华集团

截至 2020 年 3 月末，该公司国内 31 处在开发项目计划总投资 1704.33 亿元，累计已投资 834.09 亿元，项目采用分期开发方式，部分项目已阶段性完成签约销售，累计回笼资金 958.26 亿元，占已投资金额的 114.89%，此外，公司 10 处已拿地尚未开工项目计划总投资 217.46 亿元，已累计投入资金（土地款）67.70 亿元。2020 年-2022 年公司在建及拟建项目计划分别共计投入资金 225.51 亿元、266.79 亿元和 150.17 亿元，后续开发资金支出规模仍较大。公司整体开发的模式，相对传统住宅开发项目，投资规模大且资金周转效率较低，同时面临拿地不确定、项目运作复杂等风险。

图表 10. 截至 2020 年 3 月末公司国内在开发项目情况（单位：亿元）¹⁰

项目名称	类型	持股比例	开发模式	总投资规模	已投资规模	拟投资金额			已累计签约销售金额	累计已回笼资金
						2020年	2021年	2022年		
浦东锦绣华城	住宅	96.20	整体开发	185.31	148.18	13.60	9.03	7.36	389.52	383.40
武汉滨江天地	住宅	98.10	整体开发	76.35	57.45	2.72	2.14	4.66	104.05	94.13
泰州锦绣华城	住宅	100.00	招拍挂	21.96	10.79	4.40	3.44	2.83	9.80	8.35
大连锦绣华城	住宅	70.00	整体开发	133.87	102.16	7.77	11.17	11.88	125.65	121.93
西安大华公园世家	住宅	100.00	整体开发	51.83	33.37	6.55	7.24	3.40	80.50	78.63
西安翰林华府	住宅	100.00	整体开发	13.17	6.71	2.93	0.99	0.95	12.19	12.20
烟台上海滩花园	住宅	98.10	整体开发	40.16	35.15	2.27	0.38	0.25	32.52	32.33
海南成燕项目	住宅	67.14	整体开发	75.08	35.55	9.51	14.42	6.32	52.04	51.90
济南龙洞项目	住宅	99.81	招拍挂	36.56	22.49	5.20	4.57	3.45	30.44	28.98
西安淮海项目	住宅	100.00	整体开发	26.00	10.55	4.61	7.11	3.27	26.80	26.76
武汉赵庄项目	住宅	98.10	整体开发	14.50	7.33	3.73	2.72	0.18	14.89	14.00
南京沿江 G36 项目	住宅	100.00	整体开发	27.76	20.78	3.50	0.83	0.08	30.14	26.81
上海鹅蛋浦项目	住宅	100.00	整体开发	23.14	17.77	2.48	2.30	0.04	6.61 ¹¹	6.61
上海南大 D2、D3 项目	住宅	100.00	整体开发	38.48	27.10	3.18	-	1.17	17.95	17.95
上海康家村项目	住宅	90.00	整体开发	160.12	68.40	13.78	47.71	10.87	30.64	38.19
上海联东村项目	住宅	99.00	整体开发	98.41	46.01	14.90	21.48	6.93	9.36	8.52
上海场中村项目	住宅	99.00	整体开发	58.55	5.52	9.66	6.18	7.71	-	-
上海顾村项目	住宅	90.00	整体开发	217.64	66.94	17.97	33.09	13.92	-	-

¹⁰ 在建项目定义为项目已取得国有土地使用证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证，但还未达到竣工条件的项目。

¹¹ 上海鹅蛋浦项目和上海南大 D2、D3 项目主要为上海城中村改造项目中拆迁户提供安置配套，建成后由政府进行一次性回购，过程中按进度取得回款。

项目名称	类型	持股比例	开发模式	总投资规模	已投资规模	拟投资金额			已累计签约销售金额	累计已回笼资金
						2020年	2021年	2022年		
龙池虹桥项目	住宅	56.00	整体开发	78.14	2.99	10.18	9.83	10.21	3.68	3.41
广州番禺项目	住宅	100.00	招拍挂	20.82	0.79	3.69	2.24	1.59	-	-
徐州权台项目	住宅	100.00	整体开发	26.64	3.16	5.48	9.92	6.63	4.31	3.42
武汉华锦项目	住宅	100.00	整体开发	40.77	31.61	4.50	2.46	1.37	-	-
齐河置业项目	住宅	97.19	招拍挂	11.16	4.78	3.61	2.59	0.08	0.77	0.74
大连公园世家	住宅	100.00	招拍挂	34.34	8.60	3.34	6.66	4.25	-	-
济南长清项目	住宅	100.00	招拍挂	10.34	4.26	1.57	2.11	2.04	-	-
江门新会项目	住宅	51.00	整体开发	27.65	11.90	4.49	5.91	5.05	-	-
大理满江项目	住宅	56.00	整体开发	6.56	0.30	1.96	2.56	1.57	-	-
苏州狮山项目	住宅	80.00	招拍挂	59.44	42.93	6.85	3.06	5.16	-	-
顾泰潘泾项目	住宅	100.00	整体开发	20.42	0.05	3.38	10.19	4.26	-	-
南京滨江项目	住宅	100.00	招拍挂	29.16	0.43	3.55	3.63	2.85	-	-
上海杨行项目	住宅	100.00	整体开发	40.00	0.04	3.24	3.74	0.75	-	-
在建项目合计	-	-	-	1704.33	834.09	184.60	239.70	131.08	957.30	958.26

