

信用等级公告

联合〔2020〕2062号

联合资信评估有限公司通过对珠海华发综合发展有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持珠海华发综合发展有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“15 珠海华发 MTN003”“16 珠海华发 MTN001”和“16 珠海华发 MTN002”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

二〇二〇年七月三日



珠海华发综合发展有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
15 珠海华发 MTN003 ¹	AAA	稳定	AAA	稳定
16 珠海华发 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
16 珠海华发 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 珠海华发 MTN003	28 亿元	28 亿元	2020/12/14
16 珠海华发 MTN001	20 亿元	20 亿元	2021/09/28
16 珠海华发 MTN002	22 亿元	22 亿元	2021/12/05

注：上述债券仅包括由联合资信评级，且截至评级时点尚处于存续期的债券。

跟踪评级时间：2020 年 07 月 03 日

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

评级观点

珠海华发综合发展有限公司（以下简称“公司”）是珠海市核心的城市综合服务主体，在经营规模、品牌影响力、多元化发展等方面具有明显优势。跟踪期内，珠海市经济和财政实力持续增强，公司资产规模和所有者权益保持增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司在建项目资金支出压力较大、债务规模持续增长、经营活动现金流净流出规模大幅扩大等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着深珠城轨建设、港珠澳大桥的开通以及粤港澳大湾区列入国家重点经济发展战略，珠海作为重要的节点城市，将在深化粤港澳合作中发挥更为重要的作用。公司作为珠海市大型的综合型企业，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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“15 珠海华发 MTN003”“16 珠海华发 MTN001”和“16 珠海华发 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 公司发展外部环境良好。**随着深珠城轨建设、港珠澳大桥的开通以及粤港澳大湾区列入国家重点经济发展战略，公司作为珠海市大型的综合型企业，综合竞争力有望进一步增强。
- 公司土地储备价值较高。**公司土地储备充足，土地获取时间较早，近年来珠海市土地价格不断攀升，目前实际价值较高。

¹ “15 珠海华发 MTN003”“16 珠海华发 MTN001”及“16 珠海华发 MTN002”为可续期中期票据，到期兑付日为首个赎回日

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aaa	评价结果		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	B	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

分析师: 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

3. 公司资金充裕, 投资收益稳定。跟踪期内, 参股企业为公司带来了良好的投资收益, 对公司利润形成了良好补充, 且公司现金储备较多, 资金充裕。

关注

1. 公司存在资金压力。公司在建项目未来投资规模较大, 存在一定的资金压力。
2. 公司存在集中兑付压力。公司短期债务规模较高, 债务结构有待优化。
3. 公司经营性现金流呈现较大规模净流出。跟踪期内, 公司经营活动现金流净流出规模大幅扩大。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	140.47	259.95	198.44	264.49
资产总额(亿元)	645.45	785.55	829.86	956.83
所有者权益(亿元)	290.87	430.61	488.89	492.32
短期债务(亿元)	130.70	130.75	113.29	197.81
长期债务(亿元)	150.58	151.46	159.38	185.73
全部债务(亿元)	281.29	282.21	272.68	383.54
营业收入(亿元)	156.57	197.83	304.49	81.41
利润总额(亿元)	29.33	26.78	24.14	4.81
EBITDA(亿元)	45.64	41.18	36.86	--
经营性净现金流(亿元)	2.32	-7.33	-55.34	-0.53
现金收入比(%)	105.50	107.44	98.40	135.93
营业利润率(%)	24.25	17.79	11.32	6.45
净资产收益率(%)	7.80	4.96	3.31	--
资产负债率(%)	54.94	45.18	41.09	48.55
全部债务资本化比率(%)	49.16	39.59	35.80	43.79
流动比率(%)	241.51	292.43	315.52	245.98
速动比率(%)	121.03	174.35	157.83	132.52
经营现金流动负债比(%)	1.17	-3.73	-31.34	--
现金短期债务比(倍)	1.07	1.99	1.75	1.34
全部债务/EBITDA(倍)	6.16	6.85	7.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.09	2.43	2.23	--
公司本部				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	296.07	416.47	481.07	551.68
所有者权益(亿元)	100.62	221.52	273.55	275.63
全部债务(亿元)	191.44	191.33	159.35	221.14
营业收入(亿元)	0.07	1.83	3.27	0.48
利润总额(亿元)	11.83	12.92	19.95	2.44
资产负债率(%)	66.01	46.81	43.14	50.04
全部债务资本化比率(%)	65.55	46.34	36.81	44.52
流动比率(%)	232.29	373.71	385.14	306.31
经营现金流动负债比(%)	2.30	-7.80	18.98	--

注: 1. 2020 年第一季度财务数据未经审计; 2. 短期债务包括其他流动负债中的超短期融资券, 长期债务包括长期应付款中资产支持证券和融资租赁款

评级历史:

债项名称	债项级别	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
16 珠海华发 MTN002 16 珠海华发 MTN001 15 珠海华发 MTN003	AAA	AAA	稳定	2019.07.24	赵传第、许狄龙	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
16 珠海华发 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2016.10.21	刘珺轩、刘博	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	阅读全文
16 珠海华发 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2016.07.19	刘珺轩、刘博	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	阅读全文
15 珠海华发 MTN003	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2015.09.08	刘珺轩、程晨	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015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

