

信用评级公告

联合〔2022〕6460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 2021 年度第二期华发优生活资产支持票据”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 2021 年度第二期华发优生活资产支持票据”项下“21 优生活 ABN002 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

二〇二二年七月十八日

深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期 华发优生活资产支持票据 2022 年跟踪评级报告

评级结果

票据简称	金额（亿元）		占比（%）		评级结果	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次
21 优生活 ABN002 优先	5.00	5.00	99.80	99.80	AAA _{sf}	AAA _{sf}
21 优生活 ABN002 次	0.01	0.01	0.20	0.20	NR	NR
总计	5.01	5.01	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，下同；2.NR 表示未予评级

跟踪评级相关信息

起息日：2021 年 9 月 29 日

预期到期日：2022 年 9 月 29 日

跟踪期间：2021 年 9 月 29 日—2022 年 4 月 30 日

法定到期日：2024 年 9 月 29 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/华发股份&华发集团：珠海华发实业股份有限公司&珠海华发集团有限公司

首次评级日期：2021 年 9 月 14 日

跟踪评级日期：2022 年 7 月 18 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 李 倪 沈柯燕

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 2021 年度第二期华发优生活资产支持票据”（以下简称“本交易”）所涉及的基础资产信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性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交易优先级资产支持票据“21 优生活 ABN002 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

共同债务人信用水平仍极高。本交易的共同债务人为珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”）和珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）。华发股份股东实力雄厚，区域竞争力较强，融资渠道通畅，财务弹性较强，去杠杆成效明显。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”）直属的综合性企业集团，外部发展环境良好，产业及区域竞争优势明显，营业收入快速增长，投资收益对利润形成良好补充。

关注

需对共同债务人相关运营风险保持关注。华发股份所属的房地产行业下行压力加大，销售区域集中度较高，整体去化水平有待提高，部分区域下沉项目面临去化压力。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，面临较大资本支出压力，有息债务快速增长，而母公司权益稳定性弱，债务负担很重。

共同债务人一主要财务指标：

珠海华发实业股份有限公司（合并口径）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	2349.31	3218.78	3550.57	3668.42
所有者权益（亿元）	433.92	633.79	958.91	982.88
全部债务（亿元）	1059.62	1490.15	1347.69	--
营业收入（亿元）	331.49	510.06	512.41	80.88
利润总额（亿元）	43.94	62.53	68.29	9.52
资产负债率（%）	81.53	80.31	72.99	73.21

注：1. 2019 年及 2020 年数据分别为 2020 年及 2021 年年初数；2. 一季度财务数据未经审计，相关指标未经年化；3. “--”表示指标不适用

共同债务人二主要财务指标：

珠海华发集团有限公司（合并口径）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	3618.40	4877.83	5774.23	6048.75
所有者权益（亿元）	1070.67	1342.73	1503.18	1570.65
全部债务（亿元）	1594.84	2243.29	2617.62	2829.28
营业收入（亿元）	792.69	1091.90	1419.43	335.48
利润总额（亿元）	73.67	79.30	100.31	19.02
资产负债率（%）	70.41	72.47	73.97	74.03

注：1. 2022 年一季度度财务报表未经审计；2. 2019—2022 年 3 月底，所有者权益中其他权益工具分别为 131.91 亿元、230.30 亿元、243.48 亿元和 191.65 亿元，未纳入有息债务核算；3. 因口径调整，部分财务指标较此前披露数据有所差异

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、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”）为委托人/发起机构/贷款服务机构深圳前海联捷商业保理有限公司提供了咨询服务，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为共同债务人二珠海华发集团有限公司提供了绿色债券第三方认证服务。由于联合资信与关联公司联合咨询、联合赤道之间均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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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，将基础资产委托给受托人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 2021 年度第二期华发优生活资产支持票据信托”，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实业股份有限公司（以下简称“华发股份”）和珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）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、票据兑付情况

截至本报告出具日，本期资产支持票据尚未到兑付期。

截至本报告出具日，本交易存续期内发行优先级资产支持票据如下表所示。

表1 截至本报告出具日本交易存续期内发行优先级资产支持票据情况（单位：%、万元）

债券代码	债券简称	票面利率	起息日	预期到期日	还本付息方式	发行规模
082100973.IB	21 优生活 ABN002 优先	4.30	2021/09/29	2022/09/29	到期一次性还本付息	50000.00

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

本交易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。

基础资产方面，截至本报告出具日，本交易基础资产涉及94笔应收账款尚未到期，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股份和华发集团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；共同债务人华发股份和华发集团承诺不以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩，且不享有任何主张扣减、减免、抵销的权利，直至标的应收账款获得全部清偿。

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到期支出。

“21 优生活 ABN002 优先”票面利率为4.30%，在考虑了信托税费（含增值税及附加费）、由信托财产承担的支出合计费率为0.16%及资产支持票据预期到期日为2022年9月29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）

优先级资产支持票据 票面利率	预期支出	保障比率
4.30	52228.08	1.0006

注：1.预期支出为预计从信托账户支出的费用与优先级资产支持票据本金和预期收益之和；2.优先级票据保障比率=（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）】

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

金额能够覆盖优先级资产支持票据到期支出。

四、共同债务人信用风险分析（具体分析详见附件1）

本交易的共同债务人为华发股份和华发集团。华发股份和华发集团资信水平稳定,主体长期信用等级均为 AAA,评级展望均为稳定,其对应应收账款债权承担到期付款义务的承诺对优先级资产支持票据仍具有重要信用支持作用。

1. 共同债务人一——华发股份（详见“附件1”）

华发股份主营业务为房地产开发与经营。截至 2021 年底,华发股份总股本 21.17 亿元,控股股东为华发集团,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“珠海国资委”）。

截至2021年底,华发股份内设财务管理中心、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597户,在职员工合计8735人。

截至2021年底,华发股份合并资产总额 3550.57亿元,所有者权益958.91亿元（含少数股东权益750.73亿元）;2021年,华发股份实现营业收入512.41亿元,利润总额68.29亿元。

截至 2022 年 3 月底,华发股份合并资产总额 3668.42 亿元,所有者权益 982.88 亿元（含少数股东权益 768.19 亿元）;2022 年 1—3 月,华发股份实现营业总收入 80.88 亿元,利润总额 9.52 亿元。

华发股份作为珠海市国资委旗下的上市房企,在珠海区域房地产市场处于龙头地位,有较高的品牌知名度和市场占有率;近年来华发股份备用流动性充足,融资渠道通畅,财务弹性较强,债务结构进一步优化,债务负担降至可控水平。同时,联合资信也关注到房地产行业下行压力加大,销售区域集中度较高,部分区域下沉项目面临去化压力等因素对华发股份信用水平带来的

不利影响。未来,随着华发股份区域布局逐步完善,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

A. 股东实力雄厚,区域竞争力较强。华发股份控股股东华发集团为珠海市国资委直属的综合性平台,平台层级及战略地位较高,综合实力雄厚,在资金等方面给予华发股份支持力度较大。华发股份在珠海区域房地产市场处于龙头地位,有较高的品牌知名度和市场占有率。

B. 融资渠道通畅,财务弹性较强,去杠杆成效明显。截至 2021 年底,华发股份尚未使用银行授信额度 1111.74 亿元,尚未使用华发集团财务公司授信额度 227.30 亿元,华发股份备用流动性充足,融资渠道通畅,财务弹性较强。截至 2021 年底,华发股份对债务规模进行压降,债务结构进一步优化,债务负担降至可控水平。

关注

A. 行业下行压力加大。2021年下半年开始,房地产行业下行压力加大,需求端萎缩,融资端收紧,部分房企信用风险事件以及债券二级市场价格大幅波动对房企再融资产生较大负面影响,叠加较为严格的预售资金监管,房企流动性大幅承压。

B. 区域集中度较高,整体去化水平有待提高,部分区域下沉项目面临一定去化压力。2021 年,华发股份前十大城市（珠海、上海、南京、杭州、广州、武汉、绍兴、西安、苏州、长沙）销售贡献占比为79.36%,销售区域集中度较高;华发股份已拿预售证项目整体去化水平有待提高;同时,考虑到部分存货位于三线及以下城市,行业下行背景下,市场支撑力度弱,销售韧性恐不足,将面临一定去化压力。

2. 共同债务人一——华发集团（详见“附件2”）

华发集团成立至今已有四十年历史，坚持“1+3”（科技+城市+金融+实业）发展模式：城市产业集群包括城市运营、房产开发、现代服务、商贸服务等业务；金融产业集群包括牌照金融、创新金融及金融科技等业务，金融牌照覆盖银行、证券、保险、期货、金融租赁、财务公司等；实业投资集群涵盖财务性投资、战略性投资、实体产业发展载体平台运营等三大业务。

华发集团隶属于珠海市国资委。截至2021年底，华发集团注册资本为14.22亿元，其中珠海市国资委出资13.10亿元，持股92.13%；广东省财政厅出资1.12亿元，持股7.87%，华发集团实控人为珠海市国资委。

截至2022年3月底，华发集团本部内设战略发展中心、运营管理中心、战略投资管理部、科技创新中心、资金管理中心、人力资源管理中心、信息管理中心、财务管理中心、内控管理中心、品牌管理中心、审计部和总部等职能部门。

截至2021年底，华发集团资产总额5774.23亿元，所有者权益1503.18亿元（含少数股东权益895.25亿元）；2021年，华发集团实现营业收入1419.43亿元，利润总额100.31亿元。

截至2022年3月底，华发集团资产总额6048.75亿元，所有者权益1570.65亿元（含少数股东权益931.09亿元）；2022年1—3月，华发集团实现营业收入335.48亿元，利润总额19.02亿元。

近年来，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，投资收益对华发集团利润形成良好补充。同时，联合资信也关注到华发集团存在较大资本支出压力，随着城市运营、房地产、金融及实业投资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，而母公司权益稳定性弱，债务负担很重。

近年来，珠海市经济水平和财政实力持续增强，华发集团发展拥有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

A. 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。2021年，珠海市实现地区生产总值3881.75亿元，同比增长6.90%；实现一般公共预算收入448.19亿元，同比增长18.20%。

B. 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，是珠海市五大国资板块中基础设施和城市运营、现代金融、高端服务业、战略新兴产业四大国资板块的主要运营主体。

C. 营业收入快速增长，投资收益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；2019—2021年，华发集团实现投资收益分别为21.73亿元、22.51亿元和16.26亿元，对华发集团利润形成良好补充。

关注

A. 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。2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，此外2022年以来，经济下行压力加大以及疫情多点频发，均对市场需求产生抑制，华发集团房地产开发和土地一级开发业务未来收益实现及去化情况有待关注。

B. 华发集团存在较大资本支出压力。截至2022年3月底，华发集团城市运营板块未来在建项目总投资1102.85亿元，尚需投资556.59亿元，同时考虑房地产开发业务在建项目持续投入以及土地拓展存在较大资金需求，华发集团存在较大资本支出压力。

C. 有息债务快速增长，整体债务压力大。2019-2021年末，随着城市运营、房地产、金融及实业投资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28.11%（母公司有息债务年复合增长率为

53.82%);截至2022年3月底,华发集团全部债务资本化比率为64.30%。

D. 母公司权益稳定性弱,债务负担很重。

截至2022年3月底,母公司所有者权益380.40

亿元中,其他权益工具(永续债)192.37亿元,母公司实际债务负担很重。

五、其他参与方尽职能力分析

跟踪期间,委托人/资产服务机构、受托人、

资金保管机构未发生替换,履职情况稳定。

六、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性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交易优先级资产支持票据“21优生活ABN002优先”的信用等级为AAA_{sf},该评级结果反映了“21优生活ABN002优先”利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强,违约概率极低。

附件 1-1 共同债务人一——华发股份信用分析

一、企业基本情况

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。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）。截至2021年底，华发股份总股本21.17亿元，控股股东为华发集团，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“珠海市人民政府国资委”）。

截至2021年底，华发股份内设财务管理中心、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597户，在职员工合计8735人。

截至2021年底，华发股份合并资产总额3550.57亿元，所有者权益958.91亿元（含少数股东权益750.73亿元）；2021年，华发股份实现营业收入512.41亿元，利润总额68.29亿元。

截至2022年3月底，华发股份合并资产总额3668.42亿元，所有者权益982.88亿元（含少数股东权益768.19亿元）；2022年1—3月，华发股份实现营业总收入80.88亿元，利润总额9.52亿元。

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分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表1 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60

CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其

他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、

推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间；部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定；着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

三、行业分析

1. 房地产行业概况

2021年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但2021年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021年上半年，全国房地产开投资同比增长14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021年全年，全国房地产开发投资14.76万亿元，同比仅增长4.4%，增速较2020年下降2.6个百分点，下滑明显。其中住宅投资11.12

万亿元，同比增长6.4%，增速较2020年下降1.2个百分点；办公楼投资0.60万亿元，同比下降8.0%，出现负增长；商业营业用房投资1.24万亿元，同比下降4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021年上半年新开工面积同比增长3.8%，进入7月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021年全年新开工面积19.89亿平方米，同比下降11.4%。从施工面积看，2021年全国房屋施工面积达97.54亿平方米，同比增长5.2%，增速较2020年有所回升。由于2017—2018年新开工房屋逐步进入竣工期，2021年全国房屋竣工面积10.14亿平方米，同比增长11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021年上半年商品房销售面积同比增长27.70%，较2019年上半年增长16.70%。但2021年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品市场景气度迅速回落。2021年7—12月，全国商品房单月销售面积同比增速连续6个月为负；但得益于上半年销售增长，2021年全年全国商品房销售面积17.94亿平方米，同比增长1.90%，增速较2020年下降0.7个百分点；住宅销售面积15.65亿平方米，同比增长1.1%。

2. 土地市场与信贷环境

2021年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021年土地购置面积2.16亿平方米，同比下降15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021年土拍市

场出现了新景象：2021 年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近 50%的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对

销售回款依赖继续加强。2021 年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长 23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021 年 7—12 月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9 月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此 2021 年下半年房地产开发到位资金同比下降 10.51%。2021 年全年房地产开发到位资金合计 20.11 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年下滑 3.4 个百分点。

表2 2019—2021年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	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合 计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021 年初严查经营贷，2021 年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021 年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但 2022 年 3 月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021 年初，房地产市场延续上年底热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021 年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022 年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。

表3 2021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
2021 年 2 月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且 2021 年发布住宅用地公告不能超过 3 次；二是集中组织出让活动

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
2021年7月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021年9月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年2—3月	—	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房子不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证

交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表4 2021年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年3月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021年6月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021年7月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳地价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021年9月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021年10月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021年12月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022年1月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

