

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 2020 年度第五期华发大湾区资产支持票据信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人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

二〇二〇年七月二十四日



信用等级公告

联合[2020] 2503 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 2020 年度第五期华发大湾区资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“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”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年七月二十四日



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信用评级报告

评级结果

票据名称	金额 (万元)	资产占比 (%)	发行占比 (%)	信用级别
优先级	70000.00	95.53	99.86	AAA _{sf}
次级	100.00	0.14	0.14	NR
票据合计	70100.00	95.66	100.00	—
初始超额抵押	3177.75	4.34	—	—
资产池合计	73277.75	100.00	—	—

注：1. 上述评级结果仅在优先级资产支持票据发行利率不超过 4.50%、存续期限不超过 365 天的情况下有效；2. 金额或占比加总不等于合计系四舍五入所致，下同 3. NR 表示未予评级，下同

交易概览

载体形式：信托型资产支持票据
基础资产：发起机构为设立信托而根据《信托合同》信托予受托人的应收账款债权及其附属担保权益
委托人/发起机构/保理商/资产服务机构：深圳前海联捷商业保理有限公司
受托人/发行载体管理机构：华能贵诚信托有限公司
资金保管机构：兴业银行股份有限公司
牵头主承销商/簿记管理人：兴业银行股份有限公司
联席主承销商：上海浦东发展银行股份有限公司
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¹：珠海华发实业股份有限公司及珠海华发集团有限公司

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	2020/6/8	阅读全文

评级时间

2020 年 7 月 24 日

分析师

王 放 杨润泽 高维蔚

电话：010-85679696

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 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

¹ 共同债务人：就珠海华发实业股份有限公司下属公司所负有的应收账款债务，共同债务人指珠海华发实业股份有限公司及珠海华发集团有限公司；就其他应收账款而言，共同债务人指珠海华发集团有限公司。

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构履约能力及操作风险等多方因素进行了综合分析，并对资产支持票据进行了现金流分析及压力测试。

本次交易入池资产池包含 227 笔应收账款债权。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是资产支持票据的主要信用支撑。

同时，联合资信通过现金流模型分析得出，在优先级资产支持票据发行利率不超过 4.50%、存续期限不超过 365 天的情况下，基础资产预期现金流对优先级资产支持票据预期支出的覆盖能够达到 1 倍以上。故本报告的评级结论仅适用于优先级资产支持票据发行利率不高于 4.50%、存续期限不超过 365 天的情形。

综合上述因素，联合资信评定“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”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

上述优先级资产支持票据的评级结果反映了该票据利息和本金于信托终止日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

优势

- 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²提供的产品或服务不符合约定的产品或服务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³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. **本交易存在一定的利率风险。**本交易入池资产全部是无利息收入的应收账款,且优先级资产支持票据发行利率在评级过程中尚未确定,存在一定的利率风险。
风险缓释: 本交易资产池应收账款余额为 73277.75 万元,资产支持票据发行规模为 70100.00 万元,资产池对资产支持票据形成超额抵押。联合资信对优先级资产支持票据进行测试,结果表明在优先级资产支持票据发行利率不超过 4.50%、存续期限不超过 365 天的情况下,资产池回收款可以覆盖票据端本息支出。此外,联合资信将对发行利率保持持续关注。
2. **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珠海华发实业股份有限公司(以下简称“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,优先级资产支持票据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,将为优先级资产支持票据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。

3. **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 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。

³ 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、本期信用评级结果的有效期为“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”项下优先级资产支持票据的存续期，根据跟踪评级的结论，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、交易概况

1. 交易结构

本交易的委托人/发起机构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（包括优先级资产支持票据和次级资产支持票据），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。

表 1 交易参与机构

委托人/发起机构/保理商/资产服务机构：深圳前海联捷商业保理有限公司
受托人/发行载体管理机构：华能贵诚信托有限公司
资金保管机构：兴业银行股份有限公司
牵头主承销商/簿记管理人：兴业银行股份有限公司
联席主承销商：上海浦东发展银行股份有限公司
登记托管机构/代理支付机构：银行间市场清算所股份有限公司
法律顾问：广东恒益律师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司
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：珠海华发实业股份有限公司及珠海华发集团有限公司

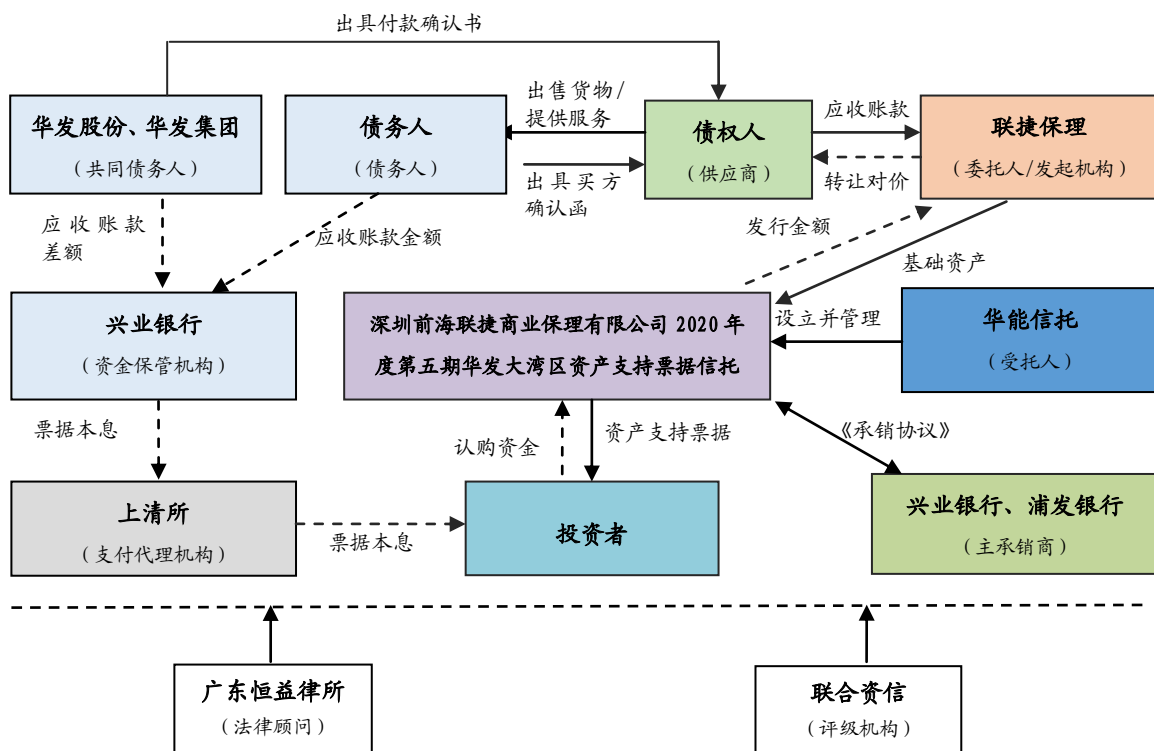


图 1 交易安排

2. 资产支持票据

本交易设置了优先级资产支持票据和次级资产支持票据，优先级资产支持票据采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定，预计存续期限365天，到期一次性还本付息；次级资

产支持票据不设票面利率，预计存续期限365天，到期一次性还本，并获得最终的清算收益。本次资产支持票据募集资金用途以募集说明书披露为准，主要用于补充营运资金或偿还金融机构借款等符合国家法律法规及政策要求的用

途。

表 2 资产支持票据概况

票据名称	金额（万元）	资产占比（%）	发行占比（%）	利率类型	预计期限（天）	还本付息方式
优先级	70000.00	95.53	99.86	固定利率	365 天	到期一次性还本付息
次级	100.00	0.14	0.14	—	365 天	到期一次性还本
票据合计	70100.00	95.66	100.00	—	—	—
初始超额抵押	3177.75	4.34	—	—	—	—
资产池合计	73277.75	100.00	—	—	—	—

资料来源：受托人提供，联合资信整理

3. 基础资产

本交易制定了较为明确、严格的基础资产合格标准。

本交易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。

根据本交易约定，每一笔应收账款债权必须在信托财产交付日满足以下要求：(a)原始债权人及债务人均系根据中国法律在中国境内设立且合法存续的法人或其他机构；(b)基础交易合同项下原始债权人具有签订基础交易合同所需的资质、许可、批准和备案（如适用法律规定为必需）；(c)原始债权人与债务人之间的基础交易真实、合法、有效，原始债权人与债务人双方签署的基础交易合同及其他相关法律文件适用法律为中国法律，且在适用法律下均合法及有效；并且，原始债权人在向保理商转让其享有的应收账款债权时，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权；(d)联捷保理已根据应收账款转让合同的约定自行向原始债权人支付应收账款转让对价；(e)原始债权人已经完全、适当履行基础交易合同项下的到期应尽的合同义务且债务人、共同债务人已通过《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，每笔资产具有明确的付款计划；(f)债务人在基础交易合同项下不享有任何抗辩的权利（为避免疑义，前述抗辩的权利包括但不限于商业纠纷、债务人因原始债权人提供的产品或服务不符合约定的产品或服务要求或原始债权人逾期提供产品或服务等原因而对应付款主张扣减、减免或抵销

