

联合资信评估有限公司

承诺书

联合资信评估有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《深圳前海联捷商业保理有限公司 2019 年度第一期华发大湾区资产支持票据 2020 年跟踪评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起机构保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十七日



信用等级公告

联合〔2020〕2707号

联合资信评估有限公司通过对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2019 年度第一期华发大湾区资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“深圳前海联捷商业保理有限公司 2019 年度第一期华发大湾区资产支持票据”项下“19 华发大湾 ABN001 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告



深圳前海联捷商业保理有限公司

2019 年度第一期华发大湾区资产支持票据

2020 年跟踪评级报告

评级结果：

票据简称	存续规模（亿元）		占比（%）		信用等级	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次
19 华发大湾 ABN001 优先	5.77	5.77	95.26	95.26	AAA _{sf}	AAA _{sf}
19 华发大湾 ABN001 次	0.01	0.01	0.17	0.17	NR	NR
票据合计	5.78	5.78	95.43	95.43	—	—
超额抵押	0.28	0.28	4.57	4.57	—	—
资产池合计	6.06	6.06	100.00	100.00	—	—

注：1. NR 表示未予评级，下同；

2. 金额或占比加总不等于合计数为四舍五入所致，下同

跟踪评级基准日：

信托设立日：2019 年 12 月 9 日
票据预计到期日：2020 年 12 月 8 日
本次跟踪期间：2019 年 12 月 9 日—2020 年 5 月 31 日
跟踪基准日：2020 年 5 月 31 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
单一债务人应收账款（供应链）证券化评级方法	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

珠海华发集团有限公司主体评级结果

公司名称	信用级别	评级展望	评级时间	评级报告
珠海华发集团有限公司	AAA	稳定	2020/06/08	阅读全文

跟踪评级报告日：

2020 年 7 月 27 日

分析师

王笛 高维蔚 杨润泽

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 9 层（100022）

网址：http://www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2019 年度第一期华发大湾区资产支持票据”交易项下基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构履职情况等进行了持续的跟踪和监测。

本次跟踪期内，本次交易入池资产池包含 178 笔应收账款债权，就每一笔基础资产而言，珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”，主体信用等级为 AAA，展望为稳定）通过债务加入的方式成为各笔入池应收账款债权的共同债务人，承诺对应收账款的到期兑付承担差额补足付款义务。因此，华发集团的主体信用水平仍是“19 华发大湾 ABN001 优先”的主要信用支撑。

经过跟踪评级测算和分析，联合资信认为截至本次跟踪基准日，“深圳前海联捷商业保理有限公司 2019 年度第一期华发大湾区资产支持票据”的基础资产信用状况良好，主要参与机构履职能力稳定，确定维持“19 华发大湾 ABN001 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

1. **基础资产入池标准较严格。**本交易制定了较为严格的基础资产入池标准，所有入池资产所涉应收账款均需取得债务人和共同债务人对其到期应付义务的书面确认，且债务人不享有任何抗辩的权利（抗辩的权利包括但不限于商业纠纷、债务人因原始债权人¹提供的产品或服务不符合约定的

¹ 原始债权人：系指为接受保理商提供的保理服务，与发起机构签订《应收账款转让合同》并将其在基础合同项下的对债务人享有的应收账款债权转让予保理商的中国境内法人或其他机构。

产品或服务质量要求而对应付款主张扣减、减免或抵销的权利)。如债务人未能在该等应收账款到期日²前足额清偿该笔应收账款债权,则共同债务人须将相应应付款项付至信托账户,以履行到期清付该笔应收账款债权的义务。

2. **共同债务人信用水平极高。**本交易合格标准约定,债务人、共同债务人通过《买方确认函》、《付款确认书》确认其对基础交易合同项下的应付款负有到期支付义务,并且不享有商业纠纷抗辩权。联合资信评定共同债务人华发集团的主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,本交易面临的违约风险极低。

关注及风险缓释

1. **现金流回款时间极为集中,债务人集中度高。**本交易入池资产初始为各供应商享有的对华发股份及其下属公司、其他华发集团下属公司的应收账款债权及其附属担保权益,深圳前海联捷商业保理有限公司(以下简称“联捷保理”)通过与各供应商签署应收账款转让协议获得了对应应收账款债权及其附属担保权益。同时,各笔应收账款债权到期日均重新约定为同一到期日,导致本交易现金流回款时间极为集中,19 华发大湾 ABN001 优先的本息到期兑付的压力很大。另外,本交易入池资产相关债务人均为华发股份及其下属公司、其他华发集团下属公司,债务人集中度高,存在集中违约风险。

风险缓释:华发集团经营情况良好,财务状况稳健,其作为共同债务人,还款能力极强,将为 19 华发大湾 ABN001 优先本息的兑付提供强有力的信用支持。同时,联合资信将对相关债务人的还款表现以及华发集团的主体信用等级变动保持持续关

注。

2. **存在一定的行业风险。**本交易基础资产债务人和共同债务人均均为房地产企业,我国房地产行业目前属于宏观调控行业,受国家政策影响较大,未来发展面临一定的不确定性。

风险缓释:共同债务人华发集团作为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会直属的以城市运营、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,并拥有极高的主体长期信用等级,违约风险极低。此外,联合资信将对房地产行业政策以及行业发展情况保持持续关注。

² 应收账款到期日:系指根据保理合同、买方确认函及付款确认书的约定,债务人和共同债务人应履行应收账款债权项下还款义务的最晚日期,以《买方确认函》载明的日期为准,即预期到期日前的第 5 个工作日。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构深圳前海联捷商业保理有限公司和受托人华能贵诚信托有限公司提供，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与深圳前海联捷商业保理有限公司/华能贵诚信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与深圳前海联捷商业保理有限公司/华能贵诚信托有限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，未因深圳前海联捷商业保理有限公司/华能贵诚信托有限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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至“深圳前海联捷商业保理有限公司2019年度第一期华发大湾区资产支持票据”项下优先级资产支持票据到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

一、交易概要及票据兑付

本票据尚未开始兑付。截至本次跟踪基准日，资产池尚未开始回款，资产池未发生变化。

本交易的委托人/发起机构深圳前海联捷商业保理有限公司（以下简称“联捷保理”）将其合法所有的应收账款债权及其附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的载体机制，将基础资产委托给华能贵诚信托有限公司（以下简称“华能信托”）并设立“深圳前海联捷商业保理有限公司2019年度第一期华发大湾区资产支持票据信托”，华能信托以受托的基础资产所产生的现金流为支持在全国银行间债券市场发行资产支持票据（包括19华发大湾ABN001

优先和19华发大湾ABN001次），投资者通过购买并持有该资产支持票据取得财产信托项下相应的信托受益权。

本交易共设置两档资产支持票据，19华发大湾ABN001优先和19华发大湾ABN001次（以下简称“票据”），19华发大湾ABN001优先采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定，实际发行利率为4.40%，预计存续期限为365天，还本付息方式为到期一次性还本付息；19华发大湾ABN001次不设票面利率，到期一次还本，并且获得最终的剩余信托财产（如有）。