四、基础素质分析

1. 企业规模和竞争力

华发股份开发经验丰富，区域市场占有率和品牌知名度较高；华发股份控股股东在融资增信、项目获取等方面能够给予华发股份一定的支持。

华发股份拥有房地产一级开发资质，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，同时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的综合性平台，平台层级及战略地位较高，实力雄厚，在融资增信等方面能够给予华发股份一定的支持。截至2021年底，华发集团财务公司给予华发股份授信额度260亿元，华发股份尚未使用额度为227.30亿元。

2020—2021年，华发集团旗下珠海华发城市运营投资控股有限公司（以下简称“华发城运”）、珠海城市建设集团有限公司（以下简称“城建集团”）以及华发股份对珠海市海川地产有限公司¹（以下简称“海川地产”）按股权等比例货币增资近600亿元，截至2021年底，资金已经全部到位。海川地产为华发股份华东、华南等区域投拓平台，目前处于业务投拓阶段，随着资金的陆续到位，海川地产拿地项目大幅增长。

2. 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2022年4月21日，华发股份已结清信贷信息中无不良或关注类信贷记录；未结清信贷信息中有一笔关注类其他借贷交易，系华发集团为珠海农村商业银行股份有限公司（以下简称“珠

海农商行”）股东，华发股份关联贷款为珠海农商行关系人贷款，根据监管相关指引划分为关注类所致。

根据华发股份过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现华发股份存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2022年5月24日，联合资信未发现华发股份曾被列入全国失信被执行人名单。

五、经营分析

1. 经营概况

2021年，华发股份收入及利润规模同比变动不大，综合毛利率微增。2022年一季度，华发股份收入规模大幅增长，但综合毛利率下降明显。

2021年，华发股份业务规模增速放缓，营业收入和净利润同比仅分别增长0.46%和2.56%，房地产开发与销售业务收入占比仍超过90%，主营业务依然突出，当期结转区域主要为珠海大区、华东大区以及北方大区等。2021年，华发股份房地产开发与销售毛利率同比微增，受此影响，华发股份综合毛利率同比上升1.50个百分点。

表 5 2019—2021 年华发股份营业收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
房地产开发与销售	317.35	95.73	30.31	481.11	94.32	25.19	485.99	94.84	25.61
其他业务	14.14	4.27	14.08	28.95	5.68	9.53	26.41	5.16	29.28
合计	331.49	100.00	29.62	510.06	100.00	24.30	512.41	100.00	25.80

注：合计数与分项数之和的尾差系四舍五入导致
资料来源：华发股份年报

2022 年 1—3 月，华发股份实现营业收入 80.88 亿元，同比增长 26.97%；实现净利润 7.34 亿元，同比增长 0.08%；综合毛利率为 19.22%，较 2021 年下降明显。

2. 经营业务分析

(1) 土地储备

2021 年，华发股份拿地节奏有所放缓。华发股份土地储备充裕，整体分布良好，在行业下行背景下，华发股份加大对区域下沉项目的管控

¹ 华发股份、华发城运、华发城建分别持有海川公司 49.75%、49.75% 和 0.50% 的股权，海川公司由华发股份并表。

力度,但低能级城市存量项目销售去化以及收并购项目后续消化仍值得关注。

2021年,受集中供地、区域市场过热以及资金调配规划等因素共同影响,华发股份拿地节奏有所减缓,并加大对区域下沉管控力度,项目拓展仍聚焦于长三角、大湾区一二线城市,主要包括珠海、南京、徐州、无锡、苏州、惠州、广州以及沈阳,以招拍挂为主。此外,华发股份通过与部分出险民营房企接洽,对部分合作项目以及旧改项目完成收购,华发股份在项目尽调、沟通协调以及风险化解方面具备一定经验,但仍需关注所收购项目中潜在的隐性债务以及信用瑕疵等风险。

表6 华发股份土地储备获取情况

(单位:万平方米、亿元、万元/平方米)

年份	建筑面积	土地出让金额	楼面均价
2019年	348.62	246.57	0.71
2020年	290.46	357.25	1.23
2021年	254.80	292.71	1.15

注:华发股份土地储备口径为并表口径数据;尾数差异系四舍五入导致;楼面均价=土地出让金额/建筑面积
数据来源:华发股份提供

截至2021年底,华发股份可售项目资源充足,可以满足华发股份多年销售需求,可售项目主要分布于华东、华南以及珠海,以一二线城市为主,计容建筑面积占72.53%。

表7 截至2021年底华发股份可售项目情况

(单位:万平方米、%)

区域分布	计容建筑面积	占比
珠海大区	202.61	15.67
华东大区	611.28	47.29
华南大区	292.07	22.59
北方大区	157.07	12.15
北京区域	29.64	2.29
合计	1292.68	100.00

注:1.尾数差异系四舍五入大致;2.珠海大区:珠海;华东大区包括:常熟、鄂州、杭州、南京、上海、绍兴、苏州、太仓、温州、无锡、武汉、徐州、义乌、郑州;华南大区包括:成都、佛山、广州、江门、昆明、南宁、清远、汕尾、湛江、中山、重庆;北方大区包括:包头、大连、青岛、沈阳、威海、烟台;北京区域包括:北京、天津、西安
数据来源:华发股份提供

(2) 项目建设开发情况

2021年,行业需求端疲软对投拓积极性有一定削弱,华发股份新开工规模有所减少。华发

股份在建项目规模较大,后续面临一定资金支出压力。

行业需求端疲软导致华发股份投资动力有所减弱,2021年,华发股份新开工面积同比减少29.33%;竣工方面,随着已售项目开发建设的推进,竣工面积同比大幅增长99.49%。

表8 华发股份房地产项目开发情况

(单位:万平方米)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
新开工面积	650.61	739.71	522.77	61.44
竣工面积	279.96	315.00	628.40	83.34

注:上表口径为并表口径,尾数差异系四舍五入导致

资料来源:华发股份提供

截至2021年底,华发股份在建项目数量过百,华发股份在建项目规模较大,为可持续开发销售提供一定基础,但也带来了较大的资金支出压力。

(3) 房产销售情况

2021年,行业销售大幅承压,受益于所布局一二线核心城市较高的价格支撑,华发股份销售金额同比微增。同时,华发股份面临一定集中度风险,整体去化水平有待提高。2022年一季度,市场回暖不及预期,华发股份销售规模同比下降。

2021年下半年以来,随着销售端遇冷,行业下行压力逐步凸显,受此影响,华发股份当年签约销售面积同比有所减少,但受益于所布局一二线核心城市较高的价格支撑,华发股份销售金额同比微增。

表9 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	2019年	2020年	2021年
签约销售面积	395.91	503.51	468.76
签约销售金额	922.73	1204.98	1218.90
签约销售均价	2.33	2.39	2.60

注:华发股份房地产项目销售数据为并表口径;尾数差异系四舍五入导致
资料来源:华发股份提供

销售区域方面,2021年,华发股份销售区域集中于珠海大区、华东大区以及华南大区;分城市看,珠海、南京、上海、杭州销售金额占比分

别为 25.87%、11.48%、7.21%和 5.41%，前 10 大城市（珠海、上海、南京、杭州、广州、武汉、绍兴、西安、苏州、长沙）的销售贡献占比为 79.36%，华发股份销售集中度较高，不利于经营风险的分散。截至 2021 年底，华发股份在售项目集中于一二线城市，已拿预售证项目整体去化水平有待提高。

2022 年 1—3 月，华发股份签约销售金额 231.88 亿元，较去年同期下降 19.45%；销售面积 74.79 万平方米，较去年同期下降 33.21%。

3. 经营效率

华发股份经营效率指标有待提升。

2019—2021 年，华发股份存货周转率波动上升，总资产周转率波动下降，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。

表 10 华发股份与房地产开发类上市公司 2021 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
信达地产	0.38	0.30	0.24
首开股份	0.30	0.25	0.21
中国金茂	0.77	0.42	0.23
华发股份	0.18	0.17	0.15

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

4. 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，全力推进“优+”生活体系建设，推动产品品质及竞争力提升。业务管控上，完善各业务条线制度流程建设，理顺“总部-区域-城市”权责关系，夯实“三级管控”架构基础，系统梳理各职能公司权责关系。区域拓展上，确保珠海的龙头地位，加大对北京、上海、广州、深圳、武汉、南京、杭州、成都、苏州、郑州、沈阳、大连等地的投资布局，努力开拓其他一线及二线重点城市的市场，除公开市场竞买外，强化合作开发、项目并购、城市更新等拓展方式，稳步推进以住宅开发为主业，商业地产、上下游产业链及境外业务同步前行的“一核两翼”业务发展格局。

六、财务分析

1. 财务概况

华发股份提供的 2021 年的财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并被出具了标准无保留意见的审计结论。华发股份主营业务连续，财务可比性仍较强。华发股份 2022 年一季度财务报表未经审计。

截至 2021 年底，华发股份合并资产总额 3550.57 亿元，所有者权益 958.91 亿元（含少数股东权益 750.73 亿元）；2021 年，华发股份实现营业收入 512.41 亿元，利润总额 68.29 亿元。

截至 2022 年 3 月底，华发股份合并资产总额 3668.42 亿元，所有者权益 982.88 亿元（含少数股东权益 768.19 亿元）；2022 年 1—3 月，华发股份实现营业总收入 80.88 亿元，利润总额 9.52 亿元。

2. 资产质量

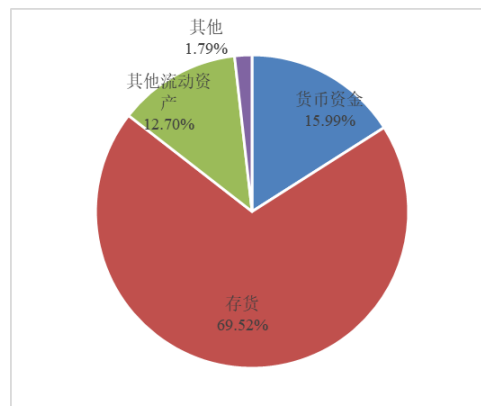
截至 2021 年底，华发股份资产规模继续增长，货币资金相对充裕且受限比例较低，整体资产质量高。同时，往来款规模较大，需关注合作项目关联风险。

截至 2021 年底，华发股份合并资产总额 3550.57 亿元，较上年底增长 10.31%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 88.07%，华发股份资产结构以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2021 年底，华发股份流动资产 3126.87 亿元，较上年底增长 6.90%，主要系货币资金、存货以及其他流动资产增长所致。

图 1 截至 2021 年底华发股份流动资产构成



资料来源：华发股份年报

截至 2021 年底，华发股份货币资金 499.94 亿元，较上年底增长 14.56%。其中因预售房产监管资金等而受限的货币资金 85.13 亿元，因下属公司各类保证金等原因受限的货币资金为 2.77 亿元，整体受限比例为 17.58%，受限比例较低。

截至 2021 年底，华发股份存货 2173.78 亿元，较上年底变化不大，其中开发成本占 79.90%，开发产品占 19.69%，累计计提跌价准备 0.11 亿元。考虑到华发股份部分存货位于三线及以下城市，行业下行背景下，市场支撑力度弱，销售韧性恐不足。

截至 2021 年底，华发股份其他流动资产 397.15 亿元，较上年底增长 33.74%。华发股份其他流动资产主要为合营联营企业往来款和合作方经营往来款。

(2) 非流动资产

截至 2021 年底，华发股份非流动资产 423.70 亿元，较上年底增长 44.23%，主要系长期股权投资增长所致。华发股份非流动资产主要由长期股权投资（占 50.68%）和投资性房地产（占 28.41%）构成。

截至 2021 年底，华发股份长期股权投资 214.75 亿元，随着对合联营公司投资增加，较上年底增长 49.83%；投资性房地产 120.39 亿元，较上年底增长 33.05%，主要系存货、固定资产、在建工程转入所致。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。

截至 2021 年底，华发股份资产受限程度一般。

表 11 截至 2021 年底华发股份资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额 比例 (%)	受限原因
货币资金	2.77	0.08	还贷专项资金、保函保证金
存货	495.90	13.97	借款设定抵押
长期股权投资	5.70	0.16	借款设定抵押
投资性房地产	71.53	2.01	借款设定抵押
合计	575.89	16.22	--

注：尾数差异系四舍五入导致；华发股份受监管的预售房款为 85.13 亿元，不含在上表数据中

资料来源：华发股份财务报告，联合资信整理

截至 2022 年 3 月底，华发股份合并资产总额 3668.42 亿元，资产规模与结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2021 年底，华发股份所有者权益规模增长明显，但少数股东权益占比较高，权益稳定性较弱。

截至 2021 年底，华发股份所有者权益 958.91 亿元，较上年底增长 51.30%，主要系华发集团子公司对海川地产增资，少数股东权益增长所致。其中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 2.21%、0.97%、0.19% 和 13.19%，少数股东权益占比为 78.29%，权益结构稳定性较弱。

截至 2022 年 3 月底，华发股份所有者权益 982.88 亿元，规模与结构较上年底变动不大。

(2) 负债

华发股份债务规模压降明显，并进一步优化债务结构，债务负担下降至可控水平。

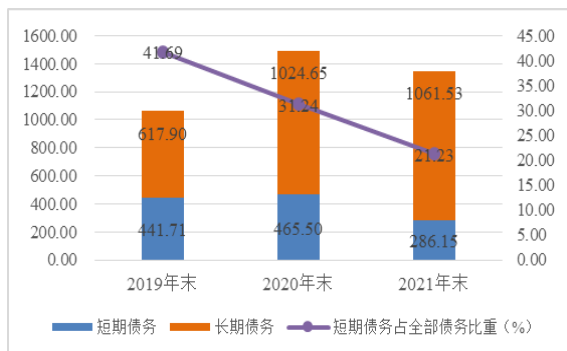
截至 2021 年底，华发股份负债总额 2591.66 亿元，较上年底变动不大。其中，流动负债占 58.96%，非流动负债占 41.04%。

截至 2021 年底，华发股份短期借款 10.30 亿元，较年初减少 88.88%。华发股份其他应付款（合计）217.47 亿元，较上年底变动不大，主要由往来及拆借款（占 76.66%）和土地增值税准备金（占 18.58%）构成。华发股份一年内到期的非流动负债 222.29 亿元，较上年底下降 25.34%，主要系偿还一年内到期的长期借款与一年内到期的应付债券所致。华发股份合同负债 628.34 亿元，较上年底增长 20.46%，主要系预收售楼款增加所致。华发股份其他流动负债 96.00 亿元，较上年底下降 17.39%，主要系短期应付债券下降所致。联合资信已将其他流动负债中有息债务部分调整至短期债务核算。