声 明

一、本报告引用的资料主要由珠海华发综合发展有限公司提供，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、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为珠海华发综合发展有限公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、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。

五、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。

六、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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

珠海华发综合发展有限公司2020年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于珠海华发综合发展有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围未发生变化。截至2020年3月底，公司注册资本12.03亿元，已全部实收到位，珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）和珠海铎创股权投资管理有限公司（以下简称“珠海铎创股权”）分别认缴7.00亿元和3.00亿元，珠海铎创股权为华发集团全资子公司，华发集团直接和间接持有公司合计83.10%股权；珠海农智股权投资基金（有限合伙）（以下简称“农智基金”）和珠海工智股权投资基金（有限合伙）（以下简称“工智基金”）分别持有公司8.45%股权；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”）系华发集团唯一股东，是公司的实际控制人。

截至2019年底，公司资产总额829.86亿元，所有者权益488.89亿元（其中少数股东权益48.44亿元）；2019年，公司实现营业收入304.49亿元，利润总额24.14亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额956.83亿元，所有者权益492.32亿元（其中少数股东权益48.72亿元）；2020年1-3月，公司实现营业收入81.41亿元，利润总额4.81亿元。

公司注册地址：珠海市拱北联安路15号丽景花园29栋1楼102室；法定代表人：许继莉。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“15珠海华发MTN003”“16珠海

华发MTN001”和“16珠海华发MTN002”，债券余额合计70.00亿元，均为可续期中期票据，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，详情见表1。跟踪期内，公司已按时足额支付上述债券的当期利息。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
15珠海华发MTN003	28.00	2015/12/14	5+N	4.89
16珠海华发MTN001	20.00	2016/09/28	5+N	3.95
16珠海华发MTN002	22.00	2016/12/05	5+N	4.90
合计	70.00	--	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

联合资信所评存续债券募集资金均用于偿还银行借款和支付项目回购款，截至本评级报告日，募集资金已按计划使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016 - 2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-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，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别

同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1-2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下

降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较上年底有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份

有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准

1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、

保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业与区域环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，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快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表3 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网络，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，珠海市经济水平和财政实力持续增强，土地市场整体呈平稳发展趋势，公司经营面临良好的外部环境。

(1) 区域经济及财政实力

根据《2019 年珠海市国民经济和社会发展统计公报》，2019 年珠海市全年实现地区生产总值（GDP）3435.89 亿元，同比增长 6.8%。分产业看，第一产业增加值 57.36 亿元，增长 1.9%，对 GDP 增长的贡献率为 0.48%；第二产业增加值 1528.73 亿元，增长 4.6%，对 GDP 增长的贡献率为 33.06%；第三产业增加值 1849.79 亿元，增长 9.2%，对 GDP 增长的贡献率为 66.46%。三次产业的比例 1.7: 44.5: 53.8。珠海市人均地区生产总值达 17.55 万元，按平均汇率折算为 2.54 万美元。

2019 年，珠海市固定资产投资 1971.88 亿元，比上年增长 6.1%。其中，房地产开发投资 893.36 亿元，增长 13.5%。分产业看，第二产业投资 290.84 亿元，增长 15.2%；第三产业投资 1679.54 亿元，增长 4.6%。工业投资 291.68 亿元，增长 15.5%，工业投资中的制造业投资 199.90 亿元，增长 9.0%。

财政收支方面，2019 年珠海市实现一般公共预算收入 344.49 亿元，同比增长 3.9%；其中税收收入 284 亿元（占比 82.44%），增长 9.1%。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 615.74 亿元，增长 7.5%；教育、科学技术、文化旅游体育和传媒、卫生健康、社会保障和就业、节能环保、城乡社区、农林水、住房保障等九项民生支出合共 436.1 亿元，同比增长 8.9%，占全市一般公共预算支出的 70.8%。珠海市财政自给率为 55.95%，自给率一般。

2020 年一季度，珠海市地区生产总值为 703.46 亿元，下降 9.2%，主要系新冠肺炎疫情影响。其中，第一产业增加值为 14.47 亿元，下降 6.9%；第二产业增加值为 253.39 亿元，下降 20.7%；第三产业增加值为 435.59 亿元，增长 0.7%。固定资产投资额 366.33 亿元，下降 8.9%；一般公共预算收入完成 99.3 亿元，增长 0.3%；一般公共预算支出累计完成 159.2 亿元。

(2) 土地市场

根据 Wind 资讯数据，2019 年，珠海市土地市场在 2018 年遇冷后有所回暖，全年土地成交 83 宗，同比增加 8 宗；成交面积 524.22 万平方米，同比增长 29.33%；土地出让金额 457.19 亿元，同比增长 98.72%；成交土地中住宅及商服类土地面积占比 52.26%，成交价占比 95.55%，占比均较上年大幅提升。

