

信用评级公告

联合〔2021〕6827号

联合资信评估股份有限公司通过对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第五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 2020 年度第五期华发大湾区资产支持票据”项下“20 华发大湾 ABN005 优先”的信用等级为 AAA_{SF}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十六日

深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第五期 华发大湾区资产支持票据 2021 年跟踪评级报告

评级结果

票据名称	未偿金额 (亿元)		占比 (%)		信用等级	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次
20 华发大湾 ABN005 优先	7.00	7.00	99.86	99.86	AAA _{sf}	AAA _{sf}
20 华发大湾 ABN005 次	0.01	0.01	0.14	0.14	NR	NR
总计	7.01	7.01	100.00	100.00	--	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. NR-未予评级

跟踪评级相关信息

起息日：2020 年 8 月 21 日

预期到期日：2021 年 8 月 20 日

跟踪期间：2020 年 8 月 21 日—2021 年 7 月 26 日

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

共同债务人一&二/华发集团&华发股份：珠海华发实业股份有限公司&珠海华发集团有限公司

跟踪评级时间

2021 年 7 月 26 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：上述评级方法已在联合资信官网公开披露

分析师

杨润泽 张 玥

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第五期华发大湾区资产支持票据”（以下简称“票据”）所涉及的基础资产信用表现、交易结构稳健性、法律要素以及参与机构履职状况进行了持续的关注，根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，联合资信确定维持“20 华发大湾 ABN005 优先”的信用等级为 AAA_{sf}，该评级结果反映了本期票据项下“20 华发大湾 ABN005 优先”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

优势

1. 共同债务人华发集团、华发股份资信水平稳定，信用水平极高。本期票据共同债务人华发集团和华发股份的主体长期信用等级均为 AAA，评级展望均为稳定。跟踪期内，华发集团、华发股份资信水平稳定，其对本期票据涉及的应收账款的偿付提供的到期差额补足付款义务对优先级资产支持票据仍具有重要信用支持作用。

关注

1. 需关注华发集团整体债务状况。华发集团房地产开发和土地开发业务的收益实现存在不确定性；存在较大资本支出压力；有息债务快速增长，整体债务负担重；母公司权益稳定性弱，债务负担重。
2. 需关注华发股份相关运营风险。华发股份受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，行业销售面临下滑压力；部分城市销售占比高，有一定的集中风险；面临较大的项目开发建设支出压力；华发股份所有者权益稳定性弱，债务负担仍较重且存在一定的债务集中

共同债务人一主要财务数据：

到期压力。

珠海华发集团有限公司（合并口径）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	2826.17	3618.4	4877.83	5189.81
所有者权益(亿元)	860.58	1070.67	1342.73	1365.33
全部债务(亿元)	1313.73	1599.67	2243.29	2358.84
营业收入(亿元)	532.79	792.69	1091.9	267.36
利润总额(亿元)	56.16	73.67	79.3	20.81
资产负债率(%)	69.55	70.41	72.47	73.69

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 2021 年一季度财务报表未经审计；其他流动负债中有息部分已计入短期债务计算；合并口径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已计入长期债务计算；2018—2021 年 3 月底，所有者权益中其他权益工具分别为 91.80 亿元、131.91 亿元和 230.30 亿元，未纳入有息债务核算

共同债务人二主要财务数据：

珠海华发实业股份有限公司（合并口径）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	1822.09	2349.31	3218.44	3405.90
所有者权益（亿元）	321.84	433.92	633.45	663.95
全部债务（亿元）	943.37	1059.62	1490.15	1509.76
营业收入（亿元）	236.99	331.49	510.06	63.70
利润总额（亿元）	30.85	43.94	62.53	10.02
资产负债率（%）	82.34	81.53	80.32	80.51

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 华发股份其他流动负债中的债务已计入短期债务，其他非流动负债中的债务已计入长期债务；3. 2018 年及 2019 年数据分别为 2019 年及 2020 年年初数，2021 年一季度财务数据未经审计

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由本交易相关方提供，联合资信评估股份有限公司（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、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信用投资咨询有限公司（以下简称“联合咨询”）为发起机构深圳前海联捷商业保理有限公司提供了咨询服务。由于联合资信与关联公司联合咨询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。
- 三、联合资信与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的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，未因委托方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本交易项下受评对象到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内受评对象信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

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 2020 年度第五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（以下简称“票据”，包括优先级票据和次级票据），投资者通过购买并持有该资产支持

票据取得财产权信托项下相应的信托受益权。

前述应收账款债权的付款义务均已获得共同债务人珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）和珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”）出具的《付款确认书》及债务人华发股份及其下属公司、其他华发集团下属公司出具的《买方确认函》予以确认。

本交易以基础资产形成的属于信托财产的全部资产和收益，按约定向本期票据持有人还本付息。

二、证券兑付情况

截至本报告出具日，本期票据尚未到兑付期；存续情况如下表所示：

表1 截至本报告出具日，票据存续情况（单位：%、万元）

票据名称	票面利率	起息日	预期到期日	还本付息方式	发行规模
20 华发大湾 ABN005 优先	3.79	2020/08/21	2021/08/20	到期一次性还本付息	70000.00
20 华发大湾 ABN005 次	--	2020/08/21	2021/08/20	到期一次性还本，并获得最终的清算收益	100.00

资料来源：联合资信整理

三、基础资产池及现金流分析

1. 基础资产池分析

本票据基础资产符合入池合格标准，基础资产状况较首评无重大变化。

本票据基础资产为委托人合法所有的应收账款债权及其附属担保权益。截至本报告出具日，入池资产共计 227 笔，应收账款余额共计 73277.75 万元，基础资产涉及的债务人、债权人、应收账款合同性质等较设立日均未发生变化。基础资产所涉应收账款均已取得共同债务人华发集团、华发股份对其到期应付义务的书面确认，且债务人已经确认其对基础合同项下的应收账款负有到期偿付的义务，并且不享有商业纠纷抗辩权；债务人对其在基础合同项下的应付款项不享有任何主张扣减或减免的权利。

2. 资产池现金流分析

基础资产所涉应收账款金额能够覆盖优先级资产支持票据的到期支出。

本期票据项下“20 华发大湾 ABN005 优先”票面利率为 3.79%，在考虑了计划税费（增值税及附加费，对增值部分计算 3.26% 的增值税）、其他综合费率约为 0.02%（包括资产服务机构报酬、兑付服务费）及预期到期日为 2021 年 8 月 20 日等因素的基础上，联合资信测算了应收账款偿付安排对优先级资产支持票据到期支出的保障程度，结果如下：

表 2 基础资产回收现金流对优先级资产支持票据预期支出的保障程度（单位：%、万元、倍）

“20 华发大湾 ABN005 优先” 票面利率	预期支出	保障比率
3.79	72767.31	1.0070

注：保障比率=（应收账款规模-增值税及附加-其他费用）/[优先级资产支持票据本金*（1+票面利率）]；增值税及附加=（应收账款转让规模-资产支持票据发行规模）/1.03*3%*（1+7%+3%+2%）

资料来源：联合资信整理

以上测试结果表明，基础资产所涉应收账款金额能够覆盖“20 华发大湾 ABN005 优先”到期支出。

四、共同债务人信用风险分析

本期票据的共同债务人为华发集团和华发股份，联合资信经综合评估确认华发集团和华发股份的主体长期信用等级均为 AAA，评级展望均为稳定。跟踪期内，华发集团、华发股份资信水平稳定，其对本期票据涉及的应收账款的偿付提供的到期差额补足付款义务对优先级资产支持票据仍具有重要信用支持作用。

1. 共同债务人——华发集团主体信用评价

华发集团是珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”）授权经营并重点发展的大型企业集团之一，截至2021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。华发集团以城市运营、房地产开发、金融服务和产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。跟踪期内，华发集团各项业务稳步发展，营业收入快速增长。

截至 2020 年底，华发集团资产总额 4877.83 亿元，所有者权益 1342.73 亿元（含少数股东权益 816.00 亿元）；2020 年，华发集团实现营业收入 1091.90 亿元，利润总额 79.30 亿元。截至 2021 年 3 月底，华发集团资产总额 5189.81 亿元，所有者权益 1365.33 亿元（含少数股东权益 825.00 亿元）；2021 年 1—3 月，华发集团实现营业收入 267.36 亿元，利润总额 20.81 亿元。

联合资信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、有息增长快且债务负担较重及存在较大资本支出压力等因素对其信用水平带来的不利影响。

近年来，珠海市经济水平和财政实力持续增强，华发集团发展面临良好的外部发展环境。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、华发集团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，华发集团综合竞争力有望进一步巩固。

优势

（1）跟踪期内，外部发展环境良好。近年来，珠海市经济水平和财政实力不断增强；2020 年，珠海市实现地区生产总值 3481.94 亿元，同比增长 3.0%；实现一般公共预算收入 379.1 亿元，同比增长 10.1%。

（2）产业及区域竞争优势明显。华发集团是珠海市国资委直属的综合性企业集团，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首位。

（3）营业收入快速增长，金融板块对利润形成良好补充。受益于房地产及大宗商品批发业务规模上升，华发集团营业收入快速增长，2020 年实现营业收入 1091.90 亿元，同比增长 37.75%；2020 年，金融板块实现投资收益 22.51 亿元，对华发集团利润形成良好补充。

关注

（1）房地产开发和土地开发业务的收益实现存在不确定性。华发集团房地产开发和土地一级开发业务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）华发集团存在较大资本支出压力。截至 2021 年 3 月底，华发集团城市运营板块主要在

建项目总投资629.08亿元，尚需投资322.44亿元，存在较大资本支出压力。

(3)有息债务快速增长，整体债务负担重。随着房地产业务及金融板块对外投资规模不断扩张，华发集团有息债务规模快速增长，年均复合增长率为30.67%；截至2021年3月底，华发集团全部债务资本化比率为63.34%

(4)母公司权益稳定性弱，债务负担很重。截至2021年3月底，母公司所有者权益290.44亿元，其中其他权益工具（永续债）237.70亿元，母公司实际债务负担很重。

2. 共同债务人——华发股份主体信用评价

华发股份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，保持了较高的品牌知名度，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持续对外扩张，合同销售规模持续扩大，合同销售均价维持较高水平，收入及利润规模均有所增长。

截至2020年底，华发股份注册资本21.17亿元。华发股份控股股东为华发集团，华发集团直接持有华发股份24.20%的股份，通过子公司华发综合间接持有华发股份4.29%的股份；华发股份实际控制人为珠海市国资委。截至2021年3月底，华发股份合并资产总额3405.90亿元，所有者权益663.95亿元（含少数股东权益449.11亿元）；2021年1—3月，华发股份实现营业收入63.73亿元，利润总额10.02亿元。

联合资信关注到华发股份业务易受到房地产行业调控政策影响，销售集中度较高，三四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，债务负担仍较重且面临一定集中到期压力等因素对华发股份信用水平带来的不利影响。

未来，随着华发股份项目开发销售持续推进，华发股份经营状况将保持良好。

优势

(1) 华发股份股东背景强，具有较强的区

域竞争力。华发股份实际控制人为珠海市国资委，股东背景雄厚，在珠海有较强的区域竞争力。华发股份所在珠海区域经济保持平稳较快发展，2020年华发股份珠海全年完成销售288.30亿元，在珠海地区保持较高的市场占有率和品牌知名度。

(2)华发股份土地储备二三线城市占比高，区域分布较好；华发股份存货集中在二线城市及部分周边城市，项目储备质量较好。截至2020年底，华发股份土地储备主要分布于主要分布于武汉、湛江、绍兴、昆明、鄂州及绍兴等二三线城市。华发股份剩余可售项目主要集中在珠海和武汉等二线城市及周边城市。

(3)华发股份合同销售规模持续扩大。2020年，华发股份合同销售金额及面积均持续增长，分别同比增长30.59%和27.30%。

(4) 华发股份资产质量较好，债务结构合理。华发股份资产受限比例一般，整体资产质量较好；截至2021年3月底，华发股份长期债务占68.63%。

关注

(1) 受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，行业销售面临下滑压力。受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，房地产行业销售和回款承压；近年来随着房地产市场区域需求情况分化的加剧，部分三四线城市项目将面临一定的去化风险。

(2) 部分城市销售占比高，有一定的集中风险。2020年，华发股份珠海、南京、上海及武汉完成销售占比合计56.14%，销售集中度较高。

(3) 华发股份面临较大的项目开发建设支出压力。华发股份近年来销售规模增长较快，在建项目较多，在建面积较大，面临较大项目开发建设支出和项目管理压力。

(4) 华发股份所有者权益稳定性弱，债务负担仍较重且存在一定的债务集中到期压力。截至2020年底，少数股东权益占比为66.92%。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80.32%、70.17%和61.80%，

华发股份债务到期时间主要分布在3年以内，面临一定的集中兑付压力。

3. 优先级资产支持票据偿付能力分析

以 2020 年财务数据为基础，华发集团所有者权益（1342.73 亿元）、EBITDA（126.79 亿元）和经营性净现金流（306.65 亿元）对“20 华发大湾 ABN005 优先”本金（7.00 亿元）的覆盖倍数分别为 191.82 倍、18.11 倍和 43.81 倍，华发股

