

信用评级公告

联合〔2022〕1358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 2022 年度第一期华发优生活资产支持票据”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 2022 年度第一期华发优生活资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{SF}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年三月一日

深圳前海联捷商业保理有限公司2022年度第一期 华发优生活资产支持票据信用评级报告

评级结果

票据名称	金额(万元)	占比(%)	信用等级
优先级	26700.00	99.63	AAA _{sf}
次级	100.00	0.37	NR
合计	26800.00	100.00	--

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于报告出具日前获得的评级资料所评定，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2. 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；3. NR表示未予评级

交易概览

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

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

受托人：华能贵诚信托有限公司

资金保管机构：中国邮政储蓄银行股份有限公司广东省分行

牵头主承销商/簿记管理人：上海浦东发展银行股份有限公司

联席主承销商：中国邮政储蓄银行股份有限公司

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

优先级票据还本付息方式：到期一次性还本付息

优先级票据预计存续期限：不超过12个月

票据法定到期日：自信托生效日起36个月届满之日，具体以资产支持票据信托约定的为准

评级时间

2022年3月1日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
单一债务人应收账款（供应链）证券化评级方法	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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2022年度第一期华发优生活资产支持票据”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等多方因素进行了信用分析，并结合上述要素对资产支持票据进行了现金流分析。

本次交易入池资产包含83笔应收账款债权。华发股份、华发集团（主体长期信用等级均为AAA，评级展望稳定）作为共同债务人出具了《付款确认书》，承诺对应收账款的到期兑付承担差额补足付款义务，有效保障了基础资产信用质量，从而对优先级资产支持票据的信用等级起到主要信用支撑作用。

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的发行利率不超过4.30%、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4.30%、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2022年度第一期华发优生活资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为AAA_{sf}。

优势

- 基础资产合格标准较为严格。**本交易制定了较为严格的基础资产入池标准，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。
- 共同债务人信用水平极高。**华发股份作为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	1822.09	2349.31	3218.44	3405.90
所有者权益（亿元）	321.84	433.92	633.45	663.95
全部债务（亿元）	943.37	1059.62	1490.15	1509.76
营业收入（亿元）	236.99	331.49	510.06	63.70
利润总额（亿元）	30.85	43.94	62.53	10.02
资产负债率（%）	82.34	81.53	80.32	80.51

注：2018 年及 2019 年数据分别为 2019 年及 2020 年期初数，2021 年一季度财务数据未经审计

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额（亿元）	2826.17	3618.40	4877.83	5610.78
所有者权益（亿元）	860.58	1070.67	1342.73	1447.01
全部债务（亿元）	1313.73	1599.67	2243.29	2514.41
营业收入（亿元）	532.79	792.69	1091.90	931.76
利润总额（亿元）	56.16	73.67	79.30	58.43
资产负债率（%）	69.55	70.41	72.47	74.21

注：2021 年三季度财务报表未经审计；2018-2021 年 9 月底，所有者权益中其他权益工具分别为 91.80 亿元、131.91 亿元、230.30 亿元和 263.71 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

分析师

杨润泽 李 倪 沈柯燕

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

下简称“珠海市国资委”）旗下的上市房企，在珠海区域房地产市场处于龙头地位，有较高的品牌知名度，项目开发经验较为丰富，且融资渠道畅通；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；华发股份和华发集团对目标应收账款的偿付提供的到期差额补足付款义务对优先级资产支持票据具有极强的信用支持作用。

关注

1. **存在一定的利率风险。**若本期发行利率高于 4.30%或发行后相关费率高于 0.15%，基础资产现金流可能不足以覆盖优先级资产支持票据本息。
2. **房地产行业风险。**本交易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，关联度高且均属房地产行业，风险较为集中。
3. **需对共同债务人相关运营风险保持关注。**华发股份业务易受到房地产行业调控政策影响，未来资金需求较大，债务负担较重；华发集团房地产及土地一级开发业务易受宏观政策影响、有息债务快速增长、债务负担重等因素对其信用水平带来的不利影响。

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”）为发起机构深圳前海联捷商业保理有限公司提供了咨询服务，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、联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响。

七、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；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

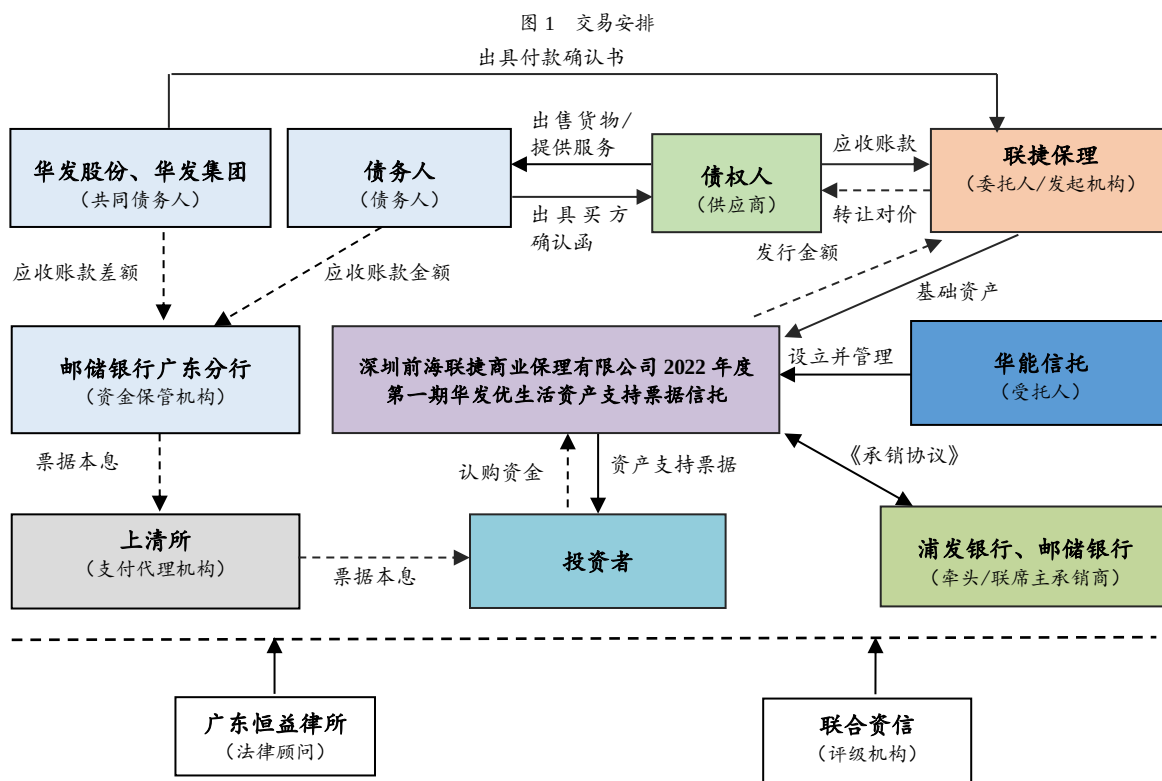
1. 交易结构

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 2022 年度第一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。本交易结构图如下所示：



2. 资产支持票据

本期票据的发行规模为26800.00万元，其中优先级票据的发行规模为26700.00万元，采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定，期限不超过365天，到期一次性还本付息；次级票据的发行规模为100.00万元，不设票面利率，期限

为不超过365天，到期获得最终的清算收益，由发起机构全额认购。

本期票据募集资金用途以募集说明书披露为准，拟用于补充营运资金或偿还借款等符合国家法律法规及政策要求的用途。

表 1 资产支持票据概要 (单位: 万元、%、天)

票据名称	金额	占比	利率类型	存续期限	还本付息方式
优先级	26700.00	99.63	固定利率	365	到期一次性还本付息
次级	100.00	0.37	--	365	到期一次性还本付息, 并获得最终的清算收益

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

3. 基础资产合格标准

本交易制定了明确、较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¹; (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²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

¹ 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。在本交易中, 信托财产交付日、信托生效日为同一日。

² 华发确认函: 系指《买方确认函》和《付款确认书》的统称。

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。

4. 现金流收付机制

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，相关交易文件对现金流归集、划付做出了明确安排。

(1) 现金流归集

本交易设立有信托账户，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³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⁴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⁵结息，该等利息应记入信托账户。

(2) 分配资金划付

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支出总额（包括以往各期末付金额，如有）；(c) 支付优先级票据的预期收益；(d) 支付优先级票据的本金，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①资金保管机构的报酬；②后备资产服务机构的报酬（如有）；③支付代理机构的报酬；④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) 支付优先级票据的预期收益利息；(e) 支付优先级票据的本金，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票据持有人）。

³ 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。

⁴ 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。

⁵ 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。

二、交易结构分析

1. 债务加入

共同债务人信用水平极高，其作为基础资产共同债务人对优先级票据本息的偿付起到极强的信用支撑作用。

本交易合格标准约定，债务人、共同债务人分别通过《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股份、华发集团的主体长期信用等级均为 AAA，评级展望均为稳定。共同债务人华发股份、华发集团的信用水平极高，其作为基础资产共同债务人对优先级票据本息的偿付起到极强的信用支撑作用，本交易面临的违约概率极低。

2. 利率风险

本交易通过折价购买及优先级/次级受偿顺序来保障基础资产现金流对优先级票据本息预期支出及相关税费的覆盖，但从现金流测算情况来看，存在一定利率风险。

本期提取的基础资产池所对应的应收账款余额合计为本交易发行规模的 104.50%，本交易通过应收账款的折价购买来保障票据预期收益的支付。同时本交易通过设定优先级/次级受偿顺序的交易结构来进一步提高基础资产现金流对优先级票据本息的保障程度。

假设本期票据存续期为 365 天，优先级票据到期一次性还本付息，在发行利率不超过 4.30%、同时考虑本交易应支付的各项税费的情况下，基础资产回收现金流可以实现对优先级票据本息的足额覆盖。

三、基础资产分析

委托人根据本交易计划发行规模结合基础资产合格标准提取了应收账款作为基础资产池，联合资信对该资产池进行了分析。

1. 基础资产概况

基础资产池涉及的基础资产均为供应商与债务人华发股份及其下属公司、其他华发集团下属公司在日常经营活动中形成的应收账款，共计 83 笔，应收账款余额共计 28007.11 万元，共涉及 47 家供应商，32 家债务人。47 家供应商中 3 家为华发集团关联方，44 家为华发集团的非关联方；32 家债务人均均为华发股份或华发集团合并范围内的子公司。本期入池资产中涉及关联交易（详见下文）。

表 2 资产池概要

应收账款余额总计（万元）	28007.11
应收账款笔数（笔）	83
债务人户数（户）	32
单笔应收账款最小余额（万元）	19.84

单笔应收账款最大余额（万元）	2426.60
单户应收账款最小余额（万元）	24.21
单户应收账款最大余额（万元）	3939.63

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

2. 应收账款类型分布

资产池应收账款类型主要为工程类。

从应收账款形成的来源来看，基础资产池的应收账款共 83 笔，其中 80 笔为供应商/债权人因向华发股份及其下属公司、其他华发集团下属公司提供境内工程承包/分包服务形成的工程应收账款债权，3 笔为供应商/债权人向华发股份及其下属公司、其他华发集团下属公司提供境内货物或其他服务（工程服务除外）形成的贸易类应收账款债权。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。

表 3 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
工程类	80	27735.72	99.03

贸易类	3	271.38	0.97
合计	83	28007.11	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

3. 应收账款单笔金额分布

资产池整体集中度较低。

从应收账款单笔金额分布来看，入池应收账款单笔余额分布在 1000.00 万元（不含）以下的合计金额占入池应收账款总额的 62.26%。具体情况如下。

表4 资产池应收账款单笔金额分布（单位：万元、笔、%）

应收账款余额	笔数	应收账款余额	占比
[0,500)	71	13934.20	49.75
[500,1000)	5	3503.45	12.51
[1000,1500)	5	6279.23	22.42
[1500,2000)	1	1863.62	6.65
2000 及以上	1	2426.60	8.66
合计	83	28007.11	100.00

注：[,)为左闭右开区间，例如[0,500)表示大于等于 0 但小于 500，下同

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

4. 债务人集中度

基础资产池涉及的债务人均为华发股份或华发集团财务报表合并范围内的子公司，涉及的行业集中于房地产开发业，行业集中度高，债务人集中度高。

从应收账款涉及的债务人情况来看，资产池共涉及 32 户华发股份及其下属公司、其他华发集团下属公司作为债务人，涉及的行业主要集中于房地产开发业，行业集中度高。单户债务人涉及的应收账款余额最大为 3939.63 万元，占比 14.07%，前五大债务人应收账款余额共计 14925.05 万元，占比 53.29%，债务人集中度高。资产池前五大相关债务人分布见下表。

表5 资产池前五大相关债务人分布（单位：笔、万元、%）

债务人	笔数	应收账款余额	占比
太仓锦发房地产开发有限公司	5	3939.63	14.07
珠海华郡房产开发有限公司	7	3677.26	13.13
绍兴锦越置业有限公司	7	3320.40	11.86
武汉华嵘房地产开发有限公司	12	2608.22	9.31

珠海锦创经贸发展有限公司	3	1379.54	4.93
合计	34	14925.05	53.29

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

5. 原始债权人集中度

基础资产原始债权人集中度较高。

从应收账款涉及的原始债权人情况来看，资产池共涉及 47 家供应商作为原始债权人，单户债权人涉及的应收账款余额最大为 5711.15 万元，占比 20.39%，占比较大的前五户债权人应收账款余额共计 16624.48 万元，占比 59.36%，债权人集中度较高。资产池前五大相关债权人分布见下表。

表6 资产池前五大相关债权人分布（单位：笔、万元、%）

原始债权人	笔数	应收账款余额	占比
上海建工一建集团有限公司	7	5711.15	20.39
珠海华发景龙建设有限公司	13	4073.89	14.55
国安建设有限公司	1	2426.60	8.66
中建三局第一建设工程有限责任公司	3	2368.03	8.46
中建一局集团建设发展有限公司	6	2044.81	7.30
合计	30	16624.48	59.36

