

信用等级公告

联合〔2019〕3428号

联合资信评估有限公司通过对珠海华发集团有限公司及其拟发行的2020年第一期公司债券的信用状况进行综合分析和评估,确定珠海华发集团有限公司主体长期信用等级为AAA,2020年第一期珠海华发集团有限公司公司债券的信用等级为AAA,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年十二月十二日



2020 年第一期珠海华发集团有限公司

公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：10 亿元

本期债券期限：10 年，第 5 年末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：珠海发展投资基金（有限合伙）和补充营运资金

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域 风险	2
			行业风险	3
		自身 竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务 风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
			资本结构	3
			偿债能力	3
调整因素和理由				调整子集
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1 - F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

珠海华发集团有限公司（以下简称“公司”）是珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海国资委”）直属的以城市运营、房产开发、金融服务和产业投资为四大核心业务，商贸服务、文体教育及现代服务等多种产业并举发展的综合性企业集团，在经营规模、品牌影响力、多元化发展等方面具备显著优势。近年来，公司收入规模持续增长，盈利能力得到提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司房地产及土地一级开发业务易受宏观调控影响、债务负担较重等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司经营活动净现金流和 EBITDA 对本期债券的保障能力很强。

未来，受益于粤港澳大湾区城市群发展、港珠澳大桥贯通、横琴自由贸易区建设等国家级支持政策的叠加，珠海市作为唯一陆域与香港、澳门连接的城市，将在深化粤港澳合作中发挥更为重要的作用。公司作为珠海市的龙头企业，面临良好的发展机遇，综合竞争力有望进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

- 近年来，珠海市整体经济和财政实力不断增强；同时受益于多重政策利好，公司面临良好的外部发展环境。
- 公司是珠海市 16 家市属国企中的龙头企业，其城市运营、房地产开发、金融产业和产业投资等核心业务稳居珠海市第一位。
- 受益于房地产及大宗商品批发业务规模的增加，公司营业收入快速增长，金融业务收入及投资收益对公司利润形成了良好补充，盈利能力得到增强。
- 公司经营活动净现金流和 EBITDA 对本期债券的保障能力很强。

分析师：赵传第 许狄龙 唐 嵩

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

 地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
 中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

关注

1. 公司房地产开发和土地一级开发业务规模大，易受宏观政策和房地产市场的影响，收益实现具有一定的不确定性。
2. 公司业务规模不断扩张，有息债务规模较大，整体债务负担较重。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	337.20	352.10	477.64
资产总额(亿元)	1891.63	2284.79	2826.17
所有者权益(亿元)	464.05	623.92	860.58
短期债务(亿元)	312.28	451.82	630.69
长期债务(亿元)	632.12	698.85	683.05
全部债务(亿元)	944.40	1150.67	1313.73
营业收入(亿元)	321.37	441.55	532.79
利润总额(亿元)	30.98	49.69	56.16
EBITDA(亿元)	54.43	72.15	82.86
经营性净现金流(亿元)	185.88	104.48	110.62
现金收入比(%)	156.70	113.44	122.11
营业利润率(%)	17.56	17.56	16.77
净资产收益率(%)	4.47	5.54	4.73
资产负债率(%)	75.47	72.69	69.55
全部债务资本化比率(%)	67.05	64.84	60.42
流动比率(%)	199.56	195.53	182.43
速动比率(%)	62.12	62.39	62.40
经营现金流动负债比(%)	23.84	10.95	8.69
现金短期债务比(倍)	1.08	0.78	0.76
EBITDA 利息倍数(倍)	0.81	1.19	1.19
全部债务/EBITDA(倍)	17.35	15.95	15.86
公司本部			
项 目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额(亿元)	148.70	163.76	301.61
所有者权益(亿元)	2.02	74.04	87.22
全部债务(亿元)	140.20	86.97	210.77
营业收入(亿元)	0.57	0.83	0.89
利润总额(亿元)	1.38	3.14	1.40
资产负债率(%)	98.64	54.79	71.08
全部债务资本化比率(%)	98.58	54.02	70.73
流动比率(%)	35.53	104.89	103.81
经营现金流动负债比(%)	-25.86	-13.19	-65.99

注：1. 已将其他流动负债中有息部分调入短期债务，将长期应付款中应付融资租赁

- 款、其他非流动负债中有息部分调入长期债务计算；
2. 已将应付债券中一年内到-期-部分自长期债务调整至短期债务计算

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/12/06	赵传第、许狄龙、唐嵩	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
AAA	稳定	2017/05/17	赵传第、许狄龙	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2012/01/09	刘小平、程晨	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号


 联合资信评估有限公司
 二〇一九年十二月十二日

声 明

一、本报告引用的资料主要由珠海华发集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2020 年第一期珠海华发集团有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

珠海华发集团有限公司（以下简称“公司”或“华发集团”）成立至今已有三十多年历史，现直接隶属于珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”），为国有资产授权经营单位。截至2018年底，公司注册资本11.20亿元，珠海市国资委为公司唯一股东及实际控制人（详见附件1-1）。

公司目前已形成以城市运营、房产开发、金融产业、产业投资为四大核心主业，以商贸服务、文体教育及现代服务等为综合配套业务的“4+2”业务格局。公司经营范围：房地产开发经营（凭资质证书经营）；房屋租赁；轻工业品、黑金属等商品的出口和轻工业品、仪器仪表等商品的进口（具体按粤经贸进字〔1993〕254号文经营），保税仓储业务（按海关批准项目），转口贸易（按粤经贸进字〔1995〕256号文经营）；建筑材料、五金、工艺美术品、服装、纺织品的批发、零售；项目投资及投资管理。

截至2018年底，公司拥有纳入合并范围的子公司407家，其中一级子公司10家。公司控股上市子公司3家，分别为珠海华发实业股份有限公司（股票代码：SH.600325，以下简称“华发股份”，2018年底公司直接和间接合计持股比例28.48%）、华金国际资本控股有限公司（前身为“卓智控股有限公司”，股票代码：HK.0982，2018年底公司间接持股比例36.88%，以下简称“华金国际”）和珠海华金资本股份有限公司（原力合股份有限公司，股票代码：SZ.000532，以下简称“华金资本”，2018年底公司间接持股比例28.46%，控制不合并）。

截至2018年底公司本部内设战略运营管理中心、人力资源管理中心、战略并购管理中

心和资本管理中心等职能部门（见附件1-2）。

截至2018年底，公司资产总额2826.17亿元，所有者权益860.58亿元（其中少数股东权益547.53亿元）；2018年，公司实现营业收入532.79亿元，利润总额56.16亿元。

公司住所：珠海市拱北联安路9号；法定代表人：李光宁。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司计划发行2020年第一期珠海华发集团有限公司公司债券（以下简称“本期债券”），发行规模10亿元，期限10年，附第5年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券采用固定利率，每年付息一次，到期一次性还本。

2. 本期债券募集资金规模及用途

本期债券拟募集资金10亿元，其中5亿元用于珠海发展投资基金（有限合伙），其余用于补充营运资金。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个

季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表 1 2016—2019 年上半年我国主要经济数据
(单位: 万亿元、%)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
GDP	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019 年 1—6 月，我国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1—6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅(3.4%)远低于支出同比增幅(10.7%)，财政赤字(1.6 万亿元)较上年同期(7261 亿元)大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1—6 月，我国国内生

产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019 年 1—6 月，我国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019 年 1—6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.9 万亿元，同比增长 5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资 18.0 万亿元，同比增长 5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019 年 1—6 月，全国房地产开发投资 6.2 万亿元，同比增长 10.9%，增速较 1—3 月回落 0.9 个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.1%，较上年同期明显下降，但在 2018 年年底全国人大授权国务院提前下达部分 2019 年度新增地方政府债务限额，今年 4 月、6 月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2% 的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月(8.3%)略有回升，较上年同期(9.4%)有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速(1.2%)较 1—3 月转负为正。具体来

看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。我国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，我国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前我国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速

或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及我国加强与“一带一路”沿线国家的交往，我国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，我国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，我国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与合作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台

融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕043 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

行业政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决

遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2014〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2018〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信

发布时间	文件名称	主要内容
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》(财金〔2018〕10 号)	严格按照要求规范的 PPP 项目, 不得出现以下行为: 存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同, 或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式, 由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券, 减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式, 妥善解决融资平台到期债务问题, 不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目, 以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排, 以直接投资方式为主; 对确需支持的经营性项目, 主要采取资本金注入方式, 也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策, 结合财政收支状况, 统筹安排使用政府投资资金的项目, 规范使用各类政府投资资金

资料来源: 联合资信整理

行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下, 城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来, 经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险, 出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化, 相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善, 城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

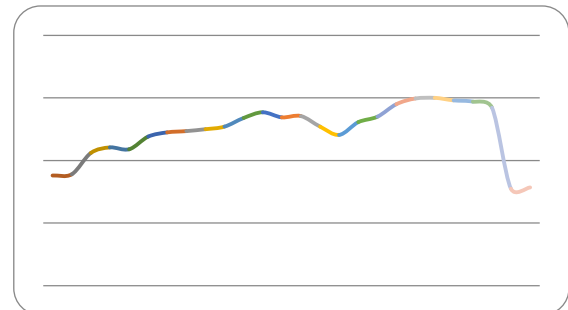
目前, 中国的城市基础设施建设尚不完善, 城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底, 中国城镇化率为 59.58%, 较 2017 年底提高 1.06 个百分点, 相较于中等发达国家 80% 的城镇化率, 仍处于较低水平, 未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日, 《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署, 将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体, 仍有一定发展空间。

2. 房地产开发

延续 2017 年以来房地产市场的严控形势, 2018 年各地调控政策密集出台, 不断完善限购、限贷政策。2018 年 3 月, 两会政府工作报告提出, 要落实地方主体责任, 继续实行差别化调

控, 促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下, 各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策: 调整土地供应结构, 热点城市加大保障类住房供应, 因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看, 此次政策调控有别于以往, 周期更长、范围更广、手段更灵活, 地产成交继续降温, 市场预期出现转变。

图 1 2017 年以来国房景气指数 (频率: 月)



资料来源: Wind 资讯

房地产投资开发方面, 2018 年, 在施工节奏加快的影响下, 建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势, 全年房地产开发投资 12.03 万亿元, 同比增长 9.50%, 增速较上年增加 2.50 个百分点。其中, 住宅投资 8.52 万亿元, 同比增长 13.40%, 增速较上年增加 4.00 个百分点, 住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面, 全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米, 同比增长 17.20%。其中, 住宅新开工面积 15.34 亿平方米, 同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米,

同比增长 5.20%，其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018 年全年商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下降 6.40 个百分点；共实现销售额 15.00 万亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下降 1.50 个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2018 年百城住宅平均价格累计上涨 5.09%，较 2017 年增速下降 2.06 个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018 年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

土地市场与信贷环境

2018 年，全国各地加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度。2018 年，全国 300 个城市共推出用地 12.84 亿平方米，同比增长 20%，其中住宅用地共推出 5.05 亿平方米，同比增长 26%；土地成交量 10.55 亿平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交 3.89 亿平方米，同比增长 10%。进入 2018 年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较 2017 年明显增加。价格方面，2018 年，全国 300 个城市土地出让金总额为 41773 亿元，同比增长 2%，较 2017 年增长 2%；300 个城市成交楼面均价为 2159 元/平方米，同比下跌 11%；平均溢价率为 13%，较 2017 年同期下降 16 个百分点。总体看，进入 2018 年以来，全国 300 个城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018 年 1—9 月，房地产开发企业开发资金 12.19 万亿元，同比增长 7.8%，较 2017 年同期下降 0.2 个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主