份所有者权益、EBITDA 和经营性净现金流对优先级资产支持票据本金的保障能力极强。

以 2020 年财务数据为基础，华发股份所有者权益（633.45 亿元）、EBITDA（77.30 亿元）和经营性净现金流（291.09 亿元）对“20 华发大湾 ABN005 优先”本金（7.00 亿元）的覆盖倍数分别为 90.49 倍、11.04 倍和 41.58 倍，华发股份所有者权益、EBITDA 和经营性净现金流对优先级资产支持票据本金的保障能力极强。

五、其他参与方尽职能力分析

跟踪期间，发起机构、受托人和资金保管机

构均未发生替换，履职情况稳定。

六、评级结论

联合资信对本期票据所涉及的基础资产信用表现、资产支持票据兑付情况、交易结构稳健性、法律要素以及参与机构履职状况进行了持续的关注，根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，联合资信确定维持本期票据“20 华发大湾 ABN005 优先”的信用等级为 AAA_{sf}，该评级结果反映了本期票据项下“20 华发大湾 ABN005 优先”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 共同债务人珠海华发集团有限公司信用分析

一、主体概况

跟踪期内，珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）股权结构和经营范围均无变化。截至 2021 年 3 月底，华发集团注册资本 11.20 亿元，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”）为华发集团唯一股东和实际控制人。

截至 2020 年底，华发集团资产总额 4877.83 亿元，所有者权益 1342.73 亿元（含少数股东权益 816.00 亿元）；2020 年，华发集团实现营业收入 1091.90 亿元，利润总额 79.30 亿元。

截至 2021 年 3 月底，华发集团资产总额 5189.81 亿元，所有者权益 1365.33 亿元（含少数股东权益 825.00 亿元）；2021 年 1—3 月，华发集团实现营业收入 267.36 亿元，利润总额 20.81 亿元。

华发集团住所：珠海市拱北联安路 9 号；法定代表人：李光宁。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保

证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 1 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年增速平均值)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

2 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用

的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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. 城镇失业率统计中，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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社

融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。

其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部疫情影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端

强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

三、行业及区域经济环境

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中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中国基

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，中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，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、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，中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设施建设作为突出重点、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投资建设重点，为城投企业提供了项目储备空间，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 2 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，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、绿色低碳、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：联合资信综合整理

3. 房地产行业

(1) 房地产行业概况

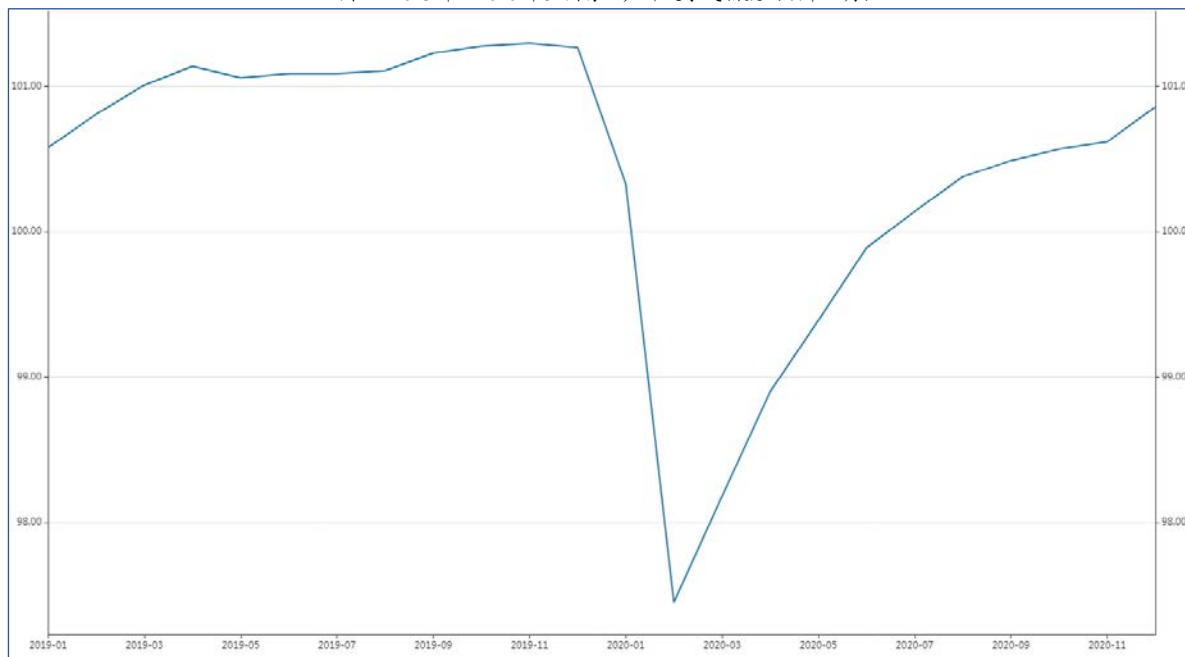
2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国

民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图1 2019年—2020年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020年，全国房地产开发投资完成额14.14万亿元，累计同比增长7.00%，增速较2019年下降2.90个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额10.44万亿元，累计同比增长7.6%，增速相较于2019年下降13.90个百分点；办公楼完成投资额0.65万亿元，累计同比增长5.4%，增速相较于2019年提升2.60个百分点；商业营业用房完成投资额1.31万亿元，累计同比下降1.1%，相较于2019年降幅收窄5.6个百分点。

施工方面，2020年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020年房屋新开工面积22.44亿平方米，同比下降1.20%，其中一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020年全国房屋施工面积达92.68亿平方米，同比增长3.70%，增速相较2019年下降5.00个百分点；同期全国房屋竣工面积9.12亿平方米，同比下降4.90%。

从销售情况来看，2020年，商品房销售面积17.61亿平方米，同比增长2.60%。其中，住宅销售面积15.49亿平方米（占87.96%），同比增长3.20%，增速较2019年增长1.70个百分点。

2020年，商品房销售金额为17.36万亿元，同比增长8.60%，增速较2019年增长2.20个百分点。其中，住宅销售金额15.46万亿元，同比增长10.80%，增速较2019年增长0.50个百分点。

（2）土地市场与信贷环境

2020年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4月起明显回升，房企到位资金增速较2019年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020年，房地产开发企业土地购置面积2.55亿平方米，同比下降1.10%；土地成交价款17268.83亿元，累计同比增长17.40%，基本恢复至2018年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020年1—3月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款977.49亿元，同比下降18.10%；4月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020年，房地产开发到位资金合计19.31万亿元，同比增长7.60%，增速相较2019年增长0.52个百分点。其中，国内

贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年

回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.46%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布

《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策。

表 4 2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等

渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债

率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。

3. 区域经济环境

珠海市经济水平和财政实力持续增强，享有独特的政策优势；随着粤港澳大湾区正式列入国家经济发展战略，港珠澳大桥的开通以及深珠城轨的建设，珠海市面临重要的发展机遇，华发集团外部发展环境良好。

华发集团位于广东省珠海市，珠海市是中国五个经济特区之一，享有独特的政策优势。珠海市自然条件优越，地处广东省珠江口的西南部，东与香港隔海相望，南与澳门相连，设有拱北、九洲、珠海港、万山、横琴、斗门、湾仔和跨境工业区共 8 个国家一类口岸。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连接的唯一城市，以及粤港澳大湾区重要的节点城市，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。2019 年 5 月，深珠城轨正式获得中国铁路总公司、广东省人民政府批复。在粤港澳大湾区协同发展的大背景下，深珠通道建设与广深港高铁香港段开通、港珠澳大桥正式通车以及广珠城轨横琴段即将通车，珠海市将形成粤港澳大湾区 1 小时城际交通网络圈，未来发展前景较好。

近年来，珠海市区域经济实力持续增强。根据《珠海市国民经济和社会发展统计公报》，2018—2020 年，珠海市分别实现地区生产总值（GDP）2914.7 亿元、3435.9 亿元和 3481.9 亿元，同比增速分别为 8.0%、6.8% 和 3.0%。分产业看，2020 年珠海市第一产业增加值 60.0 亿元，增长 1.6%，对地区生产总值增长的贡献率为 0.9%；第二产业增加值 1510.9 亿元，增长 1.8%，对地区生产总值增长的贡献率为 29.4%；第三产业增加值 1911.1 亿元，增长 4.1%，对地区生产总值增长的贡献率为 69.7%。三次产业的比例为 1.7:43.4:54.9。

2018—2020 年，珠海市固定资产投资规模持续扩大。2020 年，珠海市完成固定资产投资 2230.4 亿元，比上年增长 13.1%。其中，房地产

开发投资 1075.8 亿元，增长 20.4%。分产业看，第二产业投资 343.4 亿元，增长 18.1%；第三产业投资 1883.3 亿元，增长 12.1%。工业投资 345.2 亿元，增长 18.4%，工业投资中的制造业投资 233.4 亿元，增长 16.8%。

2018—2020 年，珠海市分别实现一般公共预算收入 331.5 亿元、344.5 亿元和 379.1 亿元，同比增速分别为 5.4%、3.9% 和 10.1%。2020 年，珠海市实现税收收入 296.7 亿元，增长 4.5%，占一般公共预算收入的比重为 78.3%，收入质量较好。同期，珠海市一般公共预算支出 677.6 亿元，增长 10.0%；珠海市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 55.95%，自给率一般。2018—2020 年，珠海市分别实现政府性基金收入 333.1 亿元、433.7 亿元和 563.8 亿元。

四、基础素质分析

1、企业规模

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，以城市运营、房地产开发、金融服务和产业投资为核心业务。跟踪期内，华发集团在经营规模、品牌影响力和多元化发展等方面具的优势持续。

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。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、金融服务和产业投资等核心业务板块居珠海市第一。

华发集团已形成以城市运营、房产开发、金融服务、产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”）及香港庄臣控股有限公司（股票代码：HK.01955，以下简称“庄臣控股”）负责；房产开发业务由华发股份负责运营；金融服务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；产业投资业务主要由珠海华发实体产业投资控股有限公司（以下简称“华实控股”）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。

2、企业信用记录

华发集团过往债务履约情况良好。

根据华发集团提供的中国人民银行征信管理平台《企业信用记录》（授信机构版），截至2021年5月7日，华发集团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，上述款项均已正常收回。

五、管理分析

截至2021年3月底，华发集团董事会成员6人，原董事徐荣先生由于退休不再担任华发集团董事，珠海市国资委正在斟酌华发集团空缺董事名单，并将尽快委派到位。联合资信将持续关注华发集团空缺董事到位情况。

跟踪期内，华发集团法人治理结构、管理体制和管理制度无重大变化。

六、重大事项

1、收购华灿光电股份有限公司

华发集团全资子公司华实控股通过定增及协议转让方式控股华灿光电股份有限公司（以下简称“华灿光电”）。

2020年10月16日，华灿光电收到中国证券监督管理委员会《关于同意华灿光电股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》（证监许可〔2020〕2575号）的核准，同意其向包括华实控股在内的五名特定投资者发行股票的注册申请。新增股份于2020年12月18日上市，华实控股获配价格为10.13元/股，累计认购金额为13.10亿元。通过此次定增，华实控股持有华灿光电10.43%的股份。

2021年1月22日，华灿光电披露了《关于公司股东签署〈股份转让协议〉的提示性公告》（公告编号：2021-004），Jing Tian I、Jing Tian II、Kai Le和上海灿融创业投资有限公司（已更名为“上海灿融实业有限公司”，以下简称“上海灿融”）与华实控股签署的《关于华灿光电股份有限公司之股份转让协议》，Jing Tian I、Jing Tian II和Kai Le将其持有的华灿光电共计159,088,014股股份（其中Jing Tian I持有113,400,000股、Jing Tian II持有9,264,375股、Kai Le持有36,423,639股）转让予华实控股，交易对价为11.63元/股，总对价为18.50亿元；上海灿融于2021年1月22日与华实控股签署了《关于华灿光电股份有限公司之股份转让协议》，将其持有的华灿光电20,000,000股股份转让予华实控股，交易对价为11.63元/股，总对价为2.33亿元。若本次权益变动全部完成，华实控股将通过直接持股的方式合计持有华灿光电表决权的股份数量为308,406,868股，占华灿光电总股本的24.87%，为其第一大股东。本次交易转让股份的过户登记手续已于2021年3月26日完成，本次权益变动不涉及要约收购，上述交易无业绩承诺。2021年5月9日，华灿光电公告《关于公司控股股东和实际控制人变更的提示性公告》显示，华实控股为华灿光电控股

股东，华灿光电实际控制人为珠海市国资委。

华灿光电从事化合物光电半导体材料与器件的研发、生产和销售业务，主要产品为 LED 外延片及全色系 LED 芯片，为国内第二大 LED 芯片供应商，国内最大显示屏芯片供应商。截至 2020 年底，华灿光电资产总额 110.34 亿元，所有者权益 63.08 亿元；2020 年，华灿光电实现营业收入 26.44 亿元，利润总额 0.17 亿元。

2、收购维业股份股权

华实控股通过协议转让方式完成收购维业股份 29.99% 股权实现控股。

维业股份控股股东深圳市维业控股有限公司（以下简称“维业控股”）、实际控制人张汉清先生与华实控股于 2020 年 4 月 3 日签署了《股权收购协议》，并于 2020 年 6 月 12 日签订了《股权收购协议之补充协议》。根据上述协议，维业控股通过协议转让的方式将其合计持有的维业股份 62,411,589 股（占总股本的 29.99%），按照 11.5381 元/股的价格协议转让给华实控股，转让对价总金额为人民币 715,742,344 元。维业控股、张汉清先生及其一致行动人张汉洪、张汉伟先生一致同意放弃本次股权转让后各方共持有的维业股份剩余股份合计 33,976,267 股（占总股本的 16.3263%）的表决权，以确保华实控股成为维业股份的控股股东。上述交易无业绩承诺。