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

6. 关联交易

关联交易方面，资产池有 20 笔入池资产涉及关联方交易，涉及债务人 12 户、债权人 3 户，涉及的应收账款余额共计 5415.03 万元，占比 19.33%，所涉债务人分布、所涉债权人分布详见下表。

表7 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
绍兴锦越置业有限公司	4	1935.36	6.91
珠海华郡房产开发有限公司	5	1157.86	4.13
荣成华发房地产开发有限公司	1	470.80	1.68
武汉华启房地产开发有限公司	1	449.90	1.61
武汉中央商务区投资开发有限公司	2	416.10	1.49
广东湛蓝房地产发展有限公司	1	326.80	1.17
江门市合睿房地产开发有限公司	1	196.12	0.70
珠海华曜房产开发有限公司	1	159.06	0.57
武汉华中中投地产开发有限公司	1	118.70	0.42
烟台华发置业有限公司	1	103.62	0.37

青岛华昂置业有限公司	1	56.50	0.20
中山市华屹房地产开发有限公司	1	24.21	0.09
合计	20	5415.03	19.33

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

建泰建设有限公司	6	1316.92	4.70
珠海华发物业管理服务有限公司	1	24.21	0.09
合 计	20	5415.03	19.33

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

表 8 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
珠海华发景龙建设有限公司	13	4073.89	14.55

7. 结算方式

结算方式方面，入池资产的结算方式均为现金结算。

四、定量分析

在优先级票据发行利率不超过 4.30%、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本息及由信托财产承担的其他预期支出，优先级票据的兑付有保障。

本交易基础资产的直接还款来源为债务人华发股份及其下属公司、其他华发集团下属公司。若债务人华发股份及其下属公司、其他华发集团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股份和华发集团的主体长期信用等级均为 AAA，与优先级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票据税费、优先级票据本金及预期收益的保障程度。

在费用测算方面，本交易信托税费税率为 3.26%。此外，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 0.15%（包括资金保管费、兑付服务费等）。

本交易优先级票据预计存续期不超过 365 天，假定优先级票据发行利率分别为下表中所设值，存续期限为 365 天，测算的优先级票据保障倍数如下表所示：

表 9 不同利率情景下优先级票据保障倍数

(单位：万元、倍)

优先级票据 预期发行利率	预期支出	票据保障比率
3.80%	27714.60	1.0090
3.90%	27741.30	1.0080
4.00%	27768.00	1.0070
4.10%	27794.70	1.0061
4.20%	27821.40	1.0051
4.30%	27848.10	1.0041

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

从测试结果来看，在优先级票据发行利率不超过 4.30%、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票据本息及由信托财产承担的其他预期支出的保障程度可以达到 1 倍以上。

五、共同债务人信用分析

华发股份、华发集团作为共同债务人出具了《付款确认书》，承诺对应收账款的到期兑付承担差额补足付款义务。联合资信经综合评估确认华发股份、华发集团的主体长期信用等级均为

AAA，评级展望均为稳定，其对应收账款债权承担到期付款义务的承诺对优先级票据本息的偿付起到极重要的信用支撑作用。

1. 共同债务人一——华发股份（信用分析详见“附件1”）

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。

截至2020年底，华发股份注册资本21.17亿元。华发股份控股股东为华发集团，华发集团直接持有华发股份24.20%的股份，通过子公司华发综合间接持有华发股份4.29%的股份；华发股份实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”）。

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

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

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

华发股份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，合同销售规模较大，合同销售均价维持较高水平，收入及利润规模均持续增长。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、债务负担较重及面临一定集中到期压力等因素对华发股份信用水平带来的不利影响。

未来，随着华发股份项目开发销售持续推进，华发股份经营状况将保持良好。联合资信经综合评估确认华发股份的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

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

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

C.华发股份合同销售规模持续扩大。2018—2020年，华发股份合同销售金额及面积均持续增长，分别年均复合增长60.82%和43.89%。

D.华发股份资产质量较好，债务结构合理。华发股份资产受限比例一般，整体资产质量较好。

关注

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

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

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

D.华发股份所有者权益稳定性弱，债务负担较重且存在一定的债务集中到期压力。截至2020年底，少数股东权益占比为66.92%。华发股份资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为80.32%、70.17%和61.80%，华发股份债务到期时间主要分布在3年以内，面

临一定的集中兑付压力。

2. 共同债务人二——华发集团（信用分析详见“附件2”）

华发集团隶属于珠海市国资委。截至2021年11月底，华发集团注册资本14.22亿元。其中珠海市国资委累计出资13.10亿元，占变更后注册资本的92.13%，广东省财政厅出资1.12亿元，占变更后注册资本的7.87%，华发集团实控人为珠海市国资委。

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

截至2021年9月底，华发集团资产总额5610.78亿元，所有者权益合计1447.01亿元（含少数股东权益883.78亿元）；2021年1—9月，华发集团实现营业收入931.76亿元，利润总额58.43亿元。

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、有息债务快速增长、债务负担重等因素对其信用水平带来的不利影响。

近年来，珠海市经济水平和财政实力持续增强，华发集团发展面临良好的外部发展环境。未来受益于粤港澳大湾区城市群发展等一系列国家级支持政策的叠加、华发集团土地一级开发和房地产项目的逐步推进、金融板块和产业投资板块的稳步发展，华发集团综合竞争力有望进一步巩固。联合资信经综合评估确认华发集团的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

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；2020年，珠海市实现地区生产总值3481.94亿元，同比增长3.00%；实现一般公共预算收入379.10亿元，同比增长10.10%。

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，其城市运营、房地产开发、金融产业和产业投资等核心业务稳居珠海市首位。

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；2018—2020年，华发集团实现投资收益分别为18.24亿元、21.73亿元和22.51亿元，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。华发集团房地产开发和土地一级开发业务易受宏观政策和房地产市场调控政策影响，收益实现具有一定不确定性。

B.华发集团存在较大资本支出压力。截至2021年6月底，华发集团城市运营板块主要在建项目总投资679.26亿元，尚需投资301.09亿元，存在较大资本支出压力。

C.有息债务快速增长，整体债务负担重。随着房地产业务及金融板块对外投资规模不断扩张，华发集团有息债务规模快速增长，年均复合增长率为30.67%；截至2021年9月底，华发集团全部债务资本化比率为63.47%。

D.母公司权益稳定性弱，债务负担很重。截至2021年9月底，母公司所有者权益309.28亿元，其中其他权益工具（永续债）263.71亿元，母公司实际债务负担很重。

六、其他参与机构尽职能力分析

1. 委托人/发起机构/资产服务机构

联捷保理成立时间较短，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。联合资信对其作为委托人/发起机构/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，截至 2021 年 9 月底，联捷保理的注册资本为 8 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 2020 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 2020 年底，联捷保理资产总额为 36.17 亿元，所有者权益总额为 6.67 亿元。2020 年全年，联捷保理实现营业收入为 6.64 亿元，净利润 0.92 亿元。2020 年，联捷保理经营活动产生的现金流净额为 6.36 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。

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

2. 资金保管机构

邮储银行公司治理规范、财务状况优良、托管经验丰富、风险控制能力很强。联合资信认为本交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险很低。

本交易的资金保管机构为中国邮政储蓄银行股份有限公司广东省分行。中国邮政储蓄银行股份有限公司（以下简称“邮储银行”）是由中国邮政集团公司全资拥有的股份制商业银行，其前身中国邮政储蓄银行有限责任公司成立于 2007 年 3 月。2012 年 1 月，中国邮政储蓄银行有限责任公司完成了股份制改革，变更为中国邮政储蓄银行股份有限公司。截至 2021 年 9 月底，邮储银行注册资本为 923.84 亿元，中国邮政集团有限公司持股 67.37%，为邮储银行控股股东。

截至 2020 年底，邮储银行资产总额 113532.63 亿元，其中客户贷款 55123.61 亿元，负债总额 106803.33 亿元，客户存款 103580.29 亿元，股东权益合计 6729.30 亿元。不良贷款率 0.88%，资本充足率 13.88%，一级资本充足率 11.86%，核心一级资本充足率 9.60%。2020 年全年，邮储银行共实现营业收入 2862.02 亿元，净利润 643.18 亿元。

截至 2021 年 9 月底，邮储银行资产总额 122216.62 亿元，其中客户贷款 61525.42 亿，负债总额 114425.41 亿元，客户存款 110194.37 亿元，股东权益合计 7791.21 亿元。不良贷款率 0.82%，资本充足率 15.48%，一级资本充足率 12.55%，核心一级资本充足率 10.00%。截至 2021 年 9 月份，邮储银行共实现营业收入 2383.58 亿元，净利润 645.07 亿元。

邮储银行按照《公司法》《商业银行法》等相关法律法规部署，借鉴国际领先银行公司治理的成功实践，搭建和完善公司治理机制，设立了董事会、监事会，聘任了高级管理层。该行董事会下设五个专门委员会，分别在战略规划、风险管理、关联交易控制、提名与薪酬、审计方面协助董事会履行决策和监控职能；监事会下设监事会履职尽职监督委员会和财务、内控与风险监督委员会。

邮储银行奉行“适度风险、适度回报”的风险管理战略，统筹协调银行风险承担和收益回报，确保风险调整后的收益和资本充足状况达到良好的水平，加快推进全面风险管理体系建设。在风险管理架构方面，该行持续完善其风险管理组织架构，构建了由董事会及其下设的风险管理委员会、高级管理层及其下设的风险管理委员会、风险管理相关部门、审计部门和分支机构等协调统一的立体化风险管理组织体系。

3. 受托人

华能信托拥有较为丰富的信托业务经验、稳健的财务实力以及比较健全的风险内控制度。联合资信认为本交易因受托人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2020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2020年底，华能信托存续信托资产规模8504.00亿元；2020年实现信托业务收入38.23亿元。从信托资产类型来看，华能信托受托的信托资产主要包括证券投资类、股权投资类、融资类、其他投资类和事务管理类。华能信托按照银监会发布的《信托公司净资本管理办法》，对各项业务实行净资本管理，管理办法使华能信托业务协调、高效、有重点地运行，并使华能信托符合监管及战略发展要求。

截至2020年底，华能信托总资产274.56亿元；所有者权益（含少数股东权益）230.23亿元，较上年底增长12.48%；净资本192.05亿元；风险资本97.52亿元；净资本与各项风险资本比为196.94%；净资本比净资产为83.42%。2020年，华能信托实现营业收入60.01亿元；利润总额50.06亿元。

华能信托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。

七、法律风险分析

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，基础资产可以依法转让。

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。发起机构已取得交易商协会出具的《接受注册通知书》，尚需通过交易商协会备案后方可发行。

八、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、法律要素以及相关参与机构等多方因素进行了信用分析，并对基础资产进行了现金流分析。

华发股份作为珠海市国资委旗下的上市房企，在珠海区域房地产市场处于龙头地位，有较高的品牌知名度，项目开发经验较为丰富，且融资渠道畅通，资信水平极高；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

著优势通，资信水平极高；华发股份和华发集团作为本交易的共同债务人有效保障了基础资产信用质量，其对目标应收账款的偿付提供的到期差额补足付款义务对优先级票据的信用等级起到主要信用支撑作用。

综合考虑上述因素，联合资信确定“深圳前海联捷商业保理有限公司 2022 年度第一期华发优生活资产支持票据”项下优先级票据的信用等级为 AAA_{sf}，该评级结果反映了本次优先级票据预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

附件 1-1 共同债务人一——华发股份信用分析

一、主体概况

珠海华发实业股份有限公司（“华发股份”）前身系珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）的全资子公司珠海经济特区华发房地产公司。1992 年 4 月，经珠海市经济体制改革委员会珠体改委〔1992〕50 号文批准，在珠海经济特区华发房地产公司的基础上改组设立为珠海经济特区华发房地产股份有限公司。1992 年 10 月，经珠海市经济体制改革委员会珠体改委〔1992〕93 号文批准更名为现名，并于 1994 年 12 月经广东省经济体制改革委员会粤体改〔1994〕140 号文确认。经中国证券监督管理委员会证监发行〔2004〕7 号文批准，2004 年 2 月，华发股份在上海证券交易所上市（股票简称：“华发股份”，证券代码：600325.SH）。

经过历年派送红股、配售新股、转增股本、增发新股、非公开发行股票等，截至2020年底，华发股份注册资本21.17亿元。华发股份控股股东为华发集团，华发集团直接持有华发股份24.20%的股份，通过子公司华发综合间接持有华发股份4.29%的股份；华发股份实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”）。

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

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

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

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

华发股份注册地址：广东省珠海市昌盛路155号；法定代表人：李光宁。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%⁶，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

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

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%⁷，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆

⁶ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

⁷ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

发拖累了服务业的修复进程。

表 1 2017-2021 年一季度中国主要经济数据

(单位: 万亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注: 1. GDP 总额按现价计算; 2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计; 3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率; 4. 城镇失业率统计中, 2017 年为城镇登记失业率, 2018 年开始为城镇调查失业率, 指标值为期末数

资料来源: 联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

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

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

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末, 社融存量同比增速为 12.30%, 较去年底下降 1 个百分点, 信用扩张放缓; 2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元, 虽同比少增 0.84 万亿元, 但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值, 反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看, 信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素, 企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面, 截至 2021 年一季度末, M2 余额 227.65 万亿元, 同比增长 9.40%, 较去年底增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元, 同比增长 7.10%, 较去年底增速 (8.60%) 也有所下降, 说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