资料来源：大华集团

图表 11. 截至 2020 年 3 月末公司国内拟建（已拿地未开工）项目情况（单位：亿元）

项目名称	业态	持股比例	开发模式	计划总投资规模	已投资资金（土地款）	拟投资金额		
						2020年	2021年	2022年
上海红光村项目	住宅	100.00	整体开发	11.96	4.87	3.04	4.08	1.03
武汉青山项目	住宅	100.00	整体开发	26.81	3.78	16.30	2.05	2.15
烟台福昇项目	住宅	100.00	招拍挂	3.56	0.80	1.47	0.99	0.57
大连鞍子山项目	住宅	100.00	整体开发	33.06	3.38	1.08	0.78	0.53
大连金地项目	住宅	100.00	整体开发	13.07	4.50	0.07	1.69	3.31
天津万辛庄项目	住宅	100.00	招拍挂	19.24	13.00	1.45	1.88	1.53
天津双青项目	住宅	100.00	招拍挂	14.82	7.00	2.01	2.96	2.17
惠州惠阳项目	住宅	51.00	招拍挂	53.50	17.12	2.66	3.85	5.54
大理阿达音项目	住宅	56.00	整体开发	12.65	4.41	2.36	2.98	2.20
广州朱村站北项目	住宅	100.00	招拍挂	28.79	8.84	10.46	5.83	0.06
合计	-	-	-	217.46	67.70	40.91	27.09	19.09

资料来源：大华集团

具体看，该公司于 2014 年取得上海市宝山区大场镇场中村，大场镇联东村，庙行镇康家村及顾村镇顾村老集镇 4 个“城中村”改造项目的开发建设权，开发总面积 194.83 万平方米，计划总投资 534.72 亿元，其中康家村和场中村项目含有安置房建设，由政府进行回购，开发的商品房除少量自持用于租赁外，其余均对外销售。截至 2020 年 3 月末，4 个“城中村”改造项目已基本完成动拆迁及部分商品房、安置房土地的摘取，其中联东村和康家村首期项目已于 2019 年开盘销售，截至目前已基本去化完毕，累计签约

销售额 40 亿元，二期项目建设中，预计将与顾村和联东村首期项目同时于 2020 年内实现销售，预计共可实现签约销售额 141.75 亿元。

图表 12. 该公司上海城中村改造项目进度表（单位：亿元）

项目名称	项目进度	预售许可证获取时间	2020 年预计合同销售金额
上海联东村项目	完成 3 批商品房土地摘取(预计共 4 批商品房土地可摘取),	2020-6	42.60
上海顾村项目	完成 2 批商品房土地摘取(预计共 4 批商品房可摘取)。	2020-4	60.93
上海康家村项目	完成 3 批动迁房(预计共 4 批可摘取)、3 批商品房(预计共 4 批可摘取)土地摘取。	2020-3	38.22
上海场中村项目	完成 2 批商品房土地摘取, 因政府规划未完成, 安置房土地暂未摘取。	2020-11	0.00

资料来源：大华集团

国外市场方面，该公司在悉尼、墨尔本两大城市的市区附近主要投资了 9 个住宅地产项目，目标客户以澳洲当地居民为主。截至 2020 年 3 月末，上述项目共计投入资金 63.39 亿元，累计回笼资金 21.01 亿元，因澳洲对项目规划、环保等方面评估时间较长，项目自土地款投入至开始动工花费时间较长，目前悉尼 WaterlooProject 项目尚未动工；而 2019 年以来澳洲房地产市场不景气，悉尼 EPackProject 项目存在去化压力，同时公司放缓悉尼 MPackProject 项目、墨尔本 TarneitProject 项目、墨尔本 Hawthorn East 等项目开发进度，目前投入资金主要为土地购置款，且累计回笼资金较少。2020 年 4 月以来新冠疫情在澳洲蔓延，进一步加大公司海外项目开发及去化压力。

图表 13. 截至 2020 年 3 月末公司海外主要项目情况（单位：亿元）

项目名称	业态	总投资规模	已投资规模	目前状态	可供出售面积	已销售面积	累计回笼资金
悉尼 EPackProject 项目	住宅分地	20.68	19.86	在建在售	47.45	14.92	5.53
墨尔本 King's Leigh 项目	住宅公寓	5.00	4.96	在建在售, 接近售罄	22.45	17.04	5.46
墨尔本 LochavenProject 项目	住宅分地	5.43	2.22	在建在售	29.97	9.13	1.47
墨尔本 Plumpton 项目	住宅分地	10.26	0.51	在建在售	36.88	4.88	0.97
悉尼 WaterlooProject 项目	住宅公寓	17.14	2.44	设计中, 未开工	3.53	-	-
悉尼 MPackProject 项目	住宅分地	50.6	19.61	在建在售	249.2	4.46	1.80
墨尔本 TarneitProject 项目	住宅分地	8.53	4.24	在建在售	29.64	5.77	1.25
墨尔本 Hawthorn East 项目	住宅公寓	12.1	7.16	在建在售	2.65	0.61	1.64
墨尔本 Garden 项目	住宅公寓	2.40	2.39	已完工售罄	0.62	0.62	2.89
合计	-	132.14	63.39	-	422.39	57.43	21.01

资料来源：大华集团

土地储备方面，截至 2020 年 3 月末，该公司合并口径共储备土地 30 幅（其中 20 幅已取得全部土地权证，10 幅取得部分土地权证），预计总规划建筑面积 510.46 万平方米，计划支付土地总价款合计 228.83 亿元，已支付土地款 199.01 亿元。从土地储备区域来看，公司储备土地主要分布在上海、大理、大连、惠阳、昆明等地，且“整体开发”方式的获地占比下降，土地成本整体有所上升。此外，2020 年初受新冠疫情影响，公司拿地计划放缓，后续业

务扩张速度或将受到一定影响。

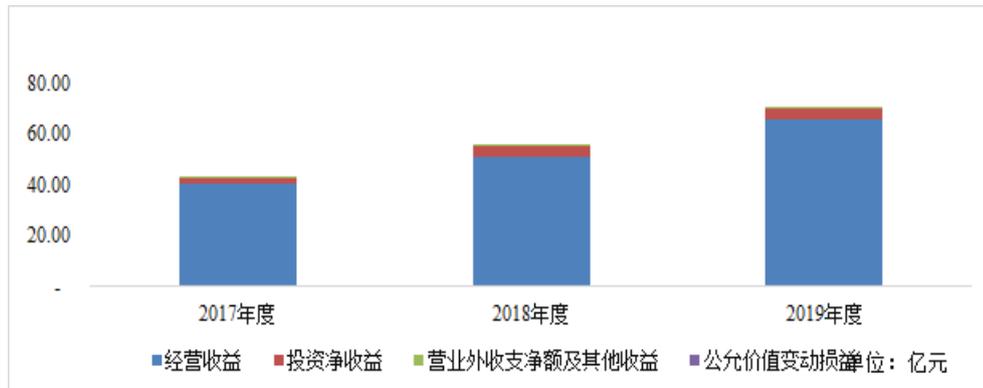
图表 14. 截至 2020 年 3 月末公司土地储备情况(单位: 亿元, 万平方米)