(3) 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。

六、基础素质分析

华发集团以城市运营、房产开发、金融服务和实业投资为核心业务，在经营规模、品牌影响力和多元化发展等方面具有显著优势；公司作为其重要子公司，承接其核心板块业务，在集团中地位显著。

华发集团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《珠海市市属国有企业功能界定与分类管理实施意见》，华发集团与控股子公司珠海金融投资控股集团有限公司（现更名为“珠海华发投资控股有限公司”，以下简称“华发投控”，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，华发集团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、金融产业和实业投资等核心业务板块居珠海市第一。

目前，华发集团已形成以城市运营、房产开发、金融产业、实业投资为四大核心主业，

以商贸服务、现代服务等为综合配套业务的“4+2”业务格局。其中，公司作为华发集团重要子公司，承担城市运营、商贸服务和现代服务三个重要板块，其中城市运营业务由子公司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，商贸服务业务由子公司珠海华发商贸控股有限公司（以下简称“华发商贸”）负责，现代服务业务由子公司珠海华发现代服务投资控股有限公司负责。

根据中国人民银行企业征信报告（统一社会信用代码：9144040005072957XX），截至 2020 年 4 月 30 日，公司无已结清及未结清不良信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制和管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是珠海市内大型的集城市运营、商贸物流和现代服务三大板块于一体的综合性公司。跟踪期内，受大宗商品贸易量规模扩大影响，公司营业收入规模增长较快，但盈利能力有所下降。

2019 年，公司实现营业收入 304.49 亿元，同比增长 53.91%。其中，城市运营板块实现收入 44.77 亿元，同比下降 10.65%，主要系土地出让面积下降所致；商贸物流板块实现收入 248.27 亿元，同比增长 89.33%，主要系有色金属贸易量大幅提升所致；现代服务和其他业务收入占比较小，对营业收入影响不大。

2019 年，公司综合毛利率为 11.60%，同比下降 5.46 个百分点。其中，城市运营板块毛利率 68.91%，同比提升 10.27 个百分点，系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同所致；商贸物流板块毛利率维持较低水平，为 0.50%。

2020年1-3月，公司实现营业收入81.41亿元，同比增长15.90%，主要系大宗商品贸易收入增长所致；综合毛利率为6.87%。

表4 公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
城市运营	50.10	25.78	58.64	44.77	14.70	68.91
商贸物流	131.14	67.49	0.80	248.27	81.54	0.50
现代服务	11.53	5.93	19.25	6.87	2.26	12.30
其他业务	1.54	0.80	32.76	4.58	1.50	52.04
合计	194.31	100.00	17.06	304.49	100.00	11.60

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2. 业务经营分析

（1）城市运营

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；公司储备用土地获取时间较早，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情况影响存在不确定性，资金回收周期较长。

公司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。

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。

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。针对上述项目，华发集团分别与珠海市财政局、珠海金湾区人民政府、珠海市保税区管委会、珠海（国家）高新技术产业开发区开发园区管理委员会、珠海市富山工业园管理委员会和珠海市斗门区人民政府等签订土地一级开发协议/合作开发协议，由华发城市运营负责上述7个珠海核心区域的土地一级开发、市政基础设施建设等任务，资金由华发城市运营负责筹集，上述政府机构对华发城市运营主要通过以下两种方式进行补偿：①将开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入（扣除相关税费后）等额资金按一定比例返还给华发城市运营；②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发城市运营所支付的土地一级开发成本后，华发城市运营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。

2019年，华发城市运营实现土地一级开发收入44.57亿元，同比下降8.55%，收入主要来自金湾航空新城及富山工业园等项目；同期，华发城市运营土地一级开发业务毛利率69.22%，同比提升10.04个百分点，主要系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同；2019年，华发城市运营土地一级开发业务获得回款11.40亿元，回款情况较差。

表 5 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		保税区二期		金湾航空新城		高新区北围	
	2018年	2019年	2018年	2019年	2018年	2019年	2018年	2019年
土地出让数量	5	0	2	7	2	1	1	3
出让建筑面积	34.96	0.00	26.81	87.10	23.87	3.08	3.60	14.00
分成收入	12.00	0.00	5.48	25.58	2.14	0.29	7.76	9.54
结转开发成本	2.00	0.00	1.62	2.94	0.96	0.22	3.94	2.03
开发收益	10.00	0.00	3.85	26.03	1.18	0.07	3.82	1.97
毛利率	83.12	0.00	70.36	89.85	55.20	25.34	49.23	49.23
项目	珠海北站 TOD		斗门一河两岸		富山工业园			
	2018年	2019年	2018年	2019年	2018年	2019年		
土地出让数量	8	4	1	0	5	1		
出让建筑面积	32.65	23.61	4.17	0.00	83.62	18.41		
分成收入	9.33	5.53	2.39	0.00	9.65	8.54		
结转开发成本	0.00	0.00	2.39	0.00	8.96	7.91		
开发收益	9.33	5.53	0.00	0.00	0.69	0.63		
毛利率	100.00	100.00	0.00	0.00	7.10	7.41		