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

基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策环境和经济前瞻

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

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

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固

定投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

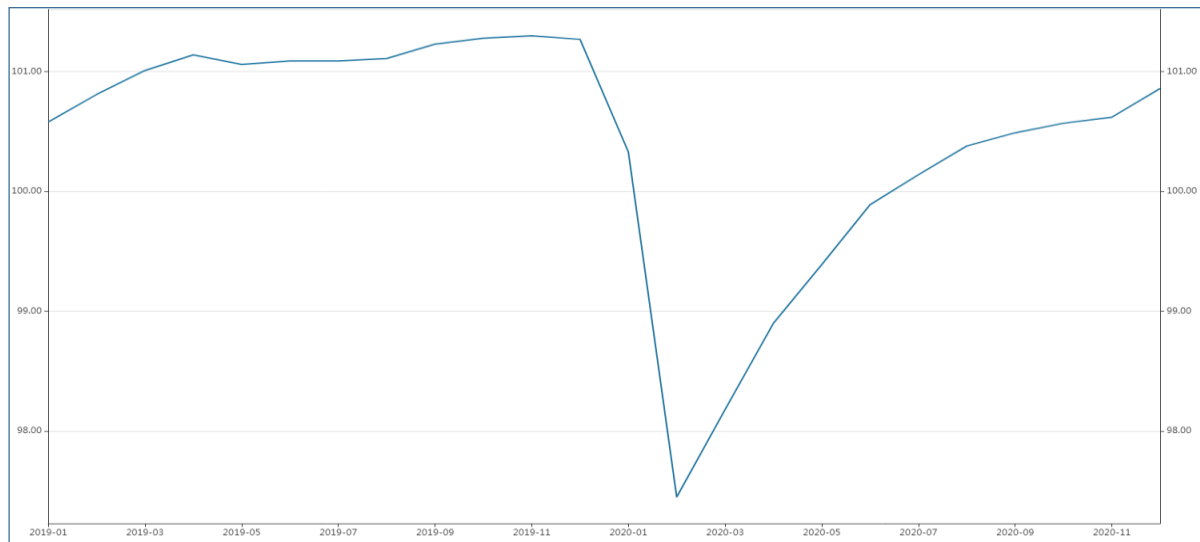
三、行业分析

1. 房地产行业概况

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

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 1 2019 - 2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

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

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

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长

10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

2. 土地市场与信贷环境

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

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

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较于 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预

收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

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

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

《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 3。

表 3 2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

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

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在

高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容见表 4。

表 4 2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本

2020年2月	央行	2020年金融市场工作电视电话会议要求, 2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性, 继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制, 促进市场平稳运行
2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上, 银保监会相关人士表示银行需监控资金流向, 坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020年5月	央行	《2020年第一季度中国货币政策执行报告》提出, 稳健的货币政策要灵活适度, 充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用, 持续深化LPR改革, 有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换, 不将房地产作为短期刺激经济的手段, 支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年6月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出, 要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作, 强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求, 引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台, 转移到中小微企业等实体经济领域, 实现信贷资源增量优化、存量重组
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会, 提出“重点房企资金监测和融资管理规则”, 具体政策要求设立“三条红线”, 根据指标完成情况将公司分成四档, 约束每档公司的新增有息负债比例
2020年10月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳, 社会反响积极正面, 下一步考虑扩大适用范围
2020年12月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》, 分档对房地产贷款集中度进行管理, 并自2021年1月1日起实施

资料来源: 联合资信整理

3. 区域经济环境

珠海市经济水平持续增强, 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, 华发股份外部经济环境良好。

华发股份位于广东省珠海市, 珠海市是中国五个经济特区之一, 享有独特的政策优势。珠海市自然条件优越, 地处广东省珠江口的西南部, 东与香港隔海相望, 南与澳门相连, 设有拱北、九洲、珠海港、万山、横琴、斗门、湾仔和跨境工业区共8个国家一类口岸。随着粤港澳大湾区发展正式列入国家经济发展战略、港珠澳大桥的贯通及横琴自由贸易区政策优势的显现, 珠海作为陆域交通与港澳连接的唯一城市, 以及粤港澳大湾区重要的节点城市, 迎来重大发展机遇, 将在粤港澳的深度合作中扮演更为重要的角色, 对外开放也将迎来新高度。2019年5月, 深珠城轨正式获得中国铁路总公司、广东省人民政府批复。在粤港澳大湾区协同发展的大背景下, 深珠通道建设与广深港高铁香港段开通、港珠澳大桥正式通车以及广珠城轨横琴段即将通车, 珠海市将形成粤港澳大湾区1小时城际交通网络圈, 未来发展前景较好。

近年来, 珠海市区域经济实力持续增强。根据《珠海市国民经济和社会发展统计公报》, 2018—2020, 年珠海市分别实现地区生产总值(GDP) 2914.7亿元、3435.9亿元和3481.9亿元, 同比增速分别为8.0%、6.8%和3.0%。分产业看, 2020年珠海市第一产业增加值60.0亿元, 增长1.6%, 对地

区生产总值增长的贡献率为0.9%; 第二产业增加值1510.9亿元, 增长1.8%, 对地区生产总值增长的贡献率为29.4%; 第三产业增加值1911.1亿元, 增长4.1%, 对地区生产总值增长的贡献率为69.7%。三次产业的比例为1.7:43.4:54.9。

2018—2020年, 珠海市固定资产投资规模持续扩大。2020年, 珠海市完成固定资产投资2230.4亿元, 比上年增长13.1%。其中, 房地产开发投资1075.8亿元, 增长20.4%。分产业看, 第二产业投资343.4亿元, 增长18.1%; 第三产业投资1883.3亿元, 增长12.1%。工业投资345.2亿元, 增长18.4%, 工业投资中的制造业投资233.4亿元, 增长16.8%。

四、基础素质分析

1. 产权状况

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

2. 企业规模

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

华发股份自成立以来专注于房地产领域,先后建成“华发新城”“华发世纪城”“华发水郡”“华发蔚蓝堡”“横琴首府”“琴澳新城”等优质楼盘,具备丰富的住宅开发经验。华发股份是珠海地区房地产行业的龙头企业,在珠海地区保持较高的市场占有率和品牌知名度。近年来,华发股份持续稳步地推进对外扩张步伐,坚持“立足珠海、面向全国”的发展战略,积极推进“珠海为战略大本营,上海、广州、深圳、武汉、南京、杭州等一线城市及重点二线城市突破”的战略思想,目前已经形成以珠海为战略大本营,上海、广州、深圳、武汉、南京、杭州等核心城市为重点的区域布局并取得显著成效。

华发股份控股股东华发集团是珠海市人民政府国有资产监督管理委员会直属的以城市运营、房产开发、金融服务和产业投资为核心业务,商贸服务、文体教育及现代服务等多种产业并举发展的综合性企业集团,在华发股份融资、项目建设及与政府协调方面能够给予华发股份一定的支持。同时,华发股份控股股东持有较多土地储备,为华发股份未来持续发展提供了有力支持。

2017年3月,华发股份入选“2017中国房地产卓越100榜”“2017中国房地产上市企业30强”;2017年6月,华发股份荣获“第十六届(2017年度)广东地产资信20强”;2018年3月,华发股份被广东省房地产行业协会授予“广东省房地产行业AAA级信用企业”;2019年3月,华发股份被广东省房地产行业协会授予“广东省改革开放40周年特别贡献企业”;2017年起连续四年跻身《财富》“中国500强”榜单,2020年位居第296位。此外,华发股份在克而瑞2020年中国房地产企业销售排行榜中,操盘金额排名第29名、操盘面积排名第48名。根据中指研究院2020年1—11月珠海商品房项目销售金额排行榜,前十名合计销售金额为313.36亿元,其中华发股份占比26.07%,华发股份项目分别排名第一名及第三名。

3. 人员素质

华发股份高级管理人员整体素质较高,具备多年的行业经营和管理经验,有利于华发股份的长远发展;华发股份员工学历构成较合理,能够满足目前生产经营需要。

截至2021年3月底,华发股份董事、监事及高级管理人员共计22人。

华发股份董事局主席李光宁先生,生于1971年9月,硕士研究生学历。曾任珠海华发集团有限公司总经理助理、副总经理,华发股份董事局秘书、董事。现任珠海华发集团有限公司党委副书记、董事、法定代表人、总经理,珠海华发投资控股有限公司法定代表人、董事长,珠海华金资本股份有限公司法定代表人、董事长,华发股份法定代表人、董事局主席。

华发股份董事局副局长、总裁陈茵女士,生于1970年11月,硕士研究生学历。曾任珠海英格仕房产开发有限公司总经理助理兼工程业务部经理,珠海华发实业股份有限公司销售部经理、总经理助理、副总裁,华发股份董事局董事、总裁。现任华发股份董事局副局长、总裁。

截至2020年底,华发股份在职员工合计8694人。从学历构成看,硕士及以上学历占比12.46%,本科学历占比57.66%,大专及以下学历占比29.88%;从岗位构成看,生产人员占比41.61%,销售人员占比21.43%,技术人员占比25.09%,财务人员占比5.54%,行政人员占比6.33%。

4. 企业信用记录

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

五、管理分析

1. 法人治理结构

华发股份履行了上市公司的相关监管规定,股东大会、董事局、监事会独立运作,法人治理结构完善,整体运行情况良好。

华发股份根据《公司法》等有关法律、法规的规定制定了公司章程，设立了股东大会、董事局、监事会和经营管理层。

股东大会是华发股份的权力机构，依法行使决定华发股份的经营方针和投资计划等职权。

华发股份设董事局，对股东大会负责。董事局由十四名董事组成，其中独立董事五名。设董事局主席一名，董事局副局长一至三名。董事由股东大会选举产生。董事任期三年，董事任期届满，可连选连任。董事局负责召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定华发股份的经营计划和投资方案；制订华发股份的年度财务预算方案、决算方案；制订华发股份的利润分配方案和弥补亏损方案等。

华发股份设监事会。监事会由三名监事组成，二名由股东大会选举产生和罢免，另一名由华发股份职工选举产生和罢免。监事会设监事长一名，监事长由全部监事的三分之二以上选举产生。监事长不能履行职权时，由该监事长指定一名监事代行其职权。监事每届任期三年。股东担任的监事由股东大会选举、罢免和更换，其程序参照董事的选举、罢免和更换的程序；职工担任的监事由华发股份职工民主选举产生或更换。监事连选可以连任。监事会应向全体股东负责，对华发股份财务以及华发股份董事、经理和其他高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督等。

华发股份设总裁一名，由董事局聘任或解聘。董事可受聘兼任总裁或者其他高级管理人员，但兼任总裁或者其他高级管理人员职务的董事不得超过华发股份董事总数的二分之一。总裁每届任期三年，连聘可以连任。总裁对董事局负责，负责主持华发股份的生产经营管理工作等。

2. 管理水平

华发股份部门设置齐全，内部管理制度较为健全，财务制度严谨规范，整体管理运作情况良好。

华发股份内设财务管理中心、投资拓展中心、资金管理中心、工程管理中心、安全生产办公室、成本管理部、招标及采购管理部和内部稽

核室等职能部门，各部门职责明确、分工清晰，形成了较为完整运营管理体系。华发股份根据所处行业、经营方式、资产结构等特点以及华发股份业务具体情况，建立健全了相应的内部控制制度。

投资管理方面，为健全投资决策程序，提高华发股份投资工作的科学性与有效性，进一步配合和促进房地产主业的发展，华发股份制定了合理的投资管理制度，由华发股份投资管理工作小组负责组织管理，对华发股份的投资事项进行统筹领导、研究分析以及就可行性作出决定，并组织华发股份相关部门对投资事项进行实施落实。

资金管理方面，为加强华发股份资金统筹支付和融资管理工作，建立健全以现金流量控制为重点的华发股份资金统一调控管理体系，提高资金利用效率，控制融资风险，实现华发股份资金管理的高度统一，华发股份制定了资金管理制度。华发股份资金管理的决策机构为华发股份资金管理小组。资金管理小组设组长一名，副组长两至三名，成员若干名。组长和副组长由董事局主席提名，总裁办公会审议批准。成员由组长提名并报总裁办公会审议批准。为实现华发股份资金安全性要求和全过程管理，资金管理小组主要工作职责是在为华发股份各项业务提供资金保障的前提下，确保现金流充裕，财务收支结算顺畅，资产状况健康可持续性发展，并利用各种投融资渠道和理财工具，提高华发股份资金使用效率和收益。按照目前华发股份资金业务种类及收支特点，将资金管理小组主要工作内容分为经营管理、工程项目、信贷融资等三部分

内容。

财务管理方面，华发股份根据《中华人民共和国会计法》《企业财务通则》《企业会计准则》《会计人员工作规则》等国家各项法律法规和华发股份公司章程，结合华发股份实际情况，制定财务管理制度。华发股份财务管理工作实行“统一管理，分级分部门分项目核算”体制。财务管理以守法经营、厉行节约、谨慎理财、资金优化配置实现华发股份效益最大化为基本原则。华发股份设立财务总监、财务经理、财务副经理、出

纳、工程成本会计、费用核算会计、往来账核算会计、固定资产核算会计、收入利润核算会计、税务会计、资金管理会计、稽核会计、总账会计、报表与财务分析会计、合同及会计档案管理员、电脑系统管理员等岗位（可一人多岗或一岗多人）。财务人员的工作岗位每三年有计划地进行轮换，特殊情况报财务总监和总裁批准。

关联交易管理方面，华发股份制定了关联交易管理制度，以规范华发股份关联交易，维护华发股份投资者特别是中小投资者的合法权益，保证华发股份与关联方之间订立的关联交易合同符合公平、公正、公开的原则。华发股份关联交易的决策权限为：（一）华发股份与关联自然人发生的交易金额不满 30 万元，或者与关联法人发生的交易金额不满 300 万元或占华发股份最近一期经审计净资产绝对值 0.5% 以下（以较高者为准）的关联交易由华发股份董事局主席批准；（二）华发股份与关联方发生的交易除第（一）项以外的关联交易且交易金额在 3000 万元（含本数）以下或占华发股份最近一期经审计净资产绝对值 5%（含本数）的以下的关联交易，由华发股份董事局审议批准；（三）华发股份与关联方发生的交易金额在 3000 万元以上，且占华发股份最近一期经审计净资产绝对值 5% 以上的关联交易，由华发股份董事局向股东大会提交议案，并经股东大会审议批准。