地块名称	城市	拟建项目名称	权益 (%)	地块性质	获取方式	已投入土地款	规划建筑面积	平均楼面成本 (元/平方米)	权证获取情况
上海浦东北蔡地块	上海	浦东锦绣华城	96.2	住宅	整体开发	4.2	12.27	3476.68	是
贾汪区科文学院西侧、荒芜路北侧、星光大道东侧	徐州	徐州权台项目	100	住宅	公开购买	4.56	23.94	1904.76	是
武汉青山区红卫路街东兴洲村 K1、K2 地块	武汉	武汉滨江天地项目	100	住宅	整体开发	6.82	34.05	2004.41	否
莱山区东兴、金桥、于家滩社区	烟台	烟台上海滩花园	98.1	住宅	整体开发	0.19	2.63	741.61	是
济南龙洞 E 地块	济南	济南龙洞项目	99.81	住宅	公开购买	7.32	7.45	9828.42	是
济南长清王宿地块	济南	济南长清王宿项目	100	住宅	公开购买	2.61	9.09	2871.40	是
大连庙岭村	大连	大连锦绣华城	70	住宅	整体开发	7.99	28.73	2782.54	否
大连鞍子山 A1、A2 地块	大连	大连鞍子山项目	100	住宅	整体开发	3.38	18.51	1826.23	否
大连体育新城大显地块	大连	大连大显项目项目	100	住宅	公开购买	9.21	17.57	5246.32	是
广州新会区会城今源路 9 号地块	江门	江门新会项目	51	住宅	整体开发	5.85	12.13	4824.81	是
惠阳区三和街道地块	惠州	惠州惠阳项目	51	住宅	股权收购	17.12	87.11	1965.77	是
昆明市盘龙区青云街道地块	昆明	昆明虹桥龙池项目	56	住宅	整体开发	7.26	48.09	1510.22	是
14-11 地块、17A-02 地块、17B-02 地块	上海	上海顾村项目	90	住宅	整体开发	28.76	14.37	20010.43	部分取得
E2D-02 项目 (东侧地块)、E2B-02b 项目 (西侧地块)	上海	上海红光村项目	100	住宅	整体开发	4.87	8.6	5667.45	是
江北新区 2019G13	南京	南京滨江项目	100	住宅	公开购买	9.5	5	18996.58	是
福山区连福街	烟台	烟台福昇项目	100	住宅	股权收购	0.8	5.72	2185.43	是
甘井子区土革路南、河周路东侧	大连	大连金地项目	100	住宅	股权收购	4.5	17.16	2623.12	是
大理阿达音地块	大理	大理阿达音项目	56	住宅	整体开发	4.41	10.31	4283.47	是
场中村项目	上海	场中村项目	99	住宅	整体开发	18.29	9.19	19901.63	否
青山区 12 街坊项目: P (2019) 197 号	武汉	武汉青山项目	100	综合	公开购买	3.78	19.23	9819.84	否
增城区朱村街朱村站北地块	广州	广州朱村站北项目	100	综合	整体开发	8.84	11.31	13034.10	否
地石曲 10#、11#、12#	大理	满江项目	70	综合	转让	6.76	27.58	2016.25	是
下庄一社 5# (三期)	大理	满江项目	56	综合	转让	0.7	1.76	3427.39	是
满江 17# (四期)	大理	满江项目	70	综合	转让	2.91	7.69	3390.58	是
黄瓜营二 15# (九期)	大理	满江项目	70	综合	转让	0.68	9.18	345.46	是
满江三 16# (五期)	大理	满江项目	70	综合	转让	2.24	6.26	3204.39	是
黄瓜营一社 13# (八期)	大理	满江项目	70	综合	转让	2.76	5.6	4536.95	是
万辛庄 C 地块	天津	天津万辛庄项目	100	综合	公开购买	13	7.26	17906.34	否
天津置业双青 8# 地块	天津	天津双青项目	100	综合	公开购买	7	11.29	6202.42	否
大江东新湾地块	杭州	杭州新湾项目	100	综合	公开购买	2.7	31.38	4295.73	否
合计	-	-	-	-	-	199.01	510.46	-	-

资料来源: 大华集团

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构



资料来源：根据大华集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司主业突出，盈利主要来源于房地产主业产生的经营收益。公司房地产业盈利能力强，随着房地产业务规模的扩大，营业毛利不断增长，2019年实现营业毛利 119.84 亿元，同比增长 38.14%。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计 (亿元)	134.89	153.54	202.51
毛利 (亿元)	72.33	86.75	119.84
期间费用率 (%)	8.73	13.04	14.12
其中：财务费用率 (%)	0.13	2.03	2.41
全年利息支出总额 (亿元)	8.09	13.55	19.82
其中：资本化利息数额 (亿元)	6.15	11.00	13.84

资料来源：根据大华集团所提供数据整理。

期间费用方面，2019 年该公司期间费用为 28.60 亿元，较上年增长 42.81%，期间费用率为 14.12%，较上年提高 1.08 个百分点，主要系刚性债务规模扩大、融资成本上升，财务费用同比增长较快，同时由于合同销售规模的上升，广告推介费等销售费用大幅增长所致。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度
投资净收益 (亿元)	1.97	4.12	4.06
其中：可供出售金融资产在持有期间的投资收益	1.14	0.66	1.57
处置可供出售金融资产取得的投资收益	0.82	-	-
理财产品	-	3.45	3.77
营业外净收入及其他收益 (亿元)	0.42	0.33	0.12
其中：政府补助 (亿元)	0.38	0.31	0.38