截至本次跟踪基准日，本票据尚未开始兑付。

截至本次跟踪基准日，资产池尚未开始回款，资产池未发生变化。

表 1 资产支持票据概况

（单位：亿元、%）

资产支持票据	存续规模		占比		发行利率	预期到期日	兑付情况
	本次	首评	本次	首评			
19 华发大湾 ABN001 优先	5.77	5.77	95.26	95.26	4.40	2020/12/8	正常
19 华发大湾 ABN001 次	0.01	0.01	0.17	0.17	—	2020/12/8	正常
票据合计	5.78	5.78	95.43	95.43	—	—	—
超额抵押	0.28	0.28	4.57	4.57	—	—	—
资产池合计	6.06	6.06	100.00	100.00	—	—	—

二、服务机构履职能力分析

1. 资产服务机构

联捷保理成立时间较短，业务规模尚小，但有较为完善的风险管理制度，应能履行作为本交易资产服务机构的职责。联合资信对其作为资产服务机构的履约能力将保持关注。

本交易的资产服务机构为联捷保理。联捷保理成立于 2016 年 11 月，由深圳前海环融联易商业保理有限公司全资设立，注册资本 5.50 亿元人民币。其中，深圳前海环融联易商业保理有限公司是深圳前海环融金融服务有限公司（以下简称“联易融”）的全资子公司。截至 2019 年底，联易融持有联捷保理 100% 股权，联捷保理为其全资子公司。

截至 2019 年底，联捷保理资产总额为 48.11 亿元，所有者权益总额为 5.56 亿元。2019 年，联捷保理实现营业收入为 5.72 亿元，净利润-0.23 亿元。2019 年，联捷保理经营活动产生的现金流净额为-20.49 亿元，主要为 ABS、再保理业务及票据贴现、质押业务产生的现金流入及流出。

截至 2020 年 3 月底，联捷保理资产总额为 32.99 亿元，所有者权益总额为 6.04 亿元。2020 年 1—3 月，联捷保理实现营业收入 2.47 亿元，净利润 0.48 亿元。2020 年 1—3 月，联捷保理经营活动产生的现金流净额为 3.87 亿元。

风控方面，由于联捷保理的主营业务是

基于核心企业信用的供应链上游应收账款融资业务，其主要风险体现在核心企业的信用风险以及业务本身的操作风险。信用风险方面，联捷保理主要通过规范企业准入筛选标准、进行合规检查及实地调查、建立项目审批制度和审查委员会、贷后管理来防范。应对操作风险方面，联捷保理将操作风险进行分类和分等级，对应不同类别、等级的风险来指定操作细则，规范操作流程。

2. 资金保管机构

兴业银行作为全国性股份制商业银行之一，公司治理完善、内控严密、风险管理能力强。兴业银行作为本交易的保管银行，尽职能力很强，能为本交易提供良好的服务。

本交易的资金保管机构是兴业银行股份有限公司（以下简称“兴业银行”）。兴业银行成立于1988年8月，是经国务院和中国人民银行批准组建的股份制商业银行。2007年，兴业银行在上海证券交易所成功上市。截至2019年末，兴业银行股本总额为207.74亿元，其中福建省财政厅持股达18.78%，为兴业银行第一大股东。

截至2019年末，兴业银行（合并口径）资产总额71456.81亿元，股东权益5496.52亿元；不良贷款率1.54%，拨备覆盖率199.13%，资本充足率13.36%，一级资本充足率10.56%，核心一级资本充足率为9.47%；2019年实现营业收入1813.08亿元，净利润667.02亿元。截至2019年末，资产托管业务规模123840.40亿元。

截至2020年3月末，兴业银行（合并口径）资产总额74121.17亿元，股东权益5715.99亿元；不良贷款率1.52%，拨备覆盖率198.96%，资本充足率12.98%，一级资本充足率10.24%，核心一级资本充足率9.15%。2020年一季度，兴业银行实现营业收入502.58亿元，净利润211.51亿元。

近年来，兴业银行持续加强治理制度建

设，明晰董事会、监事会建设的目标和方向，确立可持续发展的治理理念，形成股东大会、董事会、监事会和管理层各司其职、有效运作的现代公司治理运行机制。

风险管理方面，兴业银行制订了业务运营与风险管理并重的发展战略，建立了以风险资产管理为核心的风险控制系统，健全了各项业务的风险管理制度和操作规程，完善了风险责任追究与处罚机制，将各类业务、各种客户承担的信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险及其他风险纳入全面风险管理范畴，形成了明确、清晰、有效的全面风险管理体系。在日常风险管理工作中，建立了由业务部门、风险管理职能部门和内部审计部门组成的风险管理“三道防线”，致力于风险管理目标的实现。

3. 受托人

华能信托拥有较为丰富的信托业务经验、稳健的财务实力以及比较健全的风险内控制度。本交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

本交易的受托人是华能信托。华能信托是中国华能集团公司旗下唯一专业从事金融信托业务的非银行金融机构，于2008年由华能集团公司全资子公司——华能资本服务有限公司在原贵州省黔隆国际信托投资有限公司基础上增资扩股重组而成。2009年1月正式更名为华能贵诚信托有限公司。截至2019年底，公司注册资本金为人民币61.95亿元，其中华能资本服务有限公司持股67.92%，贵州产业投资（集团）有限责任公司持股31.48%，人保投资控股有限公司持股0.16%。

截至2019年底，华能信托资产总额244.60亿元，所有者权益204.68亿元，信托资产规模为7250.47亿元。2019年全年实现营业收入50.69亿元，利润总额42.10亿元，净利润31.75亿元。

作为专业化的资产管理机构，公司建立了由董事会负最终责任、管理层直接领导、以风险管理部门为中心、其他部门密切配合的四级嵌入式风险管理组织架构，在业务层面、风险管理层面、内部审计层面构筑了三道风险管理防线：由各业务部门作为风险管理的第一道防线，承担所负责业务风险的责任者，

对业务风险实施一线管理；在经营层面设立业务审查决策委员会，对风险业务进行集体审查决策，设立合规与风险管理部，全面组织开展公司日常风险管理工作，对公司业务风险进行全过程监控；审计稽核部对公司风险管理的有效性实施独立监督和评价。

三、重要主体信用分析

1. 共同债务人——华发股份

华发股份作为珠海市国资委旗下的上市房企，在珠海区域房地产市场处于龙头地位，具有较高的品牌知名度，项目开发经验较为丰富，融资渠道畅通，华发股份作为本交易的差额支付承诺人/资产服务机构，跟踪期内尽职履责。

华发股份作为本交易的委托人/增信主体/差额支付承诺人/保证人/资产服务机构，其前身系珠海华发集团有限公司的全资子公司珠海经济特区华发房地产公司。1992年4月，经珠海市经济体制改革委员会珠体改委〔1992〕50号文批准，在珠海经济特区华发房地产公司的基础上改组设立为珠海经济特区华发房地产股份有限公司。1992年10月，经珠海市经济体制改革委员会珠体改委〔1992〕93号文批准更名为现名。经中国证券监督管理委员会证监发行〔2004〕7号文批准，2004年2月，华发股份在上海证券交易所上市（股票简称：“华发股份”，证券代码：600325.SH）。