的权利）；(g)保理商为原始债权人提供的保理服务真实、合法、有效，保理商与原始债权人双方签署的应收账款转让合同及其他相关法律文件在适用法律下均合法及有效；并且，保理商向原始债权人受让其享有的应收账款债权后，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权；(h)该笔应收账款债权的债权到期日应早于信托预期到期日，但晚于信托生效日⁴；(i)该笔应收账款债权上未设定抵押、质押等担保权利，亦无其他权利负担，但委托人因提供保理服务受让应收账款债权而通过中登网转让登记至其名下除外；(j)基础交易合同及适用法律未对原始债权人转让应收账款债权作出禁止性或限制性约定；或者，在基础交易合同对原始债权人转让该债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就；(k)应收账款转让合同及适用法律未对保理商受让应收账款债权后再行转让作出禁止性或限制性约定；或者，在应收账款转让合同对保理商再行转让该债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就；(l)原始债权人已就其向保理商转让应收账款债权并最终将由保理商委托予信托的事宜向债务人发出书面通知并已取得债务人出具的《买方确认函》；共同债务人已出具《付款确认书》；(m)华发确认函⁵在适用法律下均合法、有效；(n)基础资产不涉及国防、军工或其他国家机密；(o)基础资产不涉及任何未决的诉讼、仲裁、执行或破产程序及未被采取任何查封、扣押、冻

⁴ 信托生效日：系指《信托合同》约定的条件均满足时信托生效之日。在“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”中，信托财产交付日、信托生效日为同一日。

⁵ 华发确认函：系指《买方确认函》和《付款确认书》的统称。

结等司法保全或强制措施，以致于对信托合法受让、持有基础资产或对基础资产的可回收性产生重大不利影响；(p)同一应收账款转让合同项下尚未清偿的应收账款债权全部入池。除上述条件外，基础资产池中原始债权人与债务人涉及关联交易的应收账款债权金额占入池应收账款债权总额的比重不超过25%。（为避免疑义，前述关联交易系指存在关联关系的原始债权人与债务人之间的交易；关联关系依据截至信托财产交付日华发集团、华发股份已出具的最近一期年度审计报告显示的关联方认定。）

就每一笔应收账款债权而言，除上述所列的入池标准外，委托人进一步作出陈述和保证如下：(a)合格的资产，委托人保证资产在信托生效日、信托财产交付日均符合合格标准；(b)资产信息的准确性，经委托人采取合理审慎措施调查和审查，委托人向受托人披露的本合同项下的资产的任何信息所有重要方面均是真实、准确和完整的；委托人不知道有任何变化、发展或事件会使本合同和其他资产文件中所列的任何信息不真实或有误导性；(c)合法，委托人出售的资产是合法有效的，不与中国法律相冲突，且委托人对资产享有的请求权是完全的、合法的；亦不能被撤销或宣布无效；(d)委托人的出售权，委托人是唯一对应收账款转让合同项下应收账款债权回收款享有请求权的人，对相关的附属权益（如有）亦拥有合法的、可按应收账款转让合同的条款及相关判决或裁决申请强制执行的请求权；依据中国法律，委托人完全有权出售、转让和移交资产，不存在对资产交易本身的限制，且不需要获得原始债权人、债务人、共同债务人或任何其他主体的同意；(资产(或其部分)均非由委托人作为资产组合收购的一部分收购而来；(e)没有质押担保或负担；经委托人采取合理审慎措施调查和审查，在资产转让前，委托人未曾向任何第三方转让过资产，资产的任何一部分或全部均不存在任何债务负担、质权、抵押权、留置权、抵销权或者第三方的其他有效的权利主张，也不存在针对

资产的任何争议、诉讼、仲裁或任何其他形式的行政、司法强制措施，并且没有任何第三方对资产提出任何权利主张，以致于对信托合法受让、持有基础资产或对基础资产的可回收性产生重大不利影响；受托人将取得该资产的完全的权利，且转让后该资产上亦不存在任何债务负担、质权、抵押权、留置权、抵销权或者第三方的其他有效的权利主张；(f)权利的承继，在资产转让后，受托人将成为应收账款转让合同项下的唯一债权人，并在完成必要的变更、转移登记(如适用)后对相关的附属权益（如有）拥有合法的、可按应收账款转让合同的条款及相关判决或裁决申请强制执行的请求权；该权利将具有对抗所有第三人的效力；并且受托人将对与信托财产有关的任何文件、记录和数据等资产文件，拥有完整的、不受妨碍和唯一合法的所有权；(g)不侵犯债权人利益，委托人根据本合同向受托人出售资产并不侵犯委托人任何债权人的利益，或者已经征得委托人债权人的同意；(h)无重大不利变化，应收账款转让合同项下应收账款债权的可回收性在本合同签订日前未发生任何重大不利变化；据委托人所知，截至信托生效日，共同债务人未发生申请停业整顿、申请解散、申请或被申请人破产（含破产重整、破产和解和破产清算）、停产、歇业、注销登记、被吊销营业执照；(i)可强制执行，资产文件，包括但不限于应收账款转让合同、付款确认书，均构成对原始债权人、债务人、共同债务人合法、有效且具有约束力的义务，若原始债权人、债务人或共同债务人违约，受托人可按资产文件的条款及相关判决或裁决对原始债权人、债务人、共同债务人申请强制执行；(j)原始债权人、债务人以及共同债务人的抗辩，原始债权人、债务人、共同债务人履行应收账款转让合同和付款确认书项下义务的所有先决条件（付款期限除外）均已得到满足；(k)破产，截至信托生效日，无任何资产成为任何破产、重整、和解或其他类似程序中的标的，亦无任何应收账款转让合同项下债务人或付款

确认书项下共同债务人成为任何破产、重整、和解或其他类似程序的主体，以至于对信托合法受让、持有资产或对资产可回收性产生重大不利影响；(l)选择权，除应收账款转让合同、付款确认书约定的以外，委托人未就其在任何或部分资产及相关权益，给予或同意给予任何对资产的可回收性产生重大不利影响的选择权（已在应收账款转让合同中约定的提前还款选择权除外）；(m)除已取得或作出且现行有效的政府机构的批准、许可、授权、备案、登记、记录或其他手续以外，不需要其他政府机构的批准、许可、授权、备案、登记、记录或其他手续，以确保与资产相关的任何文件的有效性、可执行性或作为证据的可接受性；(n)在信托生效日之前，委托人持有与资产有关的、为资产提供适当有效的服务和执行所必需的各项文件；(o)在资产转让予受托人时或之前，委托人无故意或重大过失行为损害受托人对该资产所享有的合法权利。

截至本报告出具日，本交易资产池概况如下：

表 3 资产池概况

应收账款余额总计（万元）	73277.75
应收账款笔数（笔）	227
债务户数（户）	41
单笔应收账款最小余额（万元）	19.41
单笔应收账款最大余额（万元）	4124.48
单户应收账款最小余额（万元）	97.67
单户应收账款最大余额（万元）	10905.22

注：资产池信息由发起机构提供，联合资信整理

4. 现金流安排

本交易现金流主要来自于应收账款在信托存续期内的回收款，相关交易文件对账户设置、现金流归集及划付做出了明确安排。

(1) 账户设置及资金划转

在信托生效日之前，受托人华能信托应根据《资金保管合同》⁶的约定在资金保管机构开

立独立的人民币资金账户，作为本信托的信托账户，用以记录货币类信托财产的收支情况。

自信托生效日（含该日）起，资产服务机构应于每个提示付款日⁷下午三点（15:00）前向债务人提示付款并确认债务人拟付款情况。资产服务机构根据与各债务人的确认结果确定是否需要通知共同债务人付款。若需要，受托人授权资产服务机构应于每个支付日⁸前紧邻的提示付款日下午五点（17:00）前向共同债务人发出通知。自信托生效日（含该日）起，债务人应将基础合同、买方确认函、付款确认书项下基础合同项下应收账款的未偿价款余额于每个债务人还款日下午三点（15:00）前支付至信托账户；共同债务人应将基础合同、买方确认函、付款确认书项下基础合同项下应收账款的未偿价款余额于每个共同债务人还款日十二点（12:00）前支付至信托账户。

信托账户内的资金所产生的利息于资金保管机构结息日⁹结息，该等利息应记入信托账户。

(2) 现金流支付机制

受托人于每个支付日将信托账户内的信托财产按以下顺序进行分配：(a)向受托人支付依据所适用的中国法律应当由信托承担的，且委托人及资产服务机构未支付或预提的税收（包括受托人代为缴纳的应由信托财产承担的税收）（如有）；(b)同顺序按比例支付(i)资金保管机构的报酬；(ii)后备资产服务机构的报酬（如有）；(iii)支付代理机构的报酬；(iv)受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用

⁷ 提示付款日：系指资产服务机构向各债务人和/或共同债务人提示还款之日，分别为债务人还款日/共同债务人还款日前第 30、10、5 个工作日。其中，债务人还款日系指债务人应向信托账户足额支付应收账款债权的未偿价款余额之日，即预期到期日前的第 6 个工作日；共同债务人还款日系指共同债务人应向信托账户足额支付应收账款债权的未偿价款余额之日，即预期到期日前的第 5 个工作日。其中，就某一日期相对于每一笔应收账款债权而言，未偿价款余额系指 A-B：A 指其初始起算日未偿价款余额；B 指自初始起算日之后起至该日之前，有关该笔应收账款债权的所有已经偿还的价款。