要来源方式，分别占资金来源的 33.31% 和 33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长 11.4 和 16.3 个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的 14.80%、0.04% 和 14.38%。

2018 年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入 2018 年 10 月以来，金融市场上货币政策出现松动。11 月 15 日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在 7 月 31 日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

政策环境

2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚

改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3~5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价价值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销

售资金回流情况。

2018年7月31日，中共中央政治局会议提出，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，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。但同样在2018年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7月太原宣布取消二手房限售，12月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在2018年12月13日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

3. 珠海市区域环境

区域经济及财政实力

近年来，珠海市区域经济实力持续增强。根据2016—2018年《珠海市国民经济和社会发展统计公报》，近三年，珠海市分别实现地区生产总值（GDP）2226.37亿元、2564.73亿元和2914.74亿元，同比增速分别为8.5%、9.2%和8.0%，2018年增速分别高出全国、广东省1.4个和1.2个百分点，增速居广东省首位。分产业看，2018年，珠海市第一产业增加值50.09亿元，增长1.2%，对GDP增长的贡献率为0.3%；第二产业增加值1433.82亿元，增长12.6%，对GDP增长的贡献率为78.5%；第三产业增加值1430.83亿元，增长3.5%，对GDP增长的贡献率为21.2%。三次产业的比例由2016年的2.2: 47.6: 50.2调整为2018年的1.7: 49.2: 49.1。珠海市人均GDP水平逐年增长，2018

年为 15.94 万元，按平均汇率折算为 2.41 万美元。

近三年珠海市固定资产投资规模持续扩大，2018 年为 1858.57 亿元，比上年增长 20.7%。其中，房地产开发投资 787.09 亿元，增长 18.2%；交通运输、仓储和邮政业投资 211.90 亿元，同比下降 15.4%，水利、环境和公共设施管理业投资 206.74 亿元，同比增长 45.8%。

财政收支方面，2016—2018 年，珠海市分别实现一般公共预算收入 292.37 亿元、314.38 亿元和 331.47 亿元，同比增速分别为 12.4%、10.4%和 5.4%（2016 及 2017 年为可比口径）。2018 年珠海市一般公共预算收入中税收收入 260.28 亿元（占比 78.52%），增长 8.9%。税收收入以增值税、企业所得税等为主，一般公共预算收入质量好。同期，珠海市一般公共预算支出 572.52 亿元，增长 15.9%；教育、科学技术、文化体育和传媒、医疗卫生、社会保障和就业、节能环保、城乡社区事务、农林水事务、住房保障等九项民生支出合计 400.31 亿元，同比增长 13.0%，占全市一般公共预算支出的 69.9%。

根据珠海市政府官方网站数据，2019 年前三季度珠海市实现地区生产总值 2282.25 亿元，增长 6.4%；经济总量继续排广东省第 8 位、珠三角第 7 位。从主要经济指标增速看，2019 年前三季度珠海规模以上工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资和一般公共预算收入增速分别为 4.9%、6.0%、2.1%和 4.6%。

土地市场

根据 Wind 资讯数据：2016—2018 年，珠海市土地成交面积及成交价均呈波动下降趋势。2018 年，珠海市土地成交 75 宗，合计面积 405.35 万平方米，成交宗数较 2017 年减少 121 宗，成交面积下降 43.31%；全年土地出让金额 230.07 亿元，同比下降 46.31%；全年成交土地中住宅及商服类土地面积占比 25.22%，成交价占比 61.22%。2019 年 1—9 月，珠海市土地成交 55 宗，面积合计 344.27 万平方米，

出让金额 241.21 亿元。

根据《珠海市 2018 年预算执行情况与 2019 年预算草案的报告》，2018 年，珠海市实现政府性基金预算收入 386.39 亿元，同比下降 0.7%；完成政府性基金预算支出 334.21 亿元，同比增长 4.7%。

房地产市场

2018 年，受粤港澳大湾区规划等因素影响，珠海市房地产投资总额持续上升，主要体现在土地购置费的提升；同期，珠海市商品房新开工面积、竣工面积和销售面积等均同比快速下降，系国家加大对房地产行业的管控所致。

表 3 珠海市主要房地产开发和销售指标

（单位：亿元、万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
房地产开发投资	641.03	666.12	787.09
商品房施工面积	2643.38	3253.98	3419.18
其中：住宅	1725.35	1908.85	1904.62
商品房新开工面积	676.94	1006.98	598.28
其中：住宅	455.33	527.90	287.71
商品房竣工面积	360.93	422.80	267.06
其中：住宅	309.50	280.07	189.17
商品房销售面积	653.15	509.65	301.58
其中：住宅	596.61	420.28	220.75
商品房待售面积	159.37	167.09	188.05
其中：住宅	72.70	66.77	93.39
本年购置土地面积	118.24	63.12	9.78
土地购置费	183.51	201.68	295.02

资料来源：联合资信根据公开资料整理

未来发展

《广东省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》明确提出了珠海市的定位为珠江西岸核心城市，要求进一步强化珠海作为珠江西岸核心城市的辐射、服务功能。随着粤港澳大湾区发展正式列入国家经济发展战略、港珠澳大桥的贯通及横琴自由贸易区政策优势的显现，珠海作为陆域交通与港澳唯一连接的城市，再次迎来重大发展机遇，将在粤港澳的深度合作中扮演更为重要的角色，对外开放也将迎来新高度。

整体看,近年来珠海市经济水平和财政实力持续增强,土地及房地产市场整体呈平稳发展趋势,为公司经营提供了良好的外部环境。未来,受益于多重政策利好,公司发展空间广阔。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2018 年底,珠海市国资委持有公司 100%股权,为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是珠海市国有资产授权经营并重点发展的大型企业集团之一。根据《珠海州市属国有企业功能界定与分类管理实施意见》,公司与控股子公司珠海金融投资控股集团有限公司(以下简称“珠海金控”,为珠海市国资委直管企业)被认定为竞争型商业类企业。目前,公司系珠海市由珠海市国资委履行出资人职责的市属龙头企业,城市运营、房地产开发、金融产业和产业投资等核心业务板块居珠海市第一。

公司目前已形成以城市运营、房产开发、金融产业、产业投资为四大核心主业,以商贸服务、文体教育及现代服务等为综合配套业务的“4+2”业务格局。公司城市运营业务、商贸服务和现代服务业务集中于重要子公司珠海华发综合发展有限公司(以下简称“华发综合发展”),其中城市运营业务由其子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司(以下简称“华发城市运营”)负责,商贸服务业务由其子公司珠海华发商贸控股有限公司(以下简称“华发商贸”)及集团子公司香港华发投资控股有限公司(以下简称“香港华发”)负责,现代服务业务由其子公司珠海华发现代服务投资控股有限公司(以下简称“华发现代服务”)负责;此外,房产开发业务由华发集团上市公司华发股份负责运营,金融产业由子公司珠海金控和珠海华发集团财务有限公司(以下简

称“华发财务”)负责运营,产业投资业务主要由上市公司华金国际和华金资本负责运营,文体教育业务由珠海华发文教旅游产业发展有限公司(以下简称“华发文教”)负责运营。

3. 人员素质

截至本报告出具日,公司共有高级管理人员 12 人。

李光宁先生,1971 年出生,硕士研究生学历,毕业于中山大学世界经济专业;现任公司党委副书记、总经理、董事,兼任珠海金控董事长、华发股份董事局主席等职务。

谢伟先生,1974 年出生,大学本科学历,毕业于中南财经政法大学经济法专业;现任公司常务副总经理、董事、战略投资管理中心主任,兼任珠海金控总经理、华金资本副董事长等职务。

截至 2019 年 6 月底,公司拥有在职员工共 18606 人。从教育程度来看,硕士研究生及以上人员占比 10.11%,本科人员占比 36.33%,大专及以下人员占比 53.56%。从年龄构成来看,30 岁及以下员工占比 39.38%,31~50 岁占比 54.05%,50 岁以上占比 6.57%。从专业构成来看,管理人员占比 46.57%,专业、技术及支持类人员占比 4.17%,技能操作类人员占比 49.26%。

总体看,公司高管具备多年行业从业经历和丰富的管理经验;员工整体文化素质、专业及年龄构成能够满足公司经营发展需要。

4. 外部支持

2016 年,公司获得珠海市国资委增资款 18800.00 万元,计入“资本公积”;同期,公司将之前年度珠海市国资委投资款转增实收资本 11978.97 万元,资本实力进一步增强。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(银行专业版)(机构信用代码:

G10440401000391600),截至2019年9月26日,公司本部无未结清不良信贷信息记录;存在8笔已结清关注类贷款,根据珠海农村商业银行股份有限公司(以下简称“珠海农商行”)出具的情况说明:上述贷款被列入关注主要系华发集团为珠海农商行关系人,华发集团的关联贷款属于关系人贷款,珠海农商行根据《农村合作金融机构信贷资产风险分类指引》(银监发〔2006〕23号)规定将关系人发放的贷款列为关注类,目前上述款项均已正常收回。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(银行版)(机构信用代码:G1044040100876200Z),截至2019年10月29日,子公司珠海金控无已结清及未结清不良信贷信息记录。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(银行版)(机构信用代码:G1044040200004890E),截至2019年11月22日,子公司华发股份无已结清及未结清不良信贷信息记录。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(银行专业版)(机构信用代码:G4404010004022773),截至2019年10月24日,子公司华发综合发展无已结清及未结清不良信贷信息记录。

六、管理分析

1. 法人治理结构

为了规范公司的组织和行为,保护出资人、公司和利益相关者的合法权益,根据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定,公司制定了《公司章程》。

公司不设股东会,珠海市国资委行使股东会职权和国资监管职权,具体包括审批公司经营方针、发展策略、中长期规划、公司主业定位及其调整,任免非职工代表担任的董事、监事,推荐总经理人选,委派财务总监,决定高级管理人员职数,审批公司年度财务预决算方案、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案,

审批公司及其具有实际控制权的下属企业按章程规定范围内的增加注册资本、发行债券、国有产权变动等职责。

公司设董事会,由7人组成,设职工董事1名,由公司职工(代表)大会选举产生;非职工董事由珠海市国资委委派。董事会设董事长1人,由珠海市国资委任免,可设置副董事长,由珠海市国资委选派。董事每届任期三年,任期届满,连选可以连任。董事会对珠海市国资委负责,行使执行股东决定并向股东报告工作,制定公司发展战略和中长期发展规划、年度财政预决算方案、利润分配方案,决定公司及其具有实际控制权的下属企业间接融资事项、对全资子公司担保事项等职权。

公司设监事会,对珠海市国资委负责,履行监督检查企业贯彻执行有关法规制定和国资委意见或规定情况,监督检查董事、经营班子成员履职情况、检查公司财务状况等职责。监事会由5人组成,设监事会主席1人,由珠海市国资委委派,另外监事会中职工监事人数不少于三分之一,由公司职工代表大会民主选举产生。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事每届任期三年,任期届满,连选可连任。