截至 2021 年底，华发股份长期借款 771.70 亿元，较上年底变动不大，主要以保证借款和抵押借款为主。华发股份应付债券 226.99 亿元，

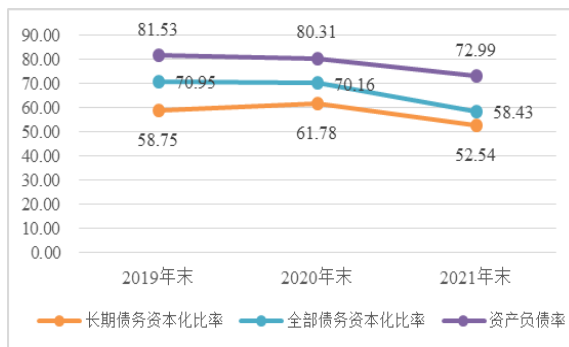
较上年底增长 21.99%，主要系华发股份新发行公司债券、PPN、中期票据等债券所致。

图 2 2019—2021 年末华发股份债务结构（单位：亿元）



资料来源：华发股份财务报告，联合资信整理

图 3 2019—2021 年末华发股份债务杠杆水平（单位：%）



资料来源：华发股份财务报告，联合资信整理

有息债务方面，截至 2021 年底，华发股份全部债务 1347.69 亿元，较上年底下降 9.56%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 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 72.99%、58.43% 和 52.54%，较上年底分别下降 7.32 个百分点、下降 11.73 个百分点和下降 9.24 个百分点。华发股份债务负担下降明显，整体处于可控水平。

截至 2021 年底，华发股份其他权益工具 38.86 亿元，全部为永续债，如将永续债调入长期债务，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 74.09%、60.11% 和 54.46%，较调整前分别上升 1.09 个百分点、1.68 个百分点和 1.92 个百分点。

截至 2022 年 3 月底，华发股份负债总额 2685.54 亿元，规模与结构较上年底变化不大。

4. 盈利能力

2021 年，华发股份收入及利润规模继续增长，投资收益仍对营业利润产生一定影响；华发股份整体盈利能力有待提高。

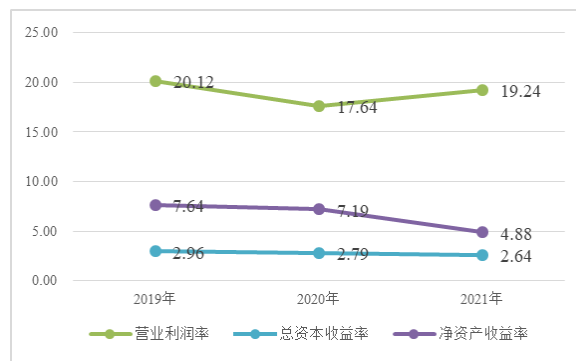
华发股份收入利润情况见上文。

2021 年，华发股份费用总额为 34.23 亿元，同比增长 6.80%。从构成看，华发股份销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 46.21%、44.62%、2.31% 和 6.86%。

非经常性损益方面，2021 年，华发股份投资收益分别为 5.75 亿元，同比增长 25.41%，主要为长期股权投资收益以及处置长期股权产生的收益，占华发股份营业利润的比例为 8.26%，华发股份投资收益仍对营业利润产生一定影响。

2021 年，华发股份相关盈利指标变动见下图，与同行业相比，华发股份整体盈利能力有待提高。

图 4 2019—2021 年华发股份盈利指标（单位：%）



资料来源：联合资信整理

表 12 房地产开发类上市公司 2021 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
信达地产	19.31	3.37	2.89
首开股份	19.81	2.21	2.13
中国金茂	18.61	9.70	3.28
华发股份	25.80	4.88	2.32

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，净资产收益率采用平均值

资料来源：联合资信整理

5. 现金流

2021 年，华发股份经营活动现金流保持净流入，但无法覆盖投资活动净流出敞口，华发股份仍存在较大的对外融资需求。

表 13 2019—2021 年华发股份现金流情况

(单位：亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	558.72	585.27	771.75
经营活动现金流出小计	278.39	294.18	411.14
经营现金流量净额	280.33	291.09	360.61
投资活动现金流入小计	56.64	76.62	100.10
投资活动现金流出小计	378.71	686.74	539.95
投资活动现金流量净额	-322.07	-610.12	-439.86
筹资活动前现金流量净额	-41.74	-319.04	-79.25
筹资活动现金流入小计	842.26	1403.90	1272.75
筹资活动现金流出小计	733.62	916.03	1122.49
筹资活动现金流量净额	108.64	487.86	150.27

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，2021 年，华发股份经营活动现金流入继续增长，其中，销售商品、提供劳务收到的现金 707.32 亿元，同比增长 32.30%，华发股份加强销售回款管控成效明显，但对比签约销售规模，华发股份销售回款水平仍有待提高；经营活动现金流出同比增长 39.76%，主要系房地产开发建设支出和支付的各项税费增多所致。2021 年，华发股份经营活动现金流保持净流入。

从投资活动来看，2021 年，华发股份投资活动现金流入同比增长 30.64%；华发股份将购地支出计入投资活动现金流，投资活动现金流出同比减少 21.37%。2021 年，华发股份投资活动现金流保持净流出。

2021 年，华发股份筹资活动前净现金流为负，仍存在一定的对外融资需求。

从筹资活动来看，2021 年，华发股份筹资活动现金流入同比减少 9.34%；筹资活动现金流出同比增长 22.54%。2021 年，华发股份筹资活动现金流保持净流入。

2022 年 1—3 月，华发股份经营活动现金流量净额为 59.26 亿元，投资活动现金流量净额为 -54.74 亿元，筹资活动现金流量净额为 43.67 亿元。

6. 偿债指标

华发股份短期、长期偿债指标均有提高。考虑到华发股份股东背景较强、区域竞争力突出、融资渠道通畅等因素，华发股份整体偿债能力极强。

2021 年，华发股份短期、长期偿债能力指标均有提高，华发股份流动性较充裕，货币资金受限程度较低，对短期债务形成良好覆盖。

表 14 华发股份偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	167.23	187.77	204.63	199.42
	速动比率 (%)	43.91	52.08	62.37	61.93
	经营现金/流动负债 (%)	21.63	18.69	23.60	--
	经营现金/短期债务 (倍)	0.63	0.63	1.26	--
	现金短期债务比 (倍)	0.60	0.94	1.75	--
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	56.09	77.30	85.80	--
	全部债务/EBITDA (倍)	18.89	19.28	15.71	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	0.79	0.85	0.91	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据华发股份财务报告整理

截至 2021 年底，华发股份不存在重大诉讼或仲裁事项。

截至 2021 年底，华发股份对外担保金额 133.19 元，主要为对合联营企业的关联方担保，占净资产的 13.89%，在行业下行及房企信用风险频发的背景下，需关注华发股份或有负债风险。

2021 年底，华发股份及其下属子公司在主要合作银行的授信额度为 1867.28 亿元，已使用 755.54 亿元，剩余可使用额度为 1111.74 亿元，华发股份间接融资空间较充足；同时，作为 A 股上市企业，华发股份直接具备直接融资渠道。

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 2021 年底，母公司资产总额 1276.46 亿元，较上年底增长 11.25%。其中，流动资产

占 40.86%，非流动资产占 59.14%。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 77.99%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 97.33%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 22.25 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 1068.15 亿元，较上年底增长 15.02%。其中，流动负债占 74.78%，非流动负债占 25.22%。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占 84.57%）构成，非流动负债主要由应付债券（占 78.17%）构成。

截至 2021 年底，母公司全部债务 345.48 亿元。其中，短期债务占 22.04%、长期债务占 77.96%，存在一定的短期偿付压力。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 83.68%，全部债务资本化比率 62.38%，杠杆水平较高。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 208.31 亿元，较上年底下降 4.79%。在所有者权益中，实收资本为 21.17 亿元（占 10.16%）、资本公积合计 54.64 亿元（占 26.23%）、未分配利润合计 83.07 亿元（占 39.88%）、盈余公积合计 10.65 亿元（占 5.11%），所有者权益稳定性一般。

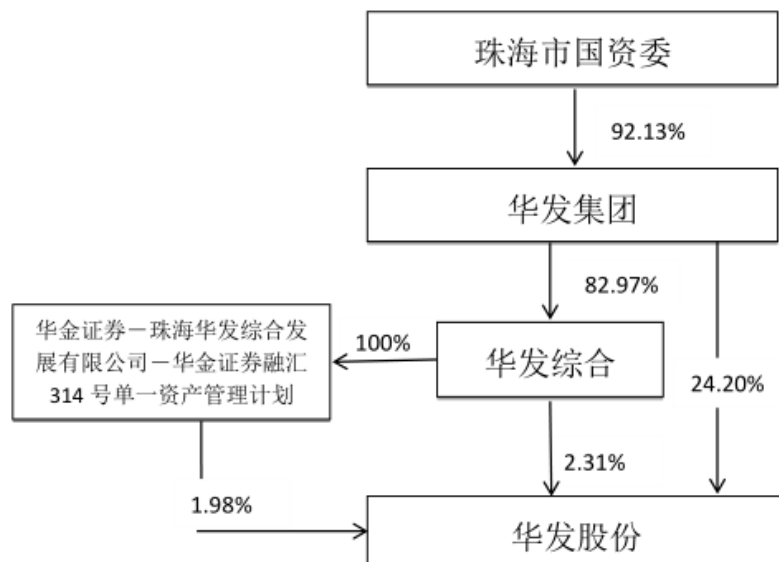
2021 年，母公司营业收入为 22.10 亿元，利润总额为 25.67 亿元。同期投资收益为 33.62 亿元，净利润以投资收益为主。

2021 年，母公司经营活动现金流净额为 75.04 亿元，投资活动现金流净额-64.83 亿元，筹资活动现金流净额-37.81 亿元。

七、结论

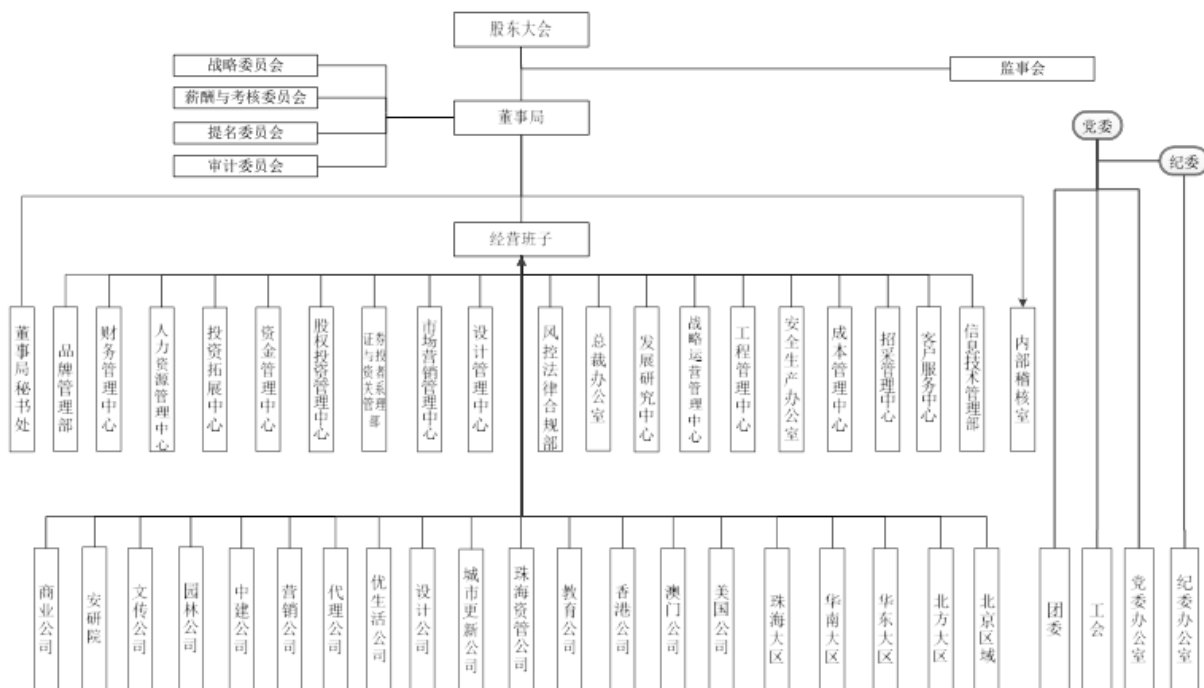
基于对华发股份经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持华发股份主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底珠海华发实业股份有限公司股权结构图



资料来源：华发股份提供

附件1-3 截至2022年3月底珠海华发实业股份有限公司组织架构图



资料来源：华发股份提供

附件1-4 华发股份主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	263.17	438.57	500.35	548.86
资产总额（亿元）	2349.31	3218.78	3550.57	3668.42
所有者权益（亿元）	433.92	633.79	958.91	982.88
短期债务（亿元）	441.71	465.50	286.15	--
长期债务（亿元）	617.90	1024.65	1061.53	--
全部债务（亿元）	1059.62	1490.15	1347.69	--
营业收入（亿元）	331.49	510.06	512.41	80.88
利润总额（亿元）	43.94	62.53	68.29	9.52
EBITDA（亿元）	56.09	77.30	85.80	--
经营性净现金流（亿元）	280.33	291.09	360.61	59.26
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1317.60	750.63	238.78	--
存货周转次数（次）	0.16	0.21	0.18	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.18	0.15	--
现金收入比（%）	160.07	104.82	138.04	181.63
营业利润率（%）	20.12	17.64	19.24	16.07
总资本收益率（%）	2.96	2.79	2.64	--
净资产收益率（%）	7.64	7.19	4.88	--
长期债务资本化比率（%）	58.75	61.78	52.54	--
全部债务资本化比率（%）	70.95	70.16	58.43	--
资产负债率（%）	81.53	80.31	72.99	73.21
流动比率（%）	167.23	187.77	204.63	199.42
速动比率（%）	43.91	52.08	62.37	61.93
经营现金流动负债比（%）	21.63	18.69	23.60	--
现金短期债务比（倍）	0.60	0.94	1.75	1.76
EBITDA 利息倍数（倍）	0.79	0.85	0.91	--
全部债务/EBITDA（倍）	18.89	19.28	15.71	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 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；4. 2019 年及 2020 年数据分别为 2020 年及 2021 年期初数，2021 年数据为期末数；5. 2022 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：联合资信根据华发股份审计报告整理