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，华发城市运营主要在 年和 2022 年，公司土地一级开发业务预计分别建土地一级开发项目计划总投资 366.60 亿元， 投资 12.39 亿元、20.35 亿元和 20.73 亿元。已完成投资 182.96 亿元。2020 年 4—12 月、2021

表 6 截至 2020 年 3 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	土地开发面积	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
				2020年 4—12月	2021年	2022年
十字门中央商务区	5.77	81.60	65.03	3.06	3.50	4.50
金湾航空新城	3.80	35.00	32.47	0.72	0.85	0.96
保税区二期	2.30	20.00	12.60	0.32	3.00	3.20
高新区北围	8.60	140.00	28.76	0.59	2.00	2.50
富山产业新城	150.00	60.00	30.75	5.44	7.00	4.00
斗门一河两岸	10.00	20.00	8.24	1.44	2.00	3.50
珠海北站 TOD	1.46	10.00	5.11	0.82	2.00	2.07
合计	181.93	366.60	182.96	12.39	20.35	20.73

资料来源：公司提供

根据公司提供的预测，2020—2024 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。

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（二期）、富山智选小镇生活中心、高新北围智谷圆芯及富山科创中心等项目，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

2020年3月底，华发城市运营自营项目计划总投资154.58亿元，已完成投资49.40亿元，未

来仍需投入105.18亿元，投资规模较大。

表7 截至2020年3月底华发城市运营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		
				2020年 4-12月	2021年	2022年
会展商务组团（二期）	27.50	43.50	10.33	5.57	15.00	12.60
蓝湾智岛总部基地中心（二期）	7.80	7.48	4.15	0.47	2.83	0.00
高新北围智谷圆芯	21.53	21.20	5.20	2.16	8.84	5.00
圣博立科创园	10.52	8.80	1.07	1.64	3.49	0.00
富山智选小镇生活中心	46.17	28.40	6.64	2.06	10.24	9.46
富山科创中心	12.80	11.80	2.54	0.29	4.00	4.97
富山产业服务中心	8.40	6.70	3.50	2.00	1.20	0.00
华发四季峰景一期	6.86	14.00	11.82	0.53	1.65	0.00
华发四季峰景二期	6.20	12.70	4.15	0.53	5.00	3.02
合计	151.47	162.88				

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

土地储备

除一级土地开发外，截至2020年3月底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52宗、占地面积合计218.52万平方米、计容建筑面积538.88万平方米的土地使用权，账面价值168.35亿元，土地性质包括住宅、商业和公寓。

（2）商贸物流

公司商贸物流板块包括大宗商品批发业务和汽车销售业务。跟踪期内，公司大宗商品批发收入快速增长，业务毛利率维持在较低水平；贸易货种仍以有色金属为主，存在单一货种依赖风险；汽车销售收入占比较小，对营业收入影响不大。

大宗商品批发

跟踪期内，公司大宗商品批发业务贸易模式和上下游结算方式等均未发生变化。

2019年，公司持续扩大有色金属贸易规模，收入占大宗商品批发收入的比重超过90%，公司存在单一货种依赖风险；同期，公司实现大宗商品批发收入243.98亿元，业务毛利率维持在较低水平，为0.38%。

2019年，公司前五大供货商采购金额占比60.60%，集中度有所下降（2018年为69.70%）；同期，公司前五大销售商销售金额占比合计37.81%，集中度大幅下降（2018年为57.80%）。

汽车销售

公司汽车销售业务由华发商贸下属子公司珠海华发汽车销售有限公司（以下简称“华发汽车”）负责，跟踪期内华发汽车下辖门店数量和代理品牌均未发生变化。2019年，公司实现汽车销售收入4.29亿元，业务毛利率为7.32%。

（3）现代服务

公司现代服务板块涵盖物业服务、酒店管理以及会展服务等多项业务。跟踪期内，公司现代服务收入有所下降，但整体规模不大，对营业收入影响有限。

物业服务

珠海华发物业管理服务有限公司（以下简称“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2020年3月底，华发物业进行物业服务的项目逾150个，管理总面积超3000

万平方米。

2019年,公司实现物业管理收入2.80亿元,同比下降61.86%,主要系将华发物业股权转让,不再纳入合并范围所致。

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。2019年,公司实现会展酒店收入3.45亿元,同比下降10.18%。

3. 未来发展

根据华发集团总体战略目标,公司系华发集团三大产业集群中城市产业集群的重要载体与核心实施平台。公司全面参与珠海产业、交通、城市建设,提升珠海市城市功能和产业基础。围绕城市片区开发运营、产业园区开发及招商运营、公共服务设施建设运营、城市更新、城市配套设施建设运营等五大业务,实现存量业务挖潜增效、增量业务积极拓展,提升产业发展与资产运营两大核心能力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度合并财务报表,致同会计师事务所(特殊普通合伙)对该报表进行审计,并出具了标准无保留意见的审计结论;公司提供的2020年一季度财务报表未经审计。