公司实行董事会领导下的总经理负责制,设总经理1名,由董事会聘任或解聘,对董事会负责,公司总经理为公司的法定代表人;设其他高级管理人员若干名,由董事会按照有关规定聘任或解聘。

目前公司董事会成员6人,原董事徐荣先生由于退休不再担任公司董事,珠海市国资委正在斟酌公司空缺董事名单,并将尽快委派到位。联合资信将持续关注公司空缺董事到位情况。

2. 管理水平

公司本部设有战略运营管理中心、战略并购管理中心、人力资源管理中心、财务管理中心、资金管理中心、资本管理中心、信息管理中心、总经办、总务部等职能部门,部门设置

能够满足日常管理需要。公司严格执行国家及行业的相关规范，制定了较为完备的内部控制制度，包括财务管理、预算管理、采购管理、投资管理、融资管理和担保管理等制度。

财务管理方面，公司制定了《珠海华发集团有限公司财务管理制度汇编》，从融资管理、担保管理、采购管理、固定资产管理等多个方面进行了规定。

预算管理方面，公司制定了财务预算管理的有关规定，由财务管理中心具体负责公司的预算编制和管理工作，包括公司预算编制的内容及程序、预算的执行与控制、年终决算、预算执行情况的考评等。公司总经理是预算编制的总负责人，公司财务总监或财务管理中心负责人是预算编制和执行的具体负责人，具体负责落实财务预算编制方针，组织编制财务预算，协助总经理协调处理财务预算编制和执行过程中的问题。

投资管理方面，公司为集团/全资子公司的战略性股权投资业务、财务性股权直接投资业务和基金投资业务制定了统一的投资管理办法，公司指定相关职能部门组织实施投资项目的可行性分析和评估，制定投资计划按权限上报公司总经理办公会、董事会审议，对于超过权限的还需上报股东珠海市国资委审议；原已通过审批的项目，如果在实施推进过程中，其关键指标与原申报材料相比有较大的差异、或者所涉及的资金超出原估算额度的，须重新审核。参股、合营公司根据其公司治理结构，参考公司的投资管理办法制定相关业务制度；华发股份等控股上市公司则按照上市公司监管制度和其相关管理制度执行。

融资管理方面，公司对外融资按照《融资管理暂行办法》执行，以防范融资风险，降低融资成本，实现国有资产保值增值目标。办法适用于集团公司及全资子公司、控股子公司，上市公司及其控股公司除外。办法规定，公司董事会负责融资活动审批，资金管理中心负责对外融资管理，财务管理中心负责对外融资核

算，内审室负责对外融资监督，部门各司其职做好融资的日常管理，同时密切关注和防范融资风险。办法还对融资审批及流程、融资日常管理、融资风险管理、融资档案管理做了详细规定。

担保管理方面，为了加强公司对担保业务的管理和控制，降低风险，避免损失，结合公司实际情况，制定《担保管理办法》。办法规定，公司原则上只对所属全资或控股企业提供担保；需要公司提供担保的下属单位必须向公司总经办提交申请，并须经公司董事会批准；担保申请批准后，总经办将有关批文转发资金管理中心，由资金管理中心负责办理相关担保手续；公司及下属子公司对外提供担保，必须经公司董事会审批，如按规定需报珠海市国资委审批的应在获得批准后才能办理；资金管理中心负责建立担保台账，及时掌握担保信息，追踪和监控担保责任的履行和风险控制。

采购管理方面，公司制定了《非工程类采购等交易行为管理制度》，对采购范围、采购流程等方面进行了规范。

总体看，公司建立了规范的法人治理结构及整套内部管理制度，综合管理水平高。

七、经营分析

1. 经营概况

华发集团经过三十多年的发展，目前已实现由单一的区域型房地产企业转型为以城市运营、房产开发、金融产业、产业投资为四大核心主业，以商贸服务、文体教育及现代服务等为综合配套业务的“4+2”业务格局。2016—2018年，公司营业收入快速增长，年均复合增速为28.76%，主要系房地产和大宗商品批发业务收入快速增长带动；2018年，公司实现营业收入532.79亿元，同比增长20.66%。

受房地产开发业务等毛利率下降等因素影响，2016—2018年，公司综合毛利率有所下降，分别为22.25%、22.09%和20.71%。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1、主营业务收入	312.87	97.35	22.39	432.49	97.95	22.26	519.34	97.48	20.36
房地产销售	125.51	39.05	33.28	191.70	43.41	28.31	228.00	42.79	28.02
土地一级开发	43.09	13.41	45.47	51.03	11.56	68.51	48.73	9.15	59.18
金融类业务	7.34	2.28	99.91	9.15	2.07	65.79	12.23	2.30	68.85
大宗商品批发	123.51	38.43	0.45	163.70	37.07	0.29	199.77	37.50	0.32
汽车销售	3.34	1.04	6.98	4.77	1.08	8.73	4.58	0.86	9.28
物业服务	2.91	0.91	18.70	5.57	1.26	16.44	17.81	3.34	19.64
其他主营业务	7.18	2.23	0.53	6.56	1.49	-11.73	8.21	1.54	0.10
2、其他业务收入	8.50	2.65	17.14	9.06	2.05	13.90	13.44	2.52	34.34
合计	321.37	100.00	22.25	441.55	100.00	22.09	532.79	100.00	20.71

注：1.金融类业务收入主要包括利息净收入、顾问咨询费、手续费及佣金收入和担保业务收入等；2.其他主营业务收入包括文体教育收入等；3.其他业务收入包括租赁收入、服务费收入、广告收入和停车费收入等；4.合计数不等于分项之和系四舍五入

资料来源：公司提供

分业务看，近年来公司各主要业务收入规模均呈上升趋势。2016—2018年，受交付房屋结转的销售收入增加影响，公司房地产销售收入年均复合增长34.78%，2018年为228.00亿元，同比增长18.94%，占营业收入比重为42.79%；公司房地产业务保持较高的毛利率水平，2018年为28.02%。近三年，受益于土地出让面积和单价的提升，公司土地一级开发收入年均复合增长6.34%，2018年，公司实现土地一级开发收入48.73亿元，同比下降4.51%，主要系当期出让土地单价较低；毛利率波动主要系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同所致。土地一级开发、房产开发作为公司传统核心产业，是公司利润的主要来源及可持续发展的主要支撑，收入占比和毛利率处于较高水平。大宗商品批发业务是仅次于房地产业务的公司第二大收入来源，受限于行业特征和盈利模式，利润率低、盈利能力弱。2018年，公司扩大电解铜等有色金属的贸易规模，大宗商品批发业务实现收入199.77亿元，同比增长22.03%；同期，公司大宗商品批发业务毛利率同比变动较小，为0.32%。近年来，作为公司核心突破板块的金融板块业务快速发展，全牌照业务格局逐步完善；收入来源包括利息收入、手续费及佣金收入、顾问咨询费、担保收入等，

业务规模不断扩大，收入水平持续提升；2018年，公司金融板块实现收入12.23亿元，毛利率68.85%。

2. 业务经营分析

房地产开发

华发集团房地产开发业务主要由华发股份负责。华发股份于2004年2月在上海证券交易所上市。华发股份作为华发集团合并范围内的上市子公司，拥有较为独立的经营权。

2016—2018年，华发股份分别实现营业收入132.99亿元、199.48亿元和236.99亿元，年均复合增长33.49%；其中房地产销售收入分别为125.40亿元、190.08亿元和226.61亿元，年均复合增长34.43%。分区域看，珠海地区仍是华发股份房地产销售收入的主要来源，但占比呈下降趋势。2018年，华发股份房地产销售收入中珠海地区占比35.23%，华南地区（不含珠海）占比23.71%，华东地区占比29.32%，华中地区占比7.16%，山东地区占比3.52%，北方地区占比1.06%。毛利率方面，2018年华发股份房地产销售板块毛利率为27.95%，较上年减少0.65个百分点，主要系毛利率水平较低的华东区域（2018年毛利率为21.55%）和华中地区（毛利率为18.42%）收入占比提升所致。

华发股份经营模式以自主开发销售为主，并稳步推进合作开发等多种经营模式，主要开发产品为住宅、车库及商铺。

受益于项目储备的增加，华发股份项目开发步伐不断加快，新开工面积、期末在建面积大幅提升。2018 年，华发股份新开工面积同比增长 132.97%至 513.64 万平方米，主要集中在武汉、南京、珠海、沈阳、大连等；随着在建项目的持续投入，期末在建面积 1004.23 万平方米，同比增长 40.38%；年内竣工面积 178.57 万平方米。

表 5 华发股份房地产开发业务指标
(单位: 万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	235.42	220.47	513.64
竣工面积	133.56	215.28	178.57
期末在建面积	567.31	715.35	1004.23
合同销售面积	167.68	133.76	194.87
合同销售金额	357.25	310.17	582.00
合同销售均价	2.13	2.32	2.99

资料来源：联合资信根据华发股份年度报告和公司提供资料整理

销售方面，2016 年华发股份实现签约销售面积 167.68 万平方米，较 2015 年增长 110.20%；实现签约销售金额 357.25 亿元，较 2015 年增长 168.61%。从销售价格上看，公司 2016 年销售均价大幅增长至 2.13 万元/平方米，主要系各区域房地产售价均有所提升；销售区域上仍以珠海市为主，同时还有中山、上海、武汉、大连等地的项目。2017 年，华发股份实现签约销售面积 133.76 万平方米，签约销售额 310.17 亿元，销售均价持续上升至 2.32 万元/平方米。2018 年，华发股份销售业绩持续提升，实现签约销售面积 194.87 万平方米，同比增长 45.69%，签约销售额 582 亿元，同比增长 87.64%，销售均价进一步增至 2.99 万元/平方米。

销售区域方面，华发股份在保持珠海、上海、武汉等重点城市销售业绩稳步提升的前提下，新进驻南京、苏州等城市。华东区域实现签约销售 226.78 亿元，占销售总额比重 38.96%；

其次为珠海区域，实现签约销售 124.40 亿元，占总签约销售金额的 21.37%，进一步巩固市场地位；华南区域（不含珠海，包括广州、中山、南宁）和华中区域均实现签约销售超过 90.22 亿元，成为次重点区域；北方区域和山东区域销售业绩也有所提升，实现签约销售 49.75 亿元。从销售结构来看，在公司已进入的城市中，一二线及重点城市销售占比超过 60%，远超珠海大本营及三线城市，区域分布摆脱单一区域市场，呈均衡态势，整体综合实力进一步增强。

土地储备方面，截至 2018 年底，华发股份共拥有 34 个项目的土地储备，待开发面积合计 363.44 万平方米，规划计容面积 750.04 万平方米，项目储备充足。公司在深耕珠海市场的基础上，成功布局华南、华中、华东、华北等经济较为发达地区的一二线城市及辐射的三四线城市。其中：华中地区、华东地区以武汉、上海、南京、杭州为核心，土地储备占比 46.95%；华南粤港澳大湾区区域以珠海、广州、深圳为核心，土地储备占比 29.81%；华北区域以北京、青岛、威海为核心，土地储备占比 8.75%；其他区域占比 14.49%。区域布局进一步优化。华发股份在建和储备房地产项目投资规模大，一方面为公司未来销售收入提供支撑，另一方面也为公司带来了一定的资金压力。