附件 1-5 华发股份主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 2-1 共同债务人二——华发集团信用分析

一、主体概况

珠海华发集团有限公司(以下简称“华发集团”)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”)。2021年8月5日,根据《广东省人民政府关于印发广东省划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》(粤府〔2020〕10号)和《广东省财政厅广东省人力资源和社会保障厅广东省人民政府国有资产监督管理委员会关于划转部分国有资本充实社保基金有关事项的通知》(粤财资〔2020〕78号)要求,珠海市国资委同意划转华发集团股权的10%至广东省财政厅,本次股权划转事项已完成工商变更登记。珠海市国资委以货币资金形式向华发集团增加资本金158亿元;2021年11月4日,华发集团已收到首次出资款80亿元,其中3.02亿元作实收资本入账,溢缴部分充实资本公积(76.98亿元)。上述增资已于2021年11月底完成工商变更。截至2022年3月底,华发集团已收到剩余出资款78.00亿,其中2.95亿元以实收资本入账,溢缴部分充实资本公积(75.05亿元),该次增资尚未完成工商变更。截至2021年底,华发集团注册资本为14.22亿元,其中珠海市国资委出资13.10亿元,持股92.13%;广东省财政厅出资1.12亿元,持股7.87%,华发集团实控人为珠海市国资委。

华发集团致力于打造城市产业、金融产业、实业投资三大产业集群,其中城市产业集群为华发集团最重要的盈利来源。华发集团成立至今已有四十年历史,华发集团坚持“1+3”(科技+城市+金融+实业)发展模式:城市产业集群包括城市运营、房产开发、现代服务、商贸服务等业务;金融产业集群包括牌照金融、创新金融及金融科技等业务,金融牌照覆盖银行、证券、保险、期货、金融租赁、财务公司等;实业投资集群涵盖财务性投资、战略性投资、实体产业发展载体平台运营等三大业务。

截至2022年3月底,华发集团纳入合并范围的子公司988家,其中包括8家上市公司,分别为①珠海华发实业股份有限公司(股票代码:600325.SH,以下简称“华发股份”,2022年3月底华发集团直接和间接合计持股比例27.88%)、②华发物业服务集团有限公司(前身为“华金国际资本控股有限公司”,股票代码:0982.HK,2022年3月底华发集团间接持股比例37.41%,以下简称“华发物业服务”)、③香港庄臣控股有限公司(股票代码:01955.HK,以下简称“庄臣控股”,2022年3月底华发集团间接持股比例42.84%);通过珠海华发实体产业投资控股有限公司(以下简称“华实控股”)间接控股合并④深圳市维业装饰集团股份有限公司(以下简称“维业股份”)、⑤珠海光库科技股份有限公司(以下简称“光库科技”)、⑥华灿光电股份有限公司(以下简称“华灿光电”)和⑦北京迪信通商贸股份有限公司(6188.HK,以下简称“迪信通”)。此外,华发集团参股⑧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:000532.SZ,以下简称“华金资本”,2022年3月底华发集团间接持股比例28.45%)。

截至2022年3月底,华发集团本部内设战略发展中心、运营管理中心、战略投资管理部、科技创新中心、资金管理中心、人力资源管理中心、信息管理中心、财务管理中心、内控管理中心、品牌管理中心、审计部和总务部等职能部门。

截至2021年底,华发集团资产总额5774.23亿元,所有者权益1503.18亿元(含少数股东权益895.25亿元);2021年,华发集团实现营业收入1419.43亿元,利润总额100.31亿元。

截至2022年3月底,华发集团资产总额6048.75亿元,所有者权益1570.65亿元(含少数股东权益931.09亿元);2022年1—3月,华发集团实现营业收入335.48亿元,利润总额19.02亿

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（见附件 1-1）

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。

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，但城投企业债务风险也随之快速上升。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约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021 年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据 2014 年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），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，建立了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 年开始，国内经济下行压力加大，2020 年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，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同时，政府持续加大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，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021 年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021 年 4 月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021 年 7 月，银保监会发〔2021〕15 号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022 年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022 年

4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月，财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展

空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 房地产行业（见附件1-1 三、行业分析）

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。

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》，2019—2021年，珠海市分别实现地区生产总值

(GDP) 3435.9 亿元、3481.9 亿元和 3881.75 亿元,同比增速分别为 6.8%、3.0%和 6.9%。分产业看,2021 年珠海市第一产业增加值 55.02 亿元,增长 7.1%,对地区生产总值增长的贡献率为 1.49%;第二产业增加值 1627.47 亿元,增长 6.5%,对 GDP 增长的贡献率为 38.86%;第三产业增加值 2199.27 亿元,增长 7.2%,对 GDP 增长的贡献率为 59.65%。三次产业的比例为 1.4 : 41.9 : 56.7。

2021 年,珠海市固定资产投资同比下降 3.1%。分产业看,第二产业投资增长 10.0%;第三产业投资下降 5.4%。细分产业看,房地产开发投资 1162.14 亿元,增长 8.0%;工业投资增长 10.0%,工业投资中的制造业投资增长 15.4%。

2019—2021 年,珠海市分别实现一般公共预算收入 344.5 亿元、379.1 亿元和 448.19 亿元,同比增速分别 3.9%、10.1%和 18.20%。2021 年,珠海市实现税收收入 314.14 亿元,增长 5.9%,占一般公共预算收入的比重为 70.1%,收入质量较好。同期,珠海市一般公共预算支出 786.66 亿元,增长 16.10%;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 56.97%,自给率一般。

四、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2022 年 3 月底,广东省财政厅持有华发集团 7.87%的股权,珠海市国资委持有华发集团 92.13%的股权,华发集团实际控制人为珠海市国资委。

2. 企业规模及竞争力

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,已形成城市产业、金融产业、实业投资三大产业集群,以基础设施和城市运营、房地产开发、金融服务和产业投资为核心业务,在经营规模、区域地位、品牌影响力和多元化发展等方面具有显著优势。

2020 年初,珠海市人民政府印发了《珠海市市属国有企业重组整合方案》,按照加大国有

资本布局结构战略性调整、推动优质资源向优势企业集中、理顺部分企业产权关系的改革思路进行国有资本战略性调整和重组,将珠海州市属国有企业纳入五大国资板块,华发集团作为其中基础设施和城市运营、现代金融、高端服务业、战略新兴产业四大国资板块的主要经营主体,区域地位显著。

基础设施和城市运营方面,华发集团房产开发业务在珠海市场占有率常年排第一,城市片区综合开发约 38.50 平方公里,占珠海市比重近 90%;现代金融方面,珠海华发投资控股集团有限公司(简称“华发投控”)基本涵盖了全金融牌照,是珠海市现代金融板块的主体企业;战略新兴产业方面,华发集团与珠海格力集团有限公司作为珠海市战略新兴板块的主体企业,是珠海市产业升级和助力粤澳深度合作的重要引擎。

华发集团各业务板块主要由下属子公司运营。其中,城市运营业务和商贸服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”);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”)、华发物业服务及庄臣控股负责;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;产业投资业务主要由华实控股负责运营。

3. 人员素质

华发集团员工整体文化素质、专业及年龄构成能够满足华发集团经营发展需要。

截至 2022 年 3 月底,华发集团共有高级管理人员 14 人。

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

谢伟先生,1974 年出生,大学本科学历,毕业于中南财经政法大学经济法专业;现任华发集团董事、常务副总经理,华发投控董事长、

总裁。

截至 2022 年 3 月底，华发集团拥有在职员工共 24634 人（不含庄臣控股、维业股份、光库科技、华灿光电和迪信通）。从教育程度来看，硕士研究生及以上人员占 11.19%，本科人员占 37.60%，大专及以下人员占 51.21%。从年龄构成来看，30 岁及以下员工占 32.39%，31~50 岁占 58.37%，50 岁以上占 9.24%。从专业构成来看，管理、专业及支持类占 55.32%，技能操作类人员占 46.14%。

4. 企业信用记录

华发集团本部历史履约情况良好。

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》，截至 2022 年 5 月 12 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。

根据华发集团过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现华发集团存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 5 月 30 日，联合资信未发现华发集团曾被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

华发集团建立了规范的法人治理结构和较为全面的内部管理制度，综合管理水平高。

1. 法人治理结构

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

华发集团设置股东会，由珠海市国资委和广东省财政厅组成，行使股东会职权并承担相应义务；广东省财政厅将除增减华发集团注册资本外的其他权利委托给珠海市国资委全权行使，具体包括审批华发集团经营方针、发展策略、中长期规划、华发集团主业定位及其调整，任免非职工代表担任的董事、监事，推荐总经理人选，委派财务总监，决定高级管理人员职数，审批华发集团年度财务预决算方案、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案，审批华发集团及其具有实际控制权的下属企业报批事项、发行债券、国有产权变动等职责。

华发集团设董事会，由 9 人组成，设职工董事 1 名，由华发集团职工（代表）大会选举产生；非职工董事由珠海市国资委委派。董事会设董事长 1 人，可设置副董事长，由珠海市国资委任命。董事每届任期三年，任期届满，连选可以连任。董事会对股东会负责，行使执行股东会决定并向股东会报告工作，制定华发集团发展战略和中长期发展规划、年度财政预决算方案、利润分配方案，决定华发集团及其具有实际控制权的下属企业间接融资事项、对全资子公司担保事项等职权。

华发集团设监事会，对股东会负责，履行监督检查企业贯彻执行有关法律、行政法规、部门规章、国资监管制度和股东会意见的情况，监督检查董事、经营班子成员履职情况、检查华发集团财务状况等职责。截至本报告出具日，华发集团原监事会主席已被免职，当前监事会成员共 4 人，未满足《公司法》关于国有独资公司中监事会成员不能少于 5 人的要求，华发集团存在监事会成员缺位的情形，可能对华发集团的管理机制、决策机制和监督机制造成影响，给华发集团治理和经营管理带来一定风险。

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

2. 管理水平

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

财务管理方面，华发集团制定了《珠海华发集团有限公司会计基础工作规范（2022版）》、《珠海华发集团有限公司利润分配管理办法（2022版）》、《珠海华发集团有限公司差旅费管理规定（2021版）》、《珠海华发集团有限公司因公出国及赴港澳人员差旅费管理规定（2021修订版）》、《珠海华发集团有限公司业务接待费管理规定（2021修订版）》、《珠海华发集团有限公司业务接待费管理规定（2021修订版）》等制度，各管理办法从管控原则、规范事项、审批程序等方面做了详尽的规定。

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

投资管理方面，华发集团为集团/全资子公司的战略性股权投资业务、财务性股权直接投资业务和基金投资业务制定了统一的投资管理办法，华发集团指定相关职能部门组织实施投资项目的可行性分析和评估，制定投资计划按权限上报华发集团总经理办公会、董事会审议，对于超过权限的还需上报股东珠海市国资委审议；原已通过审批的项目，如果在实施推进过程

中，其关键指标与原申报材料相比有较大的差异、或者所涉及的资金超出原估算额度的，须重新审核。参股、合营公司根据其公司治理结构，参考华发集团的投资管理办法制定相关业务制度；华发股份等控股上市公司则按照上市公司监管制度和其相关管理制度执行。

融资管理方面，华发集团对外融资按照《珠海华发集团有限公司融资担保管理办法（2022版）》（以下简称“办法”）执行，以防范融资风险，降低融资成本，实现国有资产保值增值目标。办法适用于集团公司及全资子公司、控股子公司，上市公司及其控股公司除外。办法规定，华发集团董事会负责融资活动审批，资金管理中心负责对外融资管理，财务管理中心负责对外融资核算，审计部负责对外融资监督，部门各司其职做好融资的日常管理，同时密切关注和防范融资风险。办法还对融资审批及流程、融资日常管理、融资风险管理、融资档案管理做了详细规定。

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

资金管理方面，华发股份独立运作，非上市公司垂直化管理由华发集团的资金部门管控，资金归集按照不同监管部门要求做不同的管理。华发集团制定了《珠海华发集团有限公司资金内部调拨管理办法（2022年版）》，本办法适用于集团公司及全资子公司、控股子公司（不含上市公司）。集团公司资金调拨范围为各公司之间

以及公司内部不同账户之间的资金划转。集团公司资金内部调拨的牵头管理部门为资金管理中心，集团财务管理中心及各公司财务职能部门是资金内部调拨的执行及协作部门。各公司原则上须在珠海华发集团财务有限公司开立一般结算账户，供公司日常结算与资金归集使用。对于计划内用款，实行优先审批原则，对于计划外用款，资金内部调拨发起部门应根据公司的业务需求和资金情况提前向集团资金管理中心提出申请。集团财务管理中心或各公司财务职能部门应及时按照资金内部调拨的审批意见进行资金划转，并跟踪落实资金到位情况。

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

六、重大事项

1、收购华灿光电股份

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。

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2021年底，华灿光电资产总额116.85亿元，所有者权益64.28亿元；2021年，华灿光电实现营业收入31.56亿元，利润总额0.86亿元。

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 2021 年底，维业股份资产总额 80.71 亿元，所有者权益 10.74 亿元（含少数股东权益 2.19 亿元）；2021 年，维业股份实现营业收入 100.21 亿元，利润总额 1.49 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 2021 年底，光库科技资产总额 17.68 亿元，所有者权益 15.34 亿元；2021 年，光库科技实现营业收入 6.68 亿元，利润总额 1.44 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 28.50% 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》，以此为基础制定本重整计划的草案，该草案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。根据公开信息，新方正集团已于 2021 年 10 月设立完成。重整计划执行完毕后，新方正集团的股权结构为：中国平安人寿保险股份有限公司（以

下简称“平安人寿”)设立的 SPV 持股约 66.50%、华发集团(代表珠海国资)设立的 SPV 持股约 28.50%、债权人组成的持股平台(合伙企业)持股约 5.00%，平安人寿设立的 SPV 为新方正集团的控股股东。截至 2022 年 1 月 30 日，中国银保监会正式批复同意平安人寿提出的拟出资约 482 亿元受让新方正集团约 66.51% 股权的申请。

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、珠海科技创业投资有限公司，各方出资比例分别为 49.00%、29.00%、20.00%和 2.00%。华发集团拟出资约 101 亿元受让对应新方正集团股权，分三期支付，其中约 40 亿元为自有资金，其余资金拟通过银团贷款等形式融资。新方正集团规模较大且业务多元，重组周期预计较长，重组思路为保留医疗板块等优质资产持续经营，其余资产分批处置，拟 3~5 年回款约 500 亿现金，实现资金动态平衡。