截至 2020 年 8 月 13 日，维业控股协议转让给华实控股的无限售流通股 62,411,589 股（占其总股本的 29.99%）已全部在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完成了过户登记手续。华实控股成为维业股份单一拥有表决权比例最大的股东，为维业股份的控股股东。

维业股份是以建筑装饰设计与施工为主的综合性企业，主要为大型房地产、政府机构、大型企业、高档酒店等提供装饰设计和施工服务，拥有建筑装饰施工设计等多项专业壹级、甲级资质。截至 2020 年底，维业股份资产总额 29.97 亿元，所有者权益 10.69 亿元（含少数股

东权益 0.42 亿元）；2020 年，维业股份实现营业收入 21.11 亿元，利润总额 0.64 亿元。

3、控股光库科技

华实控股通过参与定增、股权转让及表决权委派的方式控股珠海光库科技股份有限公司（简称“光库科技”）。

2020 年 10 月 12 日，光库科技收到中国证监会出具的《关于同意珠海光库科技股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》（证监许可〔2020〕2444 号），同意其向包括华实控股在内的特定对象发行股票募集资金的注册申请。本次发行价格为 42.04 元/股，华实控股获配金额为 679,999,984.84 元。2020 年 12 月 18 日，华发控股通过参与定增持有光库科技 14.91% 的股权。

2021 年 1 月 16 日，华实控股与光库科技控股股东 Infinimax Assets Limited（以下简称“Infinimax”）及股东 Pro-Tech Group Holdings Limited（以下简称“Pro-Tech”）、XL Laser (HK) Limited（以下简称“XL Laser”）签订了股权转让协议及三方合作协议：华实控股与 Infinimax 通过协议转让的方式将其持有的 6,045,885 股（占光库科技总股本 5.57%）按照 45 元/股的价格协议转让给华实控股，转让对价金额为人民币 272,064,825 元；Pro-Tech 将持有光库科技 3,771,220 股（占光库科技总股本 3.48%）按照 45 元/股的价格协议转让给华实控股，转让对价金额为人民币 169,704,900 元。华实控股合计受让上述股东持有的光库科技股份 9,817,105 股（占光库科技总股本 9.05%）。Pro-Tech 同意自本次股份转让完成之日，放弃其持有的光库科技 10.67% 的表决权；XL Laser 放弃其持有的光库科技 5.62% 的表决权、提名和提案权、参会权、监督建议权等相关权利并委托予华实控股行使，以确保华实控股成为上市公司控股股东。

2021 年 2 月 23 日，上述股权转让已完成过户登记手续，华实控股持有光库科技 23.95% 的股权及受托 5.62% 的表决权，合计控制光库科技 29.57% 股份的表决权，成为光库科技控股

股东。

光库科技成立于 2000 年 11 月，是从事光纤器件和芯片集成的国家高新技术企业，产品应用在光纤激光、光纤通讯、量子技术和 5G 等多个领域。截至 2020 年底，光库科技资产总额 16.22 亿元，所有者权益 14.03 亿元；2020 年，光库科技实现营业收入 4.92 亿元，利润总额 0.64 亿元。

4、参与北大方正集团有限公司重组

华发集团将代表珠海市国资委参与北大方正集团有限公司重组事宜，受让重组后新方正集团 21.90~30.00% 的股权。

2021 年 1 月 19 日，华发集团收到北大方正集团有限公司（以下简称“方正集团”）管理人通知，确定由华发集团代表珠海市国资委与中国平安保险（集团）股份有限公司（以下简称“平安集团”）、深圳市特发集团有限公司（以下简称“特发集团”）组成联合体作为方正集团重整投资者。

2021 年 4 月 30 日，管理人与重整投资者签订《重整投资协议》，以此为基础制定本次重整计划的草案，该草案须提交方正集团债权人会议表决，并经人民法院裁定批准后方能生效，尚具有一定不确定性。

华发集团（代表珠海市国资委）与平安集团将按照 3: 7 的比例受让新方正集团不低于 73% 股权，剩余部分将抵偿给选择以股抵债的债权人。本次支付对价金额及持股比例取决于债权人受偿方案选择情况，华发集团将以 158.775~217.5 亿元对价受让新方正集团 21.90%~30.00% 股权。华发集团所代表的珠海投资主体为华发集团、珠海格力集团有限公司、珠海大横琴集团有限公司共同成立的有限合伙企业，出资比例为 51:29:20。根据 2021 年 5 月 11 日华发集团发布公告显示，该项事宜不会对华发集团经营产生重大影响。

截至本报告出具日，该项交易尚无最新进展，联合资信将持续跟踪此项交易进展。

七、经营分析

1. 经营概况

华发集团目前已形成以城市运营、房产开发、金融服务、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。跟踪期内，华发集团营业收入快速增长，但受低毛利率水平的大宗商品批发收入占比提升及房地产开发毛利率下降影响，综合毛利率同比下滑。

2020 年，华发集团实现营业收入 1091.90 亿元，同比增长 37.75%。同期，受低毛利率水平的大宗商品批发收入占比提升及房地产开发毛利率下降综合影响，华发集团综合毛利率同比下降 4.08 个百分点。

分业务看，华发集团房地产销售收入 2020 年同比增长 50.43% 至 477.68 亿元，占营业收入比重为 43.75%；业务毛利率较 2019 年下降 14.92 个百分点至 25.37%。土地一级开发收入 2020 年为 25.21 亿元，同比下降 43.43%，主要系土地出让面积下降等因素导致；业务毛利率 42.39%，同比下降 26.83 个百分点，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。2020 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 499.11 亿元，同比增长 37.48%；同期，大宗商品批发业务毛利率为 0.24%；金融业务作为华发集团核心突破板块，全牌照业务格局逐步完善，对利润形成良好补充。2020 年，华发集团实现金融收入 22.48 亿元，同比增长 52.71%，业务毛利率为 84.01%。

2021 年 1—3 月，华发集团实现营业收入 267.36 亿元，同比增长 33.92%，主要来自于房地产销售收入和大宗商品批发收入的增加；综合毛利率为 14.15%，同比下降 1.73 个百分点，主要由于房地产开发业务毛利率下降及毛利率低的大宗商品批发业务收入占比提升。

表 5 华发集团营业收入构成与毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	317.55	40.06	30.29	477.68	43.75	25.37	97.41	36.44	29.86
土地一级开发	44.57	5.62	69.22	25.21	2.31	42.39	-	-	-
大宗商品批发	363.05	45.80	0.26	499.11	45.71	0.24	133.18	49.82	0.17
物业服务	21.10	2.66	11.71	28.61	2.62	12.64	7.80	2.92	14.11
汽车销售	4.29	0.54	7.32	2.90	0.27	6.78	0.71	0.26	8.65
金融业务	14.72	1.86	72.97	22.48	2.06	84.01	5.58	2.09	87.30
酒店会展服务	5.09	0.64	15.88	2.11	0.19	-111.94	0.53	0.20	-33.12
其他业务	22.33	2.82	21.22	33.80	3.09	31.80	22.14	8.28	84.28
合计	792.69	100.00	18.55	1091.90	100.00	14.47	267.36	100.00	14.15

注：金融业务收入包括利息收入、手续费及佣金收入及其他金融收入等；其他业务收入包括文体教育收入、建筑装饰设计、租赁收入、服务费收入、广告收入和停车费收入等；合计数不等于分项之和系四舍五入

资料来源：联合资信根据华发集团审计报告和财务报表整理

2. 业务经营分析

（1）房地产开发

房地产业务始终是华发集团主业核心利润来源。跟踪期内，华发股份继续深耕珠海市场，布局核心一、二线城市，在区域地位、市场影响力和品牌认知度方面具备显著优势。但联合资信关注到随着在建项目扩张，华发股份面临较大资本支出压力。此外，房地产业务盈利水平易受区域房地产市场行情、宏观调控及房地产政策等影响，收益实现存在不确定性。

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，拥有较为独立的经营权。截至 2020 年底，华发股份合并资产总额 3218.44 亿元，负债合计 2584.99 亿元，所有者权益 633.45 亿元，其中归属于母公司所有者权益 209.53 亿元。截至 2021 年 3 月底，华发股份合并资产总额 3405.90 亿元，负债合计 2741.95 亿元，所有者权益 663.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 214.84 亿元。

2020 年，华发股份实现营业收入 510.06 亿元，同比增长 53.87%；其中，房地产销售收入 481.12 亿元，同比增长 51.61%。分区域看，2020 年房地产销售收入中珠海地区占比 30.42%，华南大区（不含珠海）占比 12.67%，华东大区占比 44.59%，北方大区占比 12.31%；珠海地区作为华发股份发展战略大本营是房地产销售收入的重要来源之一，但占比不断下降，华东大区及

北方大区占比大幅提升，已反超珠海地区。业务毛利率方面，2020 年华发股份房地产销售板块毛利率为 25.19%，同比下降 5.12 个百分点。2021 年一季度，华发股份实现营业收入 63.70 亿元，同比下降 29.49%；综合毛利率为 26.94%，同比提升 1.47 个百分点。

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。区域布局方面，目前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，围绕“立足珠海、面向全国”的发展思路，形成以珠海为战略大本营，北京、上海、广州、深圳、武汉、南京、杭州、成都、苏州、郑州、大连等一线城市及重点二线城市为发展重点的战略布局。目前，华发股份业务已拓展至全国 40 个主要城市，形成了珠海大区、华东大区、华南大区、北方大区及北京区域的“4+1”全国性战略布局。

受益于项目储备的增加，跟踪期内华发股份项目开发步伐持续加快，新开工面积、期末在建面积大幅提升。2020 年，华发股份新开工面积同比增长 13.69%至 739.71 万平方米，主要集中在武汉、珠海、苏州和杭州等；随着在建项目的持续投入，期末在建面积 1776.54 万平方米，同比增长 29.96%；年内竣工面积 315 万平方米，同比增长 12.64%。

表 6 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	2019 年	2020 年
新开工面积	650.61	739.71
竣工面积	279.66	315.00
期末在建面积	1367.02	1776.54
合同销售面积	395.91	504.00
合同销售金额	922.73	1205.00
合同销售均价	2.33	2.39

资料来源: 联合资信根据华发股份年度报告整理

销售方面, 随着项目开发步伐不断加快, 竣工及开启预售的项目不断增加, 跟踪期内华发股份销售业绩快速提升。2020 年, 华发股份实现签约销售面积 504.00 万平方米, 同比增长 27.30%, 签约销售额 1205.00 亿元, 同比增长 30.59%, 销售均价同比上升 2.58%至 2.39 万元/平方米, 与不同城市的房地产价格不同有较大关联。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。得益于全国化布局战略的加快实施, 华发股份销售业绩快速增长; 华东地区签约销售 214.54 亿元, 占比 44.59%; 其次为珠海区域, 实现签约销售 146.38 亿元, 占比 30.42%; 华南区域和北方区域分别完成签约销售 60.95 亿元和 59.25 亿元。从销售结构来看, 华发集团业务布局趋于合理, 有效避免了因市场单一带来的风险。

土地储备方面, 截至 2020 年底, 华发股份共拥有 34 个项目的土地储备, 规划计容面积 805.81 万平方米, 项目储备充足。华发集团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: 在长三角区域及长江经济带的土地储备面积占比为 56.69%, 在粤港澳大湾区的土地储备面积占比为 41.64%, 从土地储备的地理区域分布来看, 华发集团对核心城市群的布局将进一步加强。华发股份在建和储备房地产项目投资规模大, 一方面为华发集团未来销售收入提供支撑, 另一方面也为华发集团带来了一定的资金压力。

(2) 城市运营

华发集团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; 但考虑到华发集团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。跟踪期内, 华发集团一级土地开发收入明显放缓, 回款情况同比下滑明显; 同时, 联合资信关注到华发集团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。

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。

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主要包括三部分: 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。

2020 年，华发城市运营实现土地一级开发

收入 25.21 亿元，同比下降 43.43%，收入主要来自金湾航空新城、高新区北围、珠海北站 TOD 和富山工业园；截至 2020 年底土地一级开发业务累计回款 247.62 亿元，2020 年，华发集团土地一级开发业务获得回款 12.67 亿元，回款情况较差。同期，华发城市运营土地一级开发业务毛利率 42.39%，同比下降 26.83 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。

表 7 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		
	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年
土地出让数量	5	0	0	2	7	4	2	1	1	1	3	0
出让建筑面积	34.96	0.00	0.00	26.81	87.10	33.92	23.87	3.08	19.02	3.60	14.00	0.00
分成收入	12.00	0.00	0.00	5.48	25.58	1.54	2.14	0.29	3.08	7.76	9.54	0.00
结转开发成本	2.00	0.00	0.00	1.62	2.94	1.02	0.96	0.22	1.36	3.94	2.03	0.00
开发收益	10.00	0.00	0.00	3.85	26.03	0.52	1.18	0.07	1.72	3.82	1.97	0.00
毛利率	83.12	0.00	0.00	70.36	89.85	33.77	55.20	25.34	55.84	49.23	49.23	0.00