城市运营

华发集团城市运营板块业务主要由华发城市运营负责，业务内容包括产业园区及城市片区开发、城市综合体建设、城市更新、市政设施及保障房建设等，项目布局从横琴十字门中央商务区为代表的区域开发扩展到高新、金湾、斗门、香洲、高栏港等珠海多个区域。目前，城市运营板块已形成平台公司（即华发城市运营）+区域公司两级架构，平台公司统一负责策划推广、研究发展、工程管理、公建设计管理、规划市政设计、招采管理、成本管理、招商及资产运营管理等职能，区域公司负责管理片区内项目建设。

华发城市运营经政府授权自筹资金从事

片区土地一级开发、基础设施建设、市政设施及保障房等的建设工作，同时，利用土地储备开发商业类地产项目。华发城市运营营业收入来源包括三部分：①土地一级开发收益分成；②经营性项目经营收益（租金、酒店收入等）；③土地储备未来转让收入。经营性项目收益回收周期较长，华发城市运营主要通过土地出让收入分成及土地转让收入来实现资金平衡。

（1）土地一级开发

目前，华发城市运营开展的土地一级开发项目包括十字门中央商务区项目、金湾航空新城核心区项目、保税区二期项目、高新区北围项目、富山产业新城项目、斗门一河两岸项目和珠海北站 TOD 项目。

珠海十字门中央商务区建设控股有限公司（以下简称“十字门公司”）主要负责十字门中央商务区 5.77 平方公里（其中，湾仔片区 2.28 平方公里，横琴片区 3.49 平方公里）的土地一级开发、市政基础设施建设、重点项目建设及招商引资等工作。根据《珠海十字门中央商务区土地一级开发协议》和《珠海十字门中央商务区土地一级开发操作办法》，十字门公司负责按年度制定实施土地一级开发计划，土地出让后，珠海市财政局按土地功能不同，从土地出让金中扣除相关税费后再将剩余的等额资金按确定的相应比例拨付十字门公司作为收益。

珠海华金开发建设有限公司（以下简称“华金公司”）具体负责对珠海金湾区航空新城核心区约 3.8 平方公里的土地一级开发和市政基础设施建设，根据华发集团与珠海金湾区人民政府签订的《珠海金湾区航空新城战略合作框架协议》，开发资金由华发集团负责筹集，相关投资支出由核心区开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入等额资金优先偿还，投资收益由管理费和一定比例的可出让经营性用地的土地增值收益等额资金来实现。

珠海华保开发建设有限公司（以下简称“华保公司”）具体负责对珠海市保税区二期

范围内 2.3 平方公里的土地一级开发和市政道路工程建设。根据华发集团与保税区管委会签订的《珠海市保税区二期土地一级开发合作协议》，开发资金由华发集团负责筹集，项目开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入在扣除应上缴费用并优先偿还华保公司所支付的土地一级开发成本后，华保公司可获得土地增值收益的一定比例等额资金作为土地一级开发收益。

子公司珠海华发高新建设控股有限公司与珠海（国家）高新技术产业开发区管理委员会签订《珠海高新区北围土地一级开发协议》，负责对珠海高新区北围项目约 8.6 平方公里土地的一级开发和市政道路、绿化景观、桥梁、围填海等市政基础设施建设。项目投资资金将通过珠海华发高新建设控股有限公司自有资金和银行借款等方式统筹解决。未来将根据市场的需求，分批出让北围的住宅、商住及工业用地。项目经营性用地的土地出让金收入在扣除应上缴省、市费用后，剩余作为区级土地出让分成；区级土地出让分成由珠海（国家）高新技术产业开发区管理委员会提取一定比例资金后，剩余部分等额资金全额拨付给项目公司。

珠海富山工业园投资开发有限公司（原珠海华富开发建设有限公司）负责对珠海市斗门区富山产业新城起步区土地一级开发项目（开发面积 2.5 平方公里）和起步区以外（147.5 平方公里）的市政基础设施项目。根据华发集团与珠海市富山工业园管理委员会签订的《富山产业新城合作开发协议》，项目的开发资金由华发集团负责筹集，投资收益由固定投资补偿和投资增值收益来实现。其中，固定投资补偿以项目开发建设成本为基数计提一定比例作为固定投资补偿。投资增值收益是在开发范围内可出让用地出让后，政府以与土地出让收入（扣除应上缴省、市政策性缴纳资金等费用后）等额的财政资金支付项目开发建设总成本及固定投资补偿，余额部分等额资金即为投资

增值收益。投资增值收益双方按一定比例进行分配。

珠海市华发河岸建设有限公司（以下简称“河岸公司”）具体负责对珠海市斗门区黄洋河“一河两岸”范围内 1122 万平方米陆地、427 万平方米水域及斗门古镇等进行综合开发。根据华发集团与斗门区政府签订的《斗门区黄洋河“一河两岸综合开发项目合作框架协议”》，项目的开发资金由华发集团负责筹集，投资收益由固定收益和投资增值收益来实现。其中，固定收益以土地一级开发成本的一定比例计提，投资增值收益是在开发范围内可出让用地出让后，若地块出让成交价高于保底摘牌价的价款部分，在扣除超额部分应上缴的市级分成、省级财政相关费用后双方按一定比例进行分配。

珠海北站 TOD 项目系由珠海城际轨道实业有限公司（以下简称“轨道公司”）与珠海

市国土资源局签订协议，轨道公司负责项目的开发，项目开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入在扣除应上缴费用并优先偿还轨道公司所支付的土地一级开发成本后，轨道公司可获得土地增值收益的一定比例等额资金作为土地一级开发收益。

随着土地出让面积和单价的提升，近三年华发城市运营土地一级开发收入年均复合增长 6.34%。2018 年，华发城市运营实现土地一级开发收入 48.73 亿元，同比下降 4.51%，主要系当期出让土地单价较低；当期土地一级开发收入主要来自十字门中央商务区、高新区北围、珠海北站 TOD 等项目；同期，华发城市运营土地一级开发业务毛利率 59.18%，同比有所下降，主要系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同。2018 年，华发城市运营土地一级开发业务获得回款 43.00 亿元。

表 6 华发城市运营土地出让情况（单位：宗、万平方米、亿元、%）

项目	十字门中央商务区			金湾航空新城			保税区二期			高新区北围		
	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
土地出让数量	2	5	5	7	3	2	5	5	2	5	6	1
出让建筑面积	16.88	45.50	34.96	70.45	31.60	26.81	10.34	25.11	23.87	39.47	60.36	3.60
分成收入	6.71	12.80	12.00	15.59	13.42	5.48	1.78	3.18	2.14	19.01	15.98	7.76
结转开发成本	1.72	4.73	2.00	5.78	5.12	1.62	1.83	3.09	0.96	14.16	3.13	3.94
开发收益	4.99	8.07	10.00	9.81	8.31	3.85	-0.05	0.09	1.18	4.85	12.85	3.82
毛利率	74.37	63.05	83.12	62.92	61.87	70.36	-2.81	2.69	55.20	25.51	80.40	49.23
项目	高新区 TOD			斗门一河两岸			富山工业园					
	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年			
土地出让数量	--	5	8	--	--	1	--	--	5	--	--	--
出让建筑面积	--	18.75	32.65	--	--	4.17	--	--	83.62	--	--	--
分成收入	--	5.65	9.33	--	--	2.39	--	--	9.65	--	--	--
结转开发成本	--	0.00	0.00	--	--	2.39	--	--	8.96	--	--	--
开发收益	--	5.65	9.33	--	--	0.00	--	--	0.69	--	--	--
毛利率	--	100.00	100.00	--	--	0.00	--	--	7.10	--	--	--

注：合计数不等于分项之和系四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至 2019 年 6 月底，华发城市运营主要在建土地一级开发项目计划总投资 369.00 亿

元，已完成投资 168.19 亿元。2019 年 7—12 月、2020 年和 2021 年，公司土地一级开发业

务预计分别投资 18.28 亿元、22.40 亿元和 22.50 亿元。

表 7 截至 2019 年 6 月底华发城市运营主要在建土地一级开发项目情况（单位：平方公里、亿元）

项目	开发面积	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
				2019 年 7—12 月	2020 年	2021 年
十字门中央商务区	5.77	84.00	63.44	2.00	4.00	4.50
金湾航空新城	3.80	35.00	32.40	0.60	1.00	1.00
保税区二期	2.30	20.00	12.60	0.00	4.40	3.00
高新区北围	8.60	140.00	24.67	2.50	4.00	4.00
富山产业新城	150.00	60.00	23.37	11.10	5.00	6.00
斗门一河两岸	10.00	20.00	7.20	1.08	2.00	2.00
珠海北站 TOD	1.46	10.00	4.51	1.00	2.00	2.00
合计	181.93	369.00	168.19	18.28	22.40	22.50

注：富山产业新城项目开发计划有变更；公司根据最新开发计划对未来投资计划进行调整
资料来源：公司提供

根据公司提供的预测，2019—2023 年，十字门中央商务区等七个存量项目预计可获得土地出让收入分成近 200 亿元。但联合资信同时注意到，由于土地出让面积和出让价格受宏观经济和政策调控的影响较大，公司土地出让分成返还的实际金额及时点与预测可能会出现一定的差异，项目后期持续投入资金来源的稳定性有一定的风险。

（2）经营性项目

华发城市运营经营性项目主要包括会展商务组团、横琴国际金融中心大厦、横琴创意谷、蓝湾智岛总部基地中心二期等项目，建筑类型涉及写字楼、酒店、会议中心、SOHO 办公、商务公寓等。华发城市运营利用自有资金拿地开展项目建设，建设完工对外出租、出售或运营，未来以经营性收入来平衡资金投入。截至 2019 年 6 月底，华发城市运营自营项目计划总投资 176.88 亿元，已投资 55.95 亿元，未来仍需投入 120.93 亿元，投资规模较大。

表 8 截至 2019 年 6 月底公司主要在建经营性项目投资情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	计划总投资	已完成投资	计划投资额		
				2019 年 7—12 月	2020 年	2021 年
横琴国际金融大厦	20.00	35.00	25.47	2.05	7.48	--
会展商务组团（二期）	27.50	43.50	7.22	3.08	10.00	10.00
蓝湾智岛总部基地中心（二期）	7.77	7.48	2.74	2.00	2.74	--
高新北围智谷圆芯	19.90	21.20	3.85	2.20	7.00	8.15
圣博立科创园	6.80	8.80	0.64	0.92	5.00	2.24
富山智选小镇生活中心	48.30	28.40	6.43	0.47	10.00	11.50
富山科创中心	12.80	11.80	2.35	0.75	5.00	3.70
富山产业服务中心	8.40	6.70	3.03	0.90	2.77	--
华发国际海岸花园	6.90	14.00	4.22	4.00	3.00	2.78
合计	158.37	176.88	55.95	16.37	52.99	38.37

注：部分项目计划总投资规模随项目进展有调整
资料来源：公司提供

①横琴国际金融大厦

横琴国际金融中心大厦位于十字门中央商务区中心区域，功能为国际甲级写字楼、商务公寓及商业服务设施。项目用地是公司通过招拍挂的方式于 2009 年 11 月取得，于 2013 年 8 月启动基坑开挖与支护工程，主体结构施工于 2015 年下半年进行，水电安装及室内外工程已于 2016 年末逐步展开，项目预计 2019 年建成投产。未来收入来源包括写字楼、公寓及商业的出售和出租收入。