联合资信将持续跟踪此项交易后续进展及投资回收情况。

5、控股迪信通

华发集团通过华实控股和香港华发投资控股有限公司(以下简称“香港华发”)要约收购迪信通并实现控股。

2021 年 2 月 1 日，港交所主板上市公司迪信通与华实控股、香港华发于港交所发布联合公告称，迪信通股东北京迪尔通咨询有限公司和迪信通科技集团有限公司向华发集团转让合计 15%的股权，此外，华发集团将以每股 3.8429 港元向其他股东提出强制性有条件要约收购。

截至 2021 年 6 月 3 日，根据公告要约结果显示，华发集团已接获涉及 59468842 股内资股

和 327057912 股 H 股，该项要约收购已完成，交易总对价 14.00 亿元，形成商誉 10.04 亿元。华发集团共持有迪信通 67.77%的股权，合计控制迪信通 90.76%(含一致行动人)股份对应的表决权，成为迪信通控股股东，于 2021 年 7 月纳入合并范围。

迪信通成立于 2001 年 5 月，主营业务为销售及分销移动通讯设备及配件以及提供增值服务。联合资信将关注迪信通后续经营恢复情况，若未来业绩不达预期，商誉存在一定减值风险。

七、经营分析

1. 经营概况

华发集团已形成城市产业、金融产业和实业投资三大产业集群，是珠海市五大国资板块中基础设施和城市运营、现代金融、高端服务业、战略新兴产业四大国资板块的主要经营主体。2019—2021 年，房地产开发业务及大宗商品批发业务规模持续扩大拉动华发集团营业收入快速增长；受房地产开发业务及大宗商品批发毛利率波动影响，华发集团综合毛利率波动下降。2022 年一季度，华发集团营业收入同比增长，受房地产销售业务毛利率下降影响，综合毛利率同比有所下降。

2019—2021 年，华发集团营业收入快速增长，年均复合增长 33.81%，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，以及战略性投资并购公司收入并表所致。2021 年，华发集团实现营业收入 1419.43 亿元，同比增长 30.00%；除土地一级开发业务毛利率下降外，各业务板块毛利率均有所增长，华发集团综合毛利率同比增长，近三年分别为 18.55%、14.47%和 15.31%。

表 1 华发集团营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2019 年			2020 年			2021 年			2022 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	收入	占比	毛利率
房地产开发	317.55	40.06	30.29	477.68	43.75	25.37	560.87	39.51	28.88	81.99	24.44	20.95
土地一级开发	44.57	5.62	69.22	25.21	2.31	42.39	17.38	1.22	33.78	3.05	0.91	78.46

大宗商品批发	363.05	45.80	0.26	499.11	45.71	0.24	622.14	43.83	0.31	187.68	55.94	0.21
物业服务	21.10	2.66	11.71	28.61	2.62	12.64	33.80	2.38	13.97	8.10	2.41	12.95
汽车销售	4.29	0.54	7.32	2.90	0.27	6.78	3.02	0.21	8.48	0.57	0.17	16.66
金融业务	14.72	1.86	72.97	22.48	2.06	84.01	26.27	1.85	88.19	6.99	2.08	89.73
酒店会展服务	5.09	0.64	15.88	2.11	0.19	-111.94	3.00	0.21	16.99	0.69	0.21	-18.06
移动通信设备及配件	--	--	--	--	--	--	45.21	3.18	5.16	22.76	6.78	5.02
电子器件销售及服务	--	--	--	--	--	--	20.39	1.44	21.13	6.13	1.83	21.37
建筑设计服务	--	--	--	--	--	--	36.39	2.56	8.58	8.57	2.55	12.17
代建业务	--	--	--	--	--	--	9.54	0.67	-1.44	0.04	0.01	-388.16
其他业务	22.33	2.82	21.22	33.80	3.09	13.40	41.41	2.92	22.47	8.91	2.66	44.27
合计	792.69	100.00	18.55	1091.90	100.00	14.47	1419.43	100.00	15.31	335.48	100.00	10.30

注：房地产开发收入包括华发股份收入及华发城市运营商业地产收入；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；其他业务收入包括代理业务、广告业务、工程管理等；尾差系四舍五入所致

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

分业务看，2019—2021年，随着项目开发及销售规模不断扩大，华发集团房地产销售收入持续增长，年均复合增长32.90%，2021年同比增长17.42%至560.87亿元，主要系城市运营板块经营性地产项目确认收入增长所致，占营业收入比重为39.51%；业务毛利率较2020年增长3.51个百分点至28.88%，主要系结转项目盈利水平差异所致。2019—2021年，华发集团土地一级开发收入持续下降，年均复合下降37.55%，2021年为17.38亿元，同比下降31.06%，主要系横琴粤澳深度合作区政策影响，十字门片区土地出让进度放缓所致。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，2021年受益于期现结合业务的拓展，大宗商品批发业务毛利率有所增长；2021年，华发集团实现大宗商品批发收入622.14亿元，同比增长24.65%，毛利率为0.31%。金融业务近年来发展迅速，全牌照业务格局逐步完善；2021年，华发集团实现金融收入26.27亿元，同比增长16.81%；业务毛利率为88.19%。2021年，华发集团新增移动通信设备及配件、建筑设计服务等业务，主要系将华灿光电、维业股份等上市公司纳入合并范围所致。

2022年1—3月，华发集团实现营业收入335.48亿元，同比增长25.48%，主要来自于大宗商品批发业务和移动通信设备及配件业务收入的增长；综合毛利率为10.30%，同比减少3.85个百分点，主要系房地产开发业务毛利率下降叠加毛利率较低的大宗商品批发业务收入占比上升所致。

2. 业务经营分析

(1) 房地产开发

房地产开发业务主要经营主体为华发股份。华发股份深耕珠海市场，重点布局核心一、二线城市，市场影响力和品牌认知度较高，为华发集团主业核心利润来源。2019—2021年，华发股份经营业绩保持增长，开发及推盘节奏有所波动；2021年，行业需求端疲软对投拓积极性有一定削弱，华发股份新开工规模明显下降，行业销售大幅承压，但受益于所布局一二线核心城市较高的价格支撑，华发集团销售金额同比微增。同时，联合资信关注到随着在建项目推进，华发股份面临较大资本支出压力，且经济下行压力加大以及疫情多点频发，均对市场需求产生抑制，华发股份房地产业务未来去化情况有待关注。

华发集团房地产开发业务主要由华发股份负责，华发综合发展从事少部分经营性房地产

开发业务。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 2021 年底,华发股份合并资产总额 3550.57 亿元,负债合计 2591.66 亿元,所有者权益 958.91 亿元,其中归属于母公司所有者权益 208.19 亿元;2021 年营业收入 512.41 亿元,利润总额 68.29 亿元。截至 2022 年 3 月底,华发股份合并资产总额 3668.42 亿元,负债合计 2685.54 亿元,所有者权益 982.88 亿元,其中归属于母公司所有者权益 214.69 亿元。

2019—2021 年,华发股份分别实现营业收入 331.49 亿元、510.06 亿元和 512.41 亿元,年均复合增长 24.33%。其中,房地产销售收入分别为 317.35 亿元、481.12 亿元和 485.99 亿元,年均复合增长 23.75%;2021 年增速大幅减缓,同比仅增长 1.01%。分区域看,2021 年房地产销售收入中珠海大区占比 25.87%,华南大区(不含珠海)占比 19.14%,华东大区占比 45.38%,北方大区占比 3.90%;珠海大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,占比不断下降,华东大区及北方大区占比大幅提升。业务毛利率方面,2021 年华发股份房地产销售板块毛利率为 25.61%,同比增长 0.42 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,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,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。

2019—2020 年,受益于项目储备的增加,华发股份项目开发节奏不断加快,新开工面积及期末在建面积均大幅提升。2021 年,受行业需求端疲软对投拓积极性有一定削弱的影响,华发股份新开工面积同比减少 29.33%至 522.77

万平方米,主要集中在武汉、珠海、成都和绍兴等;随着在建项目的投入及竣工,期末在建面积 1541.98 万平方米,较上年底减少 13.20%;年内竣工面积 628.40 万平方米,随着已售项目开发建设的推进,竣工面积同比大幅增长 99.49%。

表 2 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	2021 年
新开工面积	650.61	739.71	522.77
竣工面积	279.66	315.00	628.40
期末在建面积	1367.02	1776.54	1541.98
合同销售面积	395.91	504.00	468.80
合同销售金额	922.73	1205.00	1218.90
合同销售均价	2.33	2.39	2.60

资料来源:联合资信根据华发股份年度报告整理

销售方面,2019-2021 年,华发股份合同销售面积波动增长,2021 年实现签约销售面积 468.80 万平方米,同比下降 6.98%,主要系行业销售受房地产政策及宏观经济影响大幅承压;但受益于所布局一二线核心城市较高的价格支撑,当期实现合同销售额 1218.90 亿元,同比增长 1.15%。区域分布方面,2021 年华东大区合同销售金额 553.20 亿元,占比 45.38%;其次为珠海大区,实现签约销售 315.28 亿元,占比 25.87%;华南大区和北方大区分别完成签约销售 233.30 亿元和 47.51 亿元,为次重点区域;北京区域完成销售 69.61 亿元,占比 5.71%。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。

近年来,华发股份在深耕珠海的基础上积极向华东、华中和华南等珠海以外地区扩张,新获土地储备有所波动。2019-2021 年,华发股份土地出让金额分别为 246.57 亿元、357.25 亿元和 292.71 亿元。2021 年,受集中供地、区域市场过热以及资金调配规划等因素共同影响,华发股份拿地节奏有所减缓,并加大对区域下沉管控力度,项目拓展仍聚焦于长三角、大湾区一二线城市,主要包括珠海、南京、徐州、无锡、苏州、惠州、广州以及沈阳,以招拍挂为主。截至 2021 年底,华发股份共拥有 24 个项目的土

地储备,规划计容面积 543.97 万平方米。其中,在长三角区域及长江经济带的土地储备面积占比为 74.97%,粤港澳大湾区的土地储备面积占比为 25.03%,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

2019—2021 年,受土地出让面积下降影响,华发集团土地一级开发收入规模逐年下滑。华发集团城市运营板块项目储备充足,资金平衡依赖土地分成及土地转让收入,上述收入的形成受经济环境和政策影响存在一定不确定性。但考虑到华发集团土地获取时间较早,近年来珠海市土地价格不断攀升,目前实际价值较高。未来,经营性房地产开发项目和建筑设计将成为城市运营板块收入的主要来源。同时,联合资信关注到城市运营板块在建项目投资规模较大,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、建筑设计、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。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主要包括三部分:①土地一级开发收益分成;②经营性项目房地产开发收入;③建筑设计收入。未来,经营性房地产开发项目和建筑设计将成为

城市运营板块收入的主要来源。

土地一级开发

业务模式方面,华发集团土地一级开发业务采用授权形式,由珠海市国土部门经报市政府批准后,珠海市人民政府授权华发集团对片区进行土地一级开发,开发用地不注入华发集团。

华发集团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、珠海市保税区管理委员会、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,华发集团负责上述 5 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,资金自行筹集。目前采用两种模式,第一种为委托方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)等资金按一定比例返还给华发集团;第二种为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集团所支付的土地一级开发成本后,华发集团可获得土地增值收益的一定比例作为土地一级开发收益。

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

城核心区进行航空新城10平方公里启动区基础设施建设和3.8平方公里核心区部分经营性用地土地一级开发,根据华发集团与珠海金湾区人民政府签订的《珠海金湾区航空新城战略合作框架协议》,开发资金由华发集团负责筹集,相关投资支出由核心区开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入等额资金优先偿还,投资收益由管理费和一定比例的可出让经营性用地的土地增值收益等额资金来实现。

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

子公司珠海华发高新建设控股有限公司与珠海(国家)高新技术产业开发区管理委员会签订《珠海高新区北围土地一级开发协议》,负责对珠海高新区北围项目约294公顷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。2021年10月起,富山工业园开发项目开发由土地一级开发模式转为委托代建模式。

珠海华瀚开发建设有限公司(以下简称“华瀚公司”)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。2021年10月起,一河两岸项目开发由土地一级开发模式转为委托代建模式。

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

2019—2021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28.07%,主要系土地出让面积下降导致。2021年,华发城市运营实现土地一级开发收入17.38亿元,同比下降31.06%,收入主要来自金湾航空新城、保税区二期、珠海北站TOD、富山工业园和一河

两岸项目开发。截至 2021 年底土地一级开发业务累计回款 291.76 亿元，2019—2021 年分别获得回款 11.40 亿元、13.86 亿元和 53.04 亿元，2021 年回款大幅增长系斗门一河两岸及富山工业园区四季度合计回款约 48 亿元，未来将改为

委托代建模式。同期，华发城市运营土地一级开发业务毛利率 33.78%，同比下降 8.61 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 3 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		
	2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年
土地出让数量	0	0	1	7	4	2	1	1	1	3	0	0
出让建筑面积	0.00	0.00	5.86	87.10	33.92	35.94	3.08	19.02	14.67	14.00	0.00	0.00
分成收入	0.00	0.00	-5.24	25.58	1.54	3.97	0.29	2.34	4.21	4.00	0.00	0.00
结转开发成本	0.00	0.00	-0.48	2.94	1.02	1.40	0.22	1.36	1.64	2.03	0.00	0.00
开发收益	0.00	0.00	-4.76	22.64	0.52	2.57	0.07	0.98	2.57	1.97	0.00	0.00
毛利率	0.00	0.00	90.93	88.51	33.77	64.74	25.34	41.88	61.05	65.03	0.00	0.00
项目	珠海北站 TOD			斗门一河两岸			富山工业园					
	2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年			
土地出让数量	4	4	1	0	1	0	1	0	0			
出让建筑面积	23.61	52.94	35.96	0.00	9.44	0.00	18.41	0.00	0			
分成收入	5.53	8.94	5.21	0.62	5.64	5.32	8.54	6.75	3.91			
结转开发成本	0.00	0.00	0	0.62	5.64	5.32	7.91	6.51	3.62			
开发收益	5.53	8.94	5.21	0.00	0.00	0.00	0.63	0.24	0.29			
毛利率	100.00	100.00	100	0.00	100.00	0.00	7.38	3.69	7.40			

注：2021 年 10 月起，富山工业园土地一级开发与一河两岸项目开发由土地一级开发模式转为委托代建模式
资料来源：华发集团提供

截至 2022 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 211.21 亿元，未来还需投资 87.31 亿元。