⁸ 支付日：系指登记托管机构/支付代理机构向资产支持票据持有人划转其信托利益分配款项之日，在债务人和/或共同债务人于债务人还款日/共同债务人还款日向信托账户足额支付应收账款债权的未偿价款余额的情形下，即为预期到期日；在其他情形下，为预期到期日、清算后支付日。

⁹ 资金保管机构结息日：系指资金保管机构对保管资金按季进行结息之日，即每年的 3 月 21 日、6 月 21 日、9 月 21 日、12 月 21 日。

⁶ 《资金保管合同》：系指受托人与资金保管机构签署的《深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第二期华发大湾区资产支持票据信托资金保管合同》及对该合同的任何修改或补充。

支出总额（包括以往各期末付金额，如有）；(c) 支付优先级资产支持票据的预期收益；(d) 支付优先级资产支持票据的本金，直至清偿完毕；(e) 剩余信托财产（如有）全部分配给次级资产支持票据持有人（如信托财产中存在现金、存款及合格投资以外的信托财产（非现金信托财产），则以其届时存续状态现状分配给次级资产支持票据持有人）。

在信托终止日后，受托人应将清算所得的信托财产按以下顺序进行分配（如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付）：(a) 向受托人支付依据所适用的中国法律应当由信托承担的，且委托人及资产服务机构未支付或预提的税收（包括受托人代为缴纳的应由信托财产

承担的税收）（如有）；(b) 支付信托清算期间所发生的与信托财产清算相关的清算费用；(c) 同顺序按比例支付(i) 资金保管机构的报酬；(ii) 后备资产服务机构的报酬（如有）；(iii) 支付代理机构的报酬；(iv) 受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出总额（包括以往各期末付金额，如有）；(d) 支付优先级资产支持票据的预期收益利息；(e) 支付优先级资产支持票据的本金，直至清偿完毕；(f) 剩余信托财产（如有）全部分配给次级资产支持票据持有人（如信托财产中存在非现金信托财产，则以其届时存续状态现状分配给次级资产支持票据持有人）。

二、交易结构分析

1. 信用支持

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。共同债务人华发集团的信用水平极高，本交易面临的违约风险极低。

2. 交易结构风险分析

(1) 利率风险

本交易存在一定的利率风险。

本交易入池资产均为无利息收入的应收账款，且优先级资产支持票据发行利率尚不确定，存在因利率上升而导致资产池现金流入不足以覆盖票据本金及利息的风险。

本交易资产池应收账款余额为 73277.75 万元，资产支持票据发行规模为 70100.00 万元，资产池对资产支持票据形成超额抵押。联合资信对优先级资产支持票据发行利率进行测试，测试表明在预计应由信托财产承担的综合费率不超过 0.17%，优先级资产支持票据发行利率

不超过 4.50%、存续期限不超过 365 天的情况下，资产池回收款可以覆盖优先级票据端本息支出。此外，联合资信将对发行利率保持持续关注。

(2) 再投资风险

信托账户中待分配资金可进行合格投资，使信托财产面临再投资风险。本交易制定了严格的合格投资标准，有利于降低再投资风险。

本信托存续期间，受托人可以将信托账户中的资金进行合格投资，这将使信托财产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本交易交易文件约定受托人可以将信托账户内的资金在闲置期间按《信托合同》的约定以银行存款的方式存放于联合资信给予的主体信用等级不低于 AAA 的金融机构。较为严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

3. 主要参与方履约能力

(1) 委托人/发起机构/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。

本交易的委托人/发起机构/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联易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。

总体看，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。

（2）共同债务人一——华发股份 华发股份作为本交易的共同债务人一，其

经营状况良好。联合资信将对其履约能力保持关注。

华发股份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 年底，华发股份注册资本为 21.17 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间接持有华发股份 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 年底，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 407 户，华发股份在职员工合计 7566 人。

截至 2019 年底，华发股份合并资产总额 2341.11 亿元，所有者权益合计 432.95 亿元（含少数股东权益 235.38 亿元）；2019 年，华发股份实现营业收入 331.49 亿元，利润总额 43.96 亿元。

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。

华发股份注册地址：珠海市昌盛路 155 号；法定代表人：李光宁。

(a) 基础素质分析

产权状况

截至 2019 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，通过子公司珠海华发综合发展有限公司间接持有华发股份 4.29% 的股份；华发股份实际控制人为珠海市国资委。

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公司融资、项目建设及与政府协调方面能够给予华发股份有力支持；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”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、武汉、南京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、武汉、南京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国资委直属的以城市运营、房产开发、金融服务和产业投资为核心业务，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，在公司融资、项目建设及与政府协调方面能够给予华发股份有力支持。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 3 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”，2019 年全年获工程类奖 51 个，其中国家级 1 个，省级 18 个。

(b) 经营分析

经营现状

2017—2019 年，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波动增长，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。2017—2019 年，受交付房屋结转收入逐年增多的影响，华发股份营业收入逐年增长，年均复合增长 29.01%，2019 年实现营业收入 331.49 亿元；华发股份利润总额持续增长，年均复合增长 32.38%，2019 年实现利润总额 43.96 亿元。

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均在 95% 以上，主营业务突出；2017—2019 年，华发股份房地产开发销售收入持续增长，年均复合增长 29.21%。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在 5% 左右，对华发股份整体经营影响不大。

2017—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波动增长，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波动增长，分别为 28.18%、27.28% 和 29.62%。

表 4 2017—2019 年华发股份营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 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	190.08	95.44	28.60	226.61	95.62	27.95	317.35	95.73	30.31
其他业务	9.09	4.56	19.27	10.38	4.38	12.52	14.14	4.27	14.08
合计	199.17	100.00	28.18	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

近年来华发股份在布局珠海的基础上向华东、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。近年来，华发股份在布局珠海的基础上，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。

自 2017 年以来，华发股份加大了拿地力度，开启新一轮的投资布局，在继续深耕上海、武汉、广州、苏州等已布局城市的基础上，成功开辟南京、佛山、嘉兴等市场，并不断深化新进城市的项目储备。从近年来华发股份购地情况看，2017—2019 年，华发股份新获取土地建筑面积分别为 274.79 万平方米、491.50 万平方米和 348.62 万平方米，土地出让金总额分别为 229.73 亿元、269.11 亿元和 246.57 亿元。

截至 2019 年底，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

近年来，华发股份项目开发规模逐年加大，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逐年加大，2017—2019 年，华发股份新开工面积快速增长，分别为 220.47 万平方米、513.64 万平方米和 650.61 万平方米。2017—2019 年，华发股份竣工面积分别为 215.28 万平方米、178.57 万平方米和 279.96 万平方米，波动增长。2017—2019 年，华发股份期末在建面积分别为 715.35 万平方米、1004.23 万平方米和 1367.02 万平方米。

截至 2019 年底，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

近三年，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，2017—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

合同销售面积持续增长，分别为 133.76 万平方米、194.87 万平方米和 395.91 万平方米；销售价格方面，受益于几大核心城市布局，2017—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，2017—2019 年华发股份合同销售金额呈持续增长态势，分别为 310.17 亿元、582.01 亿元和 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 年底，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；从华发股份近两年销售速度来看，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 2017—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 2018 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 271 户，增加 109 户，减少

4 户；截至 2019 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 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 年底，华发股份合并资产总额 2341.11 亿元，所有者权益合计 432.95 亿元（含少数股东权益 235.38 亿元）；2019 年，华发股份实现营业收入 331.49 亿元，利润总额 43.96 亿元。

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

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，整体资产质量好。

2017—2019 年，华发股份合并资产总额持续增长，年均复合增长 29.46%。截至 2019 年底，华发股份合并资产总额 2341.11 亿元，较上年底增长 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。

2017—2019 年，华发股份流动资产连续增长，年均复合增长 27.91%，主要系存货、货币资金和其他流动资产增长所致。截至 2019 年底，华发股份流动资产 2159.33 亿元，较上年底增长 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。

2017—2019 年，华发股份货币资金连续增长，年均复合增长 52.64%，主要系销售回款增长所致。截至 2019 年底，华发股份货币资金 260.80 亿元，较上年底增长 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。

2017—2019 年，华发股份存货连续增长，年均复合增长 24.62%，主要系房地产开发投入

增加所致。截至 2019 年底，华发股份存货 1590.45 亿元，较上年底增长 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导致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。

2017—2019 年，华发股份其他流动资产逐年增长，年均复合增长 49.39%，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。截至 2019 年底，华发股份其他流动资产 211.39 亿元，较上年底增长 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。

2017—2019 年，华发股份非流动资产逐年增长，年均复合增长 32.89%。截至 2019 年底，华发股份非流动资产 181.78 亿元，较上年底增长 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。

2017—2019 年，华发股份长期股权投资持续增长，年均复合增长 32.84%，主要系对合营和联营企业投资增多所致。截至 2019 年底，华发股份长期股权投资 83.25 亿元，较上年底增长 28.94%。

2017—2019 年，华发股份投资性房地产逐年增长，年均复合增长 43.72%。截至 2019 年底，华发股份投资性房地产 48.91 亿元，较上年底增长 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 年底，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 年底增长 11.10%。资产构成方面，流动资产占 92.91%，占比较 2019 年底小幅提升 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 年底增长 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 年底增长 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 年底增长 1.47%，变化不大。

所有者权益

华发股份所有者权益规模持续增长，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。

2017—2019 年，华发股份所有者权益连续增长，年均复合增长 34.55%，主要系其他权益工具和未分配利润增加所致。截至 2019 年底，华发股份所有者权益合计 432.95 亿元，较上年底增长 34.55%；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 年底增长 8.49%，主要系未分配利润增长所致。