②会展商务组团（二期）

会展商务组团（二期）项目总建筑面积约 27.5 万平方米，其中地上 18.1 万平方米、地下 9.4 万平方米，建筑功能包含会展、办公和商业，二期项目将进一步发展扩大会展功能优势。会展商务组团（二期）项目于 2015 年下半年开展设计工作，于 2017 年初动工，目前正进行桩基础工程施工，预计 2021 年建成。

③高新北围智谷圆芯

智谷圆芯项目位于科创海岸北围片区，占地约 10 万平方米，拟将地块建设成多栋多层或高层建筑及部分裙楼的产业综合体，其中主要包括新型产业研发办公和新型产业配套。

④富山智选小镇生活中心

富山智造小镇生活中心项目位于富山工业园雷蛛北片区，项目占地约 17.2 万平方米，建筑面积 34.5 万平方米，项目为富山工业园首个产城融合生活配套区，可为园区企业及就业人口及周边居民提供居住、商业、文化等配套服务。未来收入来源为物业的出售和出租收入。

（3）土地储备

除一级土地开发外，2010—2019 年，公司通过招拍挂的形式取得了位于十字门中央商务区、横琴新区、保税区、高新区、富山、阳江等占地面积合计 182.20 万平方米、计容建筑面积 507.07 万平方米的土地使用权，账面价值 155.89 亿元，土地性质包括住宅、商业和公寓。

总体看，公司城市运营板块项目储备充足，未来投资规模大，资金平衡依赖的土地分成及

土地转让收入受经济环境和政策影响存在一定不确定性；但考虑到公司储备用地获取时间较早，近年来珠海市土地价格不断攀升，目前实际价值较高；同时，联合资信关注到公司在建自营项目投资规模较大，未来收益实现受出售进度及出租规模影响存在不确定性，资金回收周期或较长。

金融及产业投资

华发集团金融板块经营主体主要是珠海金控和华发财务。

珠海金控成立于 2012 年，定位为珠海及横琴新区营运国有金融资产、进行产业投资的核心平台。通过新设或收购等方式，珠海金控已初步形成覆盖证券、期货、银行、金融租赁、保险、基金、各类收益权交易平台、担保、小贷、小额再贷等多个领域，布局深圳、香港、北京、上海、天津等核心金融城市的综合性金融投资控股集团。目前，珠海金控下辖证券、期货、银行、金融租赁、保险、投资、基金、小微金融等诸多业务板块；截至 2019 年 6 月底，公司旗下参控股金融机构 16 家，准金融机构 8 家、类金融机构 88 家，已基本实现金融产业全牌照布局。此外，华发集团还参股了包括珠海华润银行、珠海农村商业银行、厦门国际银行、华通金融租赁、横琴人寿等核心金融机构，持有并处置债券、基金、资管/信托计划等，每年可获得稳定的投资收益。

华发财务主要经营范围为对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务；协助成员单位实现交易款项的收付；办理成员单位之间的委托贷款；办理成员单位之间的内部转账结算及相应的结算、清算方案设计；吸收成员单位的存款；从事同业拆借等。主要收入为利息收入。

公司金融板块收益包括计入营业收入的手续费及佣金净收入、顾问咨询费收入、担保业务收入、利息净收入等，及公司对外投资所获取的投资收益。2016—2018 年，华发集团金融类业务分别实现营业收入 7.34 亿元、9.15

亿元和 12.23 亿元，以利息净收入和手续费及佣金收入为主，近三年两者合计占比均超过 85%。2018 年，公司金融板块收入中利息净收入 7.45 亿元（主要来自华发财务），手续费及佣金收入 1.81 亿元（主要来自华金证券股份有限公司），其他金融业务收入 2.97 亿元。

公司投资收益主要系参股华润银行、珠海农商行、华通金租等获得的股权投资收益、持有和处置债券、基金、资管/信托计划等所得。2016—2018 年，公司分别实现投资收益 13.07 亿元、10.69 亿元和 18.24 亿元；公司投资收益中持有至到期投资在持有期间的投资收益（主要来自信托收益）分别为 4.56 亿元、0.70 亿元和 1.69 亿元；权益法核算的长期股权投资收益分别为 4.08 亿元、6.07 亿元和 9.09 亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益分别为 2.16 亿元、1.88 亿元和 2.26 亿元。

华发集团利用自身产业和资金优势，成立产业投资板块，经营主体包括华金资本（持股比例 28.46%）、英飞尼迪投资控股集团有限公司（持股比例 49.00%）和珠海科技创业投资有限公司（实际控制人珠海市国资委，委托公司经营）等；同时，公司也积极通过与外部机构成立股权投资管理基金的方式进行项目投资。公司已累计完成投资项目超 200 个，包含深圳优必选、博纳影业、云洲智能等多个“独角兽”项目，累计投资超过 180 亿元。

2017 年 7 月，珠海市政府决定组建珠海发展投资基金，基金投资方向覆盖基础设施、产业投资等大类子基金，主要投向符合珠海建设粤港澳大湾区创新高地、“一带一路”战略支点、珠江西岸核心城市、城乡共美幸福之城的产业和基础设施项目。珠海发展投资基金首期规模 100 亿元，其中公司认缴出资 26.8 亿元，子公司珠海金控出资 42.2 亿元，其余资金来自格力集团和横琴金融投资集团。珠海发展投资基金由珠海金控担任基金管理人，并纳入公司合并报表。截至 2019 年 12 月 6 日，珠海发展

投资基金母基金已签署合伙协议子基金共 23 支，子基金目标总规模 567.04 亿元，其中需母基金认缴出资 93.54 亿元；累计收到分红 1.57 亿元，其中 2019 年至今收到分红 0.69 亿元。

未来，珠海发展投资基金将作为珠海市产业和基础设施领域投资母基金，根据政府引导、市场化运作的原则，通过基金的引导放大效应，在经济转型升级、结构调整等方面发挥作用。随着国家推动金融业服务实体经济及金融市场的进一步发展，公司有望利用下属金融全牌照平台进一步做大、做强，发挥行业协同效应，业务领域和利润水平不断提高。联合资信同时注意到珠海金控下属证券、期货、金融租赁、人寿保险等牌照业务尚处于培育期，竞争力偏弱；同时，受强监管、合规趋严的影响，公司风控团队有待补充，风控能力有待提升。

配套服务板块

（1）商贸服务

华发集团商贸服务板块由华发商贸及其下属的珠海华发汽车销售有限公司（以下简称“华发汽车”）和香港华发负责，具体业务包括大宗商品批发和汽车销售。

①大宗商品批发

公司大宗商品批发业务采取以销订购的经营模式，待下游客户有实际订单后，再向上游供货商购货。公司在按照下游客户的要求找到适合的货源后，华发商贸风控委员会为其做风险评估，根据实际情况确定账期、额度；华发商贸通过比价或谈判确定货源价格，并与上下游协商达成一致后，签订贸易合同，锁定货物价格及数量，风险相对较小。

受下游客户需求及公司风控要求等影响，近年来公司主要贸易品种有所变化：2016 年，公司新增有色金属（电解铜）贸易，不再开展钢材贸易业务，适度缩减化工产品贸易规模；2017 年，公司主动收缩风险较高的燃料油等业务，扩大有色金属（电解铜）贸易规模；2018 年，公司持续扩大有色金属（电解铜）贸易规模，该品种占比超过 84%，成大宗商品批发收

入最重要的来源。2016—2018 年，公司分别实现大宗商品批发收入 123.51 亿元、163.70 亿元和 199.77 亿元，年均复合增长 27.18%；前五大贸易产品收入合计占大宗商品批发收入的比重上升至 43.11%，集中度较高。2018 年，公司大宗商品批发业务毛利率 0.32%，同比变动不大。受行业特性和业务模式影响，公司大宗商品批发业务毛利率水平低。

从上下游及结算方式看，公司贸易双方均为行业中规模较大企业，信誉度较高，结算方式根据实际客户情况及交易品种不同有一定差异。2018 年，公司前五大供货商采购金额占比 59.15%，集中度较上年略有上升（2017 年为 55.93%），结算方式主要为货到付现款（对国内上游供货方）及 90 天信用证结算（对进口贸易中国外供货方）。下游销售商方面，华发商贸根据下游客户信用等级不同通常给予 45-60 天的账期或采取现款结算。2018 年，公司前五大销售商销售金额占比合计 43.11%，受贸易规模增加及风控影响集中度较 2017 年提升 3.11 个百分点。

总体看，近年来公司大宗商品贸易规模快速增长；同时，公司通过调整贸易品种、提高现款结算比例等防控贸易风险；但公司大宗商品贸易板块整体毛利率水平低，对公司整体盈利贡献小。

②汽车销售

华发集团汽车销售业务由华发商贸下属子公司华发汽车负责。目前，华发汽车共拥有 6 家门店。其中，华发汽车本部经营业务包括销售平行进口汽车、综合品牌汽车和售后维修业务，子公司珠海市华发上众汽车有限公司经营上海大众品牌业务，子公司珠海华发德和汽车有限公司经营雪佛兰品牌业务，子公司珠海华发天成汽车有限公司经营广汽传祺品牌业务，子公司珠海市华发锐达汽车有限公司经营斯柯达品牌业务，子公司广州铎发汽车贸易有限公司经营平行进口车业务。

华发汽车主要从国内代理商或分销商采

购汽车，其余少量自汽车生产厂家直接购买，结算方式主要为大众金融融资购车和现金结算；销售主要以零售客户为主，一般以现金结算，并有少量定金。

2016—2018 年，公司汽车销售分别实现收入 3.34 亿元、4.77 亿元和 4.58 亿元，其中 2018 年同比下降 4.00%；根据中国汽车工业协会发布数据，2018 年中国共销售乘用车 2370.98 万辆，同比下降 4.08%，与公司汽车销售收入变动总体相符。2018 年，公司汽车销售业务毛利率 9.28%，同比变化不大。

（2）文体教育及现代服务

华发集团文体教育及现代服务板块业务主要由华发现代服务和华发文教负责，华发集团文体教育及现代服务业务涵盖公益类业务（文化、体育、教育、会展）及商业类业务（酒店管理、物业服务、人力资源管理、清洁）。

①物业服务

华发现代服务物业管理业务主要由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”）负责。

目前，华发物业进行管理的物业包括华发集团及其下属子公司持有的商业和住宅物业，以及对外承接管理的物业；物业费一般由物业公司直接向业主收取，结算方式包括月结、半年结和年结。截至 2019 年 6 月底，华发物业进行物业服务的物业面积达 2780.09 万平方米，其中内部项目物业管理面积 2212.02 万平方米，外部项目物业管理面积 568.07 万平方米。

2018 年，公司实现物业管理收入 17.81 亿元，较上年增加 12.24 亿元，主要系随着珠海华发实业股份有限公司商品房项目的持续销售导致华发物业服务的物业项目量增加；同期，公司物业管理业务毛利率 19.64%，同比提升 3.20 个百分点，主要系管控能力持续提升及高毛利率的服务项目占比增加。

②会展和酒店业务

华发现代服务会展业务主要由子公司珠海华发国际会展管理有限公司负责，酒店业务

主要由子公司珠海华发国际酒店管理有限公司负责。

华发现代服务会展和酒店业务集中于珠海国际会展中心，珠海国际会展中心包括会议中心、展览中心和配套酒店，酒店部分包括珠海华发行政公寓、喜来登酒店和瑞吉酒店，其中瑞吉酒店 2018 年 8 月开业。