资料来源：根据大华集团所提供数据整理。

此外，该公司每年可产生一定规模投资收益、营业外净收入及其他收益，对主业收益形成一定补充。2019 年公司产生投资收益 4.06 亿元，较上年变化不大，主要系购买理财产品产生的收益。此外公司还会收到政府扶持金等补助款，同时会因对外捐赠等每年产生一定的营业外支出，2019 年营业外净收入及其他收益为 0.12 亿元，较上年减少系因当年对外捐赠支出增多所致。

随着房地产主业经营带来收益的增加，2019 年该公司实现营业利润与净利润分别为 70.15 亿元和 50.54 亿元，分别较上年增长 27.14% 和 19.14%。但是随着土地成本的上升及业务布局，公司盈利压力将加大，利润增速或将慢于同期收入。

2020 年第一季度，受新冠疫情影响，该公司项目交付延后导致收入结转同比明显下滑，当期实现营业毛利 5.93 亿元，同比减少 64.28%；而公司项目合同签约仍产生较大规模代理费用，导致当期期间费用仍较高，当期公司经营出现亏损，净利润为-4.34 亿元。

(3) 运营规划/经营战略

该公司未来将以“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，继续跟进上海、粤港澳大湾区、云南三大主战场的项目进程，保障已获取项目的顺利推进及落地，并加大已进驻区域及长三角、京津冀、环渤海等地区的投拓力度，2020-2022 年将持续产生一定规模营运资金需求，但是随着 4 个上海城中村等开发项目集中销售及产生回笼资金，公司自有资金增，同时疫情影响下拿地计划放缓，对外投资支出减少，公司可支配的自有资金将增多，未来三年将陆续偿还部分到期债务，债务融资规模有望有所压减。

图表 18. 公司 2020 年~2022 年投融资规划

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度
资本性支出计划（亿元）	-13.98	-0.06	-0.06
营运资金需求（净额，亿元）	74.54	230.87	42.74
融资安排（净额，亿元）	-137.99	-267.49	-107.31
其中：权益类融资（亿元）	0.00	0.00	0.00
债务类融资（亿元）	-137.99	-267.49	-107.31

资料来源：根据大华集团所提供数据整理。

管理

跟踪期内，该公司产权结构未发生重大变化，华强投资仍为公司第一大股东。公司治理及管理方面未发生重大变化，未发生重大不良信用记录。

跟踪期内，该公司产权结构未发生重大变化。华强投资持有公司 30.00% 股权，仍为公司第一大股东。自然人金惠明先生通过其间接持有的公司股权

以及能够施加影响的近亲属所持股权，合计能够控制公司超过 54.80% 的股权，仍为公司的实际控制人。

截至 2019 年末，华强投资总资产 28.33 亿元，净资产 22.62 亿元；2019 年营业收入 8.38 万元，利润总额为 1.53 亿元，华强投资以投资管理为主，自身不经营业务，利润主要产生自公司每年的投资收益。

此外，该公司可获得实际控制人一定资金方面支持，截至 2020 年 3 月末，公司获得控股股东及同一实际控制人控制企业借款合计 13.92 亿元，按照同期贷款利率支付利息，债务偿付上相对有弹性。

图表 19. 2020 年 3 月末公司关联方应付款项情况（单位：亿元）

关联单位	关联关系	对应会计科目	金额	利率
上海华禾宁实业有限公司	持有公司 8.39% 股份之股东	其他应付款	0.39	按央行同期贷款利率
上海华强投资有限公司	持有公司 30% 股份之股东	其他应付款	2.24	按央行同期贷款利率
上海华绣投资有限公司	持有公司 26.03% 股份之股东	其他应付款	0.85	按央行同期贷款利率
上海华禾明投资有限公司	持有公司 13% 股份之股东	其他应付款	0.69	按央行同期贷款利率
Vast great investment limited	同为最终控制人控制	其他应付款	4.41	参照同期贷款利率
Group huge limited	同为最终控制人控制	其他应付款	5.34	参照同期贷款利率
合计	-	-	13.92	-

资料来源：大华集团

根据公开信息查询及该公司提供的资料，跟踪期内公司及其核心子公司、控股股东均未发生重大的需要披露的欠贷欠息事件，已发行债券还本付息正常。截至 2019 年末，公司不存在重大诉讼事件及重大行政处罚。

图表 20. 公司重大不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020.4.9	无	无 ¹²	未提供	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.5.29	不涉及	无	不涉及	不涉及
诉讼	大华集团及公开信息披露	2020.5.29	无	无	无	不涉及
工商	工商企业信用信息公示系统，大华集团	2020.5.29	无	无	无	不涉及
质量	大华集团	2020.5.29	无	无	无	不涉及
安全	大华集团	2020.5.29	无	无	无	不涉及

资料来源：根据大华集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

¹² 已结清贷款中存在 3 笔不良关注类贷款记录，系在 2000 年左右房地产行业系统性风险下，相关银行将所有房地产贷款均划归为不良贷款所致。

财务

跟踪期内，该公司上海城中村项目集中拿地，经营性现金流转为大额净流出，叠加 2020 年初新冠疫情影响下的销售回款减慢，公司资金压力上升，债务规模持续扩大，但剔除预收账款的负债经营程度仍属合理，且刚性债务以中长期为主，同时公司通过放缓拿地计划减少对外投资支出，2020 年第一季度经营性现金流状况得到一定好转，此外公司未使用银行授信较多，可提供较好的流动性补充。