截至2020年3月底,公司有合并范围内子公司6家;跟踪期内,公司合并范围未发生变化,财务数据可比性强。

截至2019年底,公司资产总额829.86亿元,所有者权益488.89亿元(其中少数股东权益48.44亿元);2019年,公司实现营业收入304.49亿元,利润总额24.14亿元。

截至2020年3月底,公司资产总额956.83亿元,所有者权益492.32亿元(其中少数股东权益48.72亿元);2020年1-3月,公司实现营业收入81.41亿元,利润总额4.81亿元。

2. 资产质量

跟踪期内,公司资产规模有所增长,账面资金充裕,但项目开发形成的存货较大且应收账款规模大幅提升,对资金产生较大规模的占用,资产流动性一般,整体资产质量较好。

2019年底,公司资产总额829.86亿元,较上年底增长5.64%,来自非流动资产的增加,资产结构仍以流动资产(占67.13%)为主。

表8 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	574.76	73.17	557.12	67.13	673.44	70.38
货币资金	258.66	32.93	188.79	22.75	249.75	26.10
应收账款	23.23	2.96	49.77	6.00	55.53	5.80
存货	232.09	29.54	278.43	33.55	310.63	32.46
其他流动资产	42.99	5.47	19.06	2.30	20.21	2.11
非流动资产	210.79	26.83	272.74	32.87	283.39	29.62
长期股权投资	97.80	12.45	154.33	18.60	156.54	16.36
投资性房地产	17.82	2.27	22.92	2.76	22.92	2.39
固定资产	72.68	9.25	69.57	8.38	69.12	7.22
资产总额	785.55	100.00	829.86	100.00	956.83	100.00

资料来源:联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2019 年底，公司流动资产 557.12 亿元，较上年底下降 3.07%。其中，货币资金 188.79 亿元，较上年底下降 27.01%，主要系项目建设支出较多以及增加对华发投控投资 52.40 亿元所致。应收账款 49.77 亿元，较上年底增长 114.31%，主要系珠海市金湾区财政局及珠海市富山工业园管理委员会欠款大幅增长所致；应收账款前五大欠款方合计金额占比为 92.39%，集中度高，欠款方主要为珠海市下属区财政局及园区管委会，回收风险不大，但对公司资金占用明显。存货 278.43 亿元，较上年底增长 19.97%，主要系十字门中央商务区持续投入所致；存货主要由开发成本（占 96.76%）构成，包括十字门中央商务区、横琴国际金融大厦和富山产业新城等项目。其他流动资产 19.06 亿元，较上年底下降 55.66%，主要系为华发集团等关联方提供的委托贷款减少所致。

2019 年底，公司非流动资产 272.74 亿元，较上年底增长 29.39%。其中，长期股权投资 154.33 亿元，较上年底增长 57.81%，主要系对华发投控增资 52.40 亿元；固定资产 69.57 亿元，较上年底下降 4.29%，主要由房屋及建筑物（占 98.73%）构成。

截至 2019 年底，公司受限资产 153.90 亿元，受限规模较大，受限比率为 18.55%。其中，受限存货 94.86 亿元，受限固定资产 46.21 亿元，受限货币资金 12.83 亿元。

2020 年 3 月底，公司资产总额 956.83 亿元，较上年底增长 15.30%，主要系融资规模扩大带动货币资金增长所致；资产构成仍以流动资产为主，较上年底变化不大。

3. 负债和所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，其中其他权益工具占比较高；公司债务规模大幅上升，短期债务占比较高，存在集中兑付压力。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 488.89 亿元，较上年底增长 13.53%。其中，实收资本 12.40

亿元，较上年底增加 0.37 亿元；其他权益工具 107.69 亿元，较上年底增长 22.81%，主要系通过权益性金融工具融资；资本公积 297.18 亿元，较上年底增长 12.65%，主要系收到股东投资款 24.63 亿元及华发城市运营引进少数股东导致资本公积增长 13.99 亿元所致；少数股东权益 48.44 亿元，较上年底增长 20.98%。

2020 年 3 月底，公司所有者权益 492.32 亿元，规模及结构均较上年底变化不大。

负债

2019 年底，公司负债总额 340.97 亿元，较上年底下降 3.94%，系流动负债下降导致；其中，流动负债占比 51.78%，非流动负债占比 48.22%。

2019 年底，公司流动负债 176.57 亿元，较上年底下降 10.16%。其中，短期借款 78.49 亿元，较上年底增长 30.07%；短期借款由抵押借款（占 38.20%）、保证借款（占 27.79%）和信用借款（占 34.02%）构成。其他应付款 43.74 亿元，较上年底增长 22.41%，主要系往来款增长所致。一年内到期的非流动负债 27.22 亿元，较上年底下降 42.43%，为一年内到期的长期借款（占 44.92%）和应付债券（占 55.08%）。

2019 年底，公司非流动负债 164.40 亿元，较上年底增长 3.79%。其中，长期借款 84.66 亿元，较上年底增长 26.88%，长期借款（包含一年内到期部分）主要由保证借款（占 55.50%）和抵押借款（占 33.10%）构成。应付债券 74.72 亿元，较上年底下降 11.77%，主要系一年内到期转入流动负债所致。