负债

随着华发股份经营规模扩大，负债规模和债务规模逐年增长；华发股份债务负担较重，

且存在一定的债务集中到期压力。

2017—2019 年，华发股份负债总额连续增长，年均复合增长 28.39%。截至 2019 年底，华发股份负债总额 1908.16 亿元，较上年底增长 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。

2017—2019 年，华发股份流动负债连续增长，年均复合增长 45.35%。截至 2019 年底，华发股份流动负债 1288.94 亿元，较上年底增长 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。

2017—2019 年，华发股份短期借款波动增长，年均复合增长 16.71%。截至 2018 年底，华发股份短期借款 126.56 亿元，较上年底增长 40.05%，随着华发股份规模扩大及经营发展需要，短期借款规模大幅增多所致。截至 2019 年底，华发股份短期借款 123.08 亿元，较上年底下降 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 0.02%。

2017—2019 年，华发股份应付账款连续增长，年均复合增长 65.18%，主要系应付工程款增长所致。截至 2019 年底，华发股份应付账款 100.95 亿元，较上年底增长 112.85%，主要为应付工程款（占比 94.59%）。

2017—2019 年，华发股份预收款项连续增长，年均复合增长 44.26%，主要系预收售楼款增长所致。截至 2019 年底，华发股份预收款项 585.23 亿元，较上年底增长 49.96%。

2017—2019 年，华发股份其他应付款连续增长，年均复合增长 29.37%，主要系往来及拆借款和土地增值税准备金增长所致。截至 2019 年底，华发股份其他应付款 148.13 亿元，较上年底增长 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。

2017—2019 年，华发股份一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 53.09%。截至 2018 年底，华发股份一年内到期的非流动负债 253.95 亿元，较上年底增长 142.81%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。截至 2019 年底，华发股份一年内到期的非流动负债 245.11 亿元，较上年底下降 3.48%，变动不大。

截至 2017 年底，华发股份无其他流动负债。截至 2018 年底，华发股份其他流动负债 59.50 亿元，主要系华发股份将售房尾款的资产证券化所致。截至 2019 年底，华发股份其他流动负债 71.13 亿元，较上年底增长 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。

2017—2019 年，华发股份非流动负债波动增长，年均复合增长 6.34%，主要系长期借款波动增长所致。截至 2019 年底，华发股份非流动负债 619.22 亿元，较上年底增长 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。

2017—2019 年，华发股份长期借款波动增长，年均复合增长 6.02%。截至 2019 年底，华发股份长期借款 457.35 亿元，较上年底增长 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。

2017—2019 年，华发股份应付债券波动下降，年均复合下降 3.51%。截至 2018 年底，华发股份应付债券 158.91 亿元，较上年底增长 13.86%，主要系新发行公司债和中期票据所致。截至 2019 年底，华发股份应付债券 129.93 亿元，较上年底下降 18.24%，主要系部分转入流动负债所致。

有息债务方面，2017—2019 年，考虑计入其他流动负债及其他非流动负债中的有息部分，华发股份全部债务连续增长，年均复合增

长 19.28%。截至 2019 年底，华发股份全部债务 1054.72 亿元，较上年底增长 12.66%，主要系长期债务增加所致；其中，短期债务占 41.42%，长期债务占 58.58%。2017—2019 年，华发股份资产负债率分别为 82.88%、82.34%和 81.51%，有所下降；全部债务资本化比率分别为 75.61%、74.42%和 70.90%，持续下降；长期债务资本化比率分别为 69.56%、60.97%和 58.80%，持续下降。整体看，华发股份债务负担较重。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，一年内到期债务规模较大，华发股份面临一定的集中偿付压力。

截至 2019 年底，华发股份其他权益工具 63.74 亿元，全部为永续债。如将永续债调入长期债务，2017—2019 年，华发股份调整后全部债务分别为 741.37 亿元、967.15 亿元和 1118.46 亿元，年均复合增长 22.83%。偿债指标方面，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 84.23%、75.18%和 64.87%，债务负担较重。

截至 2020 年 3 月底，华发股份负债总额合计 2131.20 亿元，较 2019 年底增长 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 年底变化不大。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 年底增长 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 年底提高 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

2017—2019 年，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实现较快增长，2018 年以来投资收益对营业利润贡献较大；华发股份整体盈利能力有待提高。

2017—2019 年，受益于交付房屋结转的销售收入增长影响，华发股份营业收入连续增长，年均复合增长 29.01%。2017—2019 年，分别为 199.48 亿元、236.99 亿元和 331.49 亿元。2017—2019 年，华发股份利润总额分别为 25.03 亿元、30.85 亿元和 43.96 亿元，年均复合增长 32.38%。

期间费用方面，2017—2019 年，华发股份费用总额连续增长，年均复合增长 57.44%，主要系销售费用和管理费用增长所致。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%。2017—2019 年，华发股份销售费用和管理费用逐年增长，分别年均复合增长 57.20%和 47.59%，主要系随着华发股份经营规模扩大、相应费用增多所致。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和建泰建设有限公司等新增研发项目支出所致。2017—2019 年，华发股份财务费用逐年增长，年均复合增长 98.12%，主要系利息支出增加所致。

利润构成方面，2017—2019 年，投资收益占华发股份利润总额的比例分别为 1.66%、20.31%和 16.40%，2018 年以来占比较高，主要系权益法核算的长期股权投资收益大幅增长所致；投资收益对营业利润贡献较大。

盈利指标方面，2017—2019 年，华发股份营业利润率分别为 18.45%、18.93%和 20.12%，持续增长。2017—2019 年，华发股份总资产收益率分别为 2.06%、2.43%和 2.97%，华发股份净资产收益率分别为 7.43%、7.46%和 7.66%，

随着利润规模增长均呈逐年增长态势。

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 年底下降 1.82 个百分点。

现金流分析

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。

从经营活动来看，2017—2019 年，华发股份经营活动现金流入量连续增长，年均复合增长 48.06%，主要系销售回款增多所致。2017—2019 年，华发股份经营活动现金流出分别为 141.87 亿元、211.15 亿元和 278.36 亿元，连续增长，年均复合增长 40.07%，主要系房地产开发建设支出和支付的各项税费增多所致。2017—2019 年，华发股份经营活动现金流量净额连续增长，年均复合增长 57.52%，持续净流入。

从投资活动来看，2017—2019 年，华发股份投资活动现金流入分别为 1.13 亿元、45.72 亿元和 56.64 亿元，连续增长，年均复合增长 606.59%；其中 2018 年同比增长 39.30 倍主要系收回投资收到的现金增加所致，2019 年同比增长 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，2017—2019 年，华发股份投资活动现金流出分别为 340.20 亿元、356.02 亿元和 377.92 亿元，连续增长，年均复合增长 5.40%。2017—2019 年，华发股份投资活动现金流量净额持续净流出。

2017—2019 年，华发股份筹资活动前净现金流持续为负，融资需求较大。

从筹资活动来看，2017—2019 年，华发股

份筹资活动现金流入分别为 532.05 亿元、577.85 亿元和 841.07 亿元，连续增长，年均复合增长 25.73%；其中 2019 年同比增长 45.55%主要系取得借款收到的现金大幅增多所致。2017—2019 年，华发股份筹资活动现金流出分别为 352.55 亿元、351.26 亿元和 733.26 亿元，波动增长，年均复合增长 44.22%；其中 2019 年同比增长 108.75%主要系偿还债务支付的现金大幅增多所致。2017—2019 年，华发股份筹资活动现金流量净额持续净流入。

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 年底，华发股份流动比率和速动比率分别为 167.53%和 44.13%，较 2018 年底分别下降 2.62 和上升 2.88 个百分点；2017—2019 年，华发股份经营现金流动负债比波动中有所增长，分别为 18.52%、16.06%和 21.75%。2017—2019 年，华发股份现金短期债务比分别为 0.57 倍、0.44 倍和 0.60 倍，现金类资产对短期债务的保障程度有待提升。截至 2020 年 3 月底，华发股份现金类资产 347.27 亿元，对短期债务的覆盖倍数为 0.82 倍。整体看，华发股份短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2017—2019 年，华发股份 EBITDA 快速增长，三年分别为 28.25 亿元、38.25 亿元和 56.11 亿元。同期，华发股份全部债务/EBITDA 持续下降，三年分别为 26.24 倍、24.47 倍和 18.80 倍；EBITDA 利息倍数波

动上升，三年分别为 0.74 倍、0.70 倍和 0.79 倍。华发股份长期偿债能力较弱。

截至 2019 年底，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 年底，华发股份无重大未决诉讼。

截至 2019 年底，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。

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 2019 年底，母公司资产总额 1030.16 亿元，较上年底增长 14.93%，流动资产和非流动资产均有所增长。其中，流动资产 578.13 亿元（占比 56.12%），非流动资产 452.03 亿元（占比 43.88%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 10.83%）、其他应收款（占 72.28%）、存货（占 7.84%）和其他流动资产（占 9.00%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 97.75%）构成。截至 2019 年底，母公司货币资金为 62.61 亿元。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 212.28 亿元，较年初增长 30.68%，主要系其他权益工具增长所致；其中，股本为 21.17 亿元（占 9.97%）、资本公积合计 54.74 亿元（占 25.79%）、未分配利润合计 62.36 亿元（占 29.38%）、盈余公积合计 10.65 亿元（占 5.02%），所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年底，母公司负债总额 817.87 亿元，较年初增长 11.44%。其中，流动负债 660.61 亿元（占比 80.77%），非流动负债 157.26 亿元（占比 19.23%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 85.22%）和一年内到期的