华发股份经过历年派送红股、配售新股、转增股本、增发新股、非公开发行股票等，截至2019年末，华发股份注册资本为21.18亿元，控股股东华发集团直接持有华发股份24.20%的股权，并通过下属子公司珠海华发综合发展有限公司持有华发股份4.29%的股权，华发股份实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会。

截至2019年末，华发股份内设董事局秘书处、品牌管理部、财务管理中心、人力资源管

理中心、投资拓展中心、资金管理中心等多个职能部门。截至2019年末，华发股份纳入合并财务报表范围的子公司以及本部共计407户，华发股份在职员工合计7566人。

截至2019年末，华发股份合并资产总额2341.11亿元，较2018年同比增长28.48%；所有者权益合计432.95亿元（含少数股东权益235.38亿元），较2018年同比增长34.52%；2019年，华发股份实现营业收入331.49亿元，较2018年同比增长39.88%；利润总额43.96亿元，较2018年同比增长42.50%。

截至2020年3月底，华发股份资产总额2600.89亿元，所有者权益469.70亿元（含少数股东权益259.27亿元）；2020年1—3月，华发股份实现营业收入90.34亿元，利润总额12.38亿元。

(a)经营分析

跟踪期内，受房地产业务结转收入影响，华发股份营业收入规模持续增长；华发股份房地产业务毛利率持续增长，整体处于尚可水平。

华发股份主营业务为房地产开发与经营，拥有房地产一级开发资质。2019年，华发股份实现营业总收入331.49亿元，较2018年同比增长39.88%；实现利润总额33.16亿元，较2018年同比增长42.50%。

从收入构成看，房地产开发与销售收入占华发股份营业收入的比例为95.73%，主营业务突出；其他业务收入主要是与房产开发相关的装饰、代理、设计、广告、工程管理、物业相

关服务、房屋租赁收入以及体育健身等收入，其他业务收入占营业收入的比例在5%左右，对华发股份整体经营影响不大。2019年，华发股份实现房地产开发与销售收入317.35亿元，较2018年同比增长40.04%；实现其他业务收入14.14亿元，占营业收入的4.27%。

2019年，受房地产市场波动和结转项目结构变化影响，华发股份房地产开发与销售业务毛利率较2018年增长，达到30.31%，总体毛利率水平尚可；华发股份其他业务收入占比较小，对华发股份综合毛利率影响不大。

表 2 2018—2019 年华发股份营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发与销售	226.61	95.62	27.95	317.35	95.73	30.31
其他业务	10.38	4.38	12.52	14.14	4.27	14.08
合计	236.99	100.00	27.28	331.49	100.00	29.62

资料来源：华发股份提供

土地储备

跟踪期内，华发股份在深耕珠海的基础上积极向华东、华中和华南等珠海以外地区扩张；目前华发股份土地储备充足，并表项目土地储备主要分布于二三线城市，其中华中地区项目体量大，面临一定的去化风险。

华发股份房地产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。华发股份通过公开竞购、合作开发等方式增加土地储备。跟踪期内，华发股份在深耕珠海的基础上，积极向外扩张，以上海、广州、武汉等核心城市为依托，对周边卫星城市进行渗透。华发股份投资布局聚焦于粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区，其中珠海为华发股份战略大本营，北京、上海、广州、武汉、苏州、南京、大连等一线城市及重点二线城市为华发股份战略发展方向。

2019 年，华发股份新获取土地建筑面积 348.62 万平方米，较 2018 年同比下降 29.07%，土地出让金总额为 246.57 亿元，较 2018 年同比下降 8.38%。

截至 2019 年末，华发股份合并范围内共拥有 33 个项目的土地储备，并表项目建筑面积合计 697.48 万平方米，主要分布于武汉、珠海、大连等二线和鄂州、湛江、中山等三线城市，其中华南地区（不含珠海）建筑面积占比

24.65%，华中地区建筑面积占比约 40.80%，珠海区域建筑面积占比为 9.28%。总体看，相对于华发股份的销售规模，华发股份的土地储备充足；但华发股份在华中地区土地储备占比较高，需关注区域市场需求情况及项目去化速度。

项目建设开发情况

跟踪期内，华发股份项目开发规模逐年加大，其在建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。

从项目开发来看，2019 年，华发股份新开工面积 650.61 万平方米，较 2018 年同比增长 26.67%。2019 年，华发股份竣工面积为 279.97 万平方米，较 2018 年同比增长 56.78%。2019 年，华发股份期末在建面积为 1367.02 万平方米，较 2018 年同比增长 36.13%。截至 2019 年末，华发股份期末在建、拟建项目数量合计为 106 个，合并口径总建筑面积合计 2064.51 万平方米，主要分布于珠海、武汉、上海、沈阳、威海、大连、中山等地，计划总投资 2809.21 亿元，已投资 645.99 亿元，尚需投资 2163.22 亿元；华发股份在建、拟建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。

房产销售情况

跟踪期内，得益于华发股份全国化布局战

略的加快实施，华发股份合同销售金额快速增长；华发股份剩余可售项目主要集中在珠海和武汉等二三线城市，可售项目剩余可售面积规模一般，去化压力尚可。

从销售情况看，2019年，得益于华发股份全国化布局战略的加快实施，华发股份合同销售面积为395.91万平方米，销售面积增长迅速，较2018年同比增长103.17%；销售价格方面，受益于几大核心城市布局，2019年华发股份合同销售均价维持较高水平；受上述因素影响，2019年华发股份合同销售金额为922.73亿元。

从合同销售的区域分布看，2019年，华发股份珠海区域全年完成销售256.21亿元，销售占比27.76%；华东区域全年完成销售375.21亿元，销售占比40.66%；华南区域全年完成销售103.06亿元，销售占比11.17%；华中区域全年完成销售80.89亿元，销售占比8.77%；北方区域全年完成销售54.37亿元，销售占比5.89%；山东区域全年完成销售32.81亿元，销售占比3.56%；北京公司全年完成销售20.18亿元，销售占比2.19%，整体区域分布较为均衡。

从华发股份可售项目情况看，截至2019年末，华发股份在售项目91个，可供出售面积合计423.30万平方米，其中，已售面积297.14万平方米，剩余可售面积126.16万平方米；从华发股份2019年销售速度来看，可售项目剩余可售面积规模一般，去化压力尚可。

(b) 财务分析

财务概况

华发股份提供的2019年财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。华发股份经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）进行确认和计量，在此基础上，结合中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则

第15号—财务报告的一般规定》（2014年修订）的规定编制。合并范围变动方面，截至2019年末华发股份纳入合并财务报表范围的子公司以及本部共计407户，增加136户。华发股份合并范围有一定变动，但主营业务连续，财务可比性仍较强。

截至2019年末，华发股份合并资产总额2341.11亿元，较2018年同比增长28.48%；所有者权益合计432.95亿元（含少数股东权益235.38亿元），较2018年同比增长34.52%；2019年，华发股份实现营业收入331.49亿元，较2018年同比增长39.88%；利润总额43.96亿元，较2018年同比增长42.50%。

截至2020年3月底，华发股份资产总额2600.89亿元，所有者权益469.70亿元（含少数股东权益259.27亿元）；2020年1—3月，华发股份实现营业收入90.34亿元，利润总额12.38亿元。