2019 年底，公司全部债务 272.68 亿元，较上年底下降 3.38%；其中，短期债务占 41.55%，长期债务占 58.45%，短期债务占比较高，债务结构有待调整。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 41.09%、35.80%和 24.59%，较上年底分别下降 4.09 个、3.79 个和 1.43 个百分点，公司债务负担较轻。

表9 公司债务情况(单位:亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年3月
短期债务	130.75	113.29	197.81
长期债务	151.46	159.38	185.73
全部债务	282.21	272.68	383.54
长期债务资本化比率	26.02	24.59	27.39
全部债务资本化比率	39.59	35.80	43.79
资产负债率	45.18	41.09	48.55

资料来源:联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2020年3月底,公司负债总额464.51亿元,较上年底增长36.23%,主要系银行借款规模大幅增长所致。公司流动负债占比上升较快。

2020年3月底,公司全部债务为383.54亿元,较上年底增长40.66%。其中,短期债务占51.58%,长期债务占48.42%,短期债务占比进一步提升。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48.55%、43.79%和27.39%,较上年底分别提升7.46个、7.99个和2.80个百分点。

债务期限方面,公司债务1年内到期的为197.81亿元、1至2年到期的为29.39亿元、2至3年到期的为97.86亿元、3至4年到期的为31.90亿元,4年及以上到期的为26.59亿元,公司债务在未来1年及2至3年到期规模较大,存在一定集中兑付压力。

如将永续债调入长期债务,2020年3月底公司全部债务(调整后)增至491.23亿元,公司资产负债率(调整后)、全部债务资本化比率(调整后)和长期债务资本化比率(调整后)分别为59.80%、56.09%和43.27%,较调整前分别提升11.25个、12.30个和15.88个百分点,公司债务负担明显加重。

4. 盈利能力

跟踪期内,公司营业收入增速较快,但营业利润率有所下滑;此外,公司参股企业经营较好,投资收益对利润形成良好补充。

2019年,公司实现营业收入304.49亿元,同比增长53.91%,主要系大宗商品贸易收入大

幅增长所致;营业成本同比增长66.50%,增幅明显高于营业收入。2019年,公司营业利润率为11.32%,同比下降6.47个百分点。

2019年,公司期间费用14.51亿元,同比下降2.58%;构成以管理费用和财务费用为主,分别占比44.13%和48.96%。同期,公司期间费用率为4.77%,较上年下降2.76个百分点。

2019年,公司实现投资收益4.64亿元,同比下降29.86%,本期投资收益系权益法下持有的华发投控、珠海华发集团财务有限公司、珠海十字门城建有限公司(以下简称“十字门城建”)以及珠海市海川地产有限公司的股权分别确认投资收益2.22亿元、1.69亿元、1.04亿元和-0.68亿元,收到十字门城建分红0.32亿元。同期,公司实现利润总额24.14亿元。

2019年,公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.39%和3.31%,同比分别下降1.56个和2.40个百分点。

表10 公司盈利能力情况(单位:亿元、%)

项目	2018年	2019年
营业收入	197.83	304.49
期间费用	14.90	14.51
投资收益	6.61	4.64
利润总额	26.78	24.14
营业利润率	17.79	11.32
总资本收益率	4.56	3.39
净资产收益率	4.96	3.31

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

2020年1-3月,公司实现营业收入81.41亿元,同比增长15.90%,主要系大宗商品贸易收入增长所致;营业利润率为6.45%,利润总额4.81亿元。

5. 现金流

跟踪期内,公司经营活动现金净流出规模大幅扩大,投资活动现金流由正转负;目前,公司建设项目资金需求较大,资金来源依赖对外融资。

从经营活动来看,2019年公司经营活动现

金流入 311.62 亿元，同比增长 33.01%，主要系收入上升带动回款增长所致；经营活动现金流出 366.96 亿元，同比增长 51.87%，主要系贸易业务采购商品以及土地业务投入增长所致。公司经营活动现金流仍为净流出且净流出规模同比大幅扩大 654.50%。2019 年，公司现金收入比为 98.40%，同比下降 9.04 个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2019 年公司投资活动现金流入 39.28 亿元，同比下降 47.88%，主要系委托贷款规模缩小导致收回的委托贷款现金减少；投资活动现金流出 69.13 亿元，同比变化不大。2019 年，公司投资活动现金流由上年的净流入转为净流出，且净流出规模较大。

从筹资活动来看，2019 年公司筹资活动现金流入 284.77 亿元，同比下降 39.09%，主要系上期公司及子公司收到少数股东注资款较多所致；筹资活动现金流出 278.17 亿元，同比下降 18.05%，主要系本期债务偿还较少所致。2019 年，公司筹资活动现金净流入 6.60 亿元，同比下降 94.85%。

表 11 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	234.29	311.62
经营活动现金流出量	241.52	366.96
经营活动现金净流量	-7.33	-55.34
投资活动现金净流量	4.18	-29.84
筹资活动现金净流量	128.10	6.60
现金收入比	107.44	98.40