项目	珠海北站 TOD			斗门一河两岸			富山工业园		
	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年
土地出让数量	8	4	4	1	0	1	5	1	0
出让建筑面积	32.65	23.61	52.94	4.17	0.00	9.44	83.62	18.41	0
分成收入	9.33	5.53	8.20	2.39	0.00	5.64	9.65	8.54	6.75
结转开发成本	0.00	0.00	0	2.39	0.00	5.64	8.96	7.91	6.51
开发收益	9.33	5.53	8.20	0.00	0.00	0.00	0.69	0.63	0.24
毛利率	100.00	100.00	100.00	0.00	0.00	0.00	7.10	7.41	3.56

资料来源：华发集团提供

截至 2021 年 3 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 298.52 亿元，已完成投资 205.08 亿元。2021 年 4—12 月、

2022 年和 2023 年，华发集团土地一级开发业务预计分别投资 8.34 亿元、10.85 亿元和 22.36 亿元。

表 8 截至 2021 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	开发面积	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
				2021 年 4—12 月	2022 年	2023 年
十字门中央商务区	5.77	81.60	74.42	2.02	2.5	2.50
金湾航空新城	3.80	35.00	30.77	0.76	1.73	1.73
保税区二期	2.30	25.09	7.75	0.70	0.70	4.50
高新区北围	4.96	59.33	26.44	0.47	0.64	6.00
富山产业新城	2.52	60.00	48.63	2.04	2.40	3.11
斗门一河两岸	10.00	20.00	10.52	0.67	0.88	2.20

珠海北站 TOD	1.46	17.50	6.55	1.68	2.00	2.32
合计	30.81	298.52	205.08	8.34	10.85	22.36

注：部分项目计划总投资规模随项目进展有调整
资料来源：华发集团提供

根据华发集团提供的预测数据，2021—2025 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 170 亿元。但联合资信关注到，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，华发集团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

华发集团开发的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、横琴金融服务基地、高新区北围智谷园芯和富山智选小镇生活重心等项目。建筑类型涉及写字楼、酒店、

会议中心、SOHO 办公、商务公寓等。华发集团利用自有资金拿地开展项目建设，建设完工对外出租或运营，未来以经营性收入来平衡资金投入。

截至 2021 年 3 月底，华发集团已建成经营性项目包括会展商务组团（一期）、横琴国际金融中心大厦、上冲 TOD 项目和横琴金融服务基地等，累计投资额近 170 亿元。

截至 2021 年 3 月底，华发城市运营自营项目计划总投资 330.56 亿元，已完成投资 101.56 亿元，未来仍需投入 229.00 亿元，待投资规模较大。

表 9 截至 2021 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	计划总投资	已完成投资	计划投资额		
			2021 年 4—12 月	2022 年	2023 年
会展商务组团（二期）	42.00	21.64	4.97	7.69	7.69
高新北围智谷园芯	17.63	9.67	2.39	5.57	0.00
圣博立科创园	6.20	3.48	2.72	0.00	0.00
富山智选小镇生活中心	23.68	10.41	6.21	3.53	3.53
富山科创中心	11.10	2.84	1.25	7.02	0.00
富山产业服务中心	5.33	4.31	1.02	0.00	0.00
北山区域城市更新	151.00	13.51	10.26	21.21	21.21
工人文化宫	55.00	31.21	3.66	9.75	9.75
锦塘湾酒店	9.60	2.19	0.56	3.43	3.43
东澳岛酒店	9.02	2.30	1.19	2.77	2.77
合计	330.56	101.56	34.23	60.97	48.38

注：部分项目计划总投资规模随项目进展有调整
资料来源：华发集团提供

土地储备

除一级土地开发外，截至 2021 年 3 月底华发集团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 56 宗、占地面积合计 221.27 万平方米、计容建筑面积 549.23 万平方米的土地使用权，账面价值 191.65 亿元，土地性质包括住宅、商业、办公和酒店。

（3）金融业务

跟踪期内，作为华发集团核心突破板块的

金融板块业务快速发展，全牌照业务格局逐步完善，营收和投资收益快速增长，可对华发集团收入和利润形成一定补充；同时，华发集团金融业务尚处于培育期，市场竞争力较弱；受强监管、合规趋严的影响，华发集团风控团队有待补充，风控能力有待提升。

华发集团金融板块经营主体主要是华发投资和华发财务。

华发集团金融板块收益包括计入营业收入的手续费及佣金收入、利息收入、其他金融收入

等及对外投资所获取的投资收益。随着金融业务逐渐成熟带动金融收入不断增长，2020年华发集团金融收入为22.48亿元，同比增长52.72%。2020年，华发集团金融收入中利息收入11.24亿元、手续费及佣金收入5.35亿元、其他金融收入5.89亿元。

华发集团投资收益主要系参股华润银行、珠海农商行及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。2020年，华发集团实现投资收益22.51亿元。其中，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）为0.03亿元；权益法核算的长期股权投资收益为13.79亿元；持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益为3.01亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（交易性金融资产）在持有期间的投资收益为-2.01亿元。

（4）产业投资

跟踪期内，华发集团通过并购上市公司股权，逐步转向产业投资，投资规模进一步扩大。需持续关注并购上市公司业绩及未来资源整合情况。

华发集团利用自身产业与资金优势，成立实业投资板块，以华实控股为核心平台，投资主体包括华金资本（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，委托华发集团经营管理）等，重点布局高端制造、医疗健康、互联网与新兴科技等新兴产业领域，覆盖全生命周期实业投资体系。截至2021年3月底，华实控股管理各类基金65支，规模达415亿元，累计投资行业领军企业和高成长性创新企业308个，74个项目进入资本市场，金额超150亿，增值率超过60%，其中23个以高成长性入选投资价值榜单。

2016年11月，珠海市政府决定组建珠海基金，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。珠海基金首期规模100.00亿元，其中华发集团认缴出资26.80亿元，华发投控出资42.20亿元，其余资金来自珠海格力集团有限公司和横琴金融投资集团有限公司，纳入华发集团合并报表。截至2021年3月底，珠海基金已签署合伙协议的子基金及项目共计29个，基础设施类子基金3支，产业类子基金及项目26个，基金总规模921.94亿元，其中珠海发展投资基金（有限合伙）认缴出资105.94亿元，社会资本方认缴出资816.00亿元。2020年，珠海发展投资基金（有限合伙）取得投资收益12231.46万元，累计取得投资收益35364.06万元。产业投资基金合作伙伴包括IDG资本、华金资本、弘晖资本、鲲鹏资本等一线投资机构，重点布局高端制造、医疗健康、人工智能等产业方向，助力珠海产业升级。

除基金投资外，2020年以来，华实控股积极布局产业投资，分别通过参与定增、协议转让、表决权委派等方式收购华灿光电、光库科技和维业股份三家上市股权。随着华发集团产业投资规模扩大及板块扩张，华发集团产业投资板块完善，竞争实力进步一增强。

（5）配套服务

配套服务板块丰富了华发集团业务多样性，为营业收入提供了重要支撑，但其中大宗商品批发业务毛利率低，盈利能力弱。

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业务和汽车销售业务。

截至2020年底，华发商贸总资产103.52亿元，所有者权益9.37亿元；2020年实现营业收入388.63亿元，净利润0.44亿元。截至2021年3月底，华发商贸总资产177.14亿元，所有者权益9.64亿元，2021年1-3月实现营业收入107.37亿元，净利润0.21亿元。

①大宗商品批发

华发集团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。华发集团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。

大宗商品批发业务主要由华发商贸和香港华发负责，贸易品种涵盖钢材、燃料油、化工产品、铜矿石、LCD 液晶屏、有色金属等。受下游客户需求及华发集团风控要求等影响，近年华发集团主要贸易品种有所变化：有色金属和铜矿石为华发集团近年贸易板块主要收入来源，2020 年有色金属贸易规模及收入占比已超过 90%。

近年来，在满足风控要求的情况下华发集团不断扩大贸易量，带动大宗商品批发业务规模持续提升。2020 年和 2021 年一季度，华发集团分别实现大宗商品批发收入 499.11 亿元和 133.18 亿元；同期，受行业特性和业务模式影响，华发集团大宗商品批发业务毛利率维持在低水平，分别为 0.24% 和 0.17%。

从上下游及结算方式看，华发集团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。2020 年，华发集团前五大供货商采购金额占比 39.15%，集中度较上年有所下降（2019 年为 46.05%），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。2020 年，华发集团前五大销售商销售金额占比合计 32.56%，集中度较上年上升 5.44 个百分点。

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，子公司经销品牌包括上海大众、雪佛兰、广汽传祺、斯柯达等。

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。

近年来，乘用车行业景气度下行导致华发汽车乘用车销量逐年下降。2020 年，华发集团实现汽车销售收入 2.90 亿元，同比下降 32.40%；同期，华发集团汽车销售业务毛利率为 6.78%，同比下滑 0.54 个百分点。

现代服务

华发集团现代服务板块主要由珠海华发物业管理服务有限公司（以下简称“华发物业”）负责，包括生产型服务业、城市生活型服务业与综合型服务业，涵盖物业服务、酒店管理及会展服务等多项业务。

① 物业服务

华发现代服务物业管理业务主要由子公司华发物业负责，服务范围包括现场服务、楼宇接收服务、保洁清洁服务、安全秩序维护、设施设备运行维护、园林规划施工与绿化保养、安防智能化设计施工、物业管理业务咨询、顾问服务等，业务遍及珠海、广州、武汉、北京等二十余个大中城市。目前，华发物业进行管理的物业主要为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政府机关和市政设施等；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 2021 年 3 月底，华发物业进行物业服务的面积达 2262.00 万平方米，其中内部项目物业管理面积 2070.60 万平方米，外部项目物业管理面积 191.40 万平方米。

近年来，华发股份商品房项目的持续销售带动华发物业服务的物业项目量持续增加。2020 年，华发集团分别实现物业管理收入 28.61 亿元，同比增长 35.59%；同期，华发集团物业管理业务毛利率为 12.64%。

② 会展及酒店服务

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。

受疫情影响，2020年，华发集团酒店会展收入为2.11亿元，同比下降58.55%；毛利率为-111.94%。

3. 经营效率

华发集团整体经营效率尚可。

2020年，华发集团销售债权周转次数较上年有所下降，为13.39次；存货周转次数及总资产周转次数有所上升，分别0.43次和0.26次。同行业对比来看，华发集团2020年的三项指标除销售债权周转次数外均低于样本企业平均值。

表10 2020年同行业公司经营效率情况对比（单位：次）

公司全称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
无锡产业发展集团有限公司	7.43	12.30	0.94
杭州市国有资本投资运营有限公司	3.75	3.25	0.49
广州市城市建设投资集团有限公司	4.60	1.87	0.15
上述样本企业平均值	5.26	5.81	0.53
华发集团	13.39	0.43	0.26

资料来源：联合资信整理

4. 未来发展

“十四五”时期，华发集团将积极落实“1+3”发展模式，完善业务布局、持续提升经营能力，全力贯彻中央、省、市的决策部署，以“科技+”战略为统领，围绕“战略引领、改革创新、精细管理、提质增效”的年度主基调，一方面推动存量业务纵深发展、实现增量业务外延扩张，助力集团整体实力增强；另一方面积极落实“双百行动”，深化精细化管理、强化科技赋能、推进党建工作，实现质量变革、效率变革、动力变革，推动集团高质量发展，为集团打造上市公司集群、冲刺世界500强的目标奠定坚实的基础。

八、财务分析

1. 财务概况

华发集团提供了2020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2021年一季度财务数据未经审计。

截至2021年3月底，华发集团拥有纳入合并范围的子公司766家，含华发股份控股子公司529家。2020年，华发集团新增纳入合并范

围子公司119家，其中通过非同一控制下企业合并取得子公司8家，其余系新设子公司；减少子公司3家，其中注销子公司2家。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2020年底，华发集团资产总额4877.83亿元，所有者权益1342.73亿元（其中少数股东权益816.00亿元）；2020年，华发集团实现营业收入1091.90亿元，利润总额79.30亿元。

截至2021年3月底，华发集团资产总额5189.81亿元，所有者权益1365.33亿元（其中少数股东权益825.00亿元）；2021年1—3月，华发集团实现营业收入267.36亿元，利润总额20.81亿元。

2. 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。

华发集团资产总额截至2020年底为4877.83亿元，同比增长34.81%，其中流动资产占81.90%，非流动资产占18.10%，以流动资产为主。

截至2020年底，华发集团流动资产较2019年底增长32.88%至3994.87亿元，主要由存货、货币资金及其他流动资产等构成，分别占比62.43%、15.24%和9.22%。

截至2020年底，华发集团货币资金较2019年底增长34.76%至608.82亿元，主要由银行存款（占比91.90%）及存放中央银行法定存款准备金（占比5.19%）组成，其中受限货币资金59.67亿元，主要为存放中央银行法定存款准备金、质押存款和汇票保证金；华发集团存放同业及其他金融机构款项快速增长，截至2020年底存放同业及其他金融机构款项为166.70亿元，较2019年底增长112.37%，全部为存放境内银行同业款项；华发集团交易性金融资产主要为购买的债券、信托计划和理财产品等，截至2020年底为67.16亿元，较2019年底下降17.81%，主要系债券投资减少所致，年末交易性金融资产中20.89亿元债券投资为卖出回购业务设定质押，2.45亿元债券投资为债券借贷业务设定质押；预付款项为92.28亿元，较2019年底增长39.79%，主要为预付珠海市、武汉市、成都市等地国土相关部门的土地出让金；华发集团应收账款较2019年底增长32.18%至77.89亿元，其中应收珠海市富山工业园管理委员会及珠海市金湾财政局款项分别占比25.81%和25.09%，集中度高，累计计提坏账准备3.27亿元，计提比率4.03%；其他应收款为43.45亿元，较2019年底下降1.31%，主要由应收土地竞买保证金和代垫款项构成；其他流动资产较2019年底增长39.62%至372.29亿元，主要由拆出款项及其他（291.65亿元）、预交税费（55.29亿元）和委托贷款（11.02亿元）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。截至2020年底为2493.89亿元，较2019年底增长32.09%。其中，开发成本2154.43亿元，较2019年底增长36.67%，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上海颀桥项目、绍兴国际金融活力城、南京秦淮G05项目、