资产质量

跟踪期内，华发股份资产规模稳步增长，以流动资产为主；华发股份存货集中在二三线城市，货币资金较为充裕，资产受限比例一般，整体资产质量较好。

截至2019年末，华发股份合并资产总额2341.11亿元，较年初增长28.48%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占92.24%，非流动资产占7.76%。华发股份资产以流动资产为主。

截至2019年末，华发股份流动资产2159.33亿元，较年初增长27.39%。华发股份流动资产主要由货币资金（占12.08%）、存货（占73.66%）和其他流动资产（占9.79%）构成。

截至2019年末，华发股份货币资金260.80亿元，较年初增长36.27%，主要由银行存款构成。其中受限货币资金2.97亿元，主要为各类保证金，占比1.14%，受限比例很低。

截至2019年末，华发股份存货1590.45亿元，较年初增长23.85%。华发股份存货主要由开发成本（占比81.12%）和开发产品（占比

17.20%)构成,累计计提跌价准备 167.57 万元。华发股份存货主要分布于二三线城市,若未来因房地产市场波动或调控政策等因素影响华发股份房地产项目销售价格出现下滑,华发股份存货将面临一定跌价风险。

截至 2019 年末,华发股份其他流动资产 211.39 亿元,较年初增长 54.89%。其中预交税费占比 22.83%,合营联营企业往来款占比 45.72%,合作方经营往来款占比 31.45%,往来款规模较大,存在一定资金占用。

截至 2019 年末,华发股份非流动资产 181.78 亿元,较年初增长 43.10%,主要系长期股权投资和投资性房地产增长所致。华发股份非流动资产主要由长期股权投资(占 45.80%)、投资性房地产(占 26.91%)构成。

截至 2019 年末,华发股份长期股权投资 83.25 亿元,较年初增长 28.94%。

截至 2019 年末,华发股份投资性房地产 48.91 亿元,较年初增长 105.82%,主要系开发产品转为长租公寓所致。华发股份的投资性房地产主要为位于珠海市用于出租的购物中心华发商都、位于上海市普陀区的办公楼以及位于珠海市和南宁市的长租公寓,采用公允价值计量模式;投资性房地产公允价值变动受国家宏观经济形势、区域经济等影响较大,存在一定的估值波动风险。

截至 2019 年末,华发股份所有权或使用权受到限制的资产 420.86 亿元,其中货币资金 2.97 亿元,存货 355.14 亿元,固定资产 0.99 亿元,长期股权投资 12.85 亿元,投资性房地产 48.91 亿元;受限资产占资产总额的 17.98%,华发股份资产受限程度一般。

截至 2020 年 3 月底,华发股份资产总额 2600.89 亿元,较 2019 年末增长 11.10%。资产构成方面,流动资产占 92.91%,占比较 2019 年末小幅提升 0.64 个百分点,资产构成仍以流动资产为主。同期,华发股份流动资产 2416.44 亿元,较 2019 年末增长 11.91%,主要系货币资金增长所致。其中,货币资金 372.14 亿元,

较 2019 年末增长 42.69%,主要系华发股份融资增加及支付工程款减少所致。华发股份非流动资产 184.45 亿元,较 2019 年末增长 1.47%,变化不大。

所有者权益

截至 2019 年末,华发股份所有者权益中其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比较高,权益稳定性较弱。

截至 2019 年末,华发股份所有者权益合计 432.95 亿元,较年初增长 34.52%;其中,归属于母公司所有者权益占比为 45.63%,少数股东权益占比为 54.37%。归属于母公司所有者权益中,股本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 10.72%、32.26%、5.78%、0.44%和 45.58%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2020 年 3 月底,华发股份所有者权益合计 469.70 亿元,较 2019 年末增长 8.49%,主要系未分配利润增长所致。

负债

截至 2019 年末,华发股份债务负担较重,且债务结构中短期债务规模和占比偏高。

截至 2019 年末,华发股份负债总额 1908.16 亿元,较年初增长 27.19%,流动负债和非流动负债均有所增长。其中,流动负债占 67.55%,非流动负债占 32.45%。华发股份负债以流动负债为主。

截至 2019 年末,华发股份流动负债 1288.94 亿元,较年初增长 29.38%,主要系预收款项增长所致。华发股份流动负债主要由短期借款(占 9.55%)、应付账款(占 7.83%)、预收款项(占 45.40%)、其他应付款(占 11.49%)、一年内到期的非流动负债(占 19.02%)和其他流动负债(占 5.52%)构成。

截至 2019 年末,华发股份短期借款 123.08 亿元,较年初下降 2.75%,变化不大;其中抵押借款占比 4.06%,保证借款占比 65.06%,信用借款占比 30.86%,未到期应付利息占比 0.01%。截至 2019 年末,华发股份应付账款

100.95 亿元，较年初增长 112.85%，主要为应付工程款（占比 94.59%）。截至 2019 年末，华发股份预收款项 585.23 亿元，较年初增长 49.96%。截至 2019 年末，华发股份其他应付款 148.13 亿元，较年初增长 35.65%；其他应付款主要由押金及保证金（占 6.00%）、往来及拆借款（占 70.57%）和土地增值税准备金（占 22.44%）构成。截至 2019 年末，华发股份一年内到期的非流动负债 245.11 亿元，较年初下降 3.48%，变动不大。截至 2019 年末，华发股份其他流动负债 71.13 亿元，较年初增长 19.55%，主要系发行短期融资券和美元境外私募债所致；其他流动负债主要由售房尾款资产证券化（占 78.03%）、短期融资券（占 11.80%）和美元境外私募债（占 9.77%）构成。截至 2019 年末，华发股份非流动负债 619.22 亿元，较年初增长 22.85%。华发股份非流动负债主要由长期借款（占 73.86%）和应付债券（占 20.98%）构成。截至 2019 年末，华发股份长期借款 457.35 亿元，较年初增长 33.00%，主要系新增保证借款和抵押借款所致；长期借款以保证借款和抵押借款为主。截至 2019 年末，华发股份应付债券 129.93 亿元，较年初下降 18.24%，主要系部分转入流动负债所致。

截至2020年3月底，华发股份负债总额合计 2131.20 亿元，较2019年末增长11.69%，主要系华发股份长期借款增加所致。其中流动负债占 63.50%，流动负债占比较2019年底下降4.05个百分点，负债结构较2019年末变化不大。同期，考虑计入其他流动负债及其他非流动负债中的有息部分，华发股份全部债务为1229.83亿元，较2019年末增长16.60%，其中短期债务占全部债务比重为37.03%，长期债务占比为62.97%。同期，华发股份资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为81.94%、72.36%和62.25%，分别较2019年末提高0.43个百分点、1.47个百分点和3.45个百分点。同期，如将永续债调入长期债务，华发股份调整后全部债务1299.26亿元，华发股份调整后资产负债

率、调整后全部债务资本化比率分和调整后长期债务资本化比率分别为84.61%、76.45%和 67.83%。

盈利能力

2019 年，华发股份实现营业收入 331.49 亿元，较 2018 年同比增长 39.88%；实现利润总额 43.96 亿元，较 2018 年同比增长 42.50%。