对外担保管理方面，华发股份建立了严格的对外担保管理制度，对外担保实行统一管理，对符合条件、同时具有较强的偿债能力的华发股份经华发股份董事局或股东大会批准后方可提供担保。华发股份对外担保实行统一管理，未经华发股份董事局或股东大会批准，任何人无权以华发股份名义签署对外担保的合同、协议或其他类似的法律文件。

六、经营分析

1. 经营现状

2018—2020 年，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下降，整体处于较好水平。

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。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拍、合作开发等方式增加土地储备。近年来，华发股份在深耕珠海的基础上，积极向外扩张，以上海、广州、武汉等核心城市为依托，对周边卫星城市进行渗透。华发股份投资布局聚焦于粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区，其中珠海为华发股份战略大本营，上海、广州、武汉、苏州、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。

2018—2020 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 46.71%，2020 年实现营业收入 510.06 亿元；华发股份净利润持续增长，年均复合增长 37.79%，2020 年实现净利润 45.60 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 90% 以上，主营业务突出；其他业务收入主要是与房产开发相关的装饰、代理、设计、广告、工程管理、物业相关服务、房屋租赁收入以及体育健身等收入。2018—2020 年，华发股份房地产开发销售收入持续增长；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。

2018—2020 年，受房地产市场波动和结转项目结构变化影响，华发股份房地产开发与销售业务毛利率波动下降，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下降，分别为 27.28%、29.62% 和 24.31%。

表 5 2018—2020 年华发股份营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发与销售	226.61	95.62	27.95	317.35	95.73	30.31	481.11	94.32	25.19
其他业务	10.38	4.38	12.52	14.14	4.27	14.08	28.95	5.68	9.53
合计	236.99	100.00	27.28	331.49	100.00	29.62	510.06	100.00	24.31

资料来源：华发股份提供

（1）土地储备

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；目前华发股份土地储备二三线城市占比高，近年来随着房地产市场区域需求情况分化的加剧，部分三四线城市项目将面临一定的去化风险。

2018—2020 年，华发股份新获土地储备波动增长，其中 2019 年拿地节奏有所放缓。2021 年 1—3 月，华发股份新获取土地建筑面积 27.81 万平方米，土地出让金总额 24.85 亿元。

表 6 华发股份土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元）

年份	建筑面积	土地出让金总额
2018 年	491.50	269.11

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

注：华发股份土地储备口径为并表口径数据

数据来源：华发股份提供

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

表 7 截至 2020 年底华发股份土地储备明细情况（单位：万平方米）

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

21	武汉	武汉外滩荟	3.30	7.28
22	鄂州	鄂州梧桐湖地块	7.96	15.91
23	鄂州	鄂州梧桐湖地块	41.39	105.47
24	鄂州	鄂州梧桐湖地块	12.68	16.64
25	武汉	武汉市江夏区黄家湖 P (2019) 038 号地块	7.42	10.53
26	上海	闵行颛桥镇闵行新城 MHC10402 单元 25A-11A 地块	7.93	15.87
27	无锡	无锡经开区博览中心东侧地块 (XDG-2020-54 号)	14.87	29.68
28	绍兴	绍兴镜湖新区湖东 1 号地	3.47	55.09
29	绍兴	绍兴镜湖新区湖东 1 号地	3.91	8.59
30	绍兴	绍兴镜湖新区项目	3.11	9.03
31	绍兴	绍兴镜湖新区项目	5.88	17.06
32	绍兴	绍兴镜湖新区 3 号地	2.24	8.50
33	太仓	太仓客运站项目	5.04	10.08
34	太仓	太仓海运提项目	1.59	1.98
35	常熟	常熟项目 4 号地	3.40	8.51
36	常熟	常熟项目 6 号地	2.85	4.56
37	威海	威海九龙湾	7.19	3.81
38	青岛	胶州市胶上路项目	3.71	9.64
合计			304.84	805.81

资料来源：华发股份提供，联合资信整理

(2) 项目建设开发情况

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，2018—2020 年，华发股份新开工面积及竣工面积均逐年增长。2020 年，华发股份期末在建面积分别为 1776.54 万平方米，同比 29.96%。2021 年 1—3 月，华发股份新开工面积 115.04 万平方米，竣工面积 61.82 万平方米。

表 8 华发股份房地产项目开发情况
(单位：万平方米)

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

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

资料来源：华发股份提供

截至 2021 年 3 月底，华发股份期末在建建筑面积 1829.76 万平方米，涉及在建项目数量

105 个；在建项目计划总投资 5199.48 亿元，已投资 2407.02 亿元，尚需投资 2792.46 亿元；华发股份在建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。

(3) 房产销售情况

2018—2020 年，得益于华发股份全国化布局战略的加快实施，华发股份合同销售金额快速增长，部分城市销售占比高；华发股份剩余可售项目主要集中在珠海和武汉等二线城市及周边城市，从华发股份过往销售情况看，存在一定的补库存需求。

从销售情况看，2018—2020 年，得益于华发股份全国化布局战略的加快实施，华发股份合同销售面积持续增长，分别为 194.87 万平方米、395.91 万平方米和 504.00 万平方米；销售价格方面，受益于几大核心城市布局，2018—2020 年华发股份合同销售均价维持较高水平；受上述因素影响，2018—2020 年华发股份合同销售金额呈持续增长态势，分别为 582.01 亿元、922.73 亿元和 1205.00 亿元。2021 年 1—3 月，华发股份实现合同销售金额 280.65 亿元，合同销售面积 112.00 万平方米。

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

注: 华发股份房地产项目销售数据为全口径
资料来源: 华发股份提供

从合同销售的区域分布看, 2020 年, 华发股份珠海全年完成销售 288.30 亿元, 销售占比 23.93%; 南京全年完成销售 182.33 亿元, 销售

占比 15.13%; 上海全年完成销售 127.55 亿元, 销售占比 10.58%; 武汉全年完成销售 78.33 亿元, 销售占比 6.50%, 部分城市销售占比高, 有一定的集中风险。

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

表 10 截至 2020 年底华发股份可售项目区域分布情况 (单位: 个、万平方米)

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

资料来源: 华发股份提供

2. 经营效率

华发股份经营效率指标有待提升。

2018—2020 年，华发股份流动资产周转次数分别为 0.16 次、0.17 次和 0.20 次，存货周转次数分别为 0.15 次、0.16 次和 0.21 次，总资产周转次数分别为 0.15 次、0.16 次和 0.18 次，上述指标均变化不大。与同行业其他主要上市华发股份比较，华发股份经营效率指标有待提升，主要系华发股份业务扩张土地储备增长速度较快导致。

表 11 华发股份与房地产开发类上市公司 2020 年经营效率指标比较（单位：次）

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

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

3. 未来发展

华发股份未来的发展战略目标清晰。

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

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

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

此外，华发股份通过延伸地产业务产业链，加大与房地产业务相关产业的股权投资，逐步向商业地产、住房租赁、定制装修等领域扩张，已

形成以住宅为主业，商业地产与上下游产业链同步发展的“一核两翼”格局。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

华发股份提供的 2018—2020 年财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计意见。华发股份经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）进行确认和计量，在此基础上，结合中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）的规定编制。合并范围变动方面，截至 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，较年初增加 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，较年初增加 136 户。截至 2020 年底华发股份纳入合并财务报表范围的子公司以及本部共计 522 户，较年初增加 119 户，减少合并单位 3 家。截至 2021 年 3 月底华发股份纳入合并财务报表范围的子公司以及本部共计 529 户，较年初增加 12 户，减少 5 户。华发股份合并范围有一定变动，但主营业务连续，财务可比性仍较强。

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

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

2. 资产质量

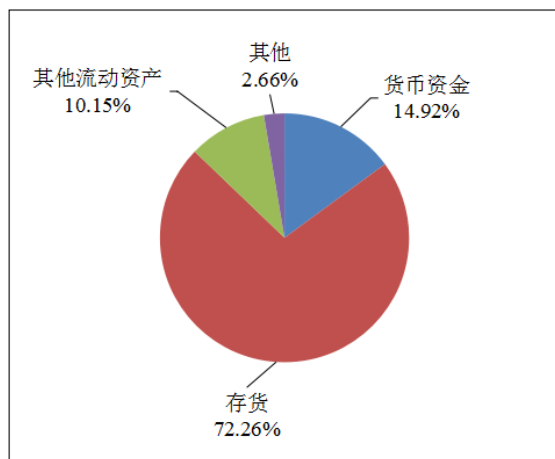
2018—2020 年底，华发股份资产规模稳步增长，以流动资产为主；华发股份存货集中在二

线城市及部分周边城市，项目储备质量较好，货币资金较为充裕。资产受限比例一般，整体资产质量较好。

2018—2020 年底，华发股份合并资产总额连续增长，年均复合增长 32.90%。截至 2020 年底，华发股份合并资产总额 3218.44 亿元，较上年底增长 37.00%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 90.88%，非流动资产占 9.12%。华发股份资产以流动资产为主。

2018—2020 年底，华发股份流动资产连续增长，年均复合增长 31.36%，主要系存货、货币资金和其他流动资产增长所致。截至 2020 年底，华发股份流动资产 2925.01 亿元，较上年底增长 34.95%。华发股份流动资产构成如下图所示。

图 2 截至 2020 年底华发股份流动资产构成



资料来源：华发股份年报

2018—2020 年底，华发股份货币资金连续增长，年均复合增长 51.01%。截至 2020 年底，华发股份货币资金 436.42 亿元，较上年底增长 67.17%，主要由银行存款构成。其中受限货币资金 10.31 亿元，主要为各类保证金，占比 2.36%，受限比例很低。

2018—2020 年底，华发股份存货连续增长，年均复合增长 28.30%，主要系房地产开发投入增加所致。截至 2020 年底，华发股份存货 2113.75 亿元，较上年底增长 32.25%。华发股份存货主要由开发成本（占比 84.50%）和开发产品（占比 15.12%）构成，累计计提跌价准备 0.91 亿元。华发股份存货主要分布于二线城市及部分

周边城市，若未来因房地产市场波动或调控政策等因素影响华发股份房地产项目销售价格出现下滑，华发股份存货将面临一定跌价风险。

2018—2020 年底，华发股份其他流动资产逐年增长，年均复合增长 47.51%，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 2020 年底，华发股份其他流动资产 296.95 亿元，较上年底增长 40.45%。其中预交税费占比 22.83%，合营联营企业往来款占比 44.17%，合作方经营往来款占比 35.17%，往来款规模较大。

2018—2020 年底，华发股份非流动资产逐年增长，年均复合增长 51.99%。截至 2020 年底，华发股份非流动资产 293.44 亿元，较上年底增长 61.43%，主要系长期股权投资和投资性房地产增长所致。华发股份非流动资产主要由长期股权投资（占 48.73%）和投资性房地产（占 30.84%）构成。

2018—2020 年底，华发股份长期股权投资连续增长，年均复合增长 48.82%，主要系对合营和联营企业投资增多所致。截至 2020 年底，华发股份长期股权投资 142.99 亿元，较上年底增长 71.76%。

2018—2020 年底，华发股份投资性房地产逐年增长，年均复合增长 95.13%。截至 2020 年底，华发股份投资性房地产 90.49 亿元，较上年底增长 85.00%，主要系开发产品转为长租公寓所致。华发股份的投资性房地产主要为位于珠海市用于出租的购物中心华发商都、位于上海市普陀区的办公楼以及位于珠海市和南宁市的长租公寓，采用公允价值计量模式；2020 年华发股份租金收入与投资性房地产评估价值的比重为 2.35%，租金对公允价值的支撑程度较弱，存在一定的公允价值波动风险。

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

份资产受限程度一般。

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

3. 负债和所有者权益

(1) 所有者权益

2018—2020 年底，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。

2018—2020 年底，华发股份所有者权益连续增长，年均复合增长 40.29%，主要系少数股东权益和未分配利润增加所致。截至 2020 年底，华发股份所有者权益合计 633.45 亿元，较上年底增长 45.98%；其中，归属于母公司所有者权益占比为 33.08%，少数股东权益占比为 66.92%。归属于母公司所有者权益中，股本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 10.10%、29.49%、3.21%、0.83%和 51.37%。所有者权益结构稳定性较弱。

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

(2) 负债

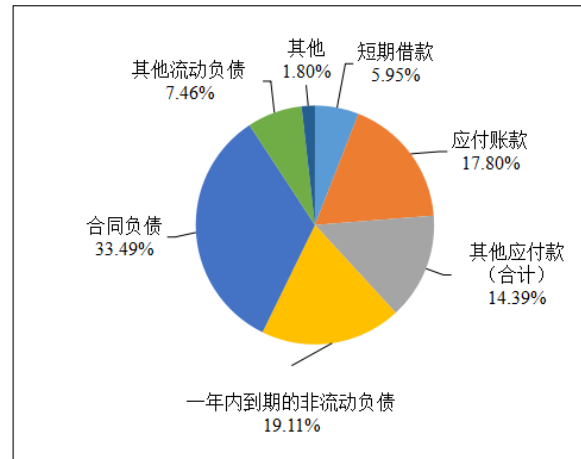
2018—2020 年底，随着华发股份经营规模扩大，负债规模和债务规模逐年增长；华发股份债务结构有所优化，但债务负担仍较重。

2018—2020 年底，华发股份负债总额连续增长，年均复合增长 31.26%。截至 2020 年底，华发股份负债总额 2584.99 亿元，较上年底增长 34.96%，流动负债和非流动负债均有所增长。其中，流动负债占 60.26%，非流动负债占 30.74%。华发股份负债以流动负债为主。