工人文化宫综合体项目等；开发产品322.97亿元，较2019年底增长17.68%，主要新增完工项目包括佛山华发四季、上海闵行七宝项目、珠海绿洋湾花园及苏州太仓院子等。

截至2020年底，华发集团非流动资产较2019年底增长44.28%至882.96亿元，主要由长期股权投资（占37.60%）、可供出售金融资产（占14.07%）、固定资产（占11.70%）和投资性房地产（占16.70%）构成。

华发集团可供出售金融资产较2019年底增长21.16%至124.24亿元，其中可供出售债务工具94.70亿元，其余为可供出售权益工具；长期股权投资较2019年底增长40.89%至331.96亿元，主要系增加金融类及房地产类参股子公司的投资；华发集团投资性房地产147.46亿元，较2019年底增长94.33%，主要系经营出租物业增加所致，其中97.19亿元已用于借款设定抵押；固定资产103.34亿元，较2019年底增长了14.36%，主要为房屋及建筑物。

表 11 2020 年底华发集团主要对外投资情况

（单位：亿元、%）

被投资单位	金额	持股比例	会计科目
珠海华润银行股份有限公司	40.88	21.02	长期股权投资
深圳融华置地投资有限公司	34.30	49.00	长期股权投资
上海华泓恒盛房地产开发有限公司	25.80	49.99	长期股权投资
珠海工智股权投资基金（有限合伙）	18.57	16.64	可供出售金融资产
珠海农智股权投资基金（有限合伙）	18.53	16.66	可供出售金融资产
珠海华金资本股份有限公司	13.94	28.46	长期股权投资
横琴华通金融租赁有限公司	8.35	35.00	长期股权投资
厦门国际银行股份有限公司	9.15	2.42	可供出售金融资产
珠海农村商业银行股份有限公司	7.24	9.90	长期股权投资
IDG 成长基金	6.04	10.31	可供出售金融资产

资料来源：联合资信根据华发集团审计报告整理

截至2021年3月底，华发集团资产总额5189.81亿元，较2020年底增长34.81%，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2021年3月底，华发集团受限资产账面价值合计1055.80亿元，受限比例20.34%，以存货、货币资金、固定资产和投资性房地产为主。

3. 负债和所有者权益

跟踪期内，受永续债发行、少数股东权益及留存收益增加影响，所有者权益规模快速增长，其中少数股东权益占比较大；跟踪期内华发集团有息债务规模持续增长，整体债务负担较重。

(1) 所有者权益

截至2020年底，华发集团所有者权益较2019年底增长25.41%至1342.73亿元。其中，实收资本11.20亿元，较2019年底未发生变化；资本公积221.21亿元，较2019年底增长26.53%，主要系主要系华发集团无偿受让城建集团、珠海市纺织工业集团公司、珠海市安居集团有限公司100%股权，确认资本公积57.40亿元；其他权益工具230.30亿元，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816.00亿元，较2019年底增长17.46%，主要系华发股份吸收少数股东投资及发行永续债券。

截至2021年3月底，华发集团所有者权益1365.33亿元，较2020年底增长1.68%。

(2) 负债

截至2020年底，华发集团负债总额较2019年底增长38.75%至3535.10亿元，流动负债和非流动负债分别占比60.53%和39.97%。

截至2020年底，华发集团流动负债合计2139.82亿元，较2019年底增长35.94%。其中，短期借款为277.57亿元，较2019年底增长46.63%，以保证借款（98.26亿元）、信用借款（87.00亿元）和抵押借款（77.49亿元）为主；应付账款为323.05亿元，较2019年底增长162.62%，主要系应付工程款增加；其他应付款较2019年底增长53.23%至250.93亿元，主要由往来及拆借款（180.03亿元）、土地增值税准备金（38.29亿元）、押金及保证金（14.90亿元）等构成；一年内到期的非流动负债为376.05亿元，主要为一年内到期的长期借款（占57.35%）和一年内到期的应付债券（占41.29%）；其他流

动负债194.55亿元，较2019年底增长58.19%，主要由超短期融资券（99.50亿元）、短期公司债（15.00亿元）和资产支持专项计划（11.80亿元）等构成，已将其中有息部分调整至短期债务计算。

截至2020年底，华发集团非流动负债1395.28亿元，较2019年底增长43.31%。其中，长期借款840.76亿元，主要为保证借款、抵押借款和信用借款等；应付债券494.28亿元，较2019年底增长20.31%，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；华发集团其他非流动负债45.27亿元较2019年底增长47.84%，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。华发集团其他非流动负债均为有息债务，已调整至长期债务计算。

截至2021年3月底，华发集团负债总额3824.49亿元，较2020年底增长8.19%，主要系通过银行借款和超短期融资券融资及预收房款增长所致，负债结构变化不大。

截至2020年底，华发集团全部债务2243.29亿元，较2019年底增长40.23%，其中长期债务占比61.54%。截至2021年3月底，华发集团全部债务2358.84亿元，较2020年底增长5.15%，其中长期债务占比63.21%。

截至2020年底，华发集团资产负债率和长期债务资本化比率分别为72.47%和50.69%，分别较2019年底上升2.06个和3.26个百分点；全部债务资本化比率为62.56%，较2019年底上升2.65个百分点。截至2021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73.69%、63.34%和52.20%，分别较2020年底上升1.51个、0.78个和1.22个百分点。

若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，截至2021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78.27%和69.72%。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。

表 12 截至报告出具日华发集团存续债务融资工具情况

债券名称	到期日	债券余额 (亿)
20 华发集团 SCP021	2021-07-06	10
20 华发集团 SCP019	2021-08-10	15
20 华发集团 SCP020	2021-08-20	15
21 华发集团 SCP003	2021-09-24	15
21 华发集团 SCP004	2021-09-27	10
21 华发集团 SCP001	2021-11-01	10
21 华发集团 SCP002	2021-11-02	10
18 华发集团 MTN001	2021-12-13	10
21 华发集团 SCP005	2022-01-21	15
21 华发集团 SCP006	2022-03-15	10
19 华发集团 MTN004	2022-04-30	15
19 华发集团 MTN007	2022-12-06	10
17 华发集团 MTN001	2022-12-08	20
20 华发 Y4	2022-12-09	10
19 华发集团 MTN008A	2022-12-11	8
17 华发集团 MTN002	2022-12-20	40
20 华发 Y1	2023-06-24	10
20 华发 Y2	2023-08-20	15
20 华发集团 MTN002	2023-09-18	10
20 华发 Y3	2023-10-27	10
20 华发集团 MTN004	2023-11-04	5
20 华发集团 MTN005	2023-11-26	10
20 华发集团 MTN006	2023-12-17	10
21 华发集团 MTN001	2024-01-06	15
21 华发集团 MTN002	2024-01-13	5
19 华发集团 MTN001	2024-01-16	10
19 华发集团 MTN002	2024-01-23	15
19 华发集团 MTN003	2024-04-23	10
21 华发集团 MTN006	2024-06-07	10
19 华发集团 MTN005	2024-09-27	10
19 华发集团 MTN006	2024-11-06	10
19 华发集团 MTN008B	2024-12-11	2
20 珠华 01*	2023-12-01	15
21 珠华 01*	2024-02-05	15
21 华发集团 MTN003	2026-02-05	5
21 珠华 G1*	2024-03-11	10
21 华发集团 GN001(碳中和 债)*	2024-04-12	3
21 华发集团 MTN004*	2024-04-23	10
21 华发集团 MTN005*	2024-04-29	5
21 珠华 02*	2024-06-01	8
19 华发集团 01*	2024-11-04	10
20 华发集团 01*	2025-01-17	10
20 华发集团 02*	2025-08-05	7
20 华发集团 MTN001*	2025-08-27	5
20 华发集团 MTN003*	2025-09-27	5

注：用*标出的债券均附带回售条款，所列到期日为回售日

4. 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,但受低毛利率的贸易收入占比提升以及房地产业务毛利率波动下滑影响,华发集团盈利能力略有下降。

2020 年,华发集团实现营业收入 1091.90 亿元,同比增长 37.75%,华发集团营业成本增幅高于营业收入;同期,华发集团营业利润率持续下降,2020 年为 11.22%。

2020 年,华发集团期间费用 67.43 亿元,同比增长 8.79%。其中,管理费用 34.84 亿元,同比下降 1.33%;财务费用 16.16 亿元,同比增长 37.84%,主要受益于利息收入增加。2020 年,华发集团期间费用率为 6.18%,同比下降 1.64 个百分点。

非经常性损益方面,2020 年,华发集团实现投资收益 22.51 亿元,其中按权益法核算的长期股权投资实现投资收益 13.79 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 3.89 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 3.01 亿元,主要为持有的股权投资基金、债券投资等。同期,华发集团利润总额 79.30 亿元,同比增长 7.64%。

从盈利指标看,2020 年华发集团总资产收益率和净资产收益率分别为 2.39%和 4.13%,同比分别下降 0.34 个和 0.59 个百分点。

2021 年 1—3 月,华发集团实现营业收入 267.36 亿元,同比增长 33.97%;利润总额 20.81 亿元,同比增长 14.66%;营业利润率为 11.13%,较 2020 年下降 0.09 个百分点。

5. 现金流

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,2020年为1366.78亿元,同比增长29.76%,其中销售商品、提供劳务收到的现金1234.27亿元。同期,华发集团现金收入比为113.04%,收入实现质量保持在较高水平。2020年,华发集团经营活动现金流出量1060.13亿元,同比增长26.95%,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306.65亿元。

投资活动方面,2020年,华发集团投资活动现金流入222.14亿元,主要由收回投资收到的现金177.50亿元构成。同期,华发集团投资活动现金流出同比增长73.52%至997.76亿元。其中,购建固定资产、无形资产等支付的现金536.32亿元,投资支付的现金454.21亿元,同比增长43.03%,主要系对股权、债权等投资规模加大所致。2020年,华发集团投资活动现金净额为-775.62亿元,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。

筹资活动方面,2020年,华发集团筹资活动现金流入2132.77亿元,同比增长48.58%,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1438.92亿元,同比增加323.81亿元,主要系偿还债务本息支付的现金规模增加所致。2020年,华发集团筹资活动现金流量净额为693.85亿元。

2021年1—3月,华发集团经营活动现金净流入45.84亿元,投资活动现金净流出124.20亿元,筹资活动现金流量净额为71.78亿元。

6. 偿债能力

华发集团短期偿债能力指标较好,长期偿债能力指标一般,考虑到华发集团是珠海市国资委直属的综合性企业集团,其城市运营、房地产开发、金融服务和产业投资等核心业务稳居珠海市第一位,资产质量良好,融资渠道畅通,整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看,2020年底华发集团流动比率和速动比率分别为186.69%和70.15%,华发集团流动资产中存货占比高,导致速动比率偏低;截至2021年3月底,华发集团流动比率和速动比率分别为184.98%和66.26%,较2020年底变化不大。2020年,华发集团经营现金流动负债比为14.33%,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。截至2021年3月底,华发集团现金类资产863.15亿元,对短期债务的覆盖倍数为0.99倍,短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看,2020年,华发集团EBITDA为126.79亿元,全部债务/EBITDA为17.69倍,EBITDA利息倍数为1.19倍,长期偿债能力指标一般。

2021年3月底,华发集团共获得金融机构授信额度2690.33亿元,尚未使用1559.24亿元,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2021年3月底,华发集团对外担保余额191.26亿元,被担保方主要为华发集团关联方,华发集团整体担保比率较低,或有负债风险可控。

7. 母公司财务分析

华发集团资产及业务主要集中于子公司,母公司收入规模小,利润主要来自投资收益;所有者权益中永续债规模较大,母公司实际债务负担很重。

截至2020年底,母公司资产总额714.15亿元,主要为长期股权投资、其他应收款和货币资金;所有者权益285.31亿元,其中永续债230.30亿元;负债总额428.84亿元,主要为短期借款及发行的债券。2020年,母公司实现营业收入1.40亿元,利润总额9.10亿元,利润主要来自投资收益。截至2020年底,母公司资产负债率为60.05%,全部债务资本化比率为59.48%,考虑所有者权益主要为永续债,实际债务负担很重。