非流动负债（占 8.89%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 17.38%）和应付债券（占 82.62%）构成。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 79.39%，较年初下降 2.48 个百分点。

有息债务方面，截至 2019 年底，母公司全部债务 225.99 亿元，其中短期债务 68.73 亿元（占比 30.41%），长期债务 157.26 亿元（占比 69.59%）。2017—2019 年，母公司资产负债率分别为 86.54%、81.88%和 79.39%；全部债务资本化比率分别为 63.74%、59.95%和 51.56%，均波动中有所下降；整体看，母公司债务负担较重。

2019 年，母公司营业收入为 0.58 亿元，利润总额为 25.75 亿元，利润总额以投资收益为主。

2019 年，母公司经营活动产生的现金流量净额 9.31 亿元，投资活动产生的现金流量净额 23.08 亿元，筹资活动前现金流量净额为 32.39 亿元，筹资活动产生的现金流量净额-11.80 亿元。

（c）结论

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，且融资渠道畅通；近年来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。

（3）共同债务人二——华发集团

本交易的共同债务人二为华发集团，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。

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.600325,2019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年底华发集团间接持股比例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

华发集团以城市运营、房产开发、金融服务和实业投资为核心业务,在经营规模、品牌

影响力和多元化发展等方面具有显著优势。

华发集团是珠海市国有资产授权经营并重点发展的大型企业集团之一。根据《珠海市市属国有企业功能界定与分类管理实施意见》,华发集团与控股子公司珠海金融投资控股集团有限公司(现更名为“珠海华发投资控股有限公司”,以下简称“华发投控”,为珠海市国资委直管企业)被认定为竞争型商业类企业。目前,华发集团系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

经营概况

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。

2017—2019年,华发集团营业收入快速增

长，年均复合增长33.99%，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；2019年，华发集团实现营业收入792.69亿元，同比增长48.78%。

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逐年下降，近三年分别为22.09%、20.71%和18.55%。

分业务看，2017—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持续增长，年均复合增长28.71%，2019年同比增长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，2019年为30.29%。近三年，华发集团土地一级开发收入有所下降，年均复合下降6.55%，2019年为44.57亿元，同比下降8.55%，主要系土地出让面积下降等因素导致；业务毛利率波动主要系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同所致。土地一级开发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，近年来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%；同期，大宗商品批发业务毛利率为0.26%。金融业务作为华发集团核心突破板块，近年来发展迅速，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。

房地产开发

近年来，华发股份深耕珠海市场，布局核心一、二线城市，具有广泛的市场影响力和较

高的品牌认知度；但在建项目较多，在建面积较大，面临较大资本支出压力；此外，联合资信关注到房地产业务易受区域房地产市场行情、宏观调控及房地产政策等影响。

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。

2017—2019年，华发股份分别实现营业收入199.48亿元、236.99亿元和331.49亿元，年均复合增长28.91%；其中，房地产销售收入分别为190.08亿元、226.61亿元和317.35亿元，年均复合增长29.21%。分区域看，珠海地区占比19.07%，华南地区（不含珠海）占比24.99%，华东地区占比20.66%，华中地区占比27.36%，山东地区占比7.09%，北方地区占比0.83%；珠海地区作为公司发展战略大本营仍是房地产销售收入的重要来源之一，但占比不断下降，华南地区、华中地区及华中地区占比大幅提升，已反超珠海地区。业务毛利率方面，2019年华发股份房地产销售板块毛利率为30.31%，同比提升2.36个百分点，主要系毛利率较高的华南地区收入占比提升、山东地区和华中地区当年结转收入项目拿地时间较早地价较低及当地房价上升较快导致。2020年一季度，华发股份实现营业收入90.34亿元，同比增长34.73%；综合毛利率25.78%，同比下降5.67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、华南、华东、华中、北方、山东6大区域以及北京的“6+1”区域布局。

受益于项目储备的增加，近年来华发股份

项目开发步伐不断加快，新开工面积、期末在建面积大幅提升。2019 年，华发股份新开工面积同比增长 26.67%至 650.61 万平方米，主要集中在武汉、珠海、中山和天津等；随着在建项目的持续投入，期末在建面积 1367.02 万平方米，同比增长 36.13%；年内竣工面积 279.66 万平方米。2020 年一季度，华发股份新开工面积 156.24 万平方米，竣工面积 25.24 万平方米，期末在建面积 1498.04 万平方米。

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，近年来华发股份销售业绩快速提升。2019 年，华发股份实现签约销售面积 395.91 万平方米，同比增长 103.17%，签约销售额 922.73 亿元，同比增长 58.54%，但销售均价下降至 2.33 万元/平方米，与不同城市的房地产价格不同有较大关联。2020 年一季度，华发股份实现合同销售金额 152.48 亿元，合同销售面积 58.02 万平方米。

销售区域方面，华发股份在保持珠海、上海、武汉等重点城市销售业绩稳步提升的前提下，新进驻南京、苏州等城市。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 375.21 亿元，占比 40.66%；其次为珠海区域，实现签约销售 256.21 亿元，占比 27.76%；华南区域和华中区域分别完成签约销售 103.06 亿元和 80.89 亿元，为次重点区域；北方区域和山东区域合计实现签约销售 87.18 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 2019 年底华发股份共拥有 34 个项目的土地储备，规划计容面积 697.48 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：华中地区、华东地区以武汉、上海、杭州为核心，土地储备占比 54.02%；华南粤港澳大湾区区域以珠海、中山、江门为核心，土地储备占比 33.93%；华北

区域以北京、烟台、威海为核心，土地储备占比 12.05%。区域布局进一步优化。华发股份在建和储备房地产项目投资规模大，一方面为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。

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；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。目前，城市运营板块已形成平台公司（即华发城市运营）+区域公司两级架构，平台公司统一负责策划推广、研究发展、工程管理、公建设计管理、规划市政设计、招采管理、成本管理、招商及资产运营管理等职能，区域公司负责管理片区内项目建设。

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

土地一级开发

目前，华发城市运营开展的土地一级开发项目包括十字门中央商务区项目、金湾航空新

城核心区项目、保税区二期项目、高新区北围项目、富山产业新城项目、斗门一河两岸项目和珠海北站 TOD 项目。

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

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

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

子公司珠海华发高新建设控股有限公司与珠海（国家）高新技术产业开发区管理委员会签订《珠海高新区北围土地一级开发协议》，

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

珠海富山工业园投资开发有限公司（原珠海华富开发建设有限公司）负责对珠海市斗门区富山产业新城起步区土地一级开发项目（开发面积 2.5 平方公里）和起步区以外（147.5 平方公里）的市政基础设施项目。根据华发集团与珠海市富山工业园管理委员会签订的《富山产业新城合作开发协议》，项目的开发资金由华发集团负责筹集，投资收益由固定投资补偿和投资增值收益来实现。其中，固定投资补偿以项目开发建设成本为基数计提一定比例作为固定投资补偿。投资增值收益是在开发范围内可出让用地出让后，政府以与土地出让收入（扣除应上缴省、市政策性缴纳资金等费用后）等额的财政资金支付项目开发建设总成本及固定投资补偿，余额部分等额资金即为投资增值收益。投资增值收益双方按一定比例进行分配。

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

分成、省级财政相关费用后双方按一定比例进行分配。

珠海北站 TOD 项目系由珠海城际轨道实业有限公司（以下简称“轨道公司”）与珠海市人民政府签订协议，轨道公司负责项目的开发，项目开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入在扣除应上缴费用并优先偿还轨道公司所支付的土地一级开发成本后，轨道公司可获得土地增值收益的一定比例等额资金作为土地一级开发收益。

近三年，华发城市运营土地一级开发收入逐年下降，年均复合下降6.55%，主要系土地出让面积下降等因素导致。2019年，华发城市运营实现土地一级开发收入44.57亿元，同比下降8.55%，收入主要来自金湾航空新城及富山工业园等项目；同期，华发城市运营土地一级开发业务毛利率69.22%，同比提升10.04个百分点，主要系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同；2017—2019年，华发城市运营土地一级开发业务分别获得回款50.00亿元、43.00亿元和11.40亿元，其中2019年回款情况较差。

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

根据华发集团提供的预测，2020—2024年十字门中央商务区等七个存量项目预计可获得土地出让收入分成近200亿元。但联合资信同时注意到，由于土地出让面积和出让价格受宏观经济和政策调控的影响较大，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

华发城市运营经营性项目主要包括会展商务组团（二期）、富山智选小镇生活中心、高新北围智谷圆芯及富山科创中心等项目，建筑类型涉及写字楼、酒店、会议中心、SOHO办公、

商务公寓等。华发城市运营利用自有资金拿地开展项目建设，建设完工对外出租、出售或运营，未来以经营性收入来平衡资金投入。截至2020年3月底，华发城市运营自营项目计划总投资154.58亿元，已完成投资49.40亿元，未来仍需投入105.18亿元，投资规模较大。

土地储备

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

金融及实业投资

华发集团金融板块业务涵盖证券、资管、交易平台、普惠金融、商业保理、期货等，近年来金融业务收入不断提升且获得稳定的投资收益；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。