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金净流量-0.53 亿元，投资活动现金净流量-28.14 亿元，筹资活动现金净流量 66.10 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标和长期偿债能力指标均较强，考虑到公司作为珠海市核心的城市综合服务主体，在珠海市具有一定的区域竞争优势，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 315.52% 和 157.83%，较上年底分别变化 23.09% 和 -16.52%；2020 年 3 月底，上述指标分别为 245.98% 和 132.52%，较上年底分别下降 69.54 个和 25.31 个百分点。2019 年，公司经营活动现金净流量为负，对流动负债无保障能力。2020 年 3 月底，公司现金短期债务比为 1.34 倍，短期偿债能力指标较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年公司 EBITDA 为 36.86 亿元，同比下降 10.49%；全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 7.40 倍和 2.23 倍，长期债务偿债能力指标较强。

截至 2020 年 3 月底，公司获得金融机构授信额度合计 557.46 亿元，剩余授信额度为 256.13 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 47.10 亿元，担保比率为 9.57%，主要系子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司为华发集团和珠海铎创投资管理有限公司提供的担保，被担保方经营状况良好，公司或有负债风险可控。

7. 母公司财务分析

公司收入主要来源于子公司，母公司对子公司管控力度较强。母公司收入规模较小，利润主要依靠投资收益。母公司债务负担较重。

公司主营业务主要由各子公司具体运营，母公司对子公司管控力度较强。

2019 年底，母公司资产总额 481.07 亿元，较上年底增长 15.51%，主要系公司对华发投控的股权投资增长所致。母公司资产中流动资产占比为 74.22%，非流动资产占比为 25.78%，以流动资产为主。截至 2019 年底，母公司货币资金为 52.91 亿元。

2019 年底，母公司负债总额 207.51 亿元，较上年底增长 6.44%。其中，流动负债占比为 44.67%，非流动负债占比为 55.33%。母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为

43.14%和 36.81%，较上年底减少 3.67 个百分点和 9.53 个百分点。

2019 年底，母公司所有者权益为 273.55 亿元，较上年底增长 23.49%，主要系母公司发行较多永续权益工具及股东注资所致，其中，实收资本占 4.53%、资本公积占 54.44%、其他权益工具占 39.37%，所有者权益稳定性一般。

2019 年，母公司营业收入 3.27 亿元，投资收益 16.52 亿元，利润总额 19.95 亿元。

2020 年 3 月底，母公司资产总额 551.68 亿元，所有者权益 275.63 亿元；2020 年 1—3 月，母公司营业收入 0.48 亿元，利润总额 2.44 亿元。

十、存续期债券偿还能力分析

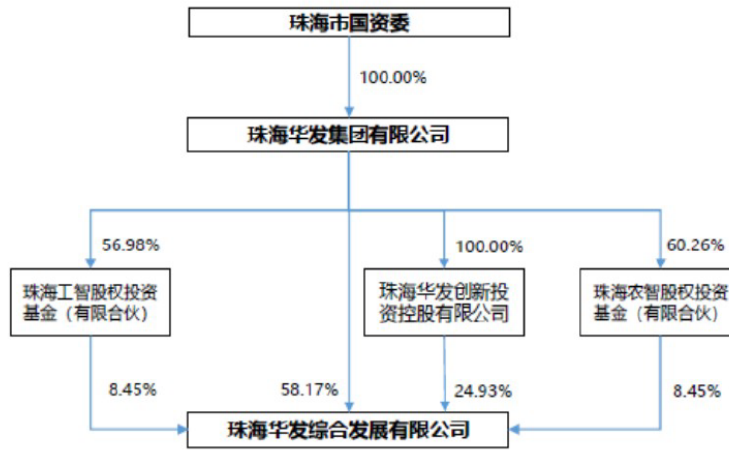
截至本报告出具日，公司由联合资信所评债券“15 珠海华发 MTN003”“16 珠海华发 MTN001”和“16 珠海华发 MTN002”为可续期中期票据，债券余额分别为 28.00 亿元、20.00 亿元和 22.00 亿元，公司有权分别于 2020 年 12 月、2021 年 9 月和 2021 年 12 月赎回，从存续债券的到期日或赎回日来看，未来 3 年内公司的单年最高偿债金额为 42.00 亿元。

2019 年，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 分别为单年最高偿债金额的 7.42 倍和 0.48 倍，经营活动现金流入量对上述存续债券未来单年最高偿债金额的保障能力很强。