2019 年，华发股份期间费用总额为 29.68 亿元，同比增长 47.36%；其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 44.63%、43.52%、2.81%和 9.04%。2019 年，华发股份新增研发费用主要是下属子公司珠海华发景龙建设有限公司、建泰建设有限公司等研发项目支出新增所致。

利润构成方面，2019 年，投资收益占华发股份利润总额的比例为 16.40%，投资收益对营业利润贡献较大。

盈利指标方面，2019 年，华发股份营业利润率为 20.12%；总资本收益率分别为 2.96%；净资产收益率分别为 7.66%。

2020 年 1—3 月，华发股份营业收入和利润总额分别为 90.34 亿元和 12.38 亿元，分别同比增长 34.73%和 21.92%；当期分别占 2019 年全年的 27.25%和 28.16%；2020 年一季度，投资收益 1.02 亿元，占华发股份利润总额比例为 8.24%，对当期利润贡献一般。同期，华发股份营业利润率为 18.30%，较 2019 年末下降 1.82 个百分点。

现金流分析

华发股份将购地支出计入投资活动现金流，因跟踪期内获取土地规模较大，投资活动现金流持续净流出；华发股份筹资活动前净现金流持续为负，融资需求较大。

从经营活动来看，2019 年，华发股份经营活动现金流入为 558.71 亿元，同比增长 50.54%，主要系销售回款增多所致。2019 年，华发股份经营活动现金流出为 278.36 亿元，同比增长 31.83%，主要系房地产开发建设支出和支付的各项税费增多所致。2019 年，华发股份

经营活动现金流量净额为 280.35 亿元，同比增长 75.23%，净流入金额增长较快。

从投资活动来看，2019 年，华发股份投资活动现金流入为 56.64 亿元，同比增长 23.88%；主要系取得投资收益收到的现金增多所致。华发股份将购地支出计入投资活动现金流，2019 年，华发股份投资活动现金流出为 377.92 亿元，同比增长 6.15%。2019 年，华发股份投资活动现金流量净额为-321.28 亿元。

2019 年，华发股份筹资活动前净现金流为 -40.92 亿元，华发股份筹资活动前净现金流为负数，融资需求较大。

从筹资活动来看，2019 年，华发股份筹资活动现金流入为 841.07 亿元，同比增长 45.55%，主要系取得借款收到的现金大幅增多所致。2019 年，华发股份筹资活动现金流出分别为 733.26 亿元，同比增长 108.75%，主要系偿还债务支付的现金大幅增多所致。2019 年，华发股份筹资活动现金流量净额为 107.81 亿元。

2020 年 1—3 月，华发股份经营活动现金流入合计 96.51 亿元，经营活动现金流量净额为 35.08 亿元；投资活动现金流量净额为 -78.33 亿元；华发股份筹资活动前净现金流为 -43.25，同期，华发股份筹资活动现金流量净额为 154.74 亿元，华发股份筹资净流出规模大幅下降。

偿债能力

华发股份债务负担较重，短期、长期偿债能力指标有待提高。考虑到华发股份股东背景强、区域竞争力突出、项目储备充裕、融资渠道通畅等因素，华发股份整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，华发股份流动比率和速动比率分别为 167.53% 和 44.13%，较 2018 年末分别下降 2.62 和上升 2.88 个百分点；2019 年，华发股份经营现金流动负债增长 5.69 个百分点。2019 年，华发股份现金短期债务比为 0.60 倍，现金类资产对短期债务的保障程度有待提升。整体看，华发股份短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2019 年，华发股份

EBITDA 快速增长，为 56.11 亿元；华发股份全部债务/EBITDA 为 18.88 倍；EBITDA 利息倍数为 0.79 倍。华发股份长期偿债能力较弱。

截至 2019 年末，华发股份对外担保余额 32.81 亿元，占净资产的 7.58%；华发股份面临一定或有负债风险。

截至 2019 年末，华发股份无重大未决诉讼。

截至 2019 年末，华发股份共获得授信总额 1523.30 亿元，已使用 687.20 亿元，未使用 836.10 亿元，间接融资渠道较为畅通。华发股份系上海证券交易所上市公司，融资渠道较为多元。

华发股份作为珠海市国资委旗下的上市房企，在珠海区域房地产市场处于龙头地位，有较高的品牌知名度，项目开发经验较为丰富，且融资渠道畅通；跟踪期内，华发股份在深耕珠海的基础上积极对外扩张，区域布局有所优化，目前土地储备较充足。同时，联合资信也关注到华发股份业务易受到房地产行业调控政策影响、三线城市项目面临一定的去化风险、华发股份未来资金需求较大、债务负担较重且债务结构有待改善等因素对华发股份信用水平带来的不利影响。

2. 共同债务人二——华发集团

华发集团的主体信用等级为 AAA，展望为稳定，信用级别极高，违约风险极低。联合资信认为其作为共同债务人二的履约能力极强。

本交易的共同债务人二为华发集团，华发集团成立至今已有四十年历史，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”）。截至 2020 年 3 月底，华发集团注册资本 11.20 亿元，珠海市国资委为华发集团唯一股东及实际控制人。

华发集团目前已形成以城市运营、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。

截至 2020 年 3 月底，华发集团拥有纳入合并范围的子公司 580 家。其中上市公司 4 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”，2019 年底华发集团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.00982，2019 年底华发集团间接持股比例 36.88%，以下简称“华金国际”）、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”，2019 年底公司间接持股比例 28.46%，控制不合并）和香港庄臣控股有限公司（股票代码：HK.01955，以下简称“庄臣控股”，2019 年底华发集团直接和间接合计持股比例 42.83%）。

截至 2020 年 3 月底，华发集团内设战略发展中心、运营管理中心、战略并购管理中心、科技创新中心、资本管理中心、人力资源管理中心、信息管理中心、资金管理中心、财务管理中心、内控管理中心、品牌管理部、法律事务部、审计部和总务部等职能部门。

截至 2019 年底，华发集团资产总额 3618.40 亿元，所有者权益 1070.67 亿元（其中少数股东权益 694.68 亿元）；2019 年，华发集团实现营业收入 792.69 亿元，利润总额 73.67 亿元。

截至 2020 年 3 月底，华发集团资产总额 4117.11 亿元，所有者权益 1116.32 亿元（其中少数股东权益 724.52 亿元）；2020 年 1—3 月，华发集团实现营业收入 199.57 亿元，利润总额 18.15 亿元。

（a）基础素质分析

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《珠海市人民政府关于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，华发集团系由珠海市国资委履行出资人职责的

珠海市市属龙头企业，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。

华发集团目前已形成以城市运营、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。华发集团城市运营业务、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”）及华发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股份负责运营，金融产业由华发投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，实业投资业务主要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。

（b）经营分析

华发集团目前已形成以城市运营、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；近年来，华发集团营业收入快速增长，但综合毛利率有所下降。

2019 年，华发集团实现营业收入 792.69 亿元，同比增长 48.78%，主要系房地产销售收入和大宗商品批发收入快速增长带动；受毛利率较高的土地一级开发收入占比下降及物业服务业务毛利率下降等因素综合影响，华发集团综合毛利率为 18.55%，同比下降 2.16 个百分点。