金融业务

华发集团金融板块经营主体主要是华发投控和华发财务。

2012年7月，华发投控在珠海横琴新区设立，经多年发展已成为综合性金融投资控股集团，业务涵盖证券、资管、交易平台、普惠金融、商业保理、期货等。截至2020年3月底，华发集团旗下参控股金融机构24家，准金融机构132家、交易平台5家，已基本实现金融产业全牌照布局。此外，华发集团还参股了包括珠海华润银行股份有限公司（以下简称“华润银行”）、珠海农商行、厦门国际银行股份有限公司（以下简称“厦门国际银行”）、横琴华通金融租赁有限公司（以下简称“华通金租”）、珠海横琴人寿保险有限公司等金融机构，持有并处置债券、基金、资管/信托计划等，每年可获得稳定的投资收益。

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

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，华发集团近三年华发集团金融收入分别为 9.15 亿元、12.23 亿元和 14.72 亿元。2019 年，华发集团金融收入中利息收入 7.53 亿元、手续费及佣金收入 3.18 亿元、其他金融收入 4.01 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。2017—2019 年，华发集团分别实现投资收益 10.69 亿元、18.24 亿元和 21.73 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）分别为 0.70 亿元、1.69 亿元和 0.31 亿元；权益法核算的长期股权投资收益分别为 6.07 亿元、9.09 亿元和 10.85 亿元；持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益分别为 1.53 亿元、4.31 亿元和 5.04 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分别为 1.88 亿元、2.26 亿元和 4.02 亿元。

实业投资

华发集团利用自身产业与资金优势，成立实业投资板块，以珠海华发实体产业投资控股有限公司为核心平台，投资主体包括华金资本、华金国际资本、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）和珠海基金（有限合伙）（以下简称“珠海基金”）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 2020 年 3 月底，华发集团已累计完成投资项目 256 个，包含深圳优必选、博纳影业、云洲智能等多个“独角兽”项目，累计投资超过 110 亿元。

2017 年 7 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、实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。珠海基金由华发投控担任基金管理人，并纳入华发集团合并报表。截至 2020 年 3 月底，珠海基金母基金已签署合伙协议子基金共 25 支，子基金目标总规模 434.64 亿元，其中需母基金认缴出资 101.34 亿元；累计收到分红 2.44 亿元，其中 2019 年和 2020 年一季度分别收到分红 1.43 亿元和 0.13 亿元。未来，珠海基金将作为珠海市产业和基础设施领域投资母基金，根据政府引导、市场化运作的原则，通过基金的引导放大效应，在经济转型升级、结构调整等方面发挥作用。

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较低。

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。

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。

受下游客户需求及华发集团风控要求等影响，近年来华发集团主要贸易品种有所变化：2017年，华发集团主动收缩风险较高的燃料油等业务，扩大有色金属（电解铜）贸易规模；2018—2019年，华发集团持续扩大有色金属贸易规模，2019年该品种收入占比超过90%，成大宗商品批发收入最重要的来源。

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。2017—2019年，华发集团分别实现大宗商品批发收入163.70亿元、199.77亿元和363.05亿元。受行业特性和业务模式影响，近三年华发集团大宗商品批发业务毛利率维持在较低水平，分别为0.29%、0.32%和0.26%。

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。2019年，华发集团前五大供货商采购金额占比46.05%，集中度较上年有所下降（2018年为59.15%），结算方式主要为货到付款（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。2019年，华发集团前五大销售商销售金额占比合计27.12%，集中度较上年大幅下降（2018年为43.11%）。

②汽车销售

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

达品牌业务，子公司广州铨发汽车贸易有限公司经营平行进口车业务。

华发汽车主要从国内代理商或分销商采购汽车，其余少量自汽车生产厂家直接购买，结算方式主要为大众金融融资购车和现金结算；销售主要以零售客户为主，一般以现金结算，并有少量定金。

近年来，乘用车需求趋于饱和导致华发汽车乘用车销量逐年下降。2017—2019年，华发集团分别实现汽车销售收入4.77亿元、4.58亿元和4.29亿元；同期，华发集团汽车销售业务毛利率较为稳定，分别为8.73%、9.28%和7.32%。

现代服务

华发集团现代服务板块主要由华发现代服务负责，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珠海华发物业管理服务有限公司（以下简称“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2020年3月底，华发物业进行物业服务的项目逾150个，管理总面积超3000万平方米。

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。2017—2019年，华发集团分别实现物业管理收入5.57亿元、17.81亿元和21.10亿元；同期，华发集团物业管理业务毛利率分别为16.44%、

19.64%和 11.71%。

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。

伴随酒店的逐步开业及周边业态不断成熟，华发集团酒店会展收入不断提升，近三年分别为 3.83 亿元、4.05 亿元和 5.09 亿元；同期，华发集团酒店会展业务毛利率稳步提升，分别为 13.41%、14.04%和 15.88%。

(c) 财务分析

财务概况

华发集团提供的 2017 年度合并财务报表已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018 年度合并财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）珠海分所审计，2019 年度合并财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，上述审计机构均出具了标准无保留意见的审计结论；华发集团提供的 2020 年一季度合并报表未经审计。

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

近年来华发集团资产规模快速增长，资产构成以存货及货币资金等流动资产为主，符合其以房地产开发及土地一级开发为主业的特征；华发集团整体资产质量较好，但受限资产规模较大，对资产流动性产生一定影响。

近年来，华发集团资产规模快速增长，年均复合增长 25.84%，主要来自流动资产的增加。2019 年底，华发集团资产总额 3618.40 亿元，较 2018 年底增长 28.03%，主要由流动资产（占 83.09%）构成。

表5 华发集团主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1869.81	81.84	2321.90	82.16	3006.42	83.09	3473.42	84.37
货币资金	215.91	9.45	349.35	12.36	451.76	12.49	641.53	15.58
存放同业及其他金融机 构款项	84.57	3.70	78.39	2.77	78.49	2.17	170.14	4.13
交易性金融资产	45.71	2.00	40.86	1.45	81.72	2.26	85.01	2.06
预付款项	63.71	2.79	54.64	1.93	66.04	1.83	80.26	1.95

其他应收款	20.27	0.89	54.12	1.92	44.03	1.22	46.80	1.14
存货	1270.49	55.61	1527.66	54.05	1888.06	52.18	2029.35	49.29
其他流动资产	104.91	4.59	152.92	5.41	266.65	7.37	290.68	7.06
非流动资产	414.99	18.16	504.26	17.84	611.99	16.91	643.68	15.63
可供出售金融资产	80.74	3.53	114.74	4.06	102.54	2.83	107.63	2.61
长期股权投资	146.70	6.42	180.44	6.38	235.62	6.51	247.98	6.02
投资性房地产	25.68	1.12	47.71	1.69	75.88	2.10	75.88	1.84
固定资产	84.23	3.69	92.50	3.27	90.36	2.50	89.58	2.18
资产总额	2284.79	100.00	2826.17	100.00	3618.40	100.00	4117.11	100.00

注：其他应收款含应收利息和应收股利

资料来源：联合资信根据华发集团审计报告及财务报表整理

流动资产方面，近年来，受房地产项目开发持续投入及预收售房款增加等因素综合影响，华发集团流动资产快速增长，三年复合增长率为26.93%。2019年底，华发集团流动资产较2018年底增长29.48%至3006.42亿元，主要由存货、货币资金及其他流动资产等构成，分别占比62.80%、15.03%和8.87%。

2017—2019年，华发集团货币资金快速增长，年均复合增长44.65%。2019年底，华发集团货币资金较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，其中受限货币资金36.85亿元，主要为存放中央银行法定存款准备金、质押存款和保证金。

2017—2019年，华发集团存放同业及其他金融机构款项有所波动，2019年底为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。

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，2019年底为81.72亿元，较2018年底增长99.99%，主要系债券投资增加所致。年末交易性金融资产中31.74亿元债券投资为卖出回购业务设定质押，1.56亿元债券投资为债券借贷业务设定质押。

2017—2019年，华发集团应收账款快速增长，年均复合增长74.52%，主要系应收土地出让收益分成增加。2019年底，华发集团应收账款较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；累计计提坏账准备0.79亿元，计提比率1.32%。

2017—2019年，华发集团预付款项有所波动，2019年底为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。

2017—2019年，华发集团其他应收款大幅波动，2019年底，华发集团其他应收款为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。

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。2017—2019年，华发集团存货快速增长，年均复合增长21.91%，2019年底为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。

2017—2019年，华发集团其他流动资产快速增长，年均复合增长63.00%，主要系华发股

份向合营企业、联营企业以及合作方拆出资金增加所致。2019 年底，华发集团其他流动资产较 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。

非流动资产方面，2017—2019年，华发集团非流动资产快速增长，年均复合增长20.87%，主要来自长期股权投资、投资性房地产和可供出售金融资产的增加；2019年底，华发集团非流动资产较2018年底增长21.36%至611.99亿元，主要由长期股权投资（占38.50%）、可供出售金融资产（占16.75%）、固定资产（占14.76%）和投资性房地产（占12.40%）构成。

2017—2019年，华发集团可供出售金融资产大幅波动，分别为80.74亿元、114.74亿元和102.54亿元，其中2018年底较2017年底增加34.00亿元，主要系投资珠海工智股权投资基金（有限合伙）、珠海农智股权投资基金（有限合伙）及厦门国际银行等所致，2019年底较2018年底减少12.20亿元，主要系可供出售债务工具减少。2019年底，华发集团可供出售金融资产中可供出售债务工具31.96亿元，其余为可供出售权益工具。