1. 数据与调整

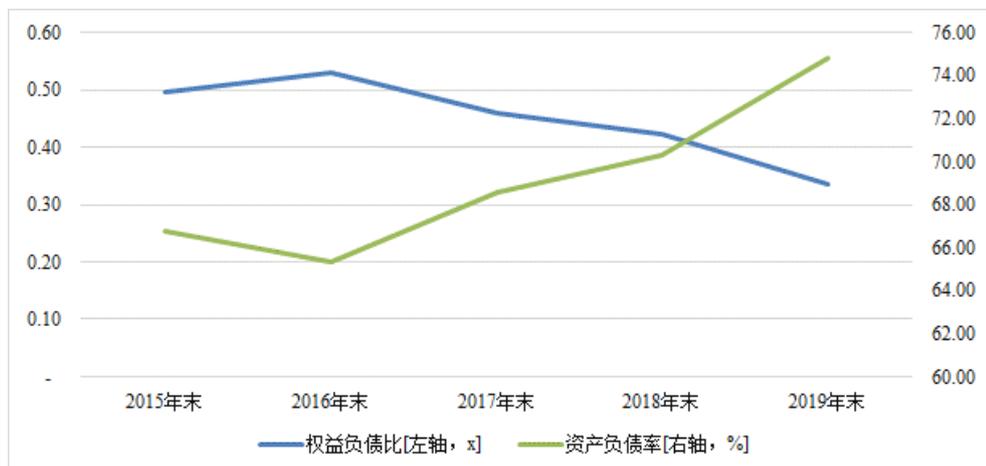
中兴财光华会计师事务所对该公司 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则，并对 2019 年修订后的会计准则进行了会计变更及追溯。

2019 年该公司因项目开发新设 42 家项目公司，并注销 8 家子公司，截至 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司数量增至 166 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



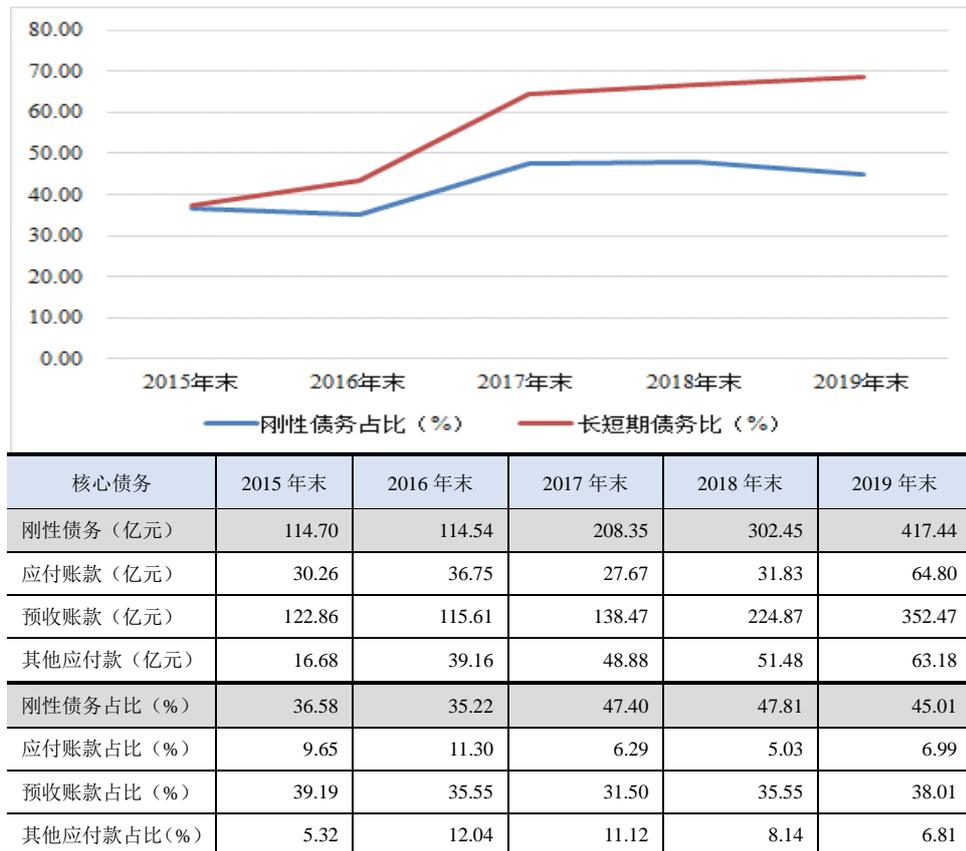
资料来源：根据大华集团所提供数据绘制。

跟踪期内，随着房地产业务开发投入增加，该公司负债规模持续增长。2019 年末公司负债总额为 927.36 亿元，较上年末增长 46.60%，负债经营程度亦有所上升，同期末资产负债率为 74.84%，较上年提高 4.55 个百分点，但剔除预收款后的财务杠杆水平仍处于 64.84% 的合理水平。未来 3 年公司预计将持续归还部分到期刚性债务，债务规模及负债水平或将呈现一定下降。

随着经营积累的增加，该公司资本实力不断增强，2019 年末所有者权益较上年末增长 16.58%至 311.75 亿元。公司将历年盈余留存，当年末未分配利润为 239.05 亿元，占所有者权益的 76.68%，未分配利润占比较大，资本结构稳定性较弱。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据大华集团所提供数据绘制。

该公司房地产开发业务产生的预收账款规模较大，因此负债以短期为主，2019 年末长短期债务比为 68.53%，较上年末变化不大。2019 年末公司流动负债为 550.28 亿元，较上年末增长 44.96%，主要由预收款项、应付账款、其他应付款和短期刚性债务构成。其中，预收款项为 352.47 亿元，较上年末增长 56.74%，主要系上海锦绣华城、西安翰林华府、上海康家村项目、武汉滨江天地等项目签约销售面积增加，相应预收房款增多所致；应付账款 64.80 亿元，较上年末增长 103.59%，主要系业务规模扩大，应付工程款增长较快所致；其他应付款 63.18 亿元，较上年末增长 22.72%，系与少数股东、合作方往来款增加所致，该类借款通常不收取利息，后续将随项目开发过程逐步收回，偿付具有一定弹性。短期刚性债务 44.26 亿元，较上年末下降 16.98%，系公司调整债务期限结构，增加长期借款同时减少短期借款所致。