表 4 截至 2022 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		
				2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年
十字门中央商务区	5.77	81.60	76.81	1.30	1.60	1.89
金湾航空新城	3.80	35.00	31.15	1.14	2.71	0
保税区二期	2.30	25.09	8.48	1.13	4.50	4.50
高新区北围	4.96	59.33	27.03	0.09	3.00	3.00
富山产业新城	2.52	60.00	49.95	0	0	0
斗门一河两岸	10.00	20.00	10.86	0	0	0
珠海北站 TOD	1.46	17.50	6.93	/	/	/
合计	30.81	298.52	211.21	3.66	11.81	9.39

注：2021 年 10 月起，富山工业园土地一级开发与一河两岸项目开发已由土地一级开发模式转为委托代建模式；TOD 项目 2021 年已竣工。

根据华发集团提供的预测数据，2022—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78.10亿元。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可能与预测存在一定差异。

经营性项目

华发集团经营性项目主要包括会展项目、横琴国际金融中心大厦、上冲TOD、横琴金融产业基地及横琴创意谷项目，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、出售或运营，未来经营性收入来平衡资金投入。

截至2022年3月底，华发集团在售经营性项目包括珠海中心、横琴国际金融中心、总部基地蓝湾智岛（二期）、十字门琴澳新城（北九）和横琴片区金融岛及金融岛西侧项目，累计销售面积73.01万平方米，累计销售金额279.23亿元。2021年，华发集团实现经营性项目销售收入82.36亿元（计入房地产开发业务板块），业务毛利率为42.14%。

表5 截至2022年3月底华发集团经营性项目销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	已完成投资	可供出售面积	已销售面积	已销售金额	累计确认收入
珠海中心	7.91	16.05	7.76	7.51	25.22	24.02
横琴国际金融中心	13.55	28.30	12.59	6.72	27.28	23.91
总部基地蓝湾智岛（二期）	7.69	5.36	5.16	0.96	1.98	1.82
十字门琴澳新城（北九）	84.21	88.13	74.43	35.12	114.98	36.49
横琴片区金融岛及金融岛西侧项目	116.20	146.87	86.13	22.70	109.77	0.00
合计	229.46	284.71	186.07	73.01	279.23	86.24

注：*合计数与华发城市运营经营性项目确认总收入不一致系尾差影响四舍五入所致

资料来源：华发集团提供

此外，华发集团将部分经营性项目对外出租。2019—2021年，华发集团分别实现资产租赁收入0.75亿元、0.98亿元和2.80亿元。

截至2022年3月底，华发集团主要在建经营性项目情况如下表所示，未来尚需投资469.28亿元，未来资本性支出较大。

表6 截至2022年3月底华发集团主要在建经营性项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	总投资	已投资
会展商务组团（二期）	27.50	42.00	28.06
富山智选小镇生活中心	46.17	23.68	17.70
富山科创中心	12.80	11.10	4.40
工人文化宫	18.00	55.00	34.13
十字门琴澳新城（北九）	84.21	219.80	88.13
北山	101.20	151.00	15.76
横琴金融岛及岛西	116.20	301.75	146.87
合计	406.08	804.33	335.05

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

截至2022年3月底，华发集团城市运营板块主要在建项目（含土地一级开发及经营性项目开发）总投资1102.85亿元，尚需投资556.59亿元，存在较大资本性支出压力。

委托代建

华发集团承担的委托代建项目主要包括富山产业新城开发、斗门“一河两岸”（此2项目原为土地一级开发模式，自2021年10月与政府重新签订协议，均变更为管理服务模式，十字门等其他一级开发业务仍采用投资开发模式）、中山大学珠海校区、金湾航空城市民艺术中心和金湾华发国际商务中心商务区。委托代建项目由政府与华发集团委托方签订相关委托代建协议，委托华发集团及下属子公司进行项目综合建设，开发用地及开发资金均来源于政府，华发集团不负责筹资，项目建设完毕，由政府与华发集团进行成本核算和验收结算，华发集团根据委托代建协议获取收益，根据实际支付工程

进度款加上固定投资补偿确认收入。2021 年，华发集团确认委托代建收入 9.54 亿元。

表 7 截至 2022 年 3 月底华发集团主要在建经营性项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	建设期间	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
				2022 年 4—12 月	2023 年	2024 年
富山产业新城	2021-2024	25.11	9.94	7.80	5.00	2.37
斗门“一河两岸”	2021-2024	7.51	3.31	1.50	1.50	1.20
情侣路主线及辅线工程	2015-2021	21.50	21.50	-	-	-
中山大学珠海校区	2018-2025	40.24	21.23	6.50	5.00	5.00
金湾航空城市民艺术中心	2017-2022	16.93	11.66	2.77	1.52	1.52
金湾华发国际商务中心商务区	2017-2022	26.60	17.93	2.30	3.46	3.46

注：1. 2021 年 10 月起，富山产业新城土地一级开发与斗门“一河两岸”综合开发项目由土地一级开发模式转为委托代建模式，表格中总投资为原一级开发业务总投资扣除已完工且已结转金额后的剩余转代建投资额，已投资包括 21 年 10 月前按土地一级开发模式时已完工未结算的项目投资；2. 情侣路主线及辅线工程已于 2021 年竣工。截至 2022 年 3 月，已收到政府支付的管理费 1801.40 万元

资料来源：华发集团提供

土地储备

经营性项目储备方面，截至 2022 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。

建筑设计服务

华发集团的建筑设计收入主要来自于维业股份，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。维业股份承接的项目包括公共建筑装饰、住宅精装修及建筑装饰设计等，涵盖大型场馆、星级酒店、商业综合体、文教卫卫设施、交通基础设施等公共建筑和普通住宅、高档别墅等建筑，拥有建筑装饰施工设计等多项专业壹级、甲级资质，以及多类工程施工承包一级资质。

2021 年，华发集团实现合并口径建筑设计收入 36.39 亿元，毛利率为 8.58%。2021 年，维业股份实现营业总收入 100.21 亿元（与华发集团合并口径建筑设计收入差额系内部关联交易抵消所致），同比增长 43.38%，主要系维业股份业务与华发集团内部业务形成协同效益推动维业股份业务收入增长所致，利润总额为 1.49 亿

元，同比增长 132.81%。

（3）金融产业

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。华发集团金融业务尚处于发展期，随着监管、合规政策趋严影响，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 2022 年 3 月底，旗下管理型牌照包括华金证券、华金资管、华金期货、华发财务公司、华金国际证券，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，2019—2021 年华发集团金融收入分别为 14.72 亿元、22.48 亿元和 26.26 亿元。2021 年，华发集团金融收入包括利息收入 12.23 亿元、手续费及佣金收入 4.42 亿元和其他金融收入 9.61 亿元。2022 年一季度，金融业务收入 6.99 亿元，同比增长 25.27%。

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。2019—2021 年，华发集团分别实现投资收益 21.73 亿元、22.51 亿元和 16.26 亿元。其中，权益法核算的长期股权投资收益分别为 10.85 亿元、13.79 亿元和 9.98 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 4.02 亿元、3.92 亿元和 2.37 亿元；2021 年持有其他非流动金融资产取得的投资收益为 2.09 亿元。

（4）实业投资

华发集团产业投资业务发展快速，前期以基金投资为主，2020 年以来通过并购上市公司股权，产业投资规模进一步扩大。

华发集团利用自身产业与资金优势，成立产业投资板块，以华实控股为核心平台，投资主体包括华金资本（持股比例 28.45%，未纳入合并范围）、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。截至 2021 年底，华实控股合并口径资产总额为 460.46 亿元，所有者权益合计为 278.13 亿元（含少数股东权益 76.99 亿元）；2021 年营业收入 127.33 亿元，利润总额为 5.62 亿元（其他收益 4.11 亿元）。截至 2021 年底，华实

控股本部资产总额为 222.30 亿元，本部所有者权益为 167.93 亿元，2021 年本部营业收入 0.78 亿元，利润总额为 0.21 亿元。

基金管理与投资

华发集团积极通过与外部机构成立股权投资管理基金的方式进行项目投资，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，覆盖全生命周期产业投资体系。截至 2022 年 3 月底，华实控股旗下各投资平台管理各类基金 68 支，管理规模达 536 亿元；累计投资行业领军企业和高成长性创新企业 346 个，94 个项目已上市，投资金额近 250 亿元，整体增值率约为 65.00% 左右。

2017 年 7 月份，根据珠海市政府《市政府常务会议决定事项通知》（珠办会函[2017]57 号），决定组建珠海发展投资基金（以下简称“珠海基金”）。珠海基金母基金规划设立总规模 200 亿元，已分期设立一、二期基金，由珠海发展投资基金管理有限公司（华发投控子公司）担任基金管理人。截至 2022 年 3 月底，珠海基金一、二期认缴规模 150 亿元，实缴规模约 106 亿元，珠海基金一期规模 100.00 亿元，其中华发集团本部认缴并实缴出资 26.80 亿元，华发投控认缴并实缴出资 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；珠海基金二期已认缴 50 亿元，资金来自珠海市级财政、华发集团及华发全资子公司。

截至 2022 年 3 月底，珠海基金母基金已实缴的子基金及项目共计 40 个，其中基础设施类子基金 3 支，产业类子基金及项目 37 个；上述子基金认缴总规模 1160.73 亿元，其中需母基金认缴出资 145.12 亿元，社会资本方认缴出资 1015.61 亿元。2021 年，珠海基金母基金取得投资收益 23151.72 万元，累计取得投资收益 60549.55 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。

战略性投资

2020 年以来,华发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、维业股份和迪信通等上市公司股权,累计投资规模 67.00 亿元。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,竞争实力进一步增强。

① 电子器件销售及服务

华发集团电子器件销售及服务经营主体主要为华发控股战略性投资并购的上市公司华灿光电和光库科技。

华灿光电是中国领先的 LED 芯片企业之一,从事化合物光电半导体材料与电器件的研发、生产和销售业务,主要产品为 LED 外延片、全色系 LED 芯片和蓝宝石衬底。华灿光电生产以客户为导向,根据销售和产品线与客户沟通制定生产计划,满足客户需求的同时建立安全库存;制定月度排产计划,形成多个月份的滚动生产计划。华灿光电下游主要采取直销模式,直接服务国内外主流 LED 封装厂商和终端应用厂商。

光库科技是专业从事光纤器件的设计、研发、生产、销售及服务的的高新技术企业,主要产品为光纤激光器件和光通讯器件,所在行业属于国家鼓励和扶持的光电子器件及其他电子器件制造业,产品主要应用于光纤激光器、光通讯等重要领域。光库科技采购内容主要包括光学材料和机械件,其中光学材料主要为光纤及各类光学元件。采购模式主要包括批量采购、定量采购即物料需求计划采购及零星采购等方式;生产模式采取“以销定产、保持合理库存”的模式;销售整体采用“直销为主,少量经销”模式,国内市场全部采用直销,国外市场有少量经销。

2021 年华发集团电子器件销售及服务业务板块收入为 20.39 亿元,毛利率为 21.13%。

② 移动通信设备及配件

华发集团移动通信设备及配件业务收入的经营主体为 2021 年 7 月份新合并子公司迪信通。迪信通主营业务为销售及分销移动通讯设

备及配件以及提供增值服务。

移动通信设备及配件业务采购模式为总部“集采”(由总部几个主体统一向上游供应商采购,然后分给子公司零售或批发)和子公司“地采”(各地子公司向当地上游供应商直接采购)相结合。结算方式主要为现款,部分存在账期或票据;销售和结算模式为批发业务,主要对加盟商分销和第三方客户分销,加盟商分销结算根据不同情况有不同信用额度,第三方客户分销业务基本为先款后货,无账期。

2021 年下半年迪信通前五大供货商采购金额占比 40.84%,主要采购产品有苹果、荣耀系列和红米手机及智能手环;前五大销售商销售金额占比合计 22.59%。

2021 年华发集团移动通信设备及配件业务板块收入为 45.21 亿元,毛利率为 5.16%。

(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 2021 年底,华发商贸总资产 122.45 亿元,所有者权益 20.38 亿元;2021 年实现营业收入 487.25 亿元,净利润 0.92 亿元。截至 2022 年 3 月底,华发商贸总资产 146.42 亿元,所有者权益 30.81 亿元,2022 年 1—3 月实现营业收入 138.18 亿元,净利润 0.43 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，贸易品种涵括钢材、燃料油、化工产品、铜矿石、LCD 液晶屏、有色金属等。受下游客户需求及公司风控要求等影响，近年华发集团主要贸易品种转变为有色金属和铜矿石。

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。2019—2021 年和 2022 年一季度，华发集团分别实现大宗商品批发收入 363.05 亿元、499.11 亿元、622.11 亿元和 187.68 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 0.26%、0.24%、0.31%和 0.21%。

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。2021 年，华发集团商品批发业务前五大供货商采购金额占比 30.16%，集中度较上年有所下降（2020 年为 39.15%），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，香港华发大宗商品批发多以 60 天和 90 天信用证结算，LCD 液晶屏主要以电汇结算。2021 年，华发集团商品批发业务前五大销售商销售金额占比合计 21.10%，集中度较上年下降 11.46 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。截至 2022 年 3 月底，华发汽车共拥有 5 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汽大众、斯柯达、雪佛兰、广汽传祺等。

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。2019—2021 年，华发集团分别实现汽车销售收入 4.29 亿元、2.90 亿元和 3.02 亿元；同期，华发集团汽车销售业务毛利率分别为 7.32%、6.78%和 8.48%。

现代服务

华发集团现代服务板块主要由华发物业服务及庄臣控股负责，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。

③ 物业服务

华发物业服务负责的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。华发物业管理的物业可以分为华发集团内部项目物业及外部项目物业。内部项目物业是指华发集团或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，物业管理费由物业管理公司直接向业主收取。华发集团内部物业一般直接由华发物业负责管理，外部物业一般通过竞标等方式取得，结算方式包括月结、半年结和年结。截至 2022 年 3 月底，华发物业内部项目物业管理合约面积 2347.10 万平方米，外部项目物业管理合约面积 1051.48 万平方米。

在华发股份商品房项目的持续销售带动下，2019—2021 年，华发集团分别实现物业管理收入 21.10 亿元、28.61 亿元和 33.80 亿元；同期，华发集团物业管理业务毛利率分别为 11.71%、12.64%和 13.97%。2021 年物业服务业务收入及毛利率均同比有所上升，主要系管控力度加强所致。

庄臣控股自 1979 年开始在香港提供清洁卫生服务，为香港环境卫生服务龙头企业，在香港各主要地区提供广泛的环境卫生服务，包括提供楼宇清洁服务、公园及康乐中心清洁服务、街道清洁服务、院校清洁服务及其他清洁服务，主要客户涵盖康文署、食环署等政府职能部门以及香港大学等商业客户。2020 年 3 月 31 日至 2021 年 3 月 31 日的财政年度，庄臣控股实现全年营业收入约 27.68 亿港元，净利润约 1.89 亿港元。