2018—2020 年底，华发股份流动负债连续增长，年均复合增长 25.05%。截至 2020 年底，

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

图 3 截至 2020 年底华发股份流动负债构成



资料来源：华发股份年报

2018—2020 年底，华发股份短期借款逐年下降，年均复合下降 14.43%。截至 2020 年底，华发股份短期借款 92.66 亿元，较上年底下降 24.71%，其中质押借款占比 5.10%，抵押借款 8.09%、保证借款占比 44.69%，信用借款占比 42.02%。

2018—2020 年底，华发股份应付账款连续增长，年均复合增长 141.81%，主要系应付工程款增长所致。截至 2020 年底，华发股份应付账款 277.29 亿元，较上年底增长 174.63%，主要为应付工程款（占比 75.13%）。

2018—20219 年，华发股份预收款项分别为 390.25 亿元和 585.23 亿元。由于新会计准则变动合同负债科目重新分类，截至 2020 年底，华发股份合同负债 521.64 亿元，主要为预收售楼款。

2018—2020 年底，华发股份其他应付款连续增长，年均复合增长 48.29%，主要系往来及拆借款和土地增值税准备金增长所致。截至 2020 年底，华发股份其他应付款 224.23 亿元，较上年底增长 44.38%；其他应付款主要由押金及保证金（占 3.88%）、往来及拆借款（占 78.48%）和土地增值税准备金（占 17.08%）构成。

2018—2020 年底，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 8.28%。截至 2020 年底，华发股份一年内到期的非流动负债 297.73 亿元，较上年底增长 21.47%，主要系一年内到期的长期借款及应付债券增长所致。

2018—2020 年底，华发股份其他流动负债持续增长，年均复合增长 39.75%。截至 2020 年底，华发股份其他流动负债 116.20 亿元，较上年底增长 63.37%，主要系发行短期融资券和美元境外私募债所致。

2018—2020 年底，华发股份非流动负债波动增长，年均复合增长 42.76%，主要系长期借款、应付债券和其他非流动负债增长所致。截至 2020 年底，华发股份非流动负债 1027.22 亿元，

较上年底增长 65.89%。华发股份非流动负债主要由长期借款（占 77.31%）和应付债券（占 18.11%）构成。

2018—2020 年底，华发股份长期借款持续增长，年均复合增长 51.97%。截至 2020 年底，华发股份长期借款 794.11 亿元，较上年底增长 73.63%，主要系保证借款和抵押借款增长所致；长期借款以保证借款和抵押借款为主。

2018—2020年底，华发股份应付债券波动增长，年均复合增长8.21%。截至2020年底，华发股份应付债券186.08亿元，较上年底增长42.31%，主要系华发股份新发行公司债券所致。截至2020年6月15日华发股份存续债券明细如下表所示。

表 12 截至 2021 年 6 月 15 日华发股份存续债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行日期	债券期限	发行金额	期末余额
21 华发实业 MTN001	2021-04-26	2024-04-26	5.10	一般中期票据
21 华发实业 PPN001	2021-02-04	2026-02-04	8.40	定向工具
21 华发 01	2021-01-18	2026-01-18	19.20	私募债
20 华发 04	2020-11-12	2025-11-12	15.00	一般公司债
20 华发 05	2020-11-12	2025-11-12	9.20	一般公司债
20 华发 03	2020-11-05	2025-11-05	5.20	私募债
20 华发实业 MTN004	2020-10-29	2025-10-29	8.30	一般中期票据
20 华发实业 SCP004	2020-09-30	2021-06-27	5.00	超短期融资债券
20 华发实业 MTN003	2020-09-29	2023-09-29	9.50	一般中期票据
20 华发实业 PPN002	2020-09-25	2023-09-25	5.00	定向工具
20 华发实业 PPN001	2020-08-31	2023-08-31	5.50	定向工具
20 华发实业 MTN002	2020-04-23	2023-04-23	9.30	一般中期票据
20 华发 02	2020-02-24	2025-02-24	15.80	一般公司债
20 华发实业 MTN001	2020-02-18	2023-02-18	5.70	一般中期票据
19 华发实业 MTN002	2019-09-10	2022-09-10	10.00	一般中期票据
19 华发 03	2019-08-19	2024-08-19	5.00	私募债
19 华发 04	2019-08-19	2022-08-19	5.00	私募债
19 华发实业 MTN001	2019-05-27	2022-05-27	10.00	一般中期票据
19 华发 01	2019-02-25	2024-02-25	7.50	私募债
19 华发 02	2019-02-25	2022-02-25	7.80	私募债
18 华发实业 MTN002	2018-12-25	2021-12-25	15.00	一般中期票据
18 华发 03	2018-12-10	2021-12-10	15.00	私募债
18 华发实业 MTN001	2018-10-30	2021-10-30	10.00	一般中期票据
17 华发实业 MTN003	2017-09-28	2022-09-28	20.00	一般中期票据
17 华发实业 MTN002	2017-07-27	2022-07-27	10.00	一般中期票据
17 华发实业 MTN001	2017-06-22	2022-06-22	10.00	一般中期票据

16 华发 05	2016-09-12	2021-09-12	20.00	私募债
合计	--	--	271.50	

资料来源：华发股份年报，联合资信整理

2018—2020 年底，华发股份全部债务连续增长，年均复合增长 25.68%。截至 2020 年底，华发股份全部债务 1490.15 亿元，较上年底增长 40.63%，主要系长期债务增加所致；其中短期债务占 31.24%，长期债务占 65.83%，债务结构有所优化。2018—2020 年底，华发股份资产负债率分别为 82.34%、81.51%和 80.32%，连续下降；全部债务资本化比率分别为 74.56%、70.95%和 70.17%，连续下降；长期债务资本化比率分别为 60.97%、58.75%和 61.80%，波动增长。

截至 2020 年底，华发股份其他权益工具 61.79 亿元，全部为永续债。如将永续债调入长期债务，截至 2020 年底，华发股份全部债务 1551.94 亿元。其中，短期债务 465.50 亿元（占 29.99%），长期债务 1086.44 亿元（占 70.01%）。截至 2020 年底，华发股份资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 82.24%、73.08%和 65.52%。

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

表 13 截至 2020 年底华发股份全部债务期限分布情况（单位：亿元）

假设债券全部回售						
项目	1 年内	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4 年及以上	合计
短期借款	92.58	--	--	--	--	92.58
应付票据	0.00	--	--	--	--	0.00
一年内到期的非流动负债	292.61	--	--	--	--	292.61
其他流动负债科目中的有息负债	71.32	--	--	--	--	71.32
长期借款	0.00	302.88	329.42	87.76	74.05	794.11
应付债券	4.99	86.13	94.96	--	--	186.08
其他非流动负债科目中的有息负债	0.00	--	--	--	44.46	44.46
合计	461.5	389.01	424.38	87.76	118.51	1481.16
假设债券不回售						
项目	1 年内	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4 年及以上	合计
短期借款	92.58	--	--	--	--	92.58
应付票据	0.00	--	--	--	--	0
一年内到期的非流动负债	292.61	--	--	--	--	292.61
其他流动负债科目中的有息负债	71.32	--	--	--	--	71.32
长期借款	0.00	302.88	329.42	87.76	74.05	794.11
应付债券	0.00	64.3	55.98	12.45	53.35	186.08
其他非流动负债科目中的有息负债	0.00	--	--	--	44.46	44.46
合计	456.51	367.18	385.4	100.21	171.86	1481.16

注：上表未包含应付票据、应付利息及待转销项税

资料来源：华发股份提供

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

不大。

截至 2021 年 3 月底，华发股份全部债务 1509.76 亿元，较上年底增长 1.32%，主要系应付票据及一年内到期的非流动负债增长所致。债务结构方面，短期债务占 31.37%，长期债务占

68.63%。从债务指标来看,截至2021年3月底,华发股份资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为80.51%、69.46%和60.95%,较上年底分别提高0.19个百分点、下降0.72个百分点和下降0.85个百分点。整体看,华发股份债务负担仍较重。

4. 盈利能力

2018—2020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有所下降;华发股份整体盈利能力有待提高。

2018—2020年,受益于交付房屋结转的销售收入增长影响,华发股份营业收入连续增长,年均复合增长46.71%。2018—2020年,华发股份利润总额分别为30.85亿元、43.96亿元和62.53亿元,连续增长,年均复合增长42.36%。2018—2020年,华发股份净利润分别为24.02亿元、33.16亿元和45.60亿元,连续增长,年均复合增长37.70%;其中归属于母公司所有者的净利润分别为22.84亿元、27.85亿元和29.02亿元。

期间费用方面,2018—2020年,华发股份费用总额连续增长,年均复合增长26.15%,主要系销售费用和管理费用增长所致。2020年,华发股份期间费用总额为32.05亿元,同比增长7.93%;其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为45.23%、45.36%、1.16%和8.25%。2018—2020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25.81%和29.51%,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、建泰建设有限公司等研发项目支出新增所致。2020年,华发股份研发费用0.37亿元,同比下降55.45%。2018—2020年,华发股份财务费用逐年增长,年均复合增长6.90%,主要系利息支出增多所致。

利润构成方面,2018—2020年,投资收益占华发股份营业利润的比例分别为20.23%、16.54%和7.34%,2018年占比较高,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明显下降。

盈利指标方面,2018—2020年,华发股份营业利润率分别为18.93%、20.12%和17.64%,波动下降。2018—2020年,华发股份总资产收益率分别为2.41%、2.96%和2.79%,华发股份净资产收益率分别为7.46%、7.64%和7.20%,波动下降。与同行业其他主要上市公司比较,华发股份盈利能力仍有待提高。

表14 房地产开发类上市华发股份2020年盈利指标

(单位: %)

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

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

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

5. 现金流分析

2018—2020年, 华发股份经营活动现金流持续净流入; 华发股份将购地支出计入投资活动现金流, 因近年来获取土地规模较大, 投资活动现金流持续净流出; 华发股份筹资活动前净现金流持续为负, 融资需求较大。

表15 2018—2021年3月公司现金流情况

(单位: 亿元)

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

筹资活动产生的 现金流量净额	226.59	108.64	487.86	487.86
-------------------	--------	--------	--------	--------

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，2018—2020 年，华发股份经营活动现金流入分别 371.14 亿元、557.71 亿元和 558.27 亿元，波动增长，年均复合增长 25.58%，主要系销售回款增多所致。2018—2020 年，华发股份经营活动现金流出分别为 211.15 亿元、278.36 亿元和 294.18 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。2018—2020 年，华发股份经营活动现金流量净额分别为 159.99 亿元、280.35 亿元和 291.09 亿元，连续增长，年均复合增长 34.89%，持续净流入。

从投资活动来看，2018—2020 年，华发股份投资活动现金流入分别为 45.72 亿元、56.64 亿元和 76.62 亿元，连续增长，年均复合增长 29.45%。华发股份将购地支出计入投资活动现金流，2018—2020 年年，华发股份投资活动现金流出分别为 356.02 亿元、378.71 亿元和 686.74 亿元，连续增长，年均复合增长 38.89%。2018—2020 年，华发股份投资活动现金流量净额分别为 -310.29 亿元、-322.07 亿元和 -610.12 亿元，持续净流出。

2018—2020 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，2018—2020 年，华发股份筹资活动现金流入分别为 577.85 亿元、841.07 亿元和 1403.90 亿元，连续增长，年均复合增长 55.87%。2018—2020 年，华发股份筹资活动现金流出分别为 351.26 亿元、733.26 亿元和 916.03 亿元，持续增长，年均复合增长 61.49%。2018—2020 年，华发股份筹资活动现金流量净额分别为 226.59 亿元、107.81 亿元和 487.86 亿元，持续净流入。

2021 年 1—3 月，华发股份经营活动产生的现金流量净额 53.56 亿元，投资活动产生的现金流量净额 -112.95 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 487.86 亿元。

6. 偿债能力

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

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年底，华发股份流动比率分别为 170.15%、167.53%和 187.77%，波动增长；速动比率分别为 41.25%、44.13%和 52.08%，持续增长。华发股份流动资产对流动负债的保障程度一般。2018—2020 年底，华发股份现金短期债务比分别为 0.43 倍、0.60 倍和 0.94 倍，现金类资产对短期债务的保障程度有待提升。截至 2021 年 3 月底，华发股份现金短期债务比为 1.02 倍。整体看，华发股份短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2018—2020 年，华发股份 EBITDA 快速增长，三年分别为 38.25 亿元、56.11 亿元和 77.30 亿元。同期，华发股份全部债务/EBITDA 波动下降，三年分别为 24.66 倍、18.89 倍和 19.28 倍；EBITDA 利息倍数持续上升，三年分别为 0.70 倍、0.79 倍和 0.85 倍。华发股份长期偿债能力有待提升。

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

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

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

7. 母公司财务分析

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

截至 2020 年底，母公司资产总额 1147.42 亿元，较上年底增长 111.38%，流动资产和非流动资产均有所增长。其中，流动资产 662.31 亿元（占比 57.72%），非流动资产 485.11 亿元（占比

42.28%)。从构成看,流动资产主要由货币资金(占 7.69%)、其他应收款(占 71.66%)、存货(占 6.56%)和其他流动资产(占 14.07%)构成,非流动资产主要由长期股权投资(占 96.04%)构成。截至 2020 年底,母公司货币资金为 50.95 亿元。

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

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

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

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

八、结论

华发股份作为珠海市国资委旗下的上市房企,在珠海区域房地产市场处于龙头地位,有较高的品牌知名度,项目开发经验较为丰富,且融资渠道畅通;近年来华发股份在深耕珠海的基础上积极对外扩张,合同销售规模较大,合同销售均价维持较高水平,收入及利润规模均持续增长。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、债务负担较重及面临一定集中到期压力等因素对华发股份信用水平带来的不利影响。