2019 年末，该公司非流动负债余额为 377.08 亿元，较上年末增长 49.06%，

主要由中长期刚性债务及长期应付款构成。年末，中长期刚性债务为 373.18 亿元，其中长期借款 308.44 亿元，较上年末增长 54.70%，主要系业务规模扩大融资需求增加所致。2019 年公司成功发行 15 亿元“19 大华 01”，应付债券规模进一步扩大至 64.74 亿元。长期应付款 2.68 亿，其中 2.57 亿元系因大连锦绣华城合作开发项目向上海申新（集团）有限公司拆借款，借款利率为 5.13%，预计 2021 年 1 月归还。

（3）刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
短期刚性债务合计	29.75	19.49	40.01	53.31	44.26
其中：短期借款	0.16	0.89	2.82	3.18	4.98
一年内到期非流动负债	29.58	18.30	36.82	48.44	36.35
应付票据	-	-	-	-	0.50
其他短期刚性债务	-	0.30	0.38	1.69	2.2
中长期刚性债务合计	84.96	95.05	168.33	249.14	373.18
其中：长期借款	84.96	70.21	137.50	199.37	308.44
应付债券	-	24.84	30.84	49.77	64.74
综合融资成本（年化，%）	6.19	4.85	4.74	5.31	5.93

资料来源：根据大华集团所提供数据整理。

2019 年末该公司刚性债务为 417.44 亿元，较上年末增长 38.02%，随着业务规模扩大公司刚性债务不断增长。从期限上看，公司刚性债务以中长期为主，2019 年末中长期刚性债务占刚性债务的比重为 89.40%，与公司项目开发周期较匹配。公司银行借款以长期抵押借款为主，主要系以存货（包括土地使用权及地上项目）提供抵押的项目开发贷款，另外长期借款中还含有信托贷款 60.83 亿元、委托贷款 11.14 亿元以及资产支持证券 19.98 亿元¹³，其中信托贷款和资产支持证券分别以子公司股权及投资性房地产提供抵质押担保。公司应付债券包括“16 大华 01”、“16 大华 02”、“17 大华 01”、“18 大华 01”、“19 大华 01”五期公司债券。2020 年-2022 年公司需偿还刚性债务规模分别为 122.20 亿元、252.72 亿元和 204.49 亿元，其中 2021 年债务即期偿付压力较大。

融资成本方面，该公司银行借款利率处于 4~5%，其中部分城中村改造项目可获得 3~4% 的政府低息银行借款，但在较为严厉的房地产调控政策及融资环境趋紧下，公司融资成本趋于上升，已发行的“16 大华 01”、“16 大华 02”均实施债券票面利率上调，且信托贷款和委托贷款融资成本均在 7% 以上，2019 年综合融资成本上升至 5.93%。

¹³ 信托借款为多笔，相关信托机构包括交银国际信托、陆家嘴国际信托、紫金信托，借款利率处于 4.94-8.95%，资产支持证券到期日为 2039 年 4 月 30 日，借款利率为 6.5-6.75%。

图表 24. 公司 2019 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年 (不含 2 年)	2~3 年 (不含 3 年)	3~5 年 (不含 5 年)	5 年及以上
3%~4% (不含 4%)	0.53	-	-	-	-
4%~5% (不含 5%)	8.95	8.11	5.30	2.15	142.39
5%~6% (不含 6%)	10.51	46.03	16.52	10.01	22.33
6%~7% (不含 7%)	8.52	-	7.20	34.00	19.98
7%及以上	10.00	50.83	11.14	-	-
合计	38.51	104.98	40.16	46.16	184.71

资料来源：大华集团

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业周期 (天)	1539.59	1302.87	1832.30	2380.19	3040.20
营业收入现金率 (%)	107.85	91.71	124.63	163.72	175.89
业务现金收支净额 (亿元)	33.60	8.38	-18.35	3.51	-101.67
其他因素现金收支净额 (亿元)	-9.70	20.15	14.54	-2.97	-20.02
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	23.90	28.52	-3.81	0.54	-121.69
EBITDA (亿元)	49.57	49.66	47.55	60.79	79.63
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.43	0.43	0.29	0.24	0.22
EBITDA/全部利息支出 (倍)	5.93	7.88	5.88	4.49	4.02

资料来源：根据大华集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司“整体开发”模式的开发周期较传统房地产项目普遍较长，土地整理从介入到土地供应需要 24-36 个月，而房地产项目开发从开工到完工交付需 30 个月左右，2019 年公司加大土地购置支出，而已获取的土地尚未正式开发及部分已开发项目还未达到竣工交付条件，仍以存货列示，导致存货增长较快且周转速度减慢，营业周期有所延长。由于项目滚动开发的特征，公司业务现金收支净额受项目开发进度影响年度间存在较大波动，2019 年公司集中获取 4 个上海城中村及苏州、天津、武汉、广州等地多幅土地，开发资金投入规模大幅增加，2019 年经营性现金流由净流入转为大额净流出，为-121.69 亿元。2020 年第一季度受疫情影响，公司拿地计划放缓，整体对外投资支出减少，当期经营性现金流净流量为 1.31 亿元。

由于利润总额增长，2019 年该公司 EBITDA 为 79.63 亿元，较上年增长 30.98%，但因刚性债务及利息支出增长较快，EBITDA 对刚性债务本息的保障度仍有所下降。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
回收投资与投资支付净流入额	-0.03	2.62	-0.28	-113.58	88.34
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.26	-0.20	-0.20	-0.82	-1.43
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.04	-0.02	-0.01	-29.95	-6.40
投资环节产生的现金流量净额	-0.25	2.40	-0.49	-144.35	80.51

资料来源：根据大华集团所提供数据整理。

该公司投资活动现金流主要为购买和赎回理财产品、股权投资支出及投资收益回笼等，2018 年公司投资活动现金净流出规模明显增多，主要系实行资管新规后理财产品转为非保本型，公司将原计入“现金及现金等价物净增加额”的理财产品全部调整至投资活动现金流核算，2019 年公司赎回大量理财产品，投资活动现金流由净流出转为净流入，为 80.51 亿元。