2017—2019年，华发集团长期股权投资快速增长，年均复合增长26.73%，主要系增加金融类及房地产类参股子公司的投资。2019年底，华发集团长期股权投资较2018年底增长30.58%至235.62亿元，其中部分华发集团控股企业因其资本金由财政承担，华发集团不参与经营，不享有经营收益，因此未纳入合并范围。

华发集团投资性房地产主要包括华发商都、横琴珠海中心写字楼、横琴国际网球中心配套商业、会展商务组团商业及长租公寓等，2017—2019年快速增长，年均复合增长71.89%，主要系写字楼、商业配套以及长租公寓等资产增加所致。2019年底，华发集团投资性房地产75.88亿元，较2018年底增长59.06%。

华发集团固定资产主要为房屋及建筑物，2017—2019年小幅波动，分别为84.23亿元、92.50亿元和90.36亿元。

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

受发行永续债及少数股东权益增长等因素影响，2017—2019 年，华发集团所有者权益快速增长，年均复合增长 31.00%。

2019 年底，华发集团所有者权益较 2018 年底增长 24.41%至 1070.67 亿元，主要由少数股东权益（占 64.88%）、资本公积（占 16.33%）及其他权益工具（占 12.32%）构成。

2017—2019年，华发集团实收资本未发生变化，均为11.20亿元。同期，华发集团资本公积快速增长，年均复合增长21.58%，主要系①华发综合发展、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；2019年底，华发集团资本公积174.83亿元，较2018年底增长13.33%。

2017—2019年，华发集团其他权益工具分别为72.00亿元、91.80亿元和131.91亿元，主要为华发集团发行的永续中期票据和可续期信托计划等。

2017—2019年，华发集团少数股东权益分别为374.27亿元、547.53亿元和694.68亿元；其中2018年底较2017年底增加173.26亿元，主要系华发综合发展引入战略投资者及华发股份发行永续债券、华发股份少数股东权益增长所致；2019年底较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。

负债

2017—2019年，华发集团负债规模快速增长，年均复合增长23.85%，流动负债和非流动负债均有所增加。

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%。

2017—2019年，受预收房款增加影响，华发集团流动负债快速增长，年均复合增长28.43%，2019年底为1574.10亿元，较2018年底增长23.67%，主要为预收款项（占37.84%）、一年内到期的非流动负债（占16.31%）、短期借款（占12.03%）及其他应付款（占10.40%）。

2017—2019年，华发集团短期借款快速增长，2019年底为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。

华发集团应付账款主要为与房地产开发相关的应付工程款、材料款等，2017—2019年快速增长，年均复合增长34.23%，2019年底为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。

华发集团预收款项主要为华发股份预收售房款。2017—2019年，华发集团预收款项大幅增长，年均复合增长41.89%，2019年底为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）。

2017—2019年，华发集团其他应付款快速增长，年均复合增长22.28%，主要系往来及拆借款增加所致。2019年底，华发集团其他应付款较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。

2017—2019年，华发集团一年内到期的非流动负债大幅波动，2019年底为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%）。

2017—2019年，华发集团其他流动负债持续增长，年均复合增长23.10%，主要系发行超短期融资券增加导致。2019年底，华发集团其他流动负债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。

2017—2019年，华发集团非流动负债持续增长，年均复合增长17.39%，主要系长期借款和应付债券增加所致。2019年底，华发集团非流动负债973.64亿元，较2018年底增长40.54%，以长期借款（占53.84%）和应付债券（占42.19%）为主。

2017—2019年，华发集团长期借款波动增长，年均复合增长8.98%。2019年底，华发集团长期借款524.19亿元，主要为保证借款、抵押借款和信用借款等。

2017—2019年，华发集团应付债券快速增长，年均复合增长28.65%。2019年底，华发集团应付债券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。

2019年底，华发集团新增其他非流动负债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。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。

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。

2017—2019 年，华发集团全部债务逐年增长，年均复合增长 17.91%。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。

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

近年来，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，投资收益对华发集团利润形成了良好补充。

受房地产销售收入及大宗商品贸易收入等增长影响，2017—2019 年华发集团营业收入快速增长，年均复合增长 33.99%；2019 年，华发集团实现营业收入 792.69 亿元，同比增长 48.78%。2017—2019 年，华发集团营业成本快速上涨，年均复合增长 37.00%，增幅高于营业收入；同期，华发集团营业利润率持续下降，2019 年为 14.35%。

近三年，华发集团期间费用逐年上升，年均复合增长 24.46%，2019 年为 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。2019 年，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，2017—2019 年，华发集团分别实现投资收益 10.69 亿元、18.24 亿元和 21.73 亿元，受益于金融及产业投资板块的快速成长，投资收益已成为华发集团利润的重要补充。从构成看，2019 年华发集团投资收益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。2017—2019 年，华发集团利润总额分别为 49.69 亿元、56.16 亿元和 73.67 亿元。

从盈利指标看，近三年华发集团总资产收益率和净资产收益率均持续下滑，2019 年分别为 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

受房地产回款增多及商贸板块规模扩大带动，近年来华发集团经营活动现金流入快速增长，收入实现质量保持较高水平；华发集团大规模的购地支出、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，2017—2019 年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，年均复合增幅为 34.72%；2019 年，华发集团经营活动现金流入量 1053.34 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 967.72 亿元。2017—2019 年，华发集团现金收入比分别为 113.44%、122.11%

和 122.08%，收入实现质量保持在较高水平。同期，华发集团经营活动现金流出量年均复合增长 32.46%，2019 年为 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。近三年，华发集团经营活动净现金流均表现为净流入，分别为 104.48 亿元、110.62 亿元和 218.28 亿元。

投资活动方面，2017—2019 年受收回投资收到的现金增加影响，华发集团投资活动现金流入持续上升，年均复合增长 122.61%。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。近三年，华发集团投资活动现金流出规模持续增长，年均复合增长 24.10%，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金增长所致。2019 年，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。2017—2019 年，华发集团投资活动现金流净额分别为 -347.03 亿元、-358.72 亿元和 -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。

2017—2019 年，华发集团筹资活动前现金流量净额分别为 -242.55 亿元、-248.10 亿元和 -226.20 亿元。近年来，华发集团土地储备及对外投资等规模加大，筹资活动前资金缺口持续保持较大规模。

筹资活动方面，2017—2019 年华发集团筹资活动现金流入持续增长，年均复合增幅为 22.85%；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。2017—2019 年，华发集团筹资活动现金流出年均复合增长 25.91%，2019 年为 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。2017—2019 年，华发集团筹资活动现金流量净额分别为 247.67 亿元、371.13 亿元和 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

华发集团短期偿债能力较强，长期偿债能力指标一般，考虑到华发集团是珠海市 16 家市属国企中的龙头企业，其城市运营、房地产开发、金融产业和产业投资等核心业务稳居珠海市第一位，资产质量较好，融资渠道畅通，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年华发集团流动比率有所波动，速动比率持续上升，2019 年底分别为 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，华发集团流动比率和速动比率分别为 191.26%和 79.52%，较 2019 年底有所提高。2017—2019 年，华发集团经营现金流流动负债比分别为 10.95%、8.69%和 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，华发集团现金类资产 926.94 亿元，对短期债务的覆盖倍数为 1.12 倍，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，华发集团 EBITDA 逐年增长，2019 年为 101.66 亿元；全部债务/EBITDA 持续下降，2019 年为 15.73 倍；EBITDA 利息倍数有所上升，2019 年为 1.36 倍。华发集团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

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。

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重。

截至2019年底，母公司资产总额434.27亿元，主要为长期股权投资、其他应收款和货币资金；所有者权益128.29亿元，其中永续债131.91亿元；负债总额305.99亿元，主要为短期借款及发行的债券。2019年，母公司实现营业收入1.68亿元，利润总额8.19亿元，利润主要来自投资收益。2019年底，母公司资产负债率为70.46%，全部债务资本化比率为70.07%，考虑所有者权益主要为永续债，实际债务负担很重。

2020年3月底，母公司资产总额535.15亿元，所有者权益139.10亿元；2020年1—3月，母公司实现营业收入44.36万元，利润总额-1.90亿元。

(d) 结论

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。

(4) 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。联合资信认为其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。

（5）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部控制制度。联合资信认为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。

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年由中国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责任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，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。

4. 法律要素分析

根据广东恒益律师事务所为本交易出具相关法律意见：本项目的设立符合各项法律法规，各参与方均具备相应的法律资格，基础资产符合适用法律所规定的条件，基础资产转让行为合法、有效。