截至2021年3月底,母公司资产总额851.68

亿元,所有者权益 290.44 亿元;2021 年 1—3 月,母公司实现营业收入 0.51 亿元,利润总额-1.24 亿元。

九、结论

综合评估,联合资信确定维持华发集团主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

附件 1-2 珠海华发集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	477.64	645.43	856.40	863.15
资产总额（亿元）	2826.17	3618.40	4877.83	5189.81
所有者权益（亿元）	860.58	1070.67	1342.73	1365.33
短期债务（亿元）	630.69	633.69	862.82	867.92
长期债务（亿元）	683.05	965.98	1380.47	1490.91
全部债务（亿元）	1313.73	1599.67	2243.29	2358.84
营业收入（亿元）	532.79	792.69	1091.90	267.36
利润总额（亿元）	56.16	73.67	79.30	20.81
EBITDA（亿元）	82.86	101.66	126.79	--
经营性净现金流（亿元）	110.62	218.28	306.65	45.84
财务指标				
销售债权周转次数（次）	21.38	14.25	13.39	--
存货周转次数（次）	0.30	0.38	0.43	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.25	0.26	--
现金收入比（%）	122.11	122.08	113.04	142.73
营业利润率（%）	16.77	14.35	11.22	11.13
总资本收益率（%）	2.85	2.73	2.39	--
净资产收益率（%）	4.73	4.72	4.13	--
长期债务资本化比率（%）	44.25	47.43	50.69	52.20
全部债务资本化比率（%）	60.42	59.91	62.56	63.34
资产负债率（%）	69.55	70.41	72.47	73.69
流动比率（%）	182.43	190.99	186.69	184.98
速动比率（%）	62.40	71.05	70.15	66.26
经营现金流动负债比（%）	8.69	13.87	14.33	--
现金短期债务比（倍）	0.76	1.02	0.99	0.99
全部债务/EBITDA（倍）	15.86	15.73	17.69	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.19	1.36	1.19	--

注：其他流动负债中有息部分已调入短期债务计算；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已调入长期债务计算；2018—2021 年 3 月底，所有者权益中其他权益工具分别为 91.80 亿元、131.91 亿元和 230.30 亿元，未纳入有息债务核算；2021 年一季度财务报表未经审计

附件 2-1 共同债务人珠海华发实业股份有限公司信用分析

一、主体概况

珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”）前身系珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）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，并于 1994 年 12 月经广东省经济体制改革委员会粤体改（1994）140 号文确认。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）。

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2020年底，华发股份注册资本21.17亿元。华发股份控股股东为华发集团，华发集团直接持有华发股份24.20%的股份，通过子公司华发综合间接持有华发股份4.29%的股份；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（以下简称“珠海市国资委”）。

截至2021年3月底，华发股份内设董事局秘书处、财务管理中心、人力资源中心、投资拓展中心、资金管理中心等多个职能部门。截至2021年3月底华发股份纳入合并财务报表范围的子公司以及本部共计529户，华发股份在职员工合计8694人。

截至 2020 年底，华发股份合并资产总额 3218.44 亿元，所有者权益 633.45 亿元（含少数股东权益 423.92 亿元）；2020 年，华发股份实现营业收入 510.06 亿元，利润总额 62.53 亿元。

截至2021年3月底，华发股份合并资产总额 3405.90 亿元，所有者权益 663.95 亿元（含少数股

东权益449.11亿元）；2021年1—3月，华发股份实现营业收入63.73亿元，利润总额10.02亿元。

华发股份注册地址：广东省珠海市昌盛路155号；法定代表人：李光宁。

二、宏观经济和政策环境

详见本跟踪报告附件 1-1 “二、宏观经济和政策环境”相关内容。

三、行业分析

详见本跟踪报告附件 1-1 “三、行业及区域环境-2、3”相关内容。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年底，华发股份注册资本21.17亿元。华发股份控股股东为华发集团，华发集团直接持有华发股份24.20%的股份，通过子公司华发综合间接持有华发股份4.29%的股份；华发股份实际控制人为珠海市国资委。

2. 企业规模

华发股份作为珠海地区房地产行业的龙头企业，项目开发经验较为丰富，在珠海地区保持较高的市场占有率和品牌知名度；华发股份控股股东在华发股份融资、项目建设及与政府协调方面能够给予华发股份一定的支持；近年来华发股份持续稳步对外扩张，整体综合实力较强。

华发股份自成立以来专注于房地产领域，先后建成“华发新城”“华发世纪城”“华发水郡”“华发蔚蓝堡”“横琴首府”“琴澳新城”等优质楼盘，具备丰富的住宅开发经验。华发股份是珠海地区房地产行业的龙头企业，在珠海地区保持较高的市场占有率和品牌知名度。近年来，华发

股份持续稳步地推进对外扩张步伐，坚持“立足珠海、面向全国”的发展战略，积极推进“珠海为战略大本营，上海、广州、深圳、武汉、南京、杭州等一线城市及重点二线城市突破”的战略思想，目前已经形成以珠海为战略大本营，上海、广州、深圳、武汉、南京、杭州等核心城市为重点的区域布局并取得显著成效。

华发股份控股股东华发集团是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，在华发股份融资、项目建设及与政府协调方面能够给予华发股份一定的支持。同时，华发股份控股股东持有较多土地储备，为华发股份未来持续发展提供了有力支持。

2017年3月，华发股份入选“2017中国房地产卓越100榜”“2017中国房地产上市企业30强”；2017年6月，华发股份荣获“第十六届（2017年度）广东地产资信20强”；2018年3月，华发股份被广东省房地产行业协会授予“广东省房地产行业AAA级信用企业”；2019年3月，华发股份被广东省房地产行业协会授予“广东省改革开放40周年特别贡献企业”；2017年起连续四年跻身《财富》“中国500强”榜单，2020年位居第296位。此外，华发股份在克而瑞2020年中国房地产企业销售排行榜中，操盘金额排名第29名、操盘面积排名第48名。

3. 企业信用记录

根据华发股份提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码：4404010000163038），截至2021年3月22日，华发股份无未结清不良或关注类信贷信息。

五、管理分析

2020年以来，华发股份在治理结构、管理制度方面无重大变化，主要高级管理人员未发生变动，核心团队人员稳定。

六、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，华发股份营业收入规模有所增长；华发股份房地产业务毛利率有所下降，整体处于尚可水平。

华发股份主营业务仍为房地产开发与经营，拥有房地产一级开发资质。华发股份房地产经营模式仍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拍、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。

2020年华发股份实现营业收入510.06亿元，同比增长53.87%；华发股份净利润继续增长，2020年为45.60亿元，同比增长37.52%。

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仍在90%以上。2020年，华发股份房地产开发销售收入为481.11亿元，同比增长51.60%；其他业务收入主要是与房产开发相关的装修、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为5.68%，对华发股份整体经营影响不大。

2020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下降至25.19%，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；综上，华发股份综合毛利率下降至24.31%。

表1 2018—2020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			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发与销售	226.61	95.62	27.95	317.35	95.73	30.31	481.11	94.32	25.19
其他业务	10.38	4.38	12.52	14.14	4.27	14.08	28.95	5.68	9.54
合计	236.99	100.00	27.28	331.49	100.00	29.62	510.06	100.00	24.31

资料来源：华发股份提供

(1) 土地储备

跟踪期内，华发股份在深耕珠海的基础上继续向华东、华中和华南等珠海以外地区扩张；目前华发股份土地储备二三线城市占比高，随着房地产市场区域需求情况分化的加剧，部分三四线城市项目将面临一定的去化风险。

从近年来华发股份购地情况看，2020 年，华发股份新获取土地建筑面积及土地出让金总额均大幅增长，分别同比增长 131.14% 和 82.37%。2021 年 1—3 月，华发股份新获取土地建筑面积 27.81 万平方米，土地出让金总额 24.85 亿元。

表 2 华发股份土地储备获取情况

(单位：万平方米、亿元)

年份	建筑面积	土地出让金总额
2018 年	491.50	269.11

表 3 截至 2020 年底华发股份土地储备明细情况

(单位：万平方米)

序号	持有待开发土地的区域	项目名称	持有待开发土地的面积	规划计容建筑面积
1	珠海	珠海海润	6.50	20.08
2	珠海	珠海保税区研发中心	1.36	12.11
3	珠海	珠横国土储 2020-02 地块保税区二期，南湾大道南侧、宝通路东侧	8.14	19.02
4	珠海	珠海十字门游艇码头	2.50	0.77
5	珠海	斗门华发又一城	1.56	3.13
6	珠海	斗门华发水郡花园	10.25	4.28
7	中山	中山华发生态庄园	11.96	3.04
8	中山	中山华发观山水花园	15.35	29.84
9	广州	广州番禺区汉溪大道北侧长隆地块	6.04	25.69
10	湛江	湛江市海东新区交投项目	37.31	97.53
11	湛江	湛江市海东新区交投项目		
12	湛江	湛江市海东新区交投项目		
13	湛江	湛江市海东新区交投项目		
14	汕尾	汕尾陆河项目	5.81	9.36
15	昆明	昆明市西山区草海片区 317 亩地块	21.14	105.07
16	成都	成都市锦江区三圣街道 56 亩地块	3.73	5.60
17	武汉	武汉 157#地块（华发中城中央公园（南区））	6.34	10.36
18	武汉	武汉 CBD 妙墩地块	1.51	8.91
19	武汉	武汉市硚口区解放大道以南 251 亩项目	16.70	67.90
20	武汉	武汉市硚口区地大汉口校区 160 亩项目	10.69	44.90
21	武汉	武汉外滩荟	3.30	7.28
22	鄂州	鄂州梧桐湖地块	7.96	15.91
23	鄂州	鄂州梧桐湖地块	41.39	105.47
24	鄂州	鄂州梧桐湖地块	12.68	16.64
25	武汉	武汉市江夏区黄家湖 P（2019）038 号地块	7.42	10.53

2019 年	348.62	246.57
2020 年	805.81	449.66
2021 年 1—3 月	27.81	24.85

注：华发股份土地储备口径为并表口径数据

数据来源：华发股份提供

截至 2020 年底，华发股份共拥有 38 个项目的土地储备，拥有待开发的土地面积 304.84 万平方米，涉及建筑面积逾 805.81 万平方米；华发股份土地储备主要分布于主要分布于武汉、湛江、绍兴、昆明、鄂州及绍兴等二三线城市。相对于华发股份的销售规模，华发股份的土地储备尚可；但近年来随着房地产市场区域需求情况分化的加剧，部分三四线城市项目将面临一定的去化风险。

26	上海	闵行颛桥镇闵行新城 MHC10402 单元 25A-11A 地块	7.93	15.87
27	无锡	无锡经开区博览中心东侧地块 (XDG-2020-54 号)	14.87	29.68
28	绍兴	绍兴镜湖新区湖东 1 号地	3.47	55.09
29	绍兴	绍兴镜湖新区湖东 1 号地	3.91	8.59
30	绍兴	绍兴镜湖新区项目	3.11	9.03
31	绍兴	绍兴镜湖新区项目	5.88	17.06
32	绍兴	绍兴镜湖新区 3 号地	2.24	8.50
33	太仓	太仓客运站项目	5.04	10.08
34	太仓	太仓海运提项目	1.59	1.98
35	常熟	常熟项目 4 号地	3.40	8.51
36	常熟	常熟项目 6 号地	2.85	4.56
37	威海	威海九龙湾	7.19	3.81
38	青岛	胶州市胶高路项目	3.71	9.64
合计			304.84	805.81

资料来源：华发股份提供，联合资信整理

(2) 项目建设开发情况

跟踪期内，华发股份项目开发规模持续加大，华发股份在建项目规模较大，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，华发股份项目开发规模持续加大。2020 年，华发股份新开工面积为 739.71 万平方米，同比增长 13.69%。2020 年，华发股份竣工面积为 315.00 万平方米，同比增长 12.51%。2020 年，华发股份期末在建面积同比增长 29.96%至 1776.54 万平方米。2021 年 1—3 月，华发股份新开工面积 115.04 万平方米，竣工面积 61.82 万平方米。

表 4 华发股份房地产项目开发情况
(单位：万平方米)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
新开工面积	513.64	650.61	739.71	115.04
竣工面积	178.57	279.96	315.00	61.82
期末在建面积	1004.23	1367.02	1776.54	1829.76

注：华发股份不满足期末在建面积=上期期末在建面积+新开工面积-竣工面积的勾稽关系，主要系华发股份增资和收购规模扩大，且未对上年末数据追溯调整所致

资料来源：华发股份提供

截至 2021 年 3 月底，华发股份期末在建建筑面积 1829.76 万平方米，涉及在建项目数量 105 个；在建项目计划总投资 5199.48 亿元，已投资 2407.02 亿元，尚需投资 2792.46 亿元；华发股份在建项目规模较大，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。

(3) 房产销售情况

2020 年，得益于华发股份全国化布局战略的加快实施，华发股份项目签约销售均价有所提升，合同销售面积及签约销售金额均有所增长；华发股份剩余可售项目主要集中在珠海和武汉等二城市及周边城市，从华发股份过往销售情况看，存在一定的补库存需求。

从销售情况看，2020 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 504.00 万平方米，较上年同比增长 27.30%；销售价格方面，受益于几大核心城市布局，2020 年华发股份合同销售均价维持较高水平；受上述因素影响，2020 年华发股份全口径合同销售金额为 1205.00 亿元，同比增长 30.59%。2021 年 1—3 月，华发股份实现合同销售金额 280.65 亿元，合同销售面积 112.00 万平方米。

表 5 华发股份房地产项目销售情况
(单位：万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
合同销售面积	194.87	395.91	504.00	112.00
合同销售金额	582.01	922.73	1205.00	280.65
合同销售均价	2.99	2.33	2.39	2.51