未来,随着华发股份项目开发销售持续推进,华发股份经营状况将保持良好。联合资信对华发股份的评级展望为稳定。

附件 1-2 主要财务数据及指标（合并口径）

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

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

附件 2-1 共同债务人二——华发集团信用分析

一、行业分析

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展,包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设,市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设,城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础,对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用,其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初,固定资产投资是拉动中国经济增长的重要动力,而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下,地方政府基础设施建设投融资平台(一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”)应运而生。2008年后,在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下,城投企业数量快速增加,融资规模快速上升,为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险,2010 年以来,国家出台了一系列政策法规,如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等,以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年,《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43 号,以下简称“《43 号文》”)颁布,城投企业的政府融资职能逐渐剥离,城投企业逐步开始规范转型。但是,作为地方基础设施投资建设运营主体,城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

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

根据 2014 年《43 号文》,财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预〔2014〕351 号),对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理,并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离,未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来,国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理,并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制,要求坚决遏制隐性债务增量,并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年,伴随国内经济下行压力加大,城投企业相关政策出现了一定变化和调整,政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来,中国经济下行压力持续增大,在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上,政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持,充分发挥基建逆经济周期调节作用,一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看,防范债务风险方面,财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文,旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限,严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月,监管部门下发《关于防范化解融

资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与对隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

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

资金方面，2019年9月，国务院下发《关

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

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

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

表1 2019年以来与城投企业相关的主要政策

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

	革委员会	第十二次会议	筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信综合整理

2. 房地产行业

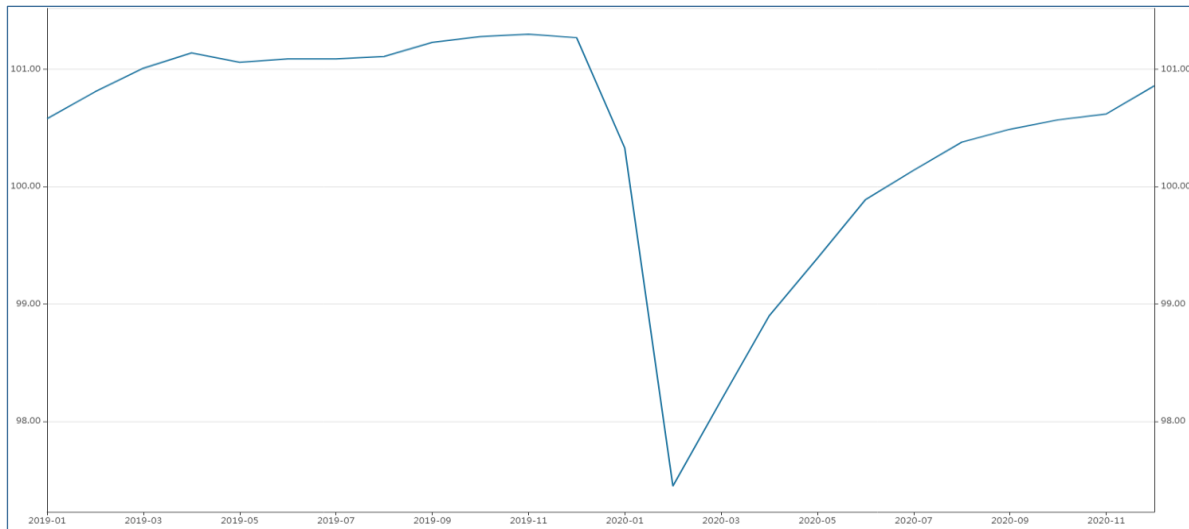
(1) 房地产行业概况

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

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

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

图 1 2019 年—2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额

0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020

年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，其中一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较于 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

（2）土地市场与信贷环境

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

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

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较于 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.46%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

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

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

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

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松

紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来

中央层次房地产行业总基调政策。

表 3 2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

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

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。

3. 区域经济环境

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

华发集团位于广东省珠海市，珠海市是中国五个经济特区之一，享有独特的政策优势。珠海市自然条件优越，地处广东省珠江口的西南部，东与香港隔海相望，南与澳门相连，设有拱北、九洲、珠海港、万山、横琴、斗门、湾仔和跨境工业区共 8 个国家一类口岸。随着粤港澳大湾区发展正式列入国家经济发展战略、港珠澳大桥的贯通及横琴自由贸易区政策优势的显现，珠海作为陆域交通与港澳连接的唯一城市，以及粤港澳大湾区重要的节点城市，迎来重大发展机遇，将在粤港澳的深度合作中扮演更为重要的角色，对外开放也将迎来新高度。2019 年 5 月，深珠城轨正式获得中国铁路总公司、广东省人民政府批复。在粤港澳大湾区协同发展的大背景下，深珠

通道建设与广深港高铁香港段开通、港珠澳大桥正式通车以及广珠城轨横琴段即将通车，珠海市将形成粤港澳大湾区 1 小时城际交通网络圈，未来发展前景较好。

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

2018—2020 年，珠海市固定资产投资规模持续扩大。2020 年，珠海市完成固定资产投资 2230.4 亿元，比上年增长 13.1%。其中，房地产开发投资 1075.8 亿元，增长 20.4%。分产业看，第二产业投资 343.4 亿元，增长 18.1%；第三产业投资 1883.3 亿元，增长 12.1%。工业投资 345.2 亿元，增长 18.4%，工业投资中的制造业投资 233.4 亿元，增长 16.8%。

2018—2020 年，珠海市分别实现一般公共预算收入 331.5 亿元、344.5 亿元和 379.1 亿元，同比增速分别为 5.4%、3.9%和 10.1%。2020 年，

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

二、公司基本情况

1. 主体概况

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”）。截至 2021 年 11 月底，华发集团注册资本 14.22 亿元。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，华发集团实际控制人仍为珠海市国资委。2021 年 11 月 25 日，根据珠海市国资委下发的《珠海市国资委关于对华发集团增加资本金的通知》（珠国资〔2021〕357 号），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，于 2022 年 3 月 31 日前后分两次以货币出资，首次出资 80 亿元；截至 2021 年 11 月 4 日，华发集团已收到首次出资款，其中 3.02 亿元作实收资本入账，溢缴部分（76.98 亿元）充实资本公积；并于 2021 年 11 月 30 日完成工商变更，注册资本增至 14.22 亿元，其中珠海市国资委累计出资 13.10 亿元，占变更后注册资本的 92.13%，广东省财政厅出资 1.12 亿元，占变更后注册资本的 7.87%，华发集团实控人仍为珠海市国资委。

华发集团成立至今已有四十年历史，已形成以城市运营、房产开发、金融产业、产业投资为四大核心主业，以商贸服务、现代服务等为综合配套的“4+2”经营格局。华发集团经营范围：

房地产开发经营（凭资质证书经营）；房屋租赁；轻工业品、黑金属等商品的出口和轻工业品、仪器仪表等商品的进口（具体按粤经贸进字（1993）254 号文经营），保税仓储业务（按海关批准项目），转口贸易（按粤经贸进字（1995）256 号文经营）；建筑材料、五金、工艺美术品、服装、纺织品的批发、零售；项目投资及投资管理。

截至 2021 年 9 月底，华发集团拥有纳入合并范围的子公司 839 家，其中包括 6 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”，2021 年 9 月底华发集团直接和间接合计持股比例 28.49%）、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，2021 年 9 月底华发集团间接持股比例 36.88%，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”，2021 年 9 月底华发集团间接持股比例 44.25%），通过珠海华发实业产业投资控股有限公司（以下简称“华实控股”）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”）和⑥华灿光电股份有限公司（以下简称“华灿光电”）；同时参股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”，2021 年 9 月底华发集团间接持股比例 28.45%）。

截至 2021 年 11 月底，华发集团内设战略发展中心、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 2020 年底，华发集团资产总额 4877.83 亿元，所有者权益合计 1342.73 亿元（含少数股东权益 816.00 亿元）；2020 年，华发集团实现营业收入 1091.90 亿元，利润总额 79.30 亿元。

截至 2021 年 9 月底，华发集团资产总额 5610.78 亿元，所有者权益合计 1447.01 亿元（含少数股东权益 883.78 亿元）；2021 年 1—9 月，

华发集团实现营业收入 931.76 亿元，利润总额 58.43 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。

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，以城市运营、房地产开发、金融服务和产业投资为核心业务，在经营规模、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“珠海华发投资控股集团有限公司”，以下简称“华发投控”，为珠海市国资委直管企业）被认定为竞争型商业类企业。华发集团系由珠海市国资委履行出资人职责的珠海市市属龙头企业，城市运营、房地产开发、金融产业和产业投资等核心业务板块居珠海市第一。2021 年 11 月，根据《珠海市国资委关于对华发集团增加资本金的通知》（珠国资〔2021〕357 号），珠海市国资委将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，华发集团已收到首次出资款 80 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。上述增资已于 2021 年 11 月底完成工商变更，华发集团资本实力有所提升。

华发集团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”），其中城市运营业务主要由其子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司（以下简称“华发城市运营”）负责；商贸服务业务由其子公司珠海华发商贸控股有限公司（以下简称“华发商贸”）及华发集团子公司香港华发投资控股有限公司（以下简称“香港华发”）负责；现代服务业务由其子公司珠海华发现代服务投资控股有限公司（以下简称“华发现代服务”）、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

截至 2021 年 6 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，兼任华发投控董事长、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；现任华发集团常务副总经理、董事、战略投资管理中心主任，兼任华发投控总经理、华金资本副董事长等职务。

三、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 159088014 股股份（其中 Jing Tian I 持有

113400000 股、Jing Tian II 持有 9264375 股、Kai Le 持有 36423639 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 20000000 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 308406868 股，占华灿光电总股本的 24.87%，为其第一大股东。本次交易转让股份的过户登记手续已于 2021 年 3 月 26 日完成，本次权益变动不涉及要约收购，上述交易无业绩承诺。2021 年 5 月 9 日，华灿光电公告《关于公司控股股东和实际控制人变更的提示性公告》显示，华实控股为华灿光电控股股东，华灿光电实际控制人为珠海市国资委。

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

2. 收购维业股份股权

华实控股通过协议转让方式完成收购维业股份 29.99% 股权实现控股。

维业股份控股股东深圳市维业控股有限公司（以下简称“维业控股”）、实际控制人张汉清先生与华实控股于 2020 年 4 月 3 日签署了《股权收购协议》，并于 2020 年 6 月 12 日签订了《股权收购协议之补充协议》。根据上述协议，维业控股通过协议转让的方式将其合计持有的维业股份 62411589 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 715742344 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 33976267 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 62411589 股（占其总股本的 29.99%）已全部在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完成了过户登记手续。华实控股成为维业股份单一拥有表决权比例最大的股东，为维业股份的控股股东。

维业股份是以建筑装饰设计与施工为主的综合性企业，主要为大型房地产、政府机构、大型企业、高档酒店等提供装饰设计和施工服务，拥有建筑装饰施工设计等多项专业壹级、甲级资质。截至 2020 年底，维业股份资产总额 29.97 亿元，所有者权益 10.69 亿元（含少数股东权益 0.42 亿元）；2020 年，维业股份实现营业收入 21.11 亿元，利润总额 0.64 亿元。

3. 控股光库科技

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

2020 年 10 月 12 日，光库科技收到中国证监会出具的《关于同意珠海光库科技股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》（证监许可〔2020〕2444 号），同意其向包括华实控股在内的特定对象发行股票募集资金的注册申请。本次发行价格为 42.04 元/股，华实控股获配金额为 679999984.84 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 6045885 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 272064825 元；Pro-Tech 将持有光库科技 3771220

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 169704900 元。华实控股合计受让上述股东持有的光库科技股份 9817105 股（占光库科技总股本 9.05%）。Pro-Tech 同意自本次股份转让完成之日，放弃其持有的光库科技 10.67% 的表决权；XL Laser 放弃其持有的光库科技 5.62% 的表决权、提名和提案权、参会权、监督建议权等相关权利并委托予华实控股行使，以确保华实控股成为上市公司控股股东。

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

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

4. 参与北大方正集团有限公司重组

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

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

2021 年 4 月 30 日，管理人与重整投资者签

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

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

截至本报告出具日，该项交易尚无最新进展，联合资信将持续跟踪此项交易进展。

四、经营分析

1. 经营概况

2018—2020 年，华发集团营业收入快速增长，但受低毛利率水平的大宗商品批发收入占比提升及房地产开发毛利率波动下降综合影响，综合毛利率持续下降。2021 年上半年，华发集团销售收入同比增长，受房地产销售业务和金融业务毛利率增长影响，综合毛利率有所提高。

2018—2020 年，华发集团营业收入快速增长，年均复合增长 43.16%，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；2020 年，华发集团实现营业收入 1091.90 亿元，同比增长 37.75%。同期，受低毛利率水平的大宗商品批发收入占比提升及房地产开发毛利率波动下降综合影响，华发集团综合毛利率逐年下降，近三年分别为 20.71%、18.55% 和 14.47%。

表 4 华发集团营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—6 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	228.00	42.79	28.02	317.55	40.06	30.29	477.68	43.75	25.37	236.92	37.89	30.70
土地一级开发	48.73	9.15	59.18	44.57	5.62	69.22	25.21	2.31	42.39	14.51	2.32	66.09
大宗商品批发	199.77	37.50	0.32	363.05	45.80	0.26	499.11	45.71	0.24	299.21	47.86	0.30
物业服务	17.81	3.34	19.64	21.10	2.66	11.71	28.61	2.62	12.64	16.09	2.57	14.79

汽车销售	4.58	0.86	9.28	4.29	0.54	7.32	2.90	0.27	6.78	1.50	0.24	7.33
金融业务	12.23	2.30	68.85	14.72	1.86	72.97	22.48	2.06	84.01	11.63	1.86	87.79
酒店会展服务	4.05	0.76	14.04	5.09	0.64	15.88	2.11	0.19	-111.94	1.26	0.20	-2.38
建筑设计服务	--	--	--	--	--	--	--	--	--	13.52	2.21	13.60
其他业务	17.61	3.30	23.04	22.33	2.82	21.22	33.80	3.09	13.40	30.61	4.85	19.67
合计	532.79	100.00	20.71	792.69	100.00	18.55	1091.90	100.00	14.47	625.24	100.00	16.60