联合资信收到的广东恒益律师事务所出具的法律意见书表明：发起机构具备发行本次资产支持票据的主体资格；发起机构为发行本次资产支持票据已履行了必要的内部决策程序，决策程序合法、有效，决议内容合法、有效；本次资产支持票据之相关发行文件、交易文件真实、合法、有效，各参与机构的权利义务明确；本次资产支持票据的发行载体合法、合规，各参与机构均具备履行各自职责所应具备的资质、条件；本次资产支持票据的基础资产符合法律、法规和规范性文件的相关规定，真实、有效、权属明确，且无权利限制，可以依法转让，能够产生持续稳定、独立、可预测、可特定化的现金流；本次资产支持票据的交易结构设置合理，不存在损害相关利益主体合法权益的情形，现金流的归集和管理机制合法、合规，能够确保基础资产产生的现金流作为本次资产支持票据的偿付支持，且具备有效的风险隔离效果，投资者保护机制合法、合规；本次资产支持票据的信用增进措施合法、合规、有效；与本次资产支持票据发行有关的重大法律事项及潜在法律风险不会对本次发行造成实质性的不利影响。本次资产支持票据相关事项符合《公司法》、《信托法》、《管理办法》、《票据指引》等法律、法规和规范性文件的相关规定、要求。发起机构尚需向交易商协会办理本期资产支持票据的发行注册，并取得交易商协会出具的《接受注册通知书》。

三、基础资产分析

本交易入池资产相关债务人均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；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。

本交易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。

从应收账款形成的来源来看，资产池的应收账款包括贸易应收账款债权和工程应收账款债权。入池资产所涉及的应收账款均需取得债务人出具的《买方确认函》及共同债务人出具的《付款确认书》确认付款义务。资产池应收账款类型分布见表 6。

表 6 资产池应收账款类型分布
(单位: 笔、万元、%)

应收账款类型	笔数	应收账款余额	占比
工程	225	73002.60	99.62
贸易	2	275.15	0.38
合计	227	73277.75	100.00

资料来源: 受托人提供, 联合资信整理

从应收账款余额分布情况来看, 资产池共涉及 41 户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作为债务人, 单户债务人涉及的应收账款余额最大为 10905.22 万元, 占比 14.88%, 占比较大的前十户债务人应收账款余额共计 47149.31 万元, 占比 64.43%, 债务人集中度较高。资产池前十大相关债务人分布见表 7。

表 7 资产池前十大相关债务人分布
(单位: 笔、万元、%)

债务人	笔数	应收账款余额	占比
珠海华郡房地产开发有限公司	34	10905.22	14.88
沈阳华壤置业有限公司	3	7719.10	10.53
北京华发永盛置业有限公司	4	5493.70	7.50

沈阳华畅置业有限公司	9	4497.30	6.14
沈阳华源置业有限公司	2	3719.50	5.08
威海华发房地产开发有限公司	22	3597.68	4.91
无锡华郡房地产开发有限公司	3	3489.26	4.76
沈阳华博置业有限公司	10	2704.58	3.69
佛山华枫房地产开发有限公司	13	2683.78	3.66
珠海华海置业有限公司	7	2339.19	3.19
合计	107	47149.31	64.34

资料来源: 受托人提供, 联合资信整理

关联交易方面, 资产池有 34 笔入池资产涉及关联方交易, 涉及的债务人 17 户、债权人 3 户, 涉及的应收账款余额共计 18039.61 万元, 占比 24.62%, 所涉债务人分布见表 8、所涉债权人分布见表 9。

表 8 资产池关联交易债务人分布
(单位: 笔、万元、%)

债务人	笔数	应收账款余额	占比
沈阳华壤置业有限公司	3	7719.10	10.53
珠海华郡房地产开发有限公司	9	3099.15	4.23
珠海华曜房地产开发有限公司	1	1608.53	2.20
广西华诚房地产投资有限公司	2	1449.44	1.98
江门华晟房地产开发有限公司	3	1369.25	1.87
武汉华嵘房地产开发有限公司	1	671.90	0.92
天津华创置业有限公司	1	425.30	0.58
中山市华晟房地产开发有限公司	3	340.25	0.46
广州华宁房地产开发有限公司	1	272.29	0.37
沈阳华博置业有限公司	1	244.90	0.33
沈阳华远置业有限公司	2	225.20	0.31
佛山华枫房地产开发有限公司	2	208.27	0.28
成都华锦联弘房地产开发有限公司	1	107.90	0.15
武汉华发长盛房地产开发有限公司	1	99.00	0.14
武汉华发长茂房地产开发有限公司	1	78.23	0.11
珠海华海置业有限公司	1	64.10	0.09
中山市华屹房地产开发有限公司	1	56.80	0.08
合计	34	18039.61	24.62

资料来源: 受托人提供, 联合资信整理

表 9 资产池关联交易债权人分布

(单位: 笔、万元、%)

债权人	笔数	应收账款余额	占比
建泰建设有限公司	15	13580.93	18.53
珠海华发景龙建设有限公司	18	4350.78	5.94
珠海华发文化传播有限公司	1	107.90	0.15
合 计	34	18039.61	24.62

资料来源: 受托人提供, 联合资信整理

上述资产所涉债权人均为共同债务人华发集团的关联企业, 可能会对华发集团的债务水平有所影响, 联合资信对此将保持持续关注。

结算方式方面, 入池资产的结算方式均为现金结算。

地区分布方面, 资产池债务人分布在全国 9 个省市地区, 其中, 占比最大的为广东省, 应收账款余额占比为 38.73%, 债务人地区集中

度高。资产池债务人地区分布见下表。

表 10 资产池债务人地区分布

(单位: 笔、万元、%)

地区	笔数	应收账款余额	占比
广东	109	28382.92	38.73
辽宁	44	23012.59	31.40
北京	4	5493.70	7.50
湖北	29	5216.31	7.12
山东	31	5168.45	7.05
江苏	3	3489.26	4.76
广西	3	1528.79	2.09
天津	3	877.83	1.20
四川	1	107.90	0.15
合 计	227	73277.75	100.00

资料来源: 受托人提供, 联合资信整理

四、定量分析

在优先级票据发行利率不超过 4.50%、存续期限不超过 365 天的情况下, 基础资产预期现金流能够覆盖优先级票据预期支出, 优先级票据的兑付有保障。联合资信将对发行利率保持持续关注。

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, 与优先级资产支持票据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优先级资产支持票据预期本息的支付。

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, 根据交易要素测定不同发行利率下, 应收账款偿付安排对优先级资产支持票据预期支出的保

障程度。

在费用测算方面, 根据交易文件的约定, 联合资信在测算过程中计入应由信托财产承担的支出的综合费率为 0.17%。

本交易优先级资产支持票据预计存续期限 365 天, 假定优先级资产支持票据发行利率分别为下表中所设值, 测算的保障比率如下表所示:

表 11 不同利率情景下优先级资产支持票据保障比率
(单位: %, 万元、倍)

优先级资产支持票据 预期发行利率	预期支出	票据保障比率
4.00	72914.31	1.0050
4.10	72984.32	1.0040
4.20	73054.32	1.0031
4.30	73124.32	1.0021
4.40	73194.33	1.0011
4.50	73264.33	1.0002

注: 预期支出=优先级资产支持票据本金*(1+优先级资产支持票据预期发行利率*优先级资产支持票据预计存续期限/365)+应由信托财产承担的支出。

从上述测试的结果来看，在优先级资产支持票据发行利率不超过 4.50%、存续期限不超过 365 天的情况下，基础资产预期现金流对优先级资产支持票据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，联合资信给予优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

五、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，以及对本交易共同债务人珠海华发实业股份有限公司及珠海华发集团有限公司的偿债能力和偿债意愿的考虑，确定“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”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，次级资产支持票据未予评级。

上述优先级资产支持票据的评级结果反映了该票据利息本金于信托终止日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 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 1-2 华发集团主要财务数据及指标（母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.55	32.09	83.27	162.84
资产总额（亿元）	163.76	301.61	434.27	535.15
所有者权益（亿元）	74.04	87.22	128.29	139.10
短期债务（亿元）	48.41	163.97	189.55	249.26
长期债务（亿元）	38.56	46.80	110.80	140.70
全部债务（亿元）	86.97	210.77	300.35	389.96
营业收入（亿元）	0.83	0.89	1.68	0.00
利润总额（亿元）	3.14	1.40	8.19	-1.90
EBITDA（亿元）	9.90	8.64	19.56	--
经营性净现金流（亿元）	-6.75	-110.14	7.38	-0.26
财务指标				
销售债权周转次数（次）	88.14	37.01	40.19	--
存货周转次数（次）	0.30	0.04	0.37	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	128.91	26.25	137.44	161.34
营业利润率（%）	49.97	90.43	62.34	31.35
总资本收益率（%）	6.12	2.87	4.52	--
净资产收益率（%）	4.24	1.60	6.38	--
长期债务资本化比率（%）	34.25	34.92	46.34	50.29
全部债务资本化比率（%）	54.02	70.73	70.07	73.71
资产负债率（%）	54.79	71.08	70.46	74.01
流动比率（%）	104.89	103.81	101.23	112.93
速动比率（%）	102.81	103.17	100.68	112.50
经营现金流动负债比（%）	-13.19	-65.99	3.80	--
现金短期债务比（倍）	0.47	0.20	0.44	0.65
全部债务/EBITDA（倍）	8.79	24.41	15.36	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	1.21	1.75	--

注：1. 已将其他流动负债中超短期融资券调入短期债务；2. 2020 年一季度财务报表未经审计

附件 2 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+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3-1 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 3-2 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 4 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

联合资信评估有限公司关于 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跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“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”项下优先级资产支持票据的信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

深圳前海联捷商业保理有限公司/华能贵诚信托有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料，包括但不限于贷款服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“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”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“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”信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“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”信用状况产生较大影响的突发事件，受托人/发起机构应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“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”相关信息，如发现“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”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“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”信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如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能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“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”信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与深圳前海联捷商业保理有限公司/华能贵诚信托有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。