分业务看，2019 年受项目开发规模不断扩大影响，华发集团房地产销售收入同比增长 30.29% 至 317.55 亿元，占营业收入比重为 40.06%；业务毛利率维持在较高水平，为

30.29%。土地一级开发收入同比下降8.55%至44.57亿元，主要系土地出让面积下降等因素导致；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所致。土地一级开发业务及房地产开发业务作为传统核心产业，是华发集团利润的主要来源及可持续发展的重要支撑。大宗商品批发收入是华发集团第一大收入来源，受限于行业特征和盈利模式，利润率维持在低水平；2019年，华发集团持续扩大有色金属的贸易规模，实现大宗商品批发收入363.05亿元，同比增长81.73%；业务毛利率为0.26%。金融业务作为华发集团核心突破板块发展迅速，全牌照业务格局逐步完善；2019年，华发集团实现金融收入14.72亿元，同比增长20.39%；业务毛利率为72.97%。

2020年1—3月，华发集团实现营业收入199.57亿元，同比增长25.53%，主要来自于房地产销售收入、大宗商品批发收入和物业服务收入的增加；综合毛利率15.88%，同比下降4.95个百分点，主要系土地一级开发业务毛利率下降及受疫情影响会展业务毛利率下降。

（c）财务分析

财务概况

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

合并范围方面：截至2020年3月底，华发集团拥有纳入合并范围的子公司共580家。2018年，华发集团新增纳入合并范围子公司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；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。2019年，华发集团合并范围内新增子公司153家，其中通过非同一控制下企

业合并取得子公司10家，无偿划入子公司4家，其余均为新设立子公司。2020年1—3月，华发集团新增纳入合并范围子公司20家，其中通过非同一控制下企业合并取得子公司4家，其余为新设子公司。上述合并范围变化主要系华发股份新设房地产项目公司导致，对华发集团财务数据可比性影响较小。

截至2019年底，华发集团资产总额3618.40亿元，所有者权益1070.67亿元（其中少数股东权益694.68亿元）；2019年，华发集团实现营业收入792.69亿元，利润总额73.67亿元。

截至2020年3月底，华发集团资产总额4117.11亿元，所有者权益1116.32亿元（其中少数股东权益724.52亿元）；2020年1—3月，华发集团实现营业收入199.57亿元，利润总额18.15亿元。

资产质量

跟踪期内，华发集团资产规模持续增长，资产构成以存货、货币资金等流动资产为主，华发集团整体资产质量较好，但受限资产规模较大，对流动性产生一定影响。

2019年底，华发集团资产总额3618.40亿元，较2018年底增长28.03%，主要来自流动资产的增加；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83.09%。2019年底，华发集团流动资产3006.42亿元，较2018年底增长29.48%。其中，货币资金较2018年底增长29.32%至451.76亿元，主要由银行存款（占比91.92%）及存放中央银行法定存款准备金（占比4.60%）组成；存放同业及其他金融机构款项78.49亿元，较2018年底变化不大，全部为存放境内银行同业款项；交易性金融资产81.72亿元，较2018年底增长99.99%，主要系债券投资增加导致；预付款项66.04亿元，较2018年底增长20.88%，主要为预付郑州市、杭州市、武汉市、成都市等地国土相关部门的土地出让金；应收账款较2018年底增长109.94%至58.93亿元，其中应收珠海市金湾财政局及珠海市富山工业园管理委员会款

项分别占比 43.55%和 26.07%，集中度高；其他应收款 44.03 亿元，较 2018 年底下降 18.66%，主要由应收土地竞买保证金和往来款项构成；其他流动资产较 2018 年底增长 74.37%至 266.65 亿元，主要由拆出款项及其他（202.57 亿元）、预交税费（48.27 亿元）和委托贷款（9.91 亿元）构成。

华发集团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，其中开发成本以房地产项目为主，此外包括部分市政项目、土地开发成本。2019 年底，华发集团存货 1888.06 亿元，较 2018 年底增长 23.59%；其中，开发成本 1576.42 亿元，较 2018 年底增加 276.92 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武汉华发中城荟、杭州九龙仓华发天荟、北京华发中央公园、湛江华发新城花园、上海泗泾 17-01 项目等；开发产品 274.44 亿元，较 2018 年底增加 81.59 亿元，主要新增完工项目包括广州华发尚座花园、珠海华发山庄、武汉华发首府、珠海华发首府等。

2019 年底，华发集团非流动资产 611.99 亿元，较 2018 年底增长 21.36%。其中，可供出售金融资产 102.54 亿元，较 2018 年底减少 12.20 亿元，主要系可供出售债务工具减少；长期股权投资 235.62 亿元，较 2018 年底增长 30.58%，主要系增加金融类及房地产类参股子公司的投资；投资性房地产 75.88 亿元，较 2018 年底增长 59.06%，主要系写字楼、商业配套以及长租公寓等资产增加所致；固定资产 90.36 亿元，较 2018 年底变化不大，主要为房屋及建筑物。

2020 年 3 月底，华发集团资产总额 4117.11 亿元，较 2019 年底增长 13.78%，主要系融资资金沉淀、华发财务加大银行授信提款额度和债券发行额度以补充流动性对房地产开发持续投入导致，资产构成变化不大。

截至 2020 年 3 月底，华发集团受限资产账面价值合计 739.20 亿元，受限比例 17.95%，以存货、货币资金、固定资产和投资性房地产为主。

所有者权益

2019 年底，华发集团所有者权益 1070.67 亿元，2018 年底增长 24.41%。其中，实收资本 11.20 亿元，较 2018 年底未发生变化；资本公积 174.83 亿元，较 2018 年底增长 13.33%，主要系①华发股份及华发城市运营引进少数股东，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；②按权益法核算的长期股权投资导致资本公积增加；③珠海市国资委无偿将珠海市创业引导基金有限公司 50% 股权划入；其他权益工具 131.91 亿元，主要为华发集团发行的永续中期票据和永续期信托计划等；少数股东权益 694.68 亿元，较 2018 年底增长 26.88%，主要系华发股份吸收少数股东投资及发行永续债券。

2020 年 3 月底，华发集团所有者权益 1116.32 亿元，较 2019 年底增长 4.26%，主要系华发综合发展发行永续期公司债“20 华综 Y1”及华发股份少数股东权益增加等原因导致。2020 年 3 月底，华发集团所有者权益 1116.32 亿元，较 2019 年底增长 4.26%，主要系华发综合发展发行永续期公司债“20 华综 Y1”及华发股份少数股东权益增加等原因导致。

负债

2019 年底，华发集团负债总额较 2018 年底增长 29.62%至 2547.74 亿元，流动负债和非流动负债分别占比 61.78%和 38.22%。

2019 年底，华发集团流动负债 1574.10 亿元，较 2018 年底增长 23.67%。其中，短期借款 189.30 亿元，较 2018 年底增长 7.80%，以保证借款（71.47 亿元）、信用借款（67.34 亿元）和抵押借款（50.47 亿元）为主；应付账款 123.01 亿元，较 2018 年底增长 77.67%，主要系房地产开发业务扩张导致未结算工程及材料款增加；预收款项 595.70 亿元，较 2018 年底增长 46.01%，主要系上海静安府、沈阳华发新城、苏州姑苏院子、苏州太仓院子等项目开启预售导致（预收房款期末余额合计 579.39 亿元）；其他应付款较 2018 年底增长 28.45%至 163.76