④ 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。

2019—2021 年，华发集团酒店会展收入分别为 5.09 亿元、2.11 亿元和 3.00 亿元；毛利率分别为 15.88%、-111.94%和 16.99%，受益于疫

情缓解，2021 年收入及毛利率均同比有所增长。

3.经营效率

华发集团整体经营效率尚可。

2019—2021 年，华发集团销售债权周转次数呈逐年下降态势，分别为 14.25 次、12.29 次和 11.33 次；存货周转次数逐年增长，分别为 0.38 次、0.43 次和 0.45 次；总资产周转次数逐年上升，分别为 0.25 次、0.26 次和 0.27 次。同行业对比来看，华发集团 2021 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8 2021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	8.93	14.92	1.01
杭州市国有资本投资运营有限公司	4.75	3.57	0.60
广州市城市建设投资集团有限公司	4.31	1.06	0.13
上述样本企业平均值	6.00	6.52	0.58
华发集团	11.33	0.45	0.27

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

华发集团提供的 2018—2021 年度合并财务报表由致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，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 2022 年一季度合并报表未经审计。

截至 2022 年 3 月底，华发集团拥有纳入合并范围的子公司 988 家，含华发股份控股子公司 605 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 14 家，无偿划入子公司 4 家，其余均为新设立子公司。2020 年，华发集团新增纳入合并范围子公司 201 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 11 家，其中注销子公司 2 家。2021 年，华发集团新增纳入合并范围子公司 129 家，其中通过非同一控制下企业合并取得子公司 12 家，其余系新设子公司；减少子公司 24 家，其中注销子公司 9 家。2022 年 1—3 月，华发集团新增子公司 12 家，其中设立 11 家；减少子公司 3 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，对华发集团财务数据可比性影响较小。

截至 2021 年底，华发集团资产总额 5774.23 亿元，所有者权益 1503.18 亿元（含少数股东权益 895.25 亿元）；2021 年，华发集团实现营业收入 1419.43 亿元，利润总额 100.31 亿元。

截至 2022 年 3 月底，华发集团资产总额 6048.75 亿元，所有者权益 1570.65 亿元（含少数股东权益 931.09 亿元）；2022 年 1—3 月，华发集团实现营业收入 335.48 亿元，利润总额 19.02 亿元。

2. 资产质量

2019—2021 年末，随着城市运营、房地产、金融业务以及实业投资板块快速发展，华发集团资产规模较快增长，构成以存货及货币资金等流动资产为主；华发集团整体资产质量良好，但受限资产规模较大，对资产流动性产生一定影响。

2019—2021 年末，华发集团资产总额较快增长，年均复合增长 26.32%，截至 2021 年底为 5774.23 亿元，其中流动资产占 77.75%，非流动资产占 22.25%，以流动资产为主。

（1）流动资产

随着房地产项目开发持续投入及售房款回流等因素综合影响，华发集团流动资产快速增长，三年复合增长率为 22.20%。截至 2021 年底，华发集团流动资产较 2020 年底增长 12.38% 至 4489.54 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 63.22%、16.26% 和 10.60%。

2019—2021 年末，华发集团货币资金波动增长，年均复合增长 17.34%。截至 2021 年底，华发集团货币资金较 2020 年底减少 5.85% 至 730.11 亿元，主要由银行存款（占比 77.73%）及存放同业及其他金融机构款项（占比 13.48%）组成，其中受限货币资金 61.35 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 2021 年底为 53.48 亿元，较 2020 年底下降 20.37%，主要系

债务投资减少所致。2021 年末交易性金融资产中 15.99 亿元债券投资为卖出回购业务设定质押，0.73 亿元债券投资为债券借贷业务设定质押。

2019—2021 年末，华发集团应收账款快速增长，年均复合增长 33.43%。截至 2021 年底，华发集团应收账款较 2020 年底增长 34.69% 至 104.92 亿元，主要系收购上市公司，合并范围内应收账款增加所致，其中应收珠海市金湾财政局款项及珠海保税区管理委员会分别占比 20.61% 和 7.97%，集中度较高；其中，按组合计提坏账准备的应收账款账面余额 108.96 亿元，占应收账款账面余额的 95.53%；累计计提坏账准备 9.13 亿元，计提比率 8.01%。

2019—2021 年末，华发集团预付款项波动增长，年均复合增长率为 7.06%，截至 2021 年底为 75.70 亿元，较 2020 年底减少 17.97%，主要系预付土地出让金减少所致。

2019—2021 年末，华发集团其他应收款年均复合增长 7.38%，截至 2021 年底，华发集团其他应收款为 50.76 亿元，较 2020 年底增长 16.83%，主要由往来款项和保证金、押金及备用金构成。

华发集团存货主要由开发成本、开发产品、出租开发产品及库存商品等构成，其中开发成本以房地产项目为主，此外包括部分市政项目、土地开发成本。2019—2021 年末，华发集团存货快速增长，年均复合增长 22.61%，截至 2021 年底为 2838.38 亿元，较 2020 年底增长 13.81%。其中，开发成本 2333.81 亿元，较 2020 年底增长 8.33%，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唐家后环土地开发、富山工业园智造小镇生活中心、北山区域城市更新等；开发产品 451.24 亿元，较 2020 年底增长 39.72%，主要系部分商业、办公、长租公寓在建项目竣工未售所致；存货跌价准备及合同履约成本减值准备合计 1.67 亿元，主要为库存商品及开发产品计提减值及跌价准备。

2019—2021年末，华发集团其他流动资产快速增长，年均复合增长33.61%，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。截至2021年底，华发集团其他流动资产较2020年底增长27.86%至476.00亿元，主要由拆出款项及其他（449.87亿元）、预交税费（8.10亿元）和委托贷款（8.37亿元）构成。

（2）非流动资产

2019—2021年末，华发集团非流动资产快速增长，年均复合增长44.89%，主要来自长期股权投资、投资性房地产和其他非流动金融资产的增加；截至2021年底，华发集团非流动资产较2020年底增长45.50%至1284.70亿元，主要由长期股权投资（占34.41%）、其他非流动金融资产（占14.75%）、固定资产（占12.29%）和投资性房地产（占13.53%）构成。

截至2021年底，华发集团其他非流动金融资产为189.44亿元，其中债务工具投资50.03亿元，其余为权益工具投资。

2019—2021年末，华发集团长期股权投资快速增长，年均复合增长36.97%，主要系增加金融类及房地产类参股公司的投资。截至2021年底，华发集团长期股权投资较2020年底增长33.16%至442.04亿元，主要投资单位有珠海华润银行股份有限公司（45.28亿元）、深圳融华置地投资有限公司（34.10亿元）和上海华泓钜盛房地产开发有限公司（24.50亿元）等，其中部分被投资公司章程等文件规定，华发集团在股东会、董事会、投资决策委员会的投票表决权均未达到控制条件，不能够对其财务和经营决策实施控制，故不纳入合并范围；还有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，2019—2021年末快速增长，年均复合增长51.36%。截至2021年底，华发集团投资性房地产173.83亿元，较2020年底增长17.88%，主要系经营出租物业

增加所致，其中79.26亿元已用于借款设定抵押。

华发集团固定资产主要为房屋及建筑物，2019—2021年末快速增长，年均复合增长32.17%；截至2021年底，华发集团固定资产原值222.83亿元，累计计提折旧64.72亿元，计提减值准备0.29亿元。

华发集团因收购上市公司形成商誉，截至2021年底价值46.42亿元，主要为收购华灿光电、迪信通和光库科技分别形成商誉18.23亿元、10.04亿元和7.78亿元，未来若被收购上市公司经营业绩不达预期，存在一定商誉减值风险。

截至2022年3月底，华发集团资产总额6048.75亿元，较2021年底增长4.75%，主要系融资资金沉淀、货币资金增资充实权益以及对房地产开发持续投入导致。华发集团流动资产较2021年底增长4.86%，主要为货币资金较上年底增长136.03亿元，系借款增加及新增货币增资所致；存货较上年底增长77.20亿元，系开发成本增加所致。华发集团非流动资产占22.17%，较2021年底增长4.39%，主要系长期股权投资较2021年底增长7.52%。资产构成较2021年底变化不大，以流动资产为主（占77.83%）。

截至2022年3月底，华发集团受限资产账面价值合计858.21亿元，受限比例14.19%，以存货、货币资金、交易性金融资产和投资性房地产为主。

3. 负债和所有者权益

受股东增资、发行永续债和少数股东权益增加影响，近年来华发集团所有者权益规模快速增长，其中少数股东权益占比较大，权益稳定性尚可；同期华发集团负债规模快速增长，整体债务负担重。

（1）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，2019—2021年末，华发集团所有者权益快速增长，年均复合增长18.49%。截至2021年底，华发集团所有者权益较2020年底增长11.95%至1503.18亿元，主要由少数股东权益（占59.56%）、资本公积（占19.17%）及其他权益

工具（占 16.19%）构成。

2019—2021年末，华发集团实收资本有所增长，截至2021年底，实收资本为14.22亿元。同期，华发集团资本公积快速增长，年均复合增长28.37%，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带动资本公积增加；②按权益法核算的长期股权投资带动资本公积增加；③根据珠海国资委珠国资〔2021〕342号文件《关于珠海华发集团有限公司修订章程等事项的批复》和股东会决议，同意股东珠海国资委向华发集团增加出资，溢价出资76.98亿元。截至2021年底，华发集团资本公积288.09亿元，较2020年底增长30.23%，主要系珠海国资委向华发集团增资80.00亿元，溢价出资76.98亿元确认资本公积增加所致。

2019—2021年末，华发集团其他权益工具分别为131.91亿元、230.30亿元和243.38亿元，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。

2019—2021年末，华发集团少数股东权益分别为694.68亿元、816.00亿元和895.25亿元。其中，2021年底较2020年底增长9.71%，主要系华发股份吸收少数股东投资所致。

截至2022年3月底，华发集团所有者权益1570.65亿元，较2021年底增长4.49%，主要系收到珠海国资委剩余增资款78.00亿元所致，其中实收资本较2021年底增加2.05亿元，资本公积较2021年底增加74.95亿元。

（2）负债

2019—2021年末，华发集团负债规模快速增长，年均复合增长 29.48%，流动负债和非流动负债均有所增加。截至 2021 年底，华发集团负债总额较 2020 年底增长 20.82%至 4271.05 亿元，流动负债和非流动负债分别占比 57.18%和 42.82%。

2019—2021 年末，华发集团流动负债快速增长，年均复合增长 24.56%，截至 2021 年底为 2442.24 亿元，较 2020 年底增长 14.13%，主要

构成短期借款（占 10.88%）、应付账款（占 16.66%）、合同负债（占 31.33%）及一年内到期的非流动负债（占 14.79%）。

2019—2021 年末，华发集团短期借款快速增长，2021 年底为 265.65 亿元，较 2020 年底减少 4.29%，以保证借款（114.32 亿元）、信用借款（75.83 亿元）和抵押借款（56.90 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，2019—2021 年末快速增长，年均复合增长 81.89%，截至 2021 年底为 406.96 亿元，较 2020 年底增长 25.98%，主要系应付工程款增加。

华发集团预收款项主要为华发股份预收售房款。2019—2021 年末，华发集团预收款项分别为 595.70 亿元、582.58 亿元和 765.08 亿元（2020 年底及 2021 年底预收款项部分调至合同负债），2021 年底预收款项较 2020 年变化较大主要系横琴片区住宅项目、杭州九龙仓华天荟、四季峰景项目、武汉华发中城荟二期等开启预售导致；截至 2021 年底，华发集团预收款项主要为预收楼款 746.61 亿元，已调整到合同负债。

2019—2021 年末，华发集团其他应付款快速增长，年均复合增长 25.17%，主要系应付股利和其他应付款项增加所致。截至 2021 年底，华发集团其他应付款较 2020 年底增长 2.26%至 256.60 亿元，主要由往来及拆借款（171.40 亿元）、土地增值税准备金（44.17 亿元）、股权代持款（11.22 亿元）等构成。

2019—2021 年末，华发集团一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长率为 18.61%，截至 2021 年底为 361.26 亿元，主要为一年内到期的长期借款（占 60.85%）和一年内到期的应付债券（占 31.47%）。

2019—2021 年末，华发集团其他流动负债持续增长，年均复合增长 31.39%，主要系发行超短期融资券增加导致。截至 2021 年底，华发集团其他流动负债 212.31 亿元，较 2020 年底增长 9.13%，主要由超短期融资券（116.40 亿

元)、美元境外私募债(12.75 亿元)和待转销项税及其他(71.88 亿元)等构成,已将其中有息部分计入短期债务计算。

2019—2021 年末,华发集团非流动负债持续增长,年均复合增长 37.05%,主要系长期借款和应付债券增加所致。截至 2021 年底,华发集团非流动负债 1828.81 亿元,较 2020 年底增长 31.07%,以长期借款(占 59.05%)和应付债券(占 35.53%)为主。

2019—2021 年末,华发集团长期借款快速增长,年均复合增长 43.53%。截至 2021 年底,华发集团长期借款 1079.87 亿元,主要为保证借款、抵押借款和信用借款等。

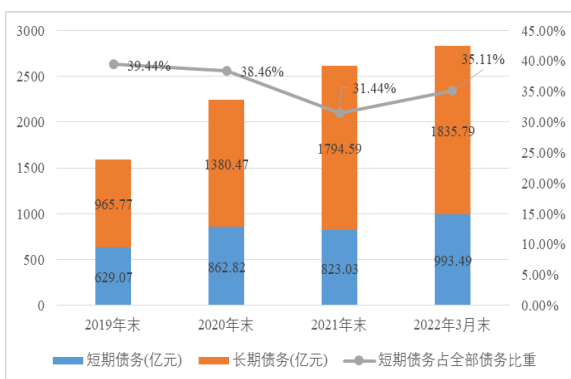
2019—2021 年末,华发集团应付债券快速增长,年均复合增长 25.77%。截至 2021 年底,

华发集团应付债券 649.85 亿元,较 2020 年底增长 31.47%,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。

截至 2021 年底,华发集团其他非流动负债 49.43 亿元,较 2020 年底增长 9.19%,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。