2018 年，公司实现会展收入 1.48 亿元，同比下降 27.41%，主要系上年举办中拉博览会，项目收入较高；业务毛利率-28.87%；同期，公司实现酒店收入 2.37 亿元，同比增长 23.85%，业务毛利率 31.48%，与上年基本持平。

3. 未来发展

“十三五”时期，在深化国企改革、粤港澳大湾区规划落实、珠海及横琴自贸区加速发展等众多利好因素支撑下，华发集团作为珠海市的龙头企业，面临着“再出发”的发展机遇。公司将以“创新驱动、战略引领、深化改革、提质增效”为总体思路，以打造千亿华发为战略目标，到 2020 年，实现营业收入突破千亿元，打造上市公司集群，冲刺世界 500 强的目标。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016 年度合并财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）珠海分所审计，2017 年度合并财务报表已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018 年度合并财务报表已经瑞华会计师事务所（特

殊普通合伙）珠海分所审计，审计机构均出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面：2017 年，公司合并范围新增子公司 51 家，其中 43 家为新设子公司（期末净资产合计 53.65 亿元），7 家为非同一控制下企业合并所得（期末净资产合计 58.07 亿元），1 家为无偿划拨（净资产 0.49 亿元）；不再纳入合并的控股子公司 6 家。2018 年，公司合并范围新增子公司 133 家；其中，通过非同一控制下企业合并取得子公司 32 家，其余系新设子公司；同期，公司不再纳入合并范围子公司 6 家，其中注销子公司 5 家，出售子公司 1 家。截至 2018 年底，公司拥有纳入合并范围的子公司 407 家，其中一级子公司 10 家。公司合并范围变化主要系华发股份新设房地产项目公司导致，合并范围变化对公司财务数据可比性影响较小。

截至 2018 年底，公司资产总额 2826.17 亿元，所有者权益 860.58 亿元（其中少数股东权益 547.53 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 532.79 亿元，利润总额 56.16 亿元。

2. 资产质量

近年来，随着经营规模的扩大，华发集团资产规模快速增长，三年复合增长率为 22.23%。2018 年底，华发集团资产总额 2826.17 亿元，较 2017 年底增长 23.69%，主要系存货、货币资金、投资性房地产、其他流动资产、其他应收款等增长所致。从构成看，流动资产是华发集团资产总额的主要组成部分，2018 年底占比为 82.16%。公司主要资产构成见下表。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科 目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1556.24	82.27	1869.81	81.84	2321.90	82.16
货币资金	209.59	11.08	215.91	9.45	349.35	12.36
存放同业款项	78.90	4.17	84.57	3.70	78.39	2.77
预付款项	49.08	2.59	63.71	2.79	54.64	1.93
其他应收款	11.76	0.62	20.27	0.89	54.12	1.92
存货	1071.80	56.66	1270.49	55.61	1527.66	54.05

科目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他流动资产	46.04	2.43	104.91	4.59	152.92	5.41
非流动资产	335.39	17.73	414.99	18.16	504.26	17.84
可供出售金融资产	52.98	2.80	80.74	3.53	114.74	4.06
长期股权投资	101.24	5.35	146.70	6.42	180.44	6.38
投资性房地产	23.61	1.25	25.68	1.12	47.71	1.69
固定资产	98.40	5.20	84.23	3.69	92.50	3.27
资产总额	1891.63	100.00	2284.79	100.00	2826.17	100.00

注：其他应收款含应收利息

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

流动资产

2016—2018年，公司流动资产快速增长，年均复合增长22.15%。2018年，受房地产项目持续投入、对外融资和房屋销售导致货币资金增加、华发股份向关联方拆出资金增加影响，公司流动资产较2017年底增长24.18%至2321.90亿元，主要由存货、货币资金、其他流动资产等构成。

2016—2018年，公司货币资金逐年增加，年均复合增长29.11%。2018年底，公司货币资金较2017年底增长61.81%至349.35亿元，主要由银行存款（占比91.00%）及存放中央银行法定存款准备金（占比6.93%）组成；年末受限货币资金29.28亿元（受限比例8.38%），主要为保证金及存放中央银行法定存款准备金。

2016—2018年，公司存放同业款项有所波动，2018年底为78.39亿元，较2017年底下降7.31%，全部为存放境内银行同业。

公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要是公司购买的债券和股票投资（以债券为主），2018年底账面余额为40.86亿元，较2017年底下降10.62%，主要系债券投资减少所致。2018年底，公司有14.81亿元债券投资为卖出回购业务设定质押，有1.27亿元债券投资为债券借贷业务设定质押。

2016—2018年，公司应收账款持续增长，2018年底为28.07亿元，较2017年底增长45.08%，主要系应收土地出让收益分成、应收货款及租赁款增加；年末公司应收账款前五名合计占比59.14%，集中度较高，账龄较短；公

司累计计提坏账准备0.93亿元，计提比率3.22%。

表10 2018年底公司应收账款前五名(单位:亿元、%)

单位名称	欠款金额	欠款时间	占比	业务内容
珠海市富山工业园管理委员会	9.03	1年以内	31.32	土地开发费用
珠海市横琴新区管理委员会财政局	2.53	1年以内	8.72	租赁款
上海泽俞石油化工有限公司	2.31	1年以内	7.98	货款
珠海市保税区财政局	2.14	1年以内	7.37	工程款
广东建星建造集团有限公司	1.14	1年以内	3.94	货款
合计	17.15	--	59.14	--

资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司预付款项波动中有所增长，年均复合增长5.51%。2018年底，公司预付款项较2017年底下降14.24%至54.64亿元，主要为预付北京市、杭州市、江门市、珠海市等地的土地出让金。

2016—2018年，公司其他应收款快速增长，2018年底，公司其他应收款为54.12亿元，较2017年底增长166.99%，主要系应收土地竞买保证金增加。

公司存货主要由开发成本、开发产品、出租开发产品及库存商品等构成，近三年年均复合增长19.39%；2018年底公司存货较2017年底增长20.24%至1527.66亿元；其中，开发成本1299.50亿元，较2017年底增加151.16亿元，主要系新开工项目及在建项目持续投入所致，开发成本中较上年末增加较多的项目包括无锡

原中南装饰城地块、梧桐湖国际社区、温州市鹿城区松台街道项目、万科·华发观贤别墅等。公司存货中开发成本以房地产项目为主，此外还有部分土地一、二级开发成本。2018年底公司存货中开发产品净值192.85亿元，较2017年底增加96.77亿元，主要新增完工项目包括上海静安府、珠海华发十字门国际花园、珠海横琴华发首府花园、上海杨浦华发公馆等。年末公司共计提存货跌价准备261.66万元。

2016—2018年，公司其他流动资产年均复合增长82.24%，2018年底为152.92亿元，较2017年底增长52.38%，主要系华发股份向合营、联营企业拆出资金增加所致。年末其他流动资产主要由拆出款项及其他(115.01亿元)、预交税费(26.64亿元)、委托贷款(8.31亿元)构成。

非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产年均复合增长22.62%。2018年底公司非流动资产较2017年底增长21.51%至504.26亿元，主要系投资性房地产、长期股权投资和可供出售金融资产增长带动；构成主要以长期股权投资、可供出售金融资产、投资性房地产为主。

2016—2018年，公司可供出售金融资产快速增长，2018年底为114.74亿元，较2017年底增加34.00亿元，主要系投资珠海工智股权投资基金(有限合伙)、珠海农智股权投资基金(有限合伙)、珠海华金智盈投资基金合伙企业(有限合伙)、厦门国际银行股份有限公司等按成本法进行后续计量的可供出售权益工具。年末公司可供出售金融资产中可供出售债务工具38.79亿元，较2017年底减少16.55亿元；可供出售权益工具72.98亿元，其中按公允价值计量的权益工具账面价值为2.80亿元；按成本法计量的权益工具系公司参与设立的投资基金、参股的投资企业，投资金额较大的包括珠海工智股权投资基金(有限合伙)(12.24亿元)、珠海农智股权投资基金(有限合伙)(12.16亿元)、珠海华金智盈投资基金

合伙企业(有限合伙)(8.00亿元)、厦门国际银行股份有限公司(7.80亿元)、IDG成长基金(5.37亿元)等，以股权投资和金融类企业为主。

2016—2018年，公司长期股权投资年均复合增长33.50%。2018年底为180.44亿元，较2017年底增长23.00%，主要系增加对珠海华金阿尔法二号股权投资基金合伙企业(有限合伙)、珠海英飞尼迪创业投资基金(有限合伙)、珠海华金同达股权投资基金合伙企业(有限合伙)等基金投资，以及对上海华泓钜盛房地产开发有限公司、宁波招海置业有限公司等房地产合营及联营企业和珠海华润银行股份有限公司等金融类参股企业的投资。2018年底，公司投资金额较大的长期股权投资包括珠海华润银行股份有限公司(32.96亿元)、上海华泓钜盛房地产开发有限公司(28.59亿元)、华金资本(13.61亿元)等金融及产业投资类、房地产及代建市政项目公司¹。

2016—2018年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长42.16%。2018年底，公司投资性房地产47.71亿元，较2017年底增长85.75%，主要系横琴珠海中心写字楼、横琴国际网球中心商业配套一期完工投入使用，由在建工程或存货转入所致。公司投资性房地产主要包括华发商都、横琴珠海中心写字楼和横琴国际网球中心配套商业等，当期获得租金收入2.80亿元。

2016—2018年，公司固定资产波动下降，年均复合下降3.05%。2018年底，公司固定资产92.50亿元，较2017年底增长9.81%，主要系房屋及建筑物增加所致。公司固定资产主要为房屋及建筑物。

截至2018年底，公司受限资产账面价值合计588.07亿元，受限比例20.81%，以存货、长期股权投资、固定资产、货币资金和投资性房地产为主。

¹ 公司长期股权投资包括珠海情侣海岸建设有限公司、阳江华阳投资控股有限公司、珠海华发连湾保障房建设有限公司等从事市政基础设施和保障房的项目公司，因项目所需资金由财政承担，公司不享有经营收益和承担经营风险，因此不纳入合并报表

总体看,随着经营规模的扩大,公司资产规模不断增长,资产构成以存货、货币资金等流动资产为主,符合其房地产开发及土地一级开发为主业的特征。公司整体资产质量较好。但受限资产规模较大,对公司流动性产生一定影响。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

受公司发行永续债、子公司少数股东权益增长、少数股东注资及留存收益增加等因素影响,2016—2018年,公司所有者权益逐年增长,年均复合增长36.18%;2018年底公司所有者权益较2017年底增长37.93%至860.58亿元。从构成看,所有者权益中少数股东权益占63.74%,资本公积占17.92%、其他权益工具占10.67%。

2016—2018年,公司实收资本未发生变化,为11.20亿元。同期,公司资本公积波动增长,年均复合增长13.18%。2018年底公司资本公积较2017年底增加35.98亿元至154.26亿元,主要系:①华发综合发展引进少数股东,投资价款与按少数股东持股比例相对应享受的相关子公司可辨认净资产份额之间的差额导致资本公积增加33.38亿元;②华发股份下属公司引进少数股东,投资价款与按少数股东持股比例相对应享受的相关子公司可辨认净资产份额之间的差额导致资本公积增加1.04亿元;③华发股份对十字门城建增资形成同一控制下企业合并,由于持股比例不同,增加资本公积5.83亿元;④资本公积减少主要系华发股份回购注销原激励对象持有的限制性股票、华发股份收购下属子公司少数股东持有的股权购买成本与交易日按新取得的股权比例计算确定应享有的可辨认净资产份额的差额等原因导致。