注：房地产开发收入包括华发股份收入及华发集团运营商业地产收入；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建收入和电子器件销售及售后服务收入等；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，2018—2020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44.73%，2020年同比增长50.43%至477.68亿元，占营业收入比重为43.75%；业务毛利率较2019年下降14.69个百分点至25.37%，主要系结转项目盈利水平差异所致。2018—2020年，华发集团土地一级开发收入持续下降，年均复合下降28.07%，2020年为25.21亿元，同比下降43.43%，主要系土地出让面积下降等因素导致；业务毛利率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；2020年，华发集团持续扩大有色金属的贸易规模，实现大宗商品批发收入499.11亿元，同比增长37.48%；同期，大宗商品批发业务毛利率为0.24%。金融业务作为华发集团核心突破板块，近年来发展迅速，全牌照业务格局逐步完善；2020年，华发集团实现金融收入22.48亿元，同比增长52.71%；业务毛利率为84.01%。

2021年1—6月，华发集团实现营业收入625.24亿元，同比增长12.23%，主要来自于房地产销售收入、大宗商品批发业务和建筑设计业务收入的增加；综合毛利率为16.60%，同比增加3.51个百分点，主要系房地产开发业务、土地一级开发业务和金融业务毛利率上升所致。

2. 业务经营分析

(1) 房地产开发

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。近年来，华发股份加快开发及推盘节奏，开发及销售规模快速增长，经营业绩快速提升，为华发集团主业核心利润来源。但联合资信关注到随着在建项目扩张，华发股份面临较大资本支出压力。此外，房地产业务盈利水平易受区域房地产市场行情、宏观调控及房地产政策等影响。

华发集团房地产开发业务主要由华发股份负责。华发股份于2004年2月在上海证券交易所上市，拥有较为独立的经营权。截至2020年底，华发股份合并资产总额3218.44亿元，负债合计2584.99亿元，所有者权益633.45亿元，其中归属于母公司所有者权益209.53亿元；2020年营业收入510.06亿元，利润总额62.53亿元。截至2021年6月底，华发股份合并资产总额3473.53亿元，负债合计2774.58亿元，所有者权益合计698.95亿元，其中归属于母公司所有者权益225.45亿元。

2018—2020年，华发股份分别实现营业收入236.99亿元、331.49亿元和510.06亿元，年均复合增长46.71%；其中，房地产销售收入分别为226.61亿元、317.35亿元和481.12亿元，年均复合增长45.71%。受益于项目结转，2020年华发股份营业收入同比增长53.87%。分区域看，2020年房地产销售收入中珠海大区占比30.42%，华南大区（不含珠海）占比12.67%，华东大区占比44.59%，北方大区占比12.31%；珠海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，但占比不断下降，华东大区及北方大区占比大幅提升。业务毛利率方面，2020年华发股份房地产销售板块毛利率为25.19%，同比下降5.12个百分点。2021年上半年，华发股份实现营业收入207.73亿元，同比下降9.15%；综合毛利率为26.94%，同比提升

4.98 个百分点。

华发股份经营模式以自主开发销售为主，并稳步推进合作开发等多种经营模式，主要开发产品为住宅。区域布局方面，目前华发股份投资布局聚焦于粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区，围绕“立足珠海、面向全国”的发展思路，形成以珠海为战略大本营，北京、上海、广州、深圳、武汉、南京、杭州、成都、苏州、郑州、大连等一线城市及重点二线城市为发展重点的战略布局。目前，华发股份业务已拓展至全国 40 个主要城市，形成了珠海大区、华东大区、华南大区、北方大区及北京区域的“4+1”全国性战略布局。

受益于项目储备的增加，近年来华发股份项目开发节奏不断加快，新开工面积、期末在建面积均大幅提升。2020 年，华发股份新开工面积同比增长 13.69% 至 739.71 万平方米，主要集中在武汉、珠海、苏州和杭州等；随着在建项目的持续投入，期末在建面积 1776.54 万平方米，较上年底增长 29.96%；年内竣工面积 315.00 万平方米，同比增长 12.64%。

表 5 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	2018 年	2019 年	2020 年
新开工面积	513.64	650.61	739.71
竣工面积	178.57	279.66	315.00
期末在建面积	1004.23	1367.02	1776.54
合同销售面积	194.87	395.91	504.00
合同销售金额	582.00	922.73	1205.00
合同销售均价	2.99	2.33	2.39

资料来源：联合资信根据华发股份年度报告整理

销售方面，随着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。2020 年，华发股份实现签约销售面积 504.00 万平方米，同比增长 27.30%，签约销售额 1205.00 亿元，同比增长 30.59%，销售均价同比上升 2.58% 至 2.39 万元/平方米，与不同城市的房地产价格不同有较大关联。

销售区域方面，华发股份在保持珠海、上海、武汉等重点城市销售业绩稳步提升的前提下，新

进驻南京、苏州等城市。得益于全国化布局战略的加快实施，华发股份销售业绩快速增长；华东大区合同销售金额 591.00 亿元，占比 49.00%；其次为珠海大区，实现签约销售 288.00 亿元，占比 24.00%；华南大区和北方大区分别完成签约销售 205.00 亿元和 90.00 亿元，为次重点区域；北京区域完成销售 31.00 亿元，占比 3.00%。从销售结构来看，华发集团业务布局趋于合理，有效避免了因市场单一带来的风险。

土地储备方面，截至 2020 年底，华发股份共拥有 34 个项目的土地储备，规划计容面积 805.81 万平方米，项目储备充足。华发集团在深耕珠海市场的基础上，成功布局华南、华中、华东、华北等经济较为发达地区的一、二线城市及辐射的三四线城市。其中，在长三角区域及长江经济带的土地储备面积占比为 56.69%，在粤港澳大湾区的土地储备面积占比为 41.64%，从土地储备的地理区域分布来看，华发集团对核心城市群的布局将进一步加强。华发股份在建和储备房地产项目投资规模大，一方面为华发集团未来销售收入提供支撑，另一方面也为华发集团带来了一定的资金压力。

(2) 城市运营

受土地出让面积下降因素影响，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。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，联合资信关注到华发集团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、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。华发城市运营目前营业收入来源主要包括三部分：①土地一级开发收益分成；②经营性项目经营收益（物业出租收入等）；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。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）高新技术产业开发园区管理委员会、珠海市富山工业园管理委员会和珠海市斗门区人民政府等签订土地一级开发协议/合作开发协议，华发集团负责上述 7 个珠海核心区域的土地一级开发、市政基础设施建设等任务，资金自行筹集。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）高新技术产业开发园区管理委员会签订《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。

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。

2018—2020 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。2020 年，华发城市运营实现土地一级开发收入 25.21 亿元，同比下降 43.43%，收入主要来自金湾航空新城、高新区北围、珠海北站 TOD 和富山工业园；截至 2020 年底土地一级开发业务累计回款 247.62 亿元，2018—2020 年，华发集团土地一级开发业务分别获得回款 43.00 亿元、11.40 亿元和 13.86 亿元，回款情况较差。同期，华发城市运营土地一级开发业务毛利率 42.39%，同比下降 26.83 个百分点，主要系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同。

表 6 华发城市运营土地出让情况（单位：宗、万平方米、亿元）

项目	十字门中央商务区			金湾航空新城			保税区二期			高新区北围		
	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年
土地出让数量	5	0	0	2	7	4	2	1	1	1	3	0
出让建筑面积	34.96	0.00	0.00	26.81	87.10	33.92	23.87	3.08	19.02	3.60	14.00	0.00
分成收入	12.00	0.00	0.00	5.48	25.58	1.54	2.14	0.29	2.34	7.76	12.54	0.00
结转开发成本	2.00	0.00	0.00	1.62	2.94	1.02	0.96	0.22	1.36	3.94	9.94	0.00
开发收益	10.00	0.00	0.00	3.85	22.64	0.52	1.18	0.07	0.98	3.82	2.60	0.00
毛利率（%）	83.12	0.00	0.00	70.26	88.51	33.77	55.20	25.34	41.88	49.23	49.23	0.00
项目	珠海北站 TOD			斗门一河两岸			富山工业园					
	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年			

土地出让数量	8	4	4	1	0	1	5	1	0
出让建筑面积	32.65	23.61	52.94	4.17	0.00	9.44	83.62	18.41	0.00
分成收入	9.33	5.53	8.94	2.39	0.62	5.64	9.65	0.00	6.75
结转开发成本	0.00	0.00	0.00	2.39	0.62	5.64	8.96	0.00	6.51
开发收益	9.33	5.53	8.94	0.00	0.00	0.00	0.69	0.00	0.24
毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	0.00	0.00	100.00	7.10	0.00	3.69

资料来源：华发集团提供

截至 2021 年 6 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 207.14 亿元，未来还需投资 91.38 亿元。

表 7 截至 2021 年 6 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	总投资	已投资
十字门中央商务区	5.77	81.60	75.16
金湾航空新城	3.80	35.00	30.84
保税区二期	2.30	25.09	7.75
高新区北围	4.96	59.33	26.68
富山产业新城	2.52	60.00	49.22
斗门一河两岸	10.00	20.00	10.84
珠海北站 TOD	1.46	17.50	6.64
合计	30.81	298.52	207.14

注：部分项目计划总投资规模随项目进展有调整

资料来源：华发集团提供

根据华发集团提供的预测数据，2021—2025 年十字门中央商务区等七个存量项目预计可获得土地出让收入分成近 170 亿元。但联合资信关注到，由于土地出让面积和出让价格受宏观经济和政策调控的影响较大，华发集团土地出让分成返还的实际金额及时点可能与预测存在一定差异。

经营性项目

华发集团开发的经营性项目主要包括会展商务组团、横琴国际金融中心大厦、横琴金融产业基地、高新区北围智谷园芯和富山智选小镇生

活重心等项目。建筑类型涉及写字楼、酒店、会议中心、SOHO 办公、商务公寓等。华发集团利用自有资金拿地开展项目建设，建设完工对外出租或运营，未来以经营性收入来平衡资金投入。

截至 2021 年 6 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 44.33 万平方米，累计销售金额 157.46 亿元；2021 年上半年，华发集团实现房产销售收入 41.67 亿元，业务毛利率为 33.30%。

表 8 截至 2021 年 6 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	7.76	24.93	24.02
横琴国际金融中心	13.55	28.30	12.59	5.13	16.94	16.84
总部基地蓝湾智岛（二期）	7.69	5.36	5.16	0.76	1.55	0.82
十字门琴澳新城（北九）	84.21	79.46	74.43	18.60	60.04	0.00
横琴片区金融岛及金融岛西侧项目	116.1	136.01	86.13	12.08	54.00	0.00
合计	229.46	265.18	186.07	44.33	157.46	41.67*

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。2018—2020 年，华发集团分别实现资产租赁收入 0.97 亿元、0.75 亿元和 0.98 亿元。

截至 2021 年 6 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 209.71 亿元，未来资本性支出较大。

表 9 截至 2021 年 6 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	23.27
高新北围智谷圆芯	21.53	17.63	11.05
圣博立科创园	10.52	6.20	4.15
富山智选小镇生活中心	46.17	23.68	12.37
富山科创中心	12.80	11.10	3.49
富山产业服务中心	8.40	5.33	4.31
工人文化宫	18.00	55.00	32.94
十字门琴澳新城（北九）	84.21	219.80	79.46
合计	229.13	380.74	171.03

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2021年6月底，华发集团城市运营板块主要在建项目总投资679.26亿元，尚需投资301.09亿元，存在较大资本性支出压力。

项目代建

珠海华金开发建设有限公司（以下简称“华金公司”）接受珠海联港投资控股有限公司（珠海市金湾区国有企业）和珠海航展有限公司（珠海市属航空产业园国有企业）的委托，承接金湾航空城产业服务中心和珠海航展中心配套设施提升项目的代建；华金公司负责项目的组织实施、建设指挥及项目资金的筹措，项目建成后移交，委托方向华发集团支付项目建设成本及代建管理费（项目建设成本的一定比例）。

截至2021年6月底，上述项目已建设完毕并移交，累计完成投资10.74亿元；2021年上半年，华金公司确认上述项目代建收入9.31亿元，已收到回款10.00亿元（含税）。

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。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年上半年，华发集团实现建设设计收入13.52亿元，毛利率为13.60%。2021年上半年，维业股份实现营业总收入39.13亿元（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373.16%，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0.77亿元，同比增长196.15%。

土地储备

除一级土地开发外，截至 2021 年 6 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。

（3）金融及产业投资

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。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、合规趋严影响，风控团队有待补充，风控能力有待提升。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。

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 2021 年 6 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，2018—2020年华发集团金融收入分别为12.23亿元、14.72亿元和22.48亿元。2020年，华发集团金融收入中利息收入11.24亿元、手续费及佣金收入5.35亿元、其他金融收入5.89亿元。2021年上半年金融业务收入11.63亿元，同比增长30.67%。

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。2018—2020年，华发集团分别实现投资收益18.24亿元、21.73亿元和22.51亿元。其中，持有至到期投资在持有期间的投资收益（主要来自信托收益）分别为1.69亿元、0.31亿元和0.03亿元；权益法核算的长期股权投资收益分别为9.09亿元、10.85亿元和13.79亿元；持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益分别为4.31亿元、5.04亿元和3.01亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（交易性金融资产）在持有期间的投资收益分别为2.26亿元、4.02亿元和3.89亿元。