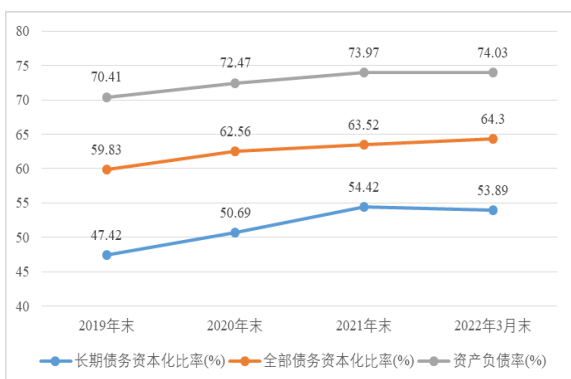
截至 2022 年 3 月底,华发集团负债总额 4478.10 亿元,较 2021 年底增长 4.85%,其中流动负债 2604.51 亿元,占负债总额的 58.16%,较 2021 年底增长 6.64%;非流动负债 1873.59 亿元,占负债总额的 42.82%,较 2021 年底增长 2.45%。负债结构变化不大。

图 1 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末华发集团债务结构(单位:亿元)



资料来源:华发集团财务报告,联合资信整理

图 2 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末华发集团债务杠杆水平



资料来源:华发集团财务报告,联合资信整理

2019—2021 年末,华发集团全部债务年均复合增长 28.11%。截至 2021 年底,华发集团全部债务 2617.62 亿元,较 2020 年底增长 16.69%,其中长期债务占比 68.56%,较 2020 年底增长 30.00%。截至 2022 年 3 月底,华发集团全部债务 2829.28 亿元,较 2021 年底增长 8.07%,其中长期债务占比 64.89%。

截至 2021 年底,华发集团资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 73.97%、54.42%和 63.52%,分别较 2020 年底上升 1.50 个、3.73 个百分点和 0.96 个百分

点。2022 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 74.03%、64.30%和 53.89%,分别较 2021 年底上升 0.06 个百分点、0.78 个百分点和下降 0.53 个百分点。若将华发集团发行的永续债(其他权益工具)计入有息债务,截至 2022 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 77.20%和 68.66%。

4. 盈利能力

2019—2021 年,受益于房地产及大宗商品贸易收入增长以及合并范围增加,华发集团营

业收入及利润总额持续增长，利润构成以经营性利润为主，投资收益对利润总额形成了良好补充。总体看，华发集团盈利能力非常强。

受房地产及大宗商品贸易收入增长影响，2019—2021年华发集团营业收入快速增长，年均复合增长33.81%；2021年为1419.43亿元，同比增长30.00%。2019—2021年，华发集团营业成本快速上涨，年均复合增长36.45%；华发集团营业利润率波动下降，2021年为11.98%。

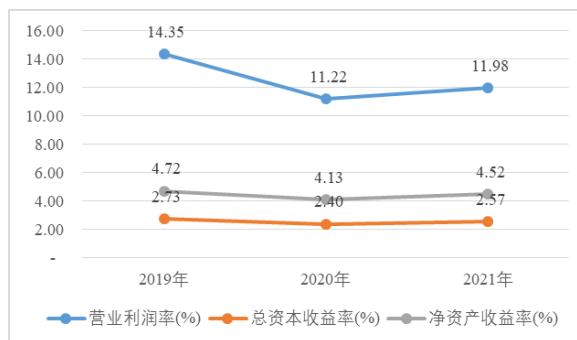
2019—2021年，华发集团期间费用逐年上升，年均复合增长24.50%，2021年为96.07亿元，同比增长42.49%。其中，管理费用45.16亿元，同比增长29.62%；财务费用25.39亿元，同比增长57.10%，主要系债务上升所致；2021年，华发集团期间费用率为6.77%，同比增长0.59个百分点。

2019—2021年，华发集团分别实现投资收益21.73亿元、22.51亿元和16.26亿元，受益于金融及产业投资板块的成长，投资收益已成为华发集团利润的重要补充。从构成看，2021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9.98亿元，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2.38亿元，主要来自持有的债券、理财产品等；持有其他非流动金融资产等期间取得的投资收益2.09亿元，主要为持有的股权投资基金、债券投资等。2019—2021年，华发集团利润总额分别为73.67亿元、79.30亿元和100.31亿元，构成主要为经营性利润。

从盈利指标看，2019—2021年，华发集团总资本收益率和净资产收益率均波动下滑，2021年分别为2.60%和4.52%，同比分别增长0.20个和0.39个百分点。

2022年1—3月，华发集团实现营业收入335.48亿元，同比增长25.48%；利润总额19.02亿元，同比下降8.60%；综合毛利率为10.30%，同比下降3.85个百分点。

图3 2019—2021年华发集团盈利指标



资料来源：华发集团财务报告，联合资信整理

5. 现金流

2019-2021年，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，经营获现能力强；受购地支出以及对外投资规模较大影响，投资活动持续大幅净流出，筹资活动前流动资金缺口较大，对筹资活动依赖较高。

经营活动方面，2019—2021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35.29%；2021年，华发集团经营活动现金流入量1928.02亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金1774.47亿元。2019—2021年，华发集团现金收入比分别为122.08%、113.04%和125.01%，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34.14%，2021年为1502.57亿元，同比增长41.73%，主要系房地产、土地一级开发等项目投入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218.28亿元、306.65亿元和425.45亿元。

投资活动方面，2019—2021年，受收回投资收到的现金波动影响，华发集团投资活动现金流入波动增长，年均复合增长13.73%。2021年，华发集团投资活动现金流入168.86亿元，主要由收回投资收到的现金161.49亿元构成。近三年，华发集团投资活动现金流出规模波动增长，年均复合增长31.05%，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。2021年，华发集团投资活动现金

流出同比下降 1.02%至 987.61 亿元。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金 455.20 亿元，投资支付的现金 481.93 亿元。同期，华发集团投资活动现金流净额分别为-444.48 亿元、-775.62 亿元和-818.75 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，2021 年净流出规模扩大主要系股权、债权投资支出增加所致。

筹资活动方面，2019—2021 年，华发集团筹资活动现金流入持续增长，年均复合增幅为 17.56%；2021 年，华发集团筹资活动现金流入 1983.93 亿元，同比下降 6.98%，主要通过银行借款、发行债券及少数股东增资等渠道筹资。2019—2021 年，华发集团筹资活动现金流出年均复合增长 21.15%，2021 年为 1636.80 亿元，同比增加 197.88 亿元，主要系偿还债务本息支付的现金规模增加所致。同期，华发集团筹资活动现金流量净额分别为 320.31 亿元、693.85 亿元和 347.13 亿元。

2022 年 1—3 月，华发集团经营活动现金净流入 128.92 亿元，投资活动现金净流出 186.22 亿元，筹资活动现金流量净额为 202.35 亿元。

6. 偿债指标

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、金融产业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，均为偿债能力提供良好支撑。

从短期偿债能力指标看，2019—2021 年末，华发集团流动比率及速动比率逐年下降，2021 年底分别为 183.83%和 67.61%。截至 2022 年 3 月底，华发集团流动比率和速动比率分别为 180.75%和 68.80%，较 2021 年底变化不大。2019—2021 年，华发集团经营现金流动负债比分别

为 13.87%、14.33%和 17.42%，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 2022 年 3 月底，华发集团现金类资产 970.70 亿元，对短期债务的覆盖倍数为 0.98 倍，短期偿债能力指标较好。

从长期偿债能力指标看，2019—2021 年，华发集团 EBITDA 逐年增长，2021 年为 155.43 亿元；全部债务/EBITDA 波动较大，2021 年为 16.84 倍；EBITDA 利息倍数有所波动，2021 年为 1.23 倍。华发集团长期偿债能力指标一般。

截至 2022 年 3 月底，华发集团共获得金融机构授信额度 3186.57 亿元，尚未使用 1738.34 亿元，间接融资渠道畅通。另外，华发集团直接或间接控股 6 家主板上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2022 年 3 月底，华发集团对外担保余额 127.22 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大，权益稳定性弱，母公司实际债务负担很重。

截至 2021 年底，母公司资产总额 1288.18 亿元，主要为长期股权投资（847.99 亿元）、其他应收款（151.72 亿元）和货币资金（196.61 亿元），其中长期股权投资较上年底增长 353.69 亿元，主要为华发集团通过华发综合发展向其子公司华发城市运营增资 200 亿元，由华发城市运营对珠海市海川地产有限公司²（以下简称“海川地产”）增资。

截至 2021 年底，母公司所有者权益 358.85 亿元，其中永续债 245.85 亿元；负债总额 929.33 亿元，主要为短期借款及发行的债券。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 72.14%，全部债务资

² 华发股份、华发城市运营、珠海城市建设集团有限公司（以下简称“城建集团”）分别持有海川公司 49.75%、49.75%和 0.50%的股权，海川公司由华发股份并表。2020—2021 年，各股东对海川地产按股权等比例货币增资近 600 亿元，截至 2021 年底，资金已经全部到位。海川地产为华发股份

华东、华南等区域投拓平台，目前处于业务投拓阶段，随着资金的陆续到位，海川地产拿地项目大幅增长。

本化比率为70.15%，考虑所有者权益主要为永续债，实际债务负担很重。

2021年，母公司实现营业收入2.78亿元，利润总额5.32亿元，利润主要来自投资收益。

截至2022年3月底，母公司资产总额1377.72亿元，所有者权益380.40亿元，其中其他权益工具（永续债）为192.37亿元；2022年1—3月，母公司实现营业收入1.99亿元，利润总额-1.49亿元，亏损主要系当期发生财务费用2.06亿元。

九、外部支持

华发集团获得珠海市国资委的注资支持，资本实力有所提升。

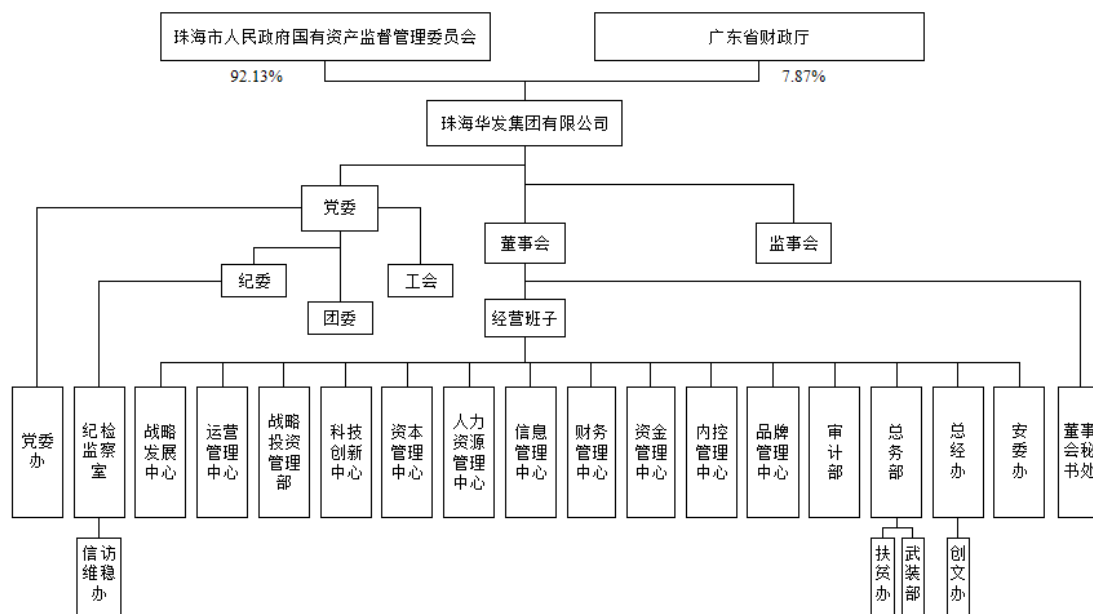
珠海市国资委以货币资金形式向华发集团增加资本金人民币158亿元：2021年11月4日，华发集团收到首次出资款80.00亿元，其中3.02亿元以实收资本入账，76.98亿元计入资本公积，并已于2021年11月底完成工商变更。

截至2022年3月底，华发集团已收到剩余出资款78.00亿元，其中2.95亿元以实收资本入账，75.05亿元计入资本公积，该次增资尚未完成工商变更，华发集团资本实力有所提升。

十、结论

基于对华发集团经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定华发集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件2-2 截至2022年3月底华发集团股权结构图和组织架构图



资料来源：华发集团提供

附件 2-3 华发集团主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	645.43	856.40	804.06	970.70
资产总额（亿元）	3618.40	4877.83	5774.23	6048.75
所有者权益（亿元）	1070.67	1342.73	1503.18	1570.65
短期债务（亿元）	629.07	862.82	823.03	993.49
长期债务（亿元）	965.77	1380.47	1794.59	1835.79
全部债务（亿元）	1594.84	2243.29	2617.62	2829.28
营业收入（亿元）	792.69	1091.90	1419.43	335.48
利润总额（亿元）	73.67	79.30	100.31	19.02
EBITDA（亿元）	101.66	116.73	155.43	--
经营性净现金流（亿元）	218.28	306.65	425.45	128.92
财务指标				
销售债权周转次数（次）	14.25	12.29	11.33	--
存货周转次数（次）	0.38	0.43	0.45	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.26	0.27	--
现金收入比（%）	122.08	113.04	125.01	143.70
营业利润率（%）	14.35	11.22	11.98	9.05
总资本收益率（%）	2.73	2.40	2.57	--
净资产收益率（%）	4.72	4.13	4.52	--
长期债务资本化比率（%）	47.42	50.69	54.42	53.89
全部债务资本化比率（%）	59.83	62.56	63.52	64.30
资产负债率（%）	70.41	72.47	73.97	74.03
流动比率（%）	190.99	186.69	183.83	180.75
速动比率（%）	71.05	70.15	67.61	68.80
经营现金流动负债比（%）	13.87	14.33	17.42	--
现金短期债务比（倍）	1.03	0.99	0.98	0.98
全部债务/EBITDA（倍）	15.69	19.22	16.84	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.36	1.09	1.23	--

注：2022 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、其他非流动负债中有息部分已计入长期债务计算；2019—2022 年 3 月底，所有者权益中其他权益工具分别为 131.91 亿元、230.30 亿元、243.48 亿元和 191.65 亿元，未纳入有息债务核算；因口径调整，部分财务指标较此前披露数据有所差异

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

附件 2-4 华发集团主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1)2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2)n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1))]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收账款融资+平均应收票据+平均合同资产)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+存放同业及其他金融机构款项+结算备付金+应收货币保证金+应收质押保证金+交易性金融资产+应收票据
 短期债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据+吸收存款及同业存放+卖出回购金融资产+向中央银行借款
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 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+使用权资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件3 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件4 评级展望设置及其含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 5 资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信资产支持证券（含资产支持票据）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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

各等级含义如下表所示。

信用等级	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
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