亿元，主要由往来及拆借款（96.11 亿元）、土地增值税准备金（33.24 亿元）、代收款（11.92 亿元）等构成；一年内到期的非流动负债 256.80 亿元，主要为一年内到期的长期借款（占 63.02%）和一年内到期的应付债券（占 35.17%）；其他流动负债 122.98 亿元，较 2018 年底增长 11.09%，主要由超短期融资券（78.40 亿元）、美元境外私募债（20.78 亿元）和短期收益凭证（14.79 亿元）等构成，已将其中有息部分调整至短期债务计算。

2019 年底，华发集团非流动负债 973.64 亿元，较 2018 年底增长 40.54%。其中，长期借款 524.19 亿元，主要为保证借款、抵押借款和信用借款等；应付债券 410.82 亿元，较 2018 年底增加 101.82 亿元，主要系华发集团及华发股份、华发投控发行中期票据、公司债和美元债所致；其他非流动负债 30.62 亿元，系华发股份发行的租赁住房资产支持专项计划、购房尾款资管计划和商业地产抵押贷款支持票据，均为有息债务，已调整至长期债务计算。

2020 年 3 月底，华发集团负债总额 3000.79 亿元，较 2019 年底增长 17.78%，主要系通过银行借款和超短期融资券融资所致，负债结构变化不大。2020 年 3 月底，华发集团新增合同负债 539.94 亿元，系将构成合同关系的预收房款自预收款项调整转入所致。

2019 年底，华发集团全部债务 1599.67 亿元，较 2018 年底增长 21.77%，其中长期债务占比 60.39%。2020 年 3 月底，华发集团全部债务 2000.41 亿元，较 2019 年底增长 25.05%，其中长期债务占比 58.73%。

2019 年底，华发集团资产负债率和长期债务资本化比率分别为 70.41%和 47.43%，分别较 2018 年底上升 0.86 个和 3.18 个百分点；全部债务资本化比率为 59.91%，较 2018 年底下降 0.51 个百分点。2020 年 3 月底，华发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.89%、64.18%和 51.28%，分别较 2019 年底上升 2.48 个、4.27 个和 3.85 个

百分点。

2019 年底，华发集团资产负债率和长期债务资本化比率分别为 70.41%和 47.43%，分别较 2018 年底上升 0.86 个和 3.18 个百分点；全部债务资本化比率为 59.91%，较 2018 年底下降 0.51 个百分点。2020 年 3 月底，华发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.89%、64.18%和 51.28%，分别较 2019 年底上升 2.48 个、4.27 个和 3.85 个百分点。

将华发集团及下属子公司发行的永续债（其他权益工具）计入有息债务后，2020 年 3 月底，华发集团资产负债率（调整后）和全部债务资本化比率（调整后）分别为 76.41%和 68.84%。考虑到华发集团负债中包含规模较大的预收售房款，华发集团实际负债水平低于上述指标值。

盈利能力

跟踪期内，受益于房地产销售收入及大宗商品贸易收入等的增加，华发集团营业收入快速增长，金融业务收入和投资收益对华发集团利润形成了良好补充。

2019 年，华发集团实现营业收入 792.69 亿元，同比增长 48.78%；同期，营业成本同比增长 52.84%，增幅大于营业收入；受此影响，华发集团营业利润率同比下降 2.42 个百分点至 14.35%。

2019 年，华发集团期间费用 61.98 亿元，同比增长 18.81%。其中，管理费用 35.31 亿元，同比增长 30.33%；财务费用 11.72 亿元，同比下降 20.98%，主要受益于利息收入增加。同期，华发集团期间费用率为 7.82%，同比下降 1.97 个百分点。

非经常性损益方面，2019 年，华发集团实现投资收益 21.73 亿元，其中按权益法核算的长期股权投资实现投资收益 10.85 亿元，主要来自华润银行等；交易性金融资产在持有期间取得的投资收益 4.02 亿元，主要来自持有的债券、理财产品等；持有可供出售金融资产等期

间取得的投资收益 5.04 亿元，主要为持有的股权投资基金、债券投资等；受益于金融及产业投资板块的快速成长，投资收益已成为华发集团利润的重要补充。同期，华发集团利润总额 73.67 亿元，同比增长 31.17%。

从盈利指标看，2019 年华发集团总资产收益率和净资产收益率分别为 2.73%和 4.72%，同比分别下降 0.12 个和 0.01 个百分点。

2020 年 1—3 月，华发集团实现营业收入 199.57 亿元，相当于 2019 年全年营业收入的 25.18%；利润总额 18.15 亿元；营业利润率为 12.41%，较 2019 年下降 1.94 个百分点。

现金流分析

跟踪期内，受房地产板块及商贸板块规模扩大带动，华发集团经营活动现金流入规模快速增长，收入实现质量保持较高水平；华发集团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。

经营活动方面，跟踪期内，随着大宗商品贸易量的提升和房地产销售规模的扩大，华发集团经营活动现金流入量快速增长，2019 年为 1053.34 亿元，同比增长 44.13%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 967.72 亿元。同期，华发集团现金收入比为 122.08%，收入实现质量保持在较高水平。2019 年，华发集团经营活动现金流出量 835.07 亿元，同比增长 34.65%，主要系房地产、土地一级开发等项目投入规模增加以及贸易业务扩张所致。同期，华发集团经营活动净现金流表现为净流入，为 218.28 亿元。

投资活动方面，2019 年，华发集团投资活动现金流入 130.54 亿元，主要由收回投资收到的现金 115.18 亿元构成。同期，华发集团投资活动现金流出同比增长 26.96%至 575.02 亿元。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金 255.97 亿元，投资支付的现金 317.56 亿元，同比增长 46.29%，主要系对股权、债权等投资规模加大所致。2019 年，华发集团投资活动现金流净额为 -444.48 亿元，受土地储备及自有房建

类项目支出、对外投资支出等规模大影响，投资活动持续表现为大幅净流出。

2019 年，华发集团筹资活动前现金流量净额为 -226.20 亿元，受土地储备及对外投资等规模较大影响，筹资活动前资金缺口持续保持较大规模。

筹资活动方面，2019 年，华发集团筹资活动现金流入 1435.42 亿元，同比增长 17.09%，主要系通过银行借款、发行债券及少数股东增资等渠道筹资。同期，华发集团筹资活动现金流出 1115.11 亿元，同比增加 260.37 亿元，主要系偿还债务本息支付的现金规模增加所致。2019 年，华发集团筹资活动现金流量净额为 320.31 亿元。

2020 年 1—3 月，华发集团经营活动现金净流入 60.73 亿元，投资活动现金净流出 126.43 亿元，筹资活动现金流量净额为 318.51 亿元。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2019 年底华发集团流动比率和速动比率分别为 190.99%和 71.05%，华发集团流动资产中存货占比高，导致速动比率偏低；2020 年 3 月底，上述指标分别为 191.26%和 79.52%，较 2019 年底有所提高。2019 年，华发集团经营现金流动负债比为 13.87%，经营活动净现金流对流动负债保障能力较弱；考虑到流动负债中预收售房款较多，华发集团实际偿债能力强于指标值。2020 年 3 月底，华发集团现金短期债务比为 1.12 倍，短期偿债能力指标较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，华发集团 EBITDA 为 101.66 亿元，全部债务/EBITDA 为 15.73 倍，EBITDA 利息倍数为 1.36 倍，长期偿债能力指标一般。