注：华发股份房地产项目销售数据为全口径

资料来源：华发股份提供

从合同销售的区域分布看，2020 年，华发股份珠海全年完成销售 288.30 亿元，销售占比 23.93%；南京全年完成销售 182.33 亿元，销售占比 15.13%；上海全年完成销售 127.55 亿元，销售占比 10.58%；武汉全年完成销售 78.33 亿元，销售占比 6.50%，部分城市销售占比高，有

一定的集中风险。

从华发股份可售项目情况看，截至 2020 年底，华发股份可售项目 88 个，已取得预售证总可售面积 556.38 万平方米，累计销售 366.29 万平方米，剩余可售面积 190.09 万平方米；从华发股份过往销售情况看，存在一定的补库存需求。

表 6 截至 2020 年底华发股份可售项目区域分布情况（单位：个、万平方米）

城市	项目数量	可供出售面积	已预售面积	剩余可售面积
珠海	13	91.09	61.54	29.56
中山	5	36.11	27.12	8.99
广州	5	11.28	8.69	2.59
南宁	1	5.28	4.95	0.33
江门	2	13.29	7.87	5.42
重庆	1	3.80	2.53	1.26
湛江	1	18.84	12.29	6.55
惠州	1	12.59	11.71	0.88
深圳	1	6.60	3.16	3.44
汕尾	1	0.92	0.25	0.67
上海	8	27.81	26.88	0.93
无锡	1	12.54	12.17	0.37
苏州	6	19.32	9.43	9.89
南京	3	25.52	19.19	6.33
杭州	3	52.25	45.99	6.26
温州	1	3.53	1.89	1.65
武汉	16	77.80	37.81	39.99
郑州	1	3.42	1.98	1.44
威海	2	17.54	12.79	4.75
青岛	1	6.58	1.43	5.15
烟台	1	6.94	2.29	4.66
沈阳	5	63.51	39.56	23.96
大连	4	20.81	6.57	14.25
包头	1	2.07	0.74	1.32
北京	1	8.71	5.45	3.26
天津	3	7.66	1.46	6.20
尾盘销售	--	0.57	0.57	0.00
合计	88	556.38	366.29	190.09

资料来源：华发股份提供

2. 经营效率

华发股份经营效率指标有待提升。

2020 年，华发股份流动资产周转次数为 0.20

次，存货周转次数为 0.21 次，总资产周转次数为 0.18 次，上述指标同比变化不大。与同行业其他主要上市公司比较，华发股份经营效率指标

有待提升，主要系华发股份业务扩张土地储备增长速度较快导致。

表 7 华发股份与房地产开发类上市公司 2020 年经营效率指标比较（单位：次）

公司简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
首创置业	0.17	0.13	0.11
华润置地	0.34	0.33	0.22
中国金茂	0.55	0.30	0.17
华发股份	0.21	0.20	0.18

注：为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据资料来源：联合资信整理

3. 未来发展

华发股份未来的发展战略目标清晰。

华发股份将继续实施战略升级，同时积极提升项目周转效率，全力推进优+生活体系建设，推动产品品质及竞争力不断提升，品牌影响力不断增强。

区域拓展上，华发股份将扎根珠海，确保珠海的龙头地位；加大对上海、广州、武汉等地的投资布局，努力开拓其他一线及二线重点城市的市场；采取聚焦战略，围绕粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区等核心城市群形成区域布局；项目拓展以核心城市、核心地段的城区盘为主；项目拓展方式上，强化合作开发、项目并购、城市更新等多种方式。

在定制装修取得一定成效的基础上，华发股份将逐步开创探索房地产开发的新模式，加快实施战略转型升级，不断提高房地产开发能力和市场份额，进一步扩大品牌优势，形成独具特色的核心竞争力。

此外，华发股份通过延伸地产业务产业链，加大与房地产业务相关产业的股权投资，逐步向商业地产、住房租赁、定制装修等领域扩张，已形成以住宅为主业，商业地产与上下游产业链同步发展的“一核两翼”格局。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

华发股份提供的 2020 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

标准无保留意见的审计意见。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 2020 年底华发股份纳入合并财务报表范围的子公司以及本部共计 522 户，较年初增加 119 户，减少合并单位 3 家。截至 2021 年 3 月底华发股份纳入合并财务报表范围的子公司以及本部共计 529 户，较年初增加 12 户，减少 5 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 2020 年底，华发股份合并资产总额 3218.44 亿元，所有者权益 633.45 亿元（含少数股东权益 423.92 亿元）；2020 年，华发股份实现营业收入 510.06 亿元，利润总额 62.53 亿元。

截至 2021 年 3 月底，华发股份合并资产总额 3405.90 亿元，所有者权益 663.95 亿元（含少数股东权益 449.11 亿元）；2021 年 1—3 月，华发股份实现营业收入 63.73 亿元，利润总额 10.02 亿元。

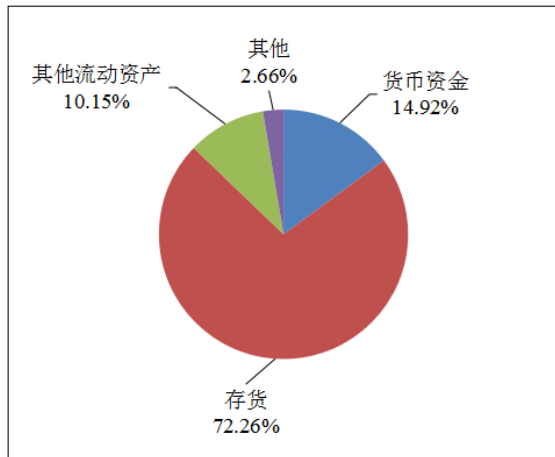
2. 资产质量

跟踪期内，华发股份资产规模有所增长，以流动资产为主；华发股份存货集中在二线城市及部分周边城市，项目储备质量较好，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 2020 年底，华发股份合并资产总额 3218.44 亿元，较上年底增长 37.00%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 90.88%，非流动资产占 9.12%。华发股份资产以流动资产为主。

截至 2020 年底，华发股份流动资产 2925.01 亿元，较上年底增长 34.95%，主要系存货、货币资金和其他流动资产增长所致。华发股份流动资产构成如下图所示。

图1 截至2020年底华发股份流动资产构成



资料来源：华发股份年报

截至2020年底，华发股份货币资金436.42亿元，较上年底增长67.17%，主要由银行存款构成。其中受限货币资金10.31亿元，主要为各类保证金，占比2.36%，受限比例很低。

截至2020年底，华发股份存货2113.75亿元，较上年底增长32.25%，主要系房地产开发投入增加所致。华发股份存货主要由开发成本（占比84.50%）和开发产品（占比15.12%）构成，累计计提跌价准备0.91亿元。华发股份存货主要分布于二线城市及部分周边城市，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2020年底，华发股份其他流动资产296.95亿元，较上年底增长40.45%，主要系预收房款增加相应预缴税费增加、新开工或在建项目投入增加相应留抵进项税额增加以及合作方经营往来款增加所致。其中预交税费占比22.83%，合营联营企业往来款占比44.17%，合作方经营往来款占比35.17%，往来款规模较大。

截至2020年底，华发股份非流动资产293.44亿元，较上年底增长61.43%，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48.73%）和投资性房地产（占30.84%）构成。

截至2020年底，华发股份长期股权投资142.99亿元，较上年底增长71.76%，主要系对合营和联营企业投资增多所致。

截至2020年底，华发股份投资性房地产90.49亿元，较上年底增长85.00%，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；2020年华发股份租金收入与投资性房地产评估价值的比重为2.35%，租金对公允价值的支撑程度较弱，存在一定的公允价值波动风险。

截至2020年底，华发股份所有权或使用权受到限制的资产660.87亿元，其中货币资金10.31亿元，存货556.66亿元，固定资产1.03亿元，长期股权投资2.40亿元，投资性房地产9.49亿元；受限资产占资产总额的20.53%，华发股份资产受限程度一般。

截至2021年3月底，华发股份合并资产总额3405.90亿元，较上年底增长5.82%，主要系存货和其他流动资产增多所致；其中，流动资产占90.87%，非流动资产占9.13%，资产结构较上年底变化不大。

3. 负债和所有者权益

（1）所有者权益

跟踪期内，华发股份所有者权益规模有所增长，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2020年底，华发股份所有者权益合计633.45亿元，较上年底增长45.98%，主要系少数股东权益和未分配利润增加所致；其中，归属于母公司所有者权益占比为33.08%，少数股东权益占比为66.92%。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10.10%、29.49%、3.21%、0.83%和51.37%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至2021年3月底，华发股份所有者权益663.95亿元，较上年底增长4.81%，主要系少数股东权益和未分配利润增多所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为32.36%，少数股东权益占比为67.64%。所有者权益结构较上年底变

化不大。

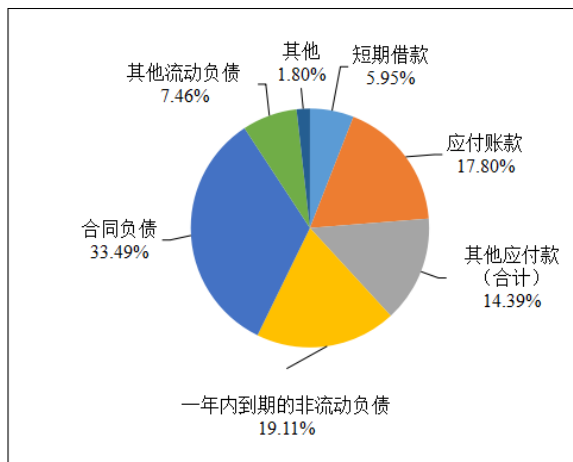
(2) 负债

跟踪期内，随着华发股份经营规模扩大，负债规模和债务规模有所增长；华发股份债务结构有所优化，债务负担较重。

截至 2020 年底，华发股份负债总额 2584.99 亿元，较上年底增长 34.96%，流动负债和非流动负债均有所增长。其中，流动负债占 60.26%，非流动负债占 30.74%。华发股份负债以流动负债为主。

截至 2020 年底，华发股份流动负债 1557.77 亿元，较上年底增长 20.18%，主要系应付账款、其他应付款和其他流动负债增长所致。华发股份流动负债主要构成如下图所示。

图 2 截至 2020 年底华发股份流动负债构成



资料来源：华发股份年报

截至 2020 年底，华发股份短期借款 92.66 亿元，较上年底下降 24.71%，其中质押借款占比 5.10%，抵押借款占 8.09%、保证借款占比 44.69%，信用借款占比 42.02%。

截至 2020 年底，华发股份应付账款 277.29

亿元，较上年底增长 174.63%，主要系应付工程款增长所致；应付账款主要为应付工程款（占比 75.13%）。

由于新会计准则变动合同负债科目重新分类，截至 2020 年底，华发股份合同负债 521.64 亿元，主要为预收售楼款。

截至 2020 年底，华发股份其他应付款 224.23 亿元，较上年底增长 44.38%，主要系往来及拆借款和土地增值税准备金增长所致；其他应付款主要由押金及保证金（占 3.88%）、往来及拆借款（占 78.48%）和土地增值税准备金（占 17.08%）构成。

截至 2020 年底，华发股份一年内到期的非流动负债 297.73 亿元，较上年底增长 21.47%，主要系一年内到期的长期借款及应付债券增长所致。

截至 2020 年底，华发股份其他流动负债 116.20 亿元，较上年底增长 63.37%，主要系发行短期融资券和美元境外私募债所致。

截至 2020 年底，华发股份非流动负债 1027.22 亿元，较上年底增长 65.89%，主要系长期借款、应付债券和其他非流动负债增长所致。华发股份非流动负债主要由长期借款（占 77.31%）和应付债券（占 18.11%）构成。

截至 2020 年底，华发股份长期借款 794.11 亿元，较上年底增长 73.63%，主要系保证借款和抵押借款增长所致；长期借款以保证借款和抵押借款为主。

截至 2020 年底，华发股份应付债券 186.08 亿元，较上年底增长 42.31%，主要系华发股份新发行公司债券所致。截至 2021 年 6 月 15 日华发股份存续债券明细如下表所示。

表 8 截至 2021 年 6 月 15 日华发股份存续债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行日期	债券期限	发行金额	期末余额
21 华发实业 MTN001	2021-04-26	2024-04-26	5.10	一般中期票据
21 华发实业 PPN001	2021-02-04	2026-02-04	8.40	定向工具
21 华发 01	2021-01-18	2026-01-18	19.20	私募债
20 华发 04	2020-11-12	2025-11-12	15.00	一般公司债
20 华发 05	2020-11-12	2025-11-12	9.20	一般公司债
20 华发 03	2020-11-05	2025-11-05	5.20	私募债