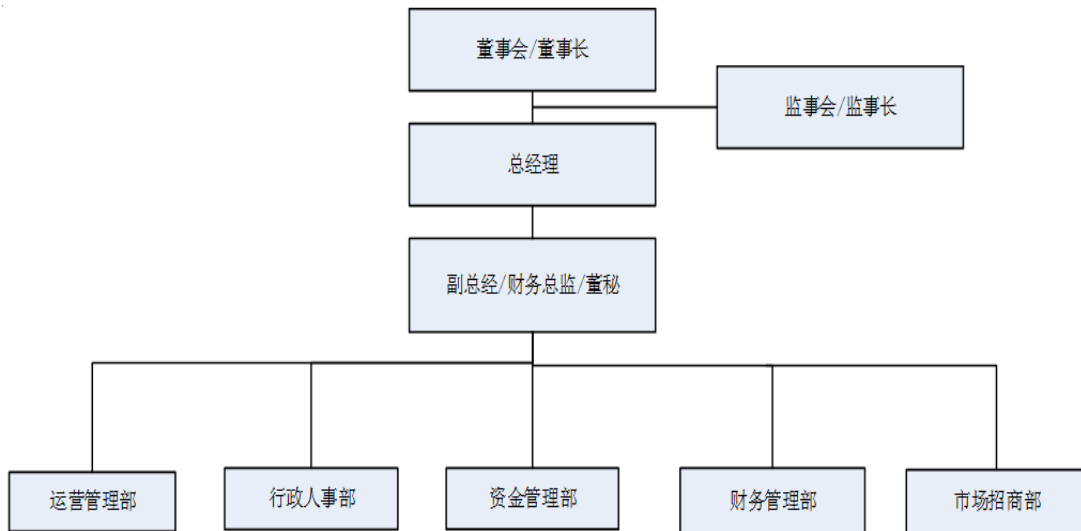
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“15 珠海华发 MTN003”“16 珠海华发 MTN001”和“16 珠海华发 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

子公司名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	业务性质
珠海华发商贸控股有限公司	80.00	10000.00	商品销售
珠海华发现代服务投资控股有限公司	100.00	10000.00	服务业
珠海华发城市运营投资控股有限公司	96.50	51811.59	项目投资
珠海富山工业园投资开发有限公司	100.00	1000.00	项目建设
珠海华熠开发建设有限公司	100.00	10000.00	项目运营
珠海市华平建设管理有限公司	90.00	5000.00	项目建设

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	140.47	259.95	198.44	264.49
资产总额（亿元）	645.45	785.55	829.86	956.83
所有者权益（亿元）	290.87	430.61	488.89	492.32
短期债务（亿元）	130.70	130.75	113.29	197.81
长期债务（亿元）	150.58	151.46	159.38	185.73
全部债务（亿元）	281.29	282.21	272.68	383.54
营业收入（亿元）	156.57	197.83	304.49	81.41
利润总额（亿元）	29.33	26.78	24.14	4.81
EBITDA（亿元）	45.64	41.18	36.86	--
经营性净现金流（亿元）	2.32	-7.33	-55.34	-0.53
财务指标				
销售债权周转次数（次）	14.66	10.03	7.25	--
存货周转次数（次）	0.49	0.69	1.05	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.28	0.38	--
现金收入比(%)	105.50	107.44	98.40	135.93
营业利润率(%)	24.25	17.79	11.32	6.45
总资本收益率(%)	6.24	4.56	3.39	--
净资产收益率(%)	7.80	4.96	3.31	--
长期债务资本化比率(%)	34.11	26.02	24.59	27.39
全部债务资本化比率(%)	49.16	39.59	35.80	43.79
资产负债率(%)	54.94	45.18	41.09	48.55
流动比率(%)	241.51	292.43	315.52	245.98
速动比率(%)	121.03	174.35	157.83	132.52
经营现金流动负债比(%)	1.17	-3.73	-31.34	--
现金短期债务比（倍）	1.07	1.99	1.75	1.34
全部债务/EBITDA（倍）	6.16	6.85	7.40	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.09	2.43	2.23	--

注：1. 2020 年第一季度财务数据未经审计；2. 超短期融资券已调整至短期债务核算，资产支持证券和融资租赁款已调整至长期债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	37.50	128.98	52.91	106.12
资产总额（亿元）	296.07	416.47	481.07	551.68
所有者权益（亿元）	100.62	221.52	273.55	275.63
短期债务（亿元）	96.90	90.44	44.54	84.38
长期债务（亿元）	94.54	100.89	114.81	136.76
全部债务（亿元）	191.44	191.33	159.35	221.14
营业收入（亿元）	0.07	1.83	3.27	0.48
利润总额（亿元）	11.83	12.92	19.95	2.44
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	2.32	-7.33	17.60	0.73
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.66	133.68	816.70	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	246590.86	11616.37	106.23	104.26
营业利润率(%)	-136.91	89.14	94.66	90.09
总资本收益率(%)	4.05	3.13	4.61	--
净资产收益率(%)	11.76	5.83	7.29	--
长期债务资本化比率(%)	48.44	31.29	29.56	33.16
全部债务资本化比率(%)	65.55	46.34	36.81	44.52
资产负债率(%)	66.01	46.81	43.14	50.04
流动比率(%)	232.29	373.71	385.14	306.31
速动比率(%)	232.29	373.71	385.14	306.31
经营现金流动负债比(%)	2.30	-7.80	18.98	--
现金短期债务比（倍）	0.39	1.43	1.19	1.26
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1. 2020 年第一季度财务数据未经审计；2. 起短期融资券已调整至短期债务核算；3. 标示*号的数据因分母为零，数据无意义；4. 因为未获取相关信息，EBITDA 及相关指标无法计算

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	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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-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+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

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

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