2016—2018年,公司其他权益工具分别为69.69亿元、72.00亿元和91.80亿元,其中2016年主要为子公司综合发展发行的永续中期票据(2017年起将其调入少数股东权益)。2017

年底为公司本部发行的两期永续中期票据(17华发集团MTN001、17华发集团MTN002)和对中海信托股份有限公司12亿元的可续期债²。2018年底,公司其他权益工具较2017年底增加19.80亿元,主要为公司从兴业国际信托和交银国际信托取得的可续期债³。

公司少数股东权益规模较大。2016年,少数股东权益较2017年底增长17.87%,主要来自华发股份少数股东权益增加。2017年,公司少数股东权益较2017年底增加151.65亿元至374.27亿元,主要系:①因审计报告分类,公司将子公司综合发展发行的永续债由其他权益工具调整计入少数股东权益(期末金额为87.69亿元,2016年底为69.69亿元,体现在“其他权益工具”科目);②公司合并华发股份、华金证券等,少数股东增资及留存收益增加带动少数股东权益增加;③因对珠海发展投资基金(有限合伙)并表而增加的少数股东权益(期末余额43.36亿元)。2018年底,公司少数股东权益较2017年底增加173.26亿元至547.53亿元,主要系华发综合发展吸收少数股东投资及华发股份发行永续债券、华发股份少数股东权益增长所致。

总体看,受发行永续债、少数股东权益及留存收益增加等影响,公司所有者权益规模快速增长。公司所有者权益中少数股东权益占比较大,稳定性一般。

负债

2016—2018年,公司负债总额快速增长,年均复合增长17.34%。2018年底,公司负债

² 2017年12月,公司与中海信托股份有限公司签订可续期债权投资合同,累计发行永续债12亿元,初始债权投资期限为24个月,公司有权于借款(债权投资)初始期限届满之日前30个工作日书面通知中海信托股份有限公司该期借款进入周期存续期,继续续期24个月,初始固定利率6.40%

³ 2018年12月26日,公司与兴业国际信托有限公司签订可续期债权投资合同,新发行永续债10亿元,初始债权投资期限为36个月,公司有权于借款(债权投资)初始期限届满之日前30个工作日书面通知兴业国际信托有限公司该期借款进入周期存续期,继续续期24个月,初始固定利率7.5%。2018年12月20日,公司与交银国际信托有限公司签订可续期债权投资合同,新发行永续债10亿元人民币,初始债权投资期限为24个月,公司有权于借款(债权投资)初始期限届满之日前30个工作日书面通知交银国际信托有限公司该期借款进入周期存续期,继续续期12个月,初始固定利率7.1%

总额较 2017 年底增长 18.35%至 1965.59 亿元，主要系公司房地产预售增多及对外借款增加所致。从构成看，受预收款项及短期债务快速上升带动流动负债增长影响，公司流动负债比重逐年提升，2018 年底为 64.75%。

2016—2018 年，公司流动负债年均复合增长 27.75%；2018 年底为 1272.78 亿元，较 2017 年底增长 33.37%，主要系一年内到期的非流动负债、预收款项、短期借款、其他流动负债增加所致。公司流动负债以预收款项（占 32.06%）、一年内到期的非流动负债（占 23.44%）、短期借款（占 13.80%）、其他应付款（占 10.02%）为主。

2016—2018 年，公司短期借款快速增长，2018 年底为 175.61 亿元，较 2017 年底增长 24.68%，以信用借款（占 43.59%）、抵押借款（占 29.81%）和保证借款（占 23.24%）为主。

公司流动负债中预收款项占比较高，主要为华发股份预收房款。2016—2018 年，公司预收款项大幅增长，年均复合增长 27.50%；2018 年底，公司预收款项较 2017 年底增长 37.90%至 408.00 亿元，主要系武汉华发外滩首府、武汉华发中城荟、苏州姑苏院子等项目预收房款增加（预收房款期末余额合计 385.43 亿元）。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动中大幅增长，2018 年底为 298.40 亿元，主要系一年内到期的长期借款（期末余额为 236.70 亿元）快速增长所致。

2016—2018 年，公司非流动负债年均复合增长 3.42%，2018 年底，公司非流动负债为 692.80 亿元，较 2017 年底下降 1.95%；从构成看，以长期借款（占比 53.98%）和应付债券（44.60%）为主。

2016—2018 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 3.76%；2018 年底，公司长期借款 374.00 亿元，以保证借款、抵押借款等为主。

2016—2018 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 16.83%。2018 年底，公司应付

债券 309.00 亿元，较 2017 年底增加 60.79 亿元，主要系公司本部及华发综合发展、香港华发投资控股有限公司、华发股份发行公司债、中期票据及美元债所致。

有息债务方面，将其他流动负债中的超短期融资券、资产支持证券和长期应付款中售后回租融资款等有息部分调整至全部债务后，近三年公司全部债务逐年增长，年均复合增长 17.94%，2018 年底公司全部债务较 2017 年底增长 14.17%至 1313.73 亿元，其中长期债务占比下降至 51.99%，系一年内到期的非流动负债、短期借款增加所致。2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化及长期债务资本化比率分别为 69.55%、60.42%和 44.25%，较 2017 年底分别下降 3.14 个、4.42 个和 8.58 个百分点。

表 11 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项 目	2016年	2017年	2018年
短期债务	312.28	451.82	630.69
长期债务	632.12	698.85	683.05
全部债务	944.40	1150.67	1313.73
长期债务资本化比率	57.67	52.83	44.25
全部债务资本化比率	67.05	64.84	60.42
资产负债率	75.47	72.69	69.55

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

将公司及下属子公司发行的永续债（其他权益工具）和权益性金融工具（少数股东权益）等计入有息债务后，2018 年底，公司有息债务规模为 1524.21 亿元，资产负债率（调整永续债后）和全部债务资本化比率（调整永续债后）分别为 77.00%和 70.10%。考虑到公司负债中包含规模较大的预收售房款，公司实际负债水平低于上述指标值。

总体看，随着经营规模的扩大及房地产预收款项的增加，公司负债总额逐年增加，债务规模较大，整体债务负担较重。

4. 盈利能力

受房地产开发、大宗商品批发等收入增长影响，2016—2018 年，公司营业收入快速增长，

年均复合增长 28.76%；2018 年，公司实现营业收入 532.79 亿元，同比增长 20.66%；同期，公司营业成本年均复合增长 30.03%，成本增速高于营业收入增速，2018 年营业成本为 422.44 亿元。公司营业利润率有所下降，2018 年为 16.77%。

表 12·公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项 目	2016年	2017年	2018年
营业收入	321.37	441.55	532.79
投资收益	13.07	10.69	18.24
营业利润	30.56	49.61	55.76
利润总额	30.98	49.69	56.16
营业利润率	17.56	17.56	16.77
总资本收益率	2.79	3.00	2.85
净资产收益率	4.47	5.54	4.73

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

近三年公司期间费用逐年上升，2018年为 52.17 亿元，同比增长 30.37%，其中，管理费用 27.09 亿元，同比增长 40.75%，主要系职工薪酬提升所致；财务费用 14.84 亿元，同比下降 3.52%，主要受益于利息收入增加。2018 年，公司期间费用率为 9.79%，同比提升 0.72 个百分点。

非经常性损益方面，2016—2018 年，公司分别实现投资收益 13.07 亿元、10.69 亿元和 18.24 亿元，受益于金融及产业投资板块的快速成长，投资收益已成为公司利润的重要补充。从构成看，2018 年公司投资收益中：权益法核算的长期股权投资收益 9.09 亿元，主要来自华润银行等；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益 2.26 亿元，主要来自持有的债券、股票等；持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益 4.31 亿元，主要为持有的资管计划、债券投资等。2016—2018 年公司利润总额年均复合增长 34.64%，2018 年为 56.16 亿元。

从盈利指标看，近三年公司总资本收益率和净资产收益率均波动上升，2018 年分别为 2.85%、4.73%，盈利能力不断增强。

总体看，近年来，受益于房地产、大宗商

品贸易等收入的增加，公司营业收入快速增长，金融业务收入和投资收益对公司利润形成了良好补充。未来，随着房地产及金融板块业务的逐步推进，公司盈利能力有望进一步增强。

5. 现金流

经营活动方面，2016—2018 年，随着大宗商品贸易量的提升和房地产销售规模的扩大，公司经营活动现金流入量呈增长趋势，年均复合增速为 9.97%；2018 年，公司经营活动现金流入量 730.81 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 650.59 亿元。2016—2018 年，公司现金收入比分别为 156.70%、113.44%和 122.11%，受预收房款及收入确认时点不一致影响有所波动，收入实现质量保持在较高水平。同期，公司经营活动现金流出量年均复合增长 21.74%，2018 年为 620.18 亿元，同比增长 30.31%，主要系房地产、土地一级开发等项目投入增加规模加大影响。近三年，公司经营活动净现金流均表现为净流入，分别为 185.88 亿元、104.48 亿元和 110.62 亿元。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项 目	2016年	2017年	2018年
经营活动现金流入量	604.33	580.41	730.81
经营活动现金流出量	418.46	475.92	620.18
经营活动现金净流量	185.88	104.48	110.62
投资活动现金净流量	-103.58	-347.03	-358.72
筹资活动现金净流量	29.44	247.67	371.32
现金收入比	156.70	113.44	122.11

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2016—2018 年，受收回投资收到的现金变动影响，公司投资活动现金流入波动上升，年均复合增长 12.99%。2018 年，公司投资活动现金流入 94.20 亿元，主要由收回投资收到的现金 89.16 亿元构成。近三年，公司投资活动现金流出规模大幅增长，年均复合增长 59.80%，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金大幅增长所致。2018 年，公司投资活动现金流出同比增长 21.30%至 452.92 亿元。其中，购建固定资

产、无形资产等支付的现金 222.50 亿元，投资支付的现金 217.07 亿元，同比增长 22.07%，主要系对股权、债权等投资规模加大所致。2016—2018 年，公司投资活动现金流净额分别为-103.58 亿元、-347.03 亿元和-358.72 亿元，受购地及自有房建类项目支出、对外投资支出等规模大影响，投资活动表现为持续净流出。

2016—2018 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 82.30 亿元、-242.55 亿元和-248.10 亿元。近年来，公司购地、对外投资、资金拆借等规模加大，筹资活动前资金缺口明显扩大。

筹资活动方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长 14.40%；2018 年，公司筹资活动现金流入 1225.87 亿元，同比增长 28.90%，公司仍主要通过银行借款、发行债券及少数股东增资等渠道筹资。收到其他与筹资活动有关的现金主要系华金证券股份有限公司发行短期收益凭证所致。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出年均复合下降 2.94%，2018 年，公司筹资活动现金流出同比增长 21.52% 至 854.74 亿元，主要系偿还债务本息支付的现金规模增加所致。2016—2018 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 29.44 亿元、247.67 亿元和 371.13 亿元。