20 华发实业 MTN004	2020-10-29	2025-10-29	8.30	一般中期票据
20 华发实业 SCP004	2020-09-30	2021-06-27	5.00	超短期融资债券
20 华发实业 MTN003	2020-09-29	2023-09-29	9.50	一般中期票据
20 华发实业 PPN002	2020-09-25	2023-09-25	5.00	定向工具
20 华发实业 PPN001	2020-08-31	2023-08-31	5.50	定向工具
20 华发实业 MTN002	2020-04-23	2023-04-23	9.30	一般中期票据
20 华发 02	2020-02-24	2025-02-24	15.80	一般公司债
20 华发实业 MTN001	2020-02-18	2023-02-18	5.70	一般中期票据
19 华发实业 MTN002	2019-09-10	2022-09-10	10.00	一般中期票据
19 华发 03	2019-08-19	2024-08-19	5.00	私募债
19 华发 04	2019-08-19	2022-08-19	5.00	私募债
19 华发实业 MTN001	2019-05-27	2022-05-27	10.00	一般中期票据
19 华发 01	2019-02-25	2024-02-25	7.50	私募债
19 华发 02	2019-02-25	2022-02-25	7.80	私募债
18 华发实业 MTN002	2018-12-25	2021-12-25	15.00	一般中期票据
18 华发 03	2018-12-10	2021-12-10	15.00	私募债
18 华发实业 MTN001	2018-10-30	2021-10-30	10.00	一般中期票据
17 华发实业 MTN003	2017-09-28	2022-09-28	20.00	一般中期票据
17 华发实业 MTN002	2017-07-27	2022-07-27	10.00	一般中期票据
17 华发实业 MTN001	2017-06-22	2022-06-22	10.00	一般中期票据
16 华发 05	2016-09-12	2021-09-12	20.00	私募债
合计	--	--	271.50	

资料来源：华发股份年报，联合资信整理

截至 2020 年底，华发股份全部债务 1490.15 亿元，较上年底增长 40.63%，主要系长期债务增加所致；其中短期债务占 31.24%，长期债务占 65.83%，债务结构有所优化。截至 2020 年底，华发股份资产负债率和全部债务资本化比率分别为 80.32%和 70.17%，较 2019 年底均有所下降；长期债务资本化比率分上升至 61.80%，较 2019 年底增长 3.05 个百分点。

截至 2020 年底，华发股份其他权益工具 61.79 亿元，全部为永续债。如将永续债调入长

期债务，截至 2020 年底，华发股份全部债务 1551.94 亿元。其中，短期债务 465.50 亿元（占 29.99%），长期债务 1086.44 亿元（占 70.01%）。截至 2020 年底，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 82.24%、73.08%和 65.52%。

从全部债务期限结构来看，华发股份债务到期时间主要分布在 3 年以内，且短期债务规模偏高。

表 9 截至 2020 年底华发股份全部债务期限分布情况（单位：亿元）

假设债券全部回售						
项目	1 年内	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4 年及以上	合计
短期借款	92.58	--	--	--	--	92.58
应付票据	0.00	--	--	--	--	0.00
一年内到期的非流动负债	292.61	--	--	--	--	292.61
其他流动负债科目中的有息负债	71.32	--	--	--	--	71.32
长期借款	0.00	302.88	329.42	87.76	74.05	794.11
应付债券	4.99	86.13	94.96	--	--	186.08
其他非流动负债科目中的有息负债	0.00	--	--	--	44.46	44.46

合计	461.5	389.01	424.38	87.76	118.51	1481.16
假设债券不回售						
项目	1年内	1~2年	2~3年	3~4年	4年及以上	合计
短期借款	92.58	--	--	--	--	92.58
应付票据	0.00	--	--	--	--	0
一年内到期的非流动负债	292.61	--	--	--	--	292.61
其他流动负债科目中的有息负债	71.32	--	--	--	--	71.32
长期借款	0.00	302.88	329.42	87.76	74.05	794.11
应付债券	0.00	64.3	55.98	12.45	53.35	186.08
其他非流动负债科目中的有息负债	0.00	--	--	--	44.46	44.46
合计	456.51	367.18	385.4	100.21	171.86	1481.16

注：上表未包含应付票据、应付利息
资料来源：华发股份提供

截至 2021 年 3 月底，华发股份负债总额 3405.90 亿元，较上年底增长 5.82%，主要系应付账款、合同负债和应付债券增多所致。其中，流动负债占 61.76%，非流动负债占 38.21%。华发股份以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年 3 月底，华发股份全部债务 1509.76 亿元，较上年底增长 1.32%，主要系应付票据及一年内到期的非流动负债增长所致。债务结构方面，短期债务占 31.37%，长期债务占 68.63%。从债务指标来看，截至 2021 年 3 月底，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 80.51%、69.46%和 60.95%，较上年底分别提高 0.19 个百分点、下降 0.72 个百分点和下降 0.85 个百分点。整体看，华发股份债务负担仍较重。

4. 盈利能力

跟踪期内，受华发股份交付房屋结转的销售收入增长影响，华发股份收入及利润规模有所增长，投资收益对营业利润贡献有所下降；华发股份整体盈利能力有待提高。

2020 年，受益于交付房屋结转的销售收入增长影响，华发股份营业收入 510.06 亿元，同比增长 53.87%。2020 年，华发股份利润总额为 62.53 亿元，同比增长 42.24%。2020 年，华发股份净利润增长至 45.60 亿元，同比增长 37.52%；其中归属于母公司所有者的净利润分别为 29.02 亿元，同比增长 4.2%。

期间费用方面，2020 年，华发股份期间费用总额为 32.05 亿元，同比增长 7.93%；其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 45.23%、45.36%、1.16%和 8.25%。2020 年，华发股份销售费用和管理费用分别为 14.50 亿元和 14.54 亿元，分别同比增长 9.45%和 12.39%，主要系随着华发股份经营规模扩大、相应费用增多所致。2020 年，华发股份研发费用 0.37 亿元，同比下降 55.45%。同期，华发股份财务费用增长至 2.64 亿元，同比增长 71.09%，主要系利息支出增多所致。

利润构成方面，2020 年，投资收益占华发股份营业利润的比例为 7.34%，较上年下降 9.20 个百分点，投资收益对营业利润贡献有所下降。

盈利指标方面，2020 年，华发股份营业利润率同比下降 2.48 个百分点至 17.64%。2020 年，华发股份总资产收益率和华发股份净资产收益率分别为 2.79%和 7.20%，较上年均略有下降。与同行业其他上市公司比较，华发股份盈利能力仍有待提高。

表 10 房地产开发类上市公司 2020 年盈利指标

(单位：%)

股票简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
首创置业	25.13	2.69	2.19
华润置地	30.86	13.30	7.51
中国金茂	20.17	6.08	3.47
华发股份	24.30	7.20	2.34

注：为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：联合资信整理

2021 年 1—3 月，华发股份实现营业收入 63.70 亿元，同比下降 29.49%，主要系房产项目结转收入减少所致；实现净利润 7.34 亿元，同比下降 18.81%；其中归属于母公司所有者的净利润 5.54 亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，华发股份经营活动现金流持续净流入；华发股份将购地支出计入投资活动现金流，因近年来获取土地规模较大，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。

表 11 2018—2021 年 3 月华发股份现金流情况

(单位：亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入量	371.14	558.71	585.27	193.48
经营活动产生的现金流量净额	159.99	280.35	291.09	53.56
投资活动产生的现金流量净额	-310.29	-321.28	-610.12	-112.95
筹资活动前现金流量净额	-150.31	-41.74	-319.04	-59.39
筹资活动产生的现金流量净额	226.59	108.64	487.86	30.06

资料来源：华发股份财务报告，联合资信整理

从经营活动来看，2020 年，华发股份经营活动现金流入量同比增长 4.75%至 558.27 亿元，较上年变化不大。2020 年，华发股份经营活动现金流出为 294.18 亿元，同比增长 5.68%，主要系房地产开发建设支出和支付的各项税费增多所致。2020 年，华发股份经营活动现金流量净额为 291.09 亿元，同比增长 3.83%，持续净流入。

从投资活动来看，2020 年，华发股份投资活动现金流入为 76.62 亿元，同比增长 35.28%。华发股份将购地支出计入投资活动现金流，2020 年华发股份投资活动现金流出同比大幅增长 81.33%至 686.74 亿元。2020 年，华发股份投资活动现金流量净额为-610.12 亿元，持续净流出。

2020 年，华发股份筹资活动前净现金流为负，融资需求较大。

从筹资活动来看，2020 年，华发股份筹资活动现金流入为 1403.90 亿元，同比增长 66.68%。同期华发股份筹资活动现金流出增长至 916.03

亿元，同比增长 24.87%。华发股份筹资活动现金流量净额为 487.86 亿元，同比增长 349.05%，持续净流入。

2021 年 1—3 月，华发股份经营活动产生的现金流量净额 53.56 亿元，投资活动产生的现金流量净额-112.95 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 30.06 亿元。

6. 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较强、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 2020 年底，华发股份流动比率和速动比率分别为 187.77%和 52.08%，较上年底增长 20.54 和 8.17 个百分点。华发股份流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2020 年底，华发股份现金短期债务比上升至 0.94 倍，现金类资产对短期债务的保障程度有待提升。截至 2021 年 3 月底，华发股份现金短期债务比为 0.87 倍。整体看，华发股份短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2020 年，华发股份 EBITDA 增长至 77.30 亿元。同期，华发股份全部债务/EBITDA 增长至 19.28 倍；EBITDA 利息倍数上升至 0.85 倍。华发股份长期偿债能力有待提升。

截至 2021 年 3 月底，华发股份不存在重大未决诉讼或仲裁形成的或有事项。

截至 2020 年底，华发股份对外担保金额 49.18 元，占净资产的 7.76%；华发股份面临一定或有负债风险。

截至 2021 年 3 月底，华发股份共获得授信额度 1891.31 亿元，已使用 722.25 亿元，未使用 1191.06 亿元，间接融资渠道较为畅通。

7. 母公司财务分析

母公司资产以其他应收款和长期股权投资为主，负债以其他应付款和应付债券为主，母公司资产负债率较高；所有者权益稳定性一般，利

润以投资收益为主。

截至 2020 年底, 母公司资产总额 1147.42 亿元, 较上年底增长 111.38%, 流动资产和非流动资产均有所增长。其中, 流动资产 662.31 亿元 (占比 57.72%), 非流动资产 485.11 亿元 (占比 42.28%)。从构成看, 流动资产主要由货币资金 (占 7.69%)、其他应收款 (占 71.66%)、存货 (占 6.56%) 和其他流动资产 (占 14.07%) 构成, 非流动资产主要由长期股权投资 (占 96.04%) 构成。截至 2020 年底, 母公司货币资金为 50.95 亿元。

截至 2020 年底, 母公司负债总额 928.62 亿元, 较上年底增长 13.45%。其中, 流动负债 703.17 亿元 (占比 75.72%), 非流动负债 225.46 亿元 (占比 24.28%)。从构成看, 流动负债主要由其他应付款 (合计) (占 74.17%) 和一年内到期的非流动负债 (占 15.44%) 构成, 非流动负债主要由长期借款 (占 27.32%) 和应付债券 (占 72.33%) 构成。截至 2020 年底, 母公司资产负债率为 80.93%, 较年初增长 1.54 个百分点。

截至 2020 年底, 母公司所有者权益为 218.80 亿元, 较年初底增长 3.07%, 主要系未分配利润增长所致; 其中, 股本为 21.17 亿元 (占 9.68%)、资本公积合计 54.69 亿元 (占 24.99%)、未分配利润合计 70.73 亿元 (占 32.33%)、盈余公积合计 10.65 亿元 (占 4.87%), 所有者权益稳定性一般。

2020 年, 母公司营业收入为 15.89 亿元, 净利润为 21.21 亿元, 同期投资收益 26.38 亿元, 净利润以投资收益为主。

2020 年, 母公司经营活动产生的现金流量净额-83.73 亿元, 投资活动产生的现金流量净额-66.70 亿元, 筹资活动产生的现金流量净额 139.24 亿元。

八、结论

综合评估, 联合资信确定维持珠海华发实业股份有限公司的主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

附件 2-2 珠海华发实业股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	191.41	263.17	438.57	410.35
资产总额（亿元）	1822.09	2349.31	3218.44	3405.90
所有者权益合计（亿元）	321.84	433.92	633.45	663.95
短期债务（亿元）	440.60	441.71	465.50	473.54
长期债务（亿元）	502.78	617.90	1024.65	1036.21
全部债务（亿元）	943.37	1059.62	1490.15	1509.76
营业收入（亿元）	236.99	331.49	510.06	63.70
利润总额（亿元）	30.85	43.94	62.53	10.02
EBITDA（亿元）	38.25	56.09	77.30	--
经营性净现金流（亿元）	159.99	280.33	291.09	53.56
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1739.71	1317.60	750.63	--
存货周转次数（次）	0.15	0.16	0.21	--
总资产周转次数（次）	0.15	0.16	0.18	--
现金收入比（%）	146.61	160.07	104.82	275.20
营业利润率（%）	18.93	20.12	17.64	20.66
总资本收益率（%）	2.41	2.96	2.79	--
净资产收益率（%）	7.46	7.64	7.20	--
长期债务资本化比率（%）	60.97	58.75	61.80	60.95
全部债务资本化比率（%）	74.56	70.95	70.17	69.46
资产负债率（%）	82.34	81.53	80.32	80.51
流动比率（%）	170.15	167.23	187.77	182.78
速动比率（%）	41.25	43.91	52.08	44.81
经营现金流动负债比（%）	16.06	21.63	18.69	--
现金短期债务比（倍）	0.43	0.60	0.94	0.87
EBITDA 利息倍数（倍）	0.70	0.79	0.85	--
全部债务/EBITDA（倍）	24.66	18.89	19.28	--

注：1. 华发股份其他流动负债中的债务已计入短期债务，其他非流动负债中的债务已计入长期债务；2. 2018 年及 2019 年数据分别为 2019 年及 2020 年期初数，2021 年一季度财务数据未经审计

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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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 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 5 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 6 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。