(3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
权益类净融资额	0.64	-16.95	0.35	6.33	7.64
债务类净融资额	-10.77	-5	81.9	74.28	95.30
其中：现金利息支出	8.29	7.18	8.36	12.41	18.99
筹资环节产生的现金流量净额	-10.13	-21.95	82.25	80.61	102.94

资料来源：根据大华集团所提供数据整理。

该公司主要通过银行借款和发行债券筹集资金，2019 年筹资活动现金流量为 102.94 亿元。公司上海地区城中村改造项目处于集中拿地及建设投入期，筹资力度加大，债务融资规模扩大，筹资环节现金净流入增多。未来 3 年公司预计将以偿还到期债务为主，筹资环节现金流或将转为净流出状态。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	412.20	436.18	577.59	814.15	1147.65
	87.81	87.64	90.09	90.46	92.62
其中：货币资金 (亿元)	35.24	42.77	56.94	91.90	154.48
存货 (亿元)	256.36	280.68	342.58	525.40	850.35
其他应收款 (亿元)	52.25	42.22	41.62	39.23	58.84
其他流动资产 (亿元)	41.18	42.62	107.99	129.47	47.57
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	57.23	61.50	63.54	85.85	91.46
	12.19	12.36	9.91	9.54	7.38

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
其中：投资性房地产（亿元）	32.91	37.39	36.36	50.56	48.88
期末全部受限资产账面金额（亿元）	84.26	53.46	107.57	148.16	154.05
受限资产账面余额/总资产（%）	17.95	10.74	16.78	16.46	12.43

资料来源：根据大华集团所提供数据整理。

随着业务规模扩大，该公司资产规模持续较快增长，2019 年末公司资产总额为 1239.11 亿元，较上年末增长 37.68%。公司资产以流动资产为主，年末占总资产比重 92.62%，主要包括货币资金、存货、其他应收款和其他流动资产，其中 2019 年末货币资金 154.48 亿元，较上年末增长 68.10%，主要系房地产销售回笼资金增加同时赎回大量理财产品¹⁴所致，当年末其他流动资产较上年末减少 63.26%至 47.57 亿元；其他应收款 58.84 亿元，较上年末增长 49.98%，主要系随着业务规模扩大，项目前期垫资款、保证金、应收合作方款项随之增加所致，公司项目一级开发前期需垫付拆迁款及缴纳保证金，但由于部分款项政府不认定为开发成本，导致款项难以回收的情况，其中公司对海南升腾投资有限公司、武汉赵湾绿化工程有限公司合计 3.33 亿元款项已全额计提坏账准备；存货为 850.35 亿元，较上年末增长 61.85%，主要系土地购置力度加大所致，公司存货主要由土地成本（包括土地整理成本和土地购置成本）、房地产项目开发成本和开发产品构成，年末分别占比 76.32%、19.45%和 3.55%，其中上海 4 个城中村项目存货余额达 267.39 亿元，预计 2020 年内可实现集中开盘销售。公司非流动资产主要由投资性房地产构成，年末投资性房地产 48.88 亿元，可租赁物业面积 75.29 万平方米，2019 年及 2020 年第一季度分别产生房产租赁收入 4.34 亿元和 1.25 亿元，其中 2020 年第一季度受新冠疫情影响，收入同比下降 4.13%。

图表 29. 截至 2020 年 3 月末公司物业租赁经营情况（单位：万平方米、元/平方米）

出租对象	物业类型	可租赁面积	位置	出租率（%）	出租均价	投入运营时间
大场镇老镇项目	商业	16.33	上海市场中路、界华路	40.81	1.97	2011/07
华商时代项目	商业	3.34	上海市七莘路 3599 弄	60.59	3.63	2010/12
上海锦绣华城	商业	28.94	上海市成山路、北艾路、高科西路	84.33	2.41	2006/11
中环一号项目	商业	1.77	上海市真北路、真大路	78.67	2.97	2008/11
梧桐城邦项目	商业	1.41	上海市真华路、华和路	75.36	2.26	2006/12
大华新村社区商业	商业	2.50	大华新村社区商业	84.97	3.52	2010/01
宝山朗香花园社区商业	商业	2.80	宝山朗香花园社区商业	96.21	2.1	2015/12
南京锦绣华城社区商业	商业	2.17	南京锦绣华城社区商业	100.00	1.02	2013/6
马鞍山国际广场	商业	4.69	马鞍山国际广场	52.73	1.84	2006/12
其他项目	商业	11.35	-	76.90	1.43	-

¹⁴主要为购买上海信托非保本型信托理财产品，期限均为 1 年以内，收益率为 3.8-4.5%。

出租对象	物业类型	可租赁面积	位置	出租率 (%)	出租均价	投入运营时间
合计	-	75.29	-	-	-	-

资料来源：根据大华集团所提供数据整理。

2019 年末，该公司受限资产合计 154.05 亿元，占资产总额的比重为 12.43%，主要系因项目开发用于抵押融资而受限的存货等，整体受限程度不高。

图表 30. 截至 2019 年末公司受限资产的分布情况（单位：亿元）

受限资产	账面金额	受限原因
货币资金	1.65	保证金、安全生产抵押金
存货	125.68	抵押融资
投资性房地产	16.73	抵押融资
固定资产	0.50	抵押融资
持有的子公司股权	9.50	质押借款
合计	154.05	-

资料来源：根据大华集团所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 31. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率 (%)	180.63	192.58	216.03	214.47	208.56
速动比率 (%)	57.72	59.32	78.61	69.57	47.94
现金比率 (%)	15.44	18.89	21.30	24.21	28.07

资料来源：根据大华集团所提供数据整理。

2019 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 208.56% 和 47.94%，较上年末变化均不大，当年末现金比率为 28.07%，随着房地产业务现金回笼增多，公司现金类资产保持充足。