总体看，近年来，受房地产、土地一级开发业务回款增多及商贸板块规模扩大带动，公司经营活动现金流入规模呈上升趋势，收入实现质量保持较高水平；公司较大规模的购地支出、对外投资等使得投资活动持续大幅净流出，对筹资活动依赖较强。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率小幅下降，速动比率变动不大，2018 年底分别为 182.43% 和 62.40%。公司流动资产中存货占比高，导致速动比率偏低。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比分别为 23.84%、10.95% 和 8.69%，经营活动净现金流对流动负债保障能力较弱。考虑到流动负债

中不需要实际偿还的预收账款较多，公司实际偿债能力强于指标值。截至 2018 年底，公司现金类资产 477.64 亿元，对短期债务的覆盖倍数为 0.76 倍。总体看，公司短期债务规模大，存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 逐年增长，2018 年为 82.86 亿元；全部债务/EBITDA 持续下降，2018 年为 15.86 倍；EBITDA 利息倍数有所上升，2018 年为 1.19 倍。公司长期偿债能力指标一般。

截至 2019 年 6 月底，公司对外担保余额 38.53 亿元，担保比率 4.16%。其中，华发股份为关联方珠海琴发实业有限公司提供担保余额 33.03 亿元，为关联方珠海正汉置业有限公司提供担保余额 1.50 亿元，公司为华金资本提供担保余额 3.00 亿元，公司为珠海容闳学校向交通银行珠海分行借款提供担保余额 1.00 亿元。总体看，公司担保比率较低，被担保企业经正常，或有负债风险可控。

截至 2019 年 6 月底，公司共获得金融机构授信额度 2153.55 亿元，尚未使用 1057.31 亿元，公司间接融资渠道畅通。另外，公司合并范围内拥有 2 家上市公司，控股非合并 1 家上市公司，直接融资渠道畅通。

总体看，公司是珠海市 16 家市属国企中的龙头企业，其城市运营、房地产开发、金融产业和产业投资等核心业务稳居珠海市第一位，资产质量较好，整体偿债能力极强。

7. 母公司财务分析

公司业务主要集中在下属子公司。截至 2018 年底，公司母公司资产总额 301.61 亿元，主要为其他应收款、长期股权投资和货币资金。所有者权益 87.22 亿元，主要为本部发行的永续债。负债总额 214.39 亿元，主要为长期借款和本部发行的债券。2018 年，公司母公司实现营业收入 0.89 亿元，利润总额 1.40 亿元，利润主要来自投资收益，财务费用对利润形成一定侵蚀。2018 年底，公司母公司资产负债率为

71.08%，全部债务资本化比率为 70.73%，考虑所有者权益主要为永续债（91.80 亿元），实际债务负担较重。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模为10.00亿元，相当于2018年底公司长期债务的1.46%、全部债务的0.76%，对公司现有债务总额影响小。

2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为69.55%、60.42%和44.25%。以2018年底财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，预计本期债券发行后，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将分别上升至69.66%、60.60%和44.61%，公司债务负担有所加重。若同时将公司2019年以来已发行且仍存续的债券（合计165.00亿元）和子公司华发股份已发行且仍存续的债券（合计69.18亿元）、珠海金控已发行且仍存续的债券（55.00亿元）考虑在内，公司资产负债率和全部债务资本化比率将进一步上升至72.38%、65.07%。考虑到上述债券中募集资金主要用于偿还有息债务，公司债务指标将低于上述模拟值。

2. 本期债券偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券拟发行规模的60.43倍、58.04倍和73.08倍；经营活动净现金流分别为本期债券拟发行规模的18.59倍、10.45倍和11.06倍；EBITDA分别为本期债券拟发行规模的5.44倍、7.22倍和8.29倍。

总体看，公司经营活动现金净流量和EBITDA对本期债券的覆盖能力很强。

十、结论

公司是珠海市国资委直属的以城市运营、房产开发、金融服务和产业投资为四大核心业

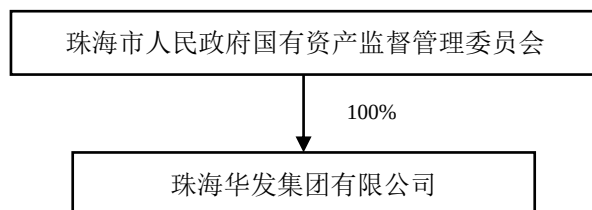
务，商贸服务、文体教育及现代服务等多种产业并举发展的综合性企业集团，在经营规模、品牌影响力、多元化发展等方面具备显著优势。

近年来，受益于房地产和大宗商品贸易的增加，公司营业收入快速增长，金融业务收入和投资收益对公司利润形成良好补充。公司资产总额不断增长，整体资产质量较好。受少数股东权益增长、永续债发行及留存收益增加影响，公司所有者权益规模稳步增长。同期，随着经营规模的扩大及房地产预收款项的增加，负债规模逐年增加，债务规模较大。

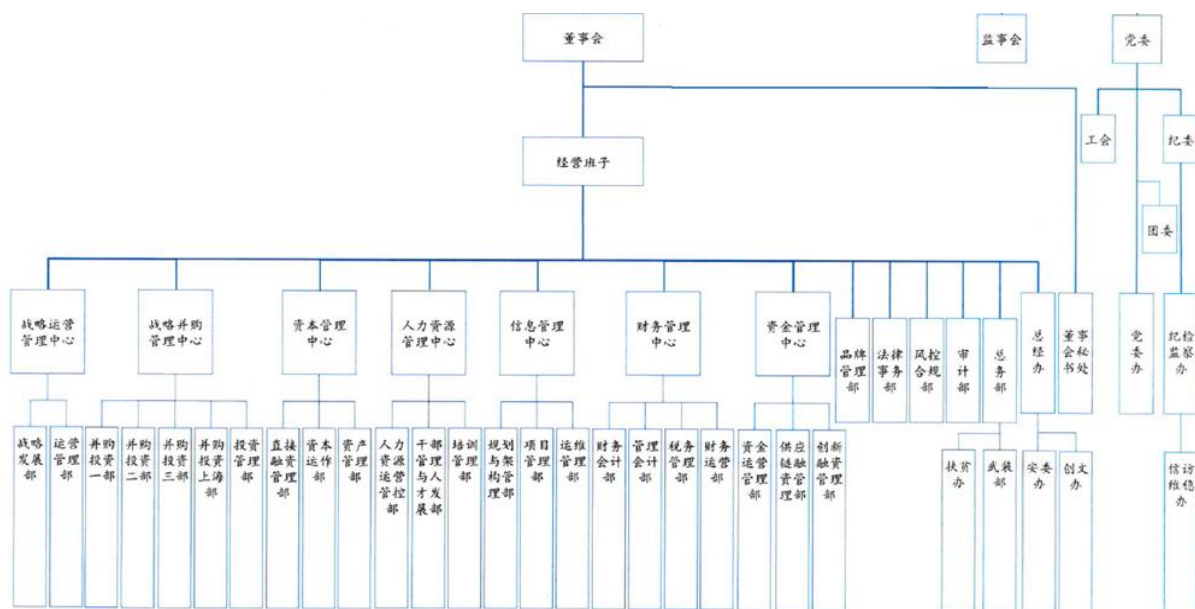
近年来，珠海市持续增强的经济水平和财政实力为公司发展提供了良好的外部环境。未来受益于粤港澳大湾区城市群发展等一系列国家级支持政策的叠加、公司土地一级开发和房地产项目的逐步推进、金融板块和产业投资板块的稳步发展，公司收益与投融资规模将实现动态平衡。

公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期债券的覆盖能力很强。综合评估，联合资信认为本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年底公司组织结构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	337.20	352.10	477.64
资产总额(亿元)	1891.63	2284.79	2826.17
所有者权益(亿元)	464.05	623.92	860.58
短期债务(亿元)	312.28	451.82	630.69
长期债务(亿元)	632.12	698.85	683.05
全部债务(亿元)	944.40	1150.67	1313.73
营业收入(亿元)	321.37	441.55	532.79
利润总额(亿元)	30.98	49.69	56.16
EBITDA(亿元)	54.43	72.15	82.86
经营性净现金流(亿元)	185.88	104.48	110.62
财务指标			
销售债权周转次数(次)	16.76	31.97	21.38
存货周转次数(次)	0.25	0.29	0.30
总资产周转次数(次)	0.19	0.21	0.21
现金收入比(%)	156.70	113.44	122.11
营业利润率(%)	17.56	17.56	16.77
总资本收益率(%)	2.79	3.00	2.85
净资产收益率(%)	4.47	5.54	4.73
长期债务资本化比率(%)	57.67	52.83	44.25
全部债务资本化比率(%)	67.05	64.84	60.42
资产负债率(%)	75.47	72.69	69.55
流动比率(%)	199.56	195.53	182.43
速动比率(%)	62.12	62.39	62.40
经营现金流流动负债比(%)	23.84	10.95	8.69
现金短期债务比(倍)	1.08	0.78	0.76
全部债务/EBITDA(倍)	17.35	15.95	15.86
EBITDA 利息倍数(倍)	0.81	1.19	1.19

注：1. 已将其他流动负债中有息部分调入短期债务，将长期应付款中应付融资租赁款、其他非流动负债中有息部分调入长期债务计算；2. 已将应付债券中一年内到期部分自长期债务调整至短期债务计算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.79	22.55	32.09
资产总额(亿元)	148.70	163.76	301.61
所有者权益(亿元)	2.02	74.04	87.22
短期债务(亿元)	112.00	48.41	163.97
长期债务(亿元)	28.20	38.56	46.80
全部债务(亿元)	140.20	86.97	210.77
营业收入(亿元)	0.57	0.83	0.89
利润总额(亿元)	1.38	3.14	1.40
EBITDA(亿元)	10.59	9.90	8.64
经营性净现金流(亿元)	-30.64	-6.75	-110.14
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	88.14	37.01
存货周转次数(次)	0.04	0.30	0.04
总资产周转次数(次)	0.00	0.01	0.00
现金收入比(%)	77.11	128.91	26.25
营业利润率(%)	86.05	49.97	90.43
总资本收益率(%)	3.91	5.54	2.32
净资产收益率(%)	67.94	4.24	1.60
长期债务资本化比率(%)	93.30	34.25	34.92
全部债务资本化比率(%)	98.58	54.02	70.73
资产负债率(%)	98.64	54.79	71.08
流动比率(%)	35.53	104.89	103.81
速动比率(%)	34.38	102.81	103.17
经营现金流动负债比(%)	-25.86	-13.19	-65.99
现金短期债务比(倍)	0.02	0.47	0.20
全部债务/EBITDA(倍)	13.23	8.79	24.41
EBITDA 利息倍数(倍)	1.16	1.48	1.21

注：已将其他流动负债中有息部分调入短期债务

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1)2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2)n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注： 现金类资产=货币资金+存放同业及其他金融机构款项+结算备付金+应收货币保证金+应收质押保证金+交易性金融资产+应收票据
短期债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据+吸收存款及同业存放+卖出回购金融资产
长期债务=长期借款+应付债券
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 2020 年第一期珠海华发集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

珠海华发集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 2 个月内发布跟踪评级报告。

珠海华发集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对珠海华发集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，珠海华发集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注珠海华发集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现珠海华发集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对珠海华发集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如珠海华发集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对珠海华发集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与珠海华发集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。