截至 2020 年 3 月底，华发集团共获得金融机构授信额度 2661.48 亿元，尚未使用 1578.11 亿元，间接融资渠道畅通。另外，华发集团控股 4 家主板上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月底，华发集团对外担保余额 42.44 亿元，担保比率 3.80%。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 20.64 亿元，为关联方珠海正汉置业有限公司提供担保余额 1.49 亿元，为关联方珠海市碧海碧桂园房地产开发有限公司提供担保余额 7.73 亿元；华发集团为华金资本提供担保余额 2.70 亿元，为珠海容闳学校提供担保余额 1.00 亿元。总体看，华发集团担保比率较低，或有负债风险可控。

华发集团是珠海市国资委直属的以城市运营、房产开发、金融服务和实业投资为四大核心业务，商贸服务、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有显著优势。同时，联合资信也关注到华发集团房地产及土地一级开发业务易受宏观政策影响、债务负担较重等因素对其信用水平带来的不利影响。

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，华发集团面临良好的发展机遇，综合竞争力有望进一步增强。综上，联合资信给与华发集团AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

四、定量分析

本交易基础资产的直接还款来源为债务人珠海华发实业股份有限公司及其下属公司、其他珠海华发集团有限公司下属公司，若债务人珠海华发实业股份有限公司及其下属公司、其他珠海华发集团有限公司下属公司未将全部应收账款金额划付至信托账户，则由共同债务人华发股份、华发集团进行差额补足。联合资信给予共同债务人华发集团的主体长期信用等级为 AAA，与 19 华发大湾 ABN001 优先的预设信用等级一致。鉴于此，现金流分析重点关注正常情况下基础资产现金流是否能满足 19 华发大湾 ABN001 优先预期本息的支付。

联合资信根据本交易规定的现金流偿付顺序，构建了专用于本交易的现金流分析模型，在票据发行利率为 4.40%的情况下，基础资产

预期现金流对 19 华发大湾 ABN001 优先预期支出的保障程度均达到 1 倍以上，考虑共同债务人华发集团的主体长期信用等级为 AAA，联合资信给予 19 华发大湾 ABN001 优先的信用等级为 AAA_{sf}。

五、结论

联合资信对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2019 年度第一期华发大湾区资产支持票据”交易项下基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构履职情况等进行了持续的跟踪和监测。经过跟踪评级测算和分析，联合资信认为截至本次跟踪基准日，“深圳前海联捷商业保理有限公司 2019 年度第一期华发大湾区资产支持票据”的基础资产信用状况良好，主要参与机构履职能力稳定，确定维持“19 华发大湾 ABN001 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

附件 1 华发股份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)	111.93	191.41	262.91	374.27
资产总额(亿元)	1396.83	1822.09	2341.11	2600.89
所有者权益(亿元)	239.16	321.84	432.95	469.70
短期债务(亿元)	194.95	433.39	436.81	455.45
长期债务(亿元)	546.42	502.78	617.90	774.38
全部债务(亿元)	741.37	936.17	1054.72	1229.83
营业收入(亿元)	199.17	236.99	331.49	90.34
利润总额(亿元)	25.08	30.85	43.96	12.38
EBITDA(亿元)	28.25	38.25	56.11	--
经营性净现金流(亿元)	112.99	159.99	280.35	35.08
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2245.38	1739.71	1317.60	--
存货周转次数(次)	0.15	0.15	0.16	--
总资产周转次数(次)	0.16	0.15	0.16	--
现金收入比(%)	118.42	146.61	160.07	95.64
营业利润率(%)	18.45	18.93	20.12	18.30
总资本收益率(%)	2.06	2.43	2.97	--
净资产收益率(%)	7.43	7.46	7.66	--
长期债务资本化比率(%)	69.56	60.97	58.80	62.25
全部债务资本化比率(%)	75.61	74.42	70.90	72.36
资产负债率(%)	82.88	82.34	81.51	81.94
流动比率(%)	212.07	170.15	167.53	178.55
速动比率(%)	44.22	41.25	44.13	53.06
经营现金流动负债比(%)	18.52	16.06	21.75	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.74	0.70	0.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	26.27	24.47	18.80	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；

2. 除特别说明外，均指人民币；

3. 华发股份其他流动负债已计入短期债务，其他非流动负债已计入长期债务；

4. 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 2 华发集团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）	352.10	477.64	645.43	926.94
资产总额（亿元）	2284.79	2826.17	3618.40	4117.11
所有者权益（亿元）	623.92	860.58	1070.67	1116.32
短期债务（亿元）	451.82	630.69	633.69	825.60
长期债务（亿元）	698.85	683.05	965.98	1174.81
全部债务（亿元）	1150.67	1313.73	1599.67	2000.41
营业收入（亿元）	441.55	532.79	792.69	199.57
利润总额（亿元）	49.69	56.16	73.67	18.15
EBITDA（亿元）	72.15	82.86	101.66	--
经营性净现金流（亿元）	104.48	110.62	218.28	60.73
财务指标				
销售债权周转次数（次）	31.97	21.38	14.25	--
存货周转次数（次）	0.29	0.30	0.38	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.21	0.25	--
现金收入比（%）	113.44	122.11	122.08	108.78
营业利润率（%）	17.56	16.77	14.35	12.41
总资本收益率（%）	3.00	2.85	2.73	--
净资产收益率（%）	5.54	4.73	4.72	--
长期债务资本化比率（%）	52.83	44.25	47.43	51.28
全部债务资本化比率（%）	64.84	60.42	59.91	64.18
资产负债率（%）	72.69	69.55	70.41	72.89
流动比率（%）	195.53	182.43	190.99	191.26
速动比率（%）	62.39	62.40	71.05	79.52
经营现金流动负债比（%）	10.95	8.69	13.87	--
现金短期债务比（倍）	0.78	0.76	1.02	1.12
全部债务/EBITDA（倍）	15.95	15.86	15.73	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.19	1.19	1.36	--

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. 2020 年一季度财务报表未经审计

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	
营业额年复合增长率	
除税前溢利年复合增长率	
盈利指标	
总资本收益率	(年度溢利+费用化利息支出) / (权益总额+长期债务+短期债务) × 100%
净资产收益率	年度溢利/权益总额 × 100%
毛利率	毛利/营业额 × 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+权益总额) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+权益总额) × 100%
担保比率	担保余额/权益总额 × 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-持有待售的已落成物业-在建物业-受限制现金) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动产生的现金净额/流动负债合计 × 100%

注：公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制

现金类资产=现金及现金等价物

短期债务=短期借款

长期债务=长期借款

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=除税前溢利+费用化利息支出+折旧及摊销

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 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

附件 5 资产支持票据信用等级设置及含义

联合资信资产支持票据具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}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。各等级含义如下表所示：

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务