6. 表外事项

截至 2019 年末，该公司不存在对合并范围外的企业提供担保事项。但按照房地产经营惯例，公司为商品房购买人提供按揭贷款担保，该担保为阶段性连带担保¹⁵。截至 2019 年末公司为商品房购买人提供的阶段性担保额合计为 137.99 亿元。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部从事部分房地产开发及投资管理业务，2019 年末公司母公司口径资产总额为 627.59 亿元，主要由其他应收款、货币资金、长期股权投资

¹⁵ 担保期限自公司、按揭银行与购房者签订的抵押贷款合同生效之日起，至公司为购房者办妥《房屋所有权证》并协助按揭银行办理抵押登记且将《他项权利证书》交于按揭银行之日止。

资构成，其中其他应收款 258.91 亿元，主要系与子公司之间的往来款；货币资金 47.89 亿元，长期股权投资 259.70 亿元，主要系对子公司的投资。当年末公司负债总额 431.18 亿元；其中流动负债 345.65 亿元，主要由其他应付款和刚性债务构成，其中刚性债务 107.87 亿元，以中长期刚性债务为主，占比 79.27%，系发行的“16 大华 01”、“16 大华 02”、“17 大华 01”、“18 大华 01”、“19 大华 01”五期公司债券，其中“16 大华 01”、“16 大华 02”合计 25 亿元债券将于 2021 年内到期；其他应付款 271.29 亿元，主要系股东借款及与子公司之间的临时拆借款。2019 年公司本部实现营业收入 57.21 亿元，较上年增长 58.19%，主要是汶北四期 2 组团、汶北四期 1 组团等项目达到交付条件结转收入增加所致，此外公司每年可获得下属子公司投资分红，2019 年投资收益为 23.60 亿元，较上年增长 81.40%，为公司收益的主要来源，当年公司实现净利润 43.51 亿元，较上年增长 113.86%。公司本部投资项目阶段性回款增加，2019 年经营环节现金流净额为 46.67 亿元，较上年明显扩大。总体看，公司本部货币资金较充足，并可对下属子公司进行财务调度，具备较强债务偿付能力。

外部支持因素

截至 2020 年 3 月末，该公司获得综合授信 702.73 亿元，均为贷款授信，其中未使用授信额度 312.44 亿元，后续仍存在较大融资空间。授信总额中，来自国家政策性银行及五大商业银行的授信占比 56.64%。

图表 32. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间 (%)	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	702.73	702.73	390.29	4.28-10.34	抵押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	6.00	6.00	6.00	4.90	抵押
工农中建交五大商业银行（亿元）	392.02	392.02	208.75	4.28-7.00	抵押

资料来源：根据大华集团所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

16 大华 01、16 大华 02、17 大华 01 及 18 大华 01：提前回售

本次跟踪的 16 大华 01、16 大华 02、17 大华 01、18 大华 01 及 19 大华 01，投资者均可在第三个计息年度行使回售选择权。

跟踪评级结论

该公司为全国性大中型房地产开发企业，在整体开发方面积累了丰富的

开发经验，并形成较好的品牌效应。跟踪期内，公司收入及利润规模均有所增长，且应收款维持在较大规模。公司因参与前期土地一级开发，在土地获取及拿地成本方面具备优势，有助于降低土地成本及获取较高项目收益率。但是受 2020 年初新冠疫情短期冲击影响，公司房地产开发和销售进度放缓，未来业绩增长压力加大。

跟踪期内，该公司上海城中村项目集中拿地，经营性现金流转为大额净流出，叠加 2020 年初新冠疫情影响下的销售回款减慢，公司资金压力上升，债务规模持续扩大，但是公司剔除预收账款的负债经营程度仍属合理，且刚性债务以中长期为主，同时公司通过放缓拿地计划减少对外投资支出，2020 年第一季度经营性现金流状况得到一定好转，此外公司未使用银行授信较多，可提供较好的流动性补充。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据						备注
				刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
上海华强投资管理有限公司	公司之控股股东	-	投资	0.00	22.62	8.39	1.53	0.55	-	
大华(集团)有限公司	本级	-	房地产开发、投资	107.87	196.41	57.21	43.51	46.67	-	母公司口径
上海锦绣华城房地产有限公司	核心子公司	96	房地产开发	28.31	21.09	32.21	11.40	35.51	-	
武汉大华东兴房地产有限公司	核心子公司	100	房地产开发	0.00	16.14	1.19	-2.81	19.95	-	
南京大华投资发展有限公司	核心子公司	57	房地产开发	0.00	8.21	17.76	4.83	-1.13	-	

注：根据大华集团2019年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年
资产总额 [亿元]	641.14	899.99	1239.11
货币资金 [亿元]	56.94	91.90	154.48
刚性债务[亿元]	208.35	302.45	417.44
所有者权益 [亿元]	201.62	267.42	311.75
营业收入[亿元]	134.89	153.54	202.51
净利润 [亿元]	32.27	42.21	50.54
EBITDA[亿元]	47.55	60.79	79.63
经营性现金净流入量[亿元]	-3.81	0.54	-121.69
投资性现金净流入量[亿元]	-0.49	-144.35	80.51
资产负债率[%]	68.55	70.29	74.84
权益资本与刚性债务比率[%]	96.77	88.42	74.68
流动比率[%]	216.03	214.47	208.56
现金比率[%]	21.30	24.21	28.07
利息保障倍数[倍]	5.55	4.27	3.84
担保比率[%]	—	—	—
营业周期[天]	1832.30	2380.19	3040.20
毛利率[%]	53.62	56.50	59.18
营业利润率[%]	31.64	35.93	34.64
总资产报酬率[%]	7.89	7.52	7.12
净资产收益率[%]	17.25	18.00	17.45
净资产收益率*[%]	18.05	20.40	18.05
营业收入现金率[%]	124.63	163.72	175.89
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-1.54	0.17	-26.17
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.13	-26.83	-5.28
EBITDA/利息支出[倍]	5.88	4.49	4.02
EBITDA/刚性债务[倍]	0.29	0.24	0.22

注：表中数据依据大华集团经审计的 2017~2019 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]] + 365/[报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/ [(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《房地产行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。