产业投资

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28.46%）、英飞尼迪投资控股集团有限公司（持股比例49.00%）和珠海科技创业投资有限公司（实际控制人珠海市国资委，委托华发集团经营管理）等，重点布局高端制造、医疗健康、互联网与新兴科技等新兴产业领域，覆盖全生命周期产业投资体系。截至2021年6月底，华实控股管理各类基金75支，规模达450亿元，累计投资行业领军企业和高成长性创新企业335个，82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。

2016年11月，珠海市政府决定组建珠海基金，基金投资方向覆盖基础设施、产业投资等大类子基金，主要投向符合珠海建设粤港澳大湾区创新高地、“一带一路”战略支点、珠江西岸核心城市、城乡共美幸福之城的产业和基础设施项目。珠海基金首期规模100.00亿元，其中华发集团认缴出资26.80亿元，华发投控出资42.20亿元，其余资金来自珠海格力集团有限公司和横琴金融投资集团有限公司，纳入华发集团合并报表。截至2021年6月底，珠海基金已签署合伙协议的子基金及项目共计29个，基础设施类子基金3支，产业类子基金及项目26个，基金总规模921.94亿元，其中珠海发展投资基金（有限合伙）认缴出资105.94亿元，社会资本方认缴出资816.00亿元。2021年1-6月珠海发展投资基金（有限合伙）取得投资收益9750.63万元，历史累计取得投资收益47148.46万元。产业投资基金合作伙伴包括IDG资本、华金资本、弘晖资本、鲲鹏资本等一线投资机构，重点布局高端制造、医疗健康、人工智能等产业方向，助力珠海产业升级。

除基金投资外，2020年以来，华实控股积极布局产业投资，分别通过参与定增、协议转让、表决权委派等方式收购华灿光电、光库科技和维业股份三家上市股权。随着华发集团产业投资规模扩大及板块扩张，华发集团产业投资板块完善，竞争实力进一步增强（详见重大事项）。

（4）配套服务

配套服务板块丰富了华发集团业务多样性，

为营业收入提供了重要支撑,但其中大宗商品批发业务毛利率低,盈利能力弱。

商贸服务

华发集团商贸服务板块由华发商贸及其下属的珠海华发汽车销售有限公司(以下简称“华发汽车”)和香港华发负责,具体业务包括大宗商品批发业务和汽车销售业务。

截至2020年底,华发商贸总资产103.52亿元,所有者权益9.37亿元;2020年实现营业收入388.63亿元,净利润0.44亿元。截至2021年6月底,华发商贸总资产151.51亿元,所有者权益9.90亿元,2021年1—6月实现营业收入247.76亿元,净利润0.46亿元。

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。受下游客户需求及华发集团风控要求等影响,近年华发集团主要贸易品种有所变化:有色金属和铜矿石为华发集团近年贸易板块主要收入来源,2020年有色金属贸易规模及收入占比已超过90%。

近年来,在满足风控要求的情况下华发集团不断扩大贸易量,带动大宗商品批发业务规模持续提升。2018—2020年和2021年上半年,华发集团分别实现大宗商品批发收入199.77亿元、363.05亿元、499.11亿元和299.21亿元;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0.32%、0.26%、0.24%和0.30%。

从上下游及结算方式看,华发集团贸易双方均为行业中规模较大企业,信誉度较高,结算方式根据实际客户情况及交易品种不同有一定差

异。2020年,华发集团前五大供货商采购金额占比39.15%,集中度较上年有所下降(2019年为46.05%),结算方式主要为货到付款(对国内上游供货方)及90天信用证结算(对进口贸易国外供货方)。下游销售商方面,华发商贸根据下游客户信用等级不同通常给予45~60天的账期或采取现款结算。2020年,华发集团前五大销售商销售金额占比合计32.56%,集中度较上年上升5.44个百分点。

② 汽车销售

华发集团汽车销售业务由华发商贸下属子公司华发汽车负责。目前,华发汽车共拥有6家门店。其中,华发汽车本部经营业务包括销售平行进口汽车、综合品牌汽车和售后维修业务,子公司经销品牌包括上海大众、雪佛兰、广汽传祺、斯柯达等。

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

近年来,乘用车行业景气度下行导致华发汽车乘用车销量逐年下降。2018—2020年,华发集团分别实现汽车销售收入4.58亿元、4.29亿元和2.90亿元;同期,华发集团汽车销售业务毛利率分别为9.28%、7.32%和6.78%。

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、会展服务等多项业务。

① 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。目前,华发物业服务进行管理的物业主要为华发集团及其下属子公司持有的商业和住宅物业,以及对外承接管理的政府

机关和市政设施等；物业费一般由物业公司直接向业主收取，结算方式包括月结、半年结和年结。截至 2021 年 6 月底，华发物业进行物业服务的面积达 1675.00 万平方米，其中内部项目物业管理面积 1502.00 万平方米，外部项目物业管理面积 173.00 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。2018—2020 年，华发集团分别实现物业管理收入 17.81 亿元、21.10 亿元和 28.61 亿元；同期，华发集团物业管理业务毛利率分别为 19.64%、11.71% 和 12.64%。

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。

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。

2018—2020 年，华发集团酒店会展收入分别为 4.05 亿元、5.09 亿元和 2.11 亿元；毛利率分别为 14.04%、15.88% 和 11.94%，2020 年收入及毛利率下滑主要系新冠肺炎疫情影响所致。

3. 经营效率

华发集团整体经营效率尚可。

2018—2020 年，华发集团销售债权周转次数呈逐年下降态势，分别为 21.38 次、14.25 次和 13.39 次；存货周转次数有所波动，分别为 0.30 次、0.38 次和 0.43 次；总资产周转次数逐年上升，分别为 0.21 次、0.25 次和 0.26 次。同行业对比来看，华发集团 2020 年的三项指标除销售债权周转次数外均低于样本企业平均值。

表 10 2020 年同行业公司经营效率情况对比（单位：次）

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

资料来源：联合资信整理

4. 未来发展

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

市公司集群、冲刺世界 500 强的目标奠定坚实的基础。

五、财务分析

1. 财务概况

华发集团提供的 2018 年度合并财务报表由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）珠海分所审计，2019 年度及 2020 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，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 2021 年三季度合并报表未经审计。

截至 2021 年 9 月底，华发集团拥有纳入合并范围的子公司 839 家，含华发股份控股子公司 577 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 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 1—9 月，华发集团新增子公司 102 家，其中设立 89 家；减少子公司 13 家。上述合并范围变化主要系华发股份新设房地产项目公司导致，对华发集团财务数据可比性影响较小。

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

截至 2021 年 9 月底，华发集团资产总额 5610.78 亿元，所有者权益合计 1447.01 亿元（含少数股东权益 883.78 亿元）；2021 年 1—9 月，华发集团实现营业收入 931.76 亿元，利润总额 58.43 亿元。

2. 资产质量

受房地产、金融及产业投资业务快速发展影响，华发集团资产规模快速增长，构成以流动资产为主。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。

2018—2020 年末，华发集团资产总额快速增长，年均复合增长 31.38%，截至 2020 年底为 4877.83 亿元，其中流动资产占 81.90%，非流动资产占 18.10%，以流动资产为主。

（1）流动资产

近年来，受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 31.17%。截至 2020 年底，华发集团流动资产较 2019 年底增长 32.88% 至 3994.87 亿元，主要由存货、货币资金及其他流动资产等构成，分别占比 62.43%、15.24% 和 9.22%。

2018—2020 年末，华发集团货币资金快速增长，年均复合增长 32.01%。截至 2020 年底，华发集团货币资金较 2019 年底增长 34.76% 至 608.82 亿元，主要由银行存款（占比 91.90%）及存放中央银行法定存款准备金（占比 5.19%）组成，其中受限货币资金 59.67 亿元，主要为存放中央银行法定存款准备金、质押存款和汇票保证金。

2018—2020 年末，华发集团存放同业及其他金融机构款项快速增长，截至 2020 年底为 166.70 亿元，较 2019 年底增长 112.37%，全部为存放境内银行同业款项。

华发集团交易性金融资产主要为购买的债券、信托计划和理财产品等，截至 2020 年底为 67.16 亿元，较 2019 年底下降 17.81%，主要系债券投资减少所致。年末交易性金融资产中 20.89 亿元债券投资为卖出回购业务设定质押，2.45 亿元债券投资为债券借贷业务设定质押。

2018—2020 年末，华发集团应收账款快速增长，年均复合增长 66.58%，主要系应收土地出让收益分成增加。截至 2020 年底，华发集团应收账款较 2019 年底增长 32.18% 至 77.89 亿元，其中应收珠海市富山工业园管理委员会及珠海市金湾财政局款项分别占比 25.81% 和 25.09%，集中度高；其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账面余额 60.62 亿元，占尚未执行新金融工具准则的应收账款账面余额的 96.67%；累计计提坏账准备 3.27 亿元，计提比率 4.03%。

2018—2020 年末，华发集团预付款项快速增长，年均复合增长率为 29.96%，截至 2020 年底为 92.28 亿元，较 2019 年底增长 39.79%，主要为预付珠海市、武汉市、成都市等地国土相关部门的土地出让金。

2018—2020 年末，华发集团其他应收款年均下降 10.40%，截至 2020 年底，华发集团其他应收款为 43.45 亿元，较 2019 年底下降 1.31%，

主要由应收土地竞买保证金和代垫款项构成。

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。2018—2020年末，华发集团存货快速增长，年均复合增长27.77%，截至2020年底为2493.89亿元，较2019年底增长32.09%。其中，开发成本2154.43亿元，较2019年底增长36.67%，主要系新开工项目及在建项目持续投入所致，开发成本中较上年末增加较多的项目包括上海颀桥项目、绍兴国际金融活力城、南京秦淮G05项目、工人文化宫综合体项目等；开发产品322.97亿元，较2019年底增长17.68%，主要新增完工项目包括佛山华发四季、上海闵行七宝项目、珠海绿洋湾花园及苏州太仓院子等；存货跌价准备及合同履约成本减值准备合计1.42亿元，主要为库存商品及开发产品计提减值及跌价准备。

2018—2020 年末，华发集团其他流动资产快速增长，年均复合增长 56.03%，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 2020 年底，华发集团其他流动资产较 2019 年底增长 39.62%至 372.29 亿元，主要由拆出款项及其他（291.65 亿元）、预交税费（55.29 亿元）和委托贷款（11.02 亿元）构成。

（2）非流动资产

2018—2020年末，华发集团非流动资产快速增长，年均复合增长32.32%，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；截至2020年底，华发集团非流动资产较2019年底增长44.28%至882.96亿元，主要由长期股权投资（占37.60%）、可供出售金融资产（占14.07%）、固定资产（占11.70%）和投资性房地产（占16.70%）构成。

2018—2020 年末，华发集团可供出售金融资产有所波动，分别为 114.74 亿元、102.54 亿元和 124.24 亿元。截至 2020 年底，华发集团可供出售金融资产中可供出售债务工具 94.70 亿元，其余为可供出售权益工具（主要构成见表 11）。

2018—2020年末，华发集团长期股权投资快速增长，年均复合增长35.63%，主要系增加金融

类及房地产类参股子公司的投资。截至2020年底，华发集团长期股权投资较2019年底增长40.89%至331.96亿元（主要构成见表11），其中部分公司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。

表 11 2020 年底华发集团主要对外投资情况

（单位：亿元）

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

资料来源：联合资信根据华发集团审计报告整理

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，2018—2020年末快速增长，年均复合增长75.81%。截至2020年底，华发集团投资性房地产147.46亿元，较2019年底增长94.33%，主要系经营出租物业增加所致，其中97.19亿元已用于借款设定抵押。

华发集团固定资产主要为房屋及建筑物，2018—2020年末小幅波动，分别为92.50亿元、90.36亿元和103.34亿元；截至2020年底，华发集团固定资产原值140.31亿元，累计计提折旧36.55亿元，计提减值准备0.58亿元。

截至2021年9月底，华发集团资产总额5610.78亿元，较2020年底增长15.03%，主要系融资资金沉淀、产业及金融类对外投资增加和对房地产开发持续投入导致。华发集团流动资产较2020年底增长9.94%，其中，货币资金较上年底增加213.18亿元，系销售回款及借款增加所致；存货较上年底增长195.67亿元，系开发成本增加所致；其他流动资产较上年底增加101.67亿元，

主要为华发股份增加外部拆借款。非流动资产较上年底增长38.05%，主要系华发投控下投资类资产较上年底增长较大，其中长期股权投资较2020年底增长29.25%，商誉较2020年底增加27.04亿元至36.55亿元，主要系实业板块并购上市公司形成。资产构成较2020年底变化不大，以流动资产为主（占78.28%）。

截至2021年9月底，华发集团受限资产账面价值合计899.67亿元，受限比例16.03%，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，其他权益工具及少数股东权益占比高；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，2018—2020年末，华发集团所有者权益快速增长，年均复合增长24.91%。截至2020年底，华发集团所有者权益较2019年底增长25.41%至1342.73亿元，主要由少数股东权益（占60.77%）、资本公积（占16.47%）及其他权益工具（占17.15%）构成。

2018—2020年末，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19.75%，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%股权划入带动资本公积增加；截至2020年底，华发集团资本公积221.21亿元，较2019年底增长26.53%，主要系华发集团无偿受让城建集团、珠海市纺织工业集团公司、珠海市安居集团有限公司100%股权，确认资本公积57.40亿元。

2018—2020年末，华发集团其他权益工具分别为91.80亿元、131.91亿元和230.30亿元，主要

为华发集团发行的永续中期票据和永续期信托计划等。

2018—2020年末，华发集团少数股东权益分别为547.53亿元、694.68亿元和816.00亿元。其中，2020年底较2019年底增长17.46%，主要系华发股份吸收少数股东投资及发行永续债券。

截至2021年9月底，华发集团所有者权益合计1447.01亿元，较2020年底增长7.77%，主要为少数股东权益较2020年底增长8.31%至883.78亿元和其他权益工具（永续债）较2020年底增加33.41亿元所致。

（2）负债

2018—2020年末，华发集团负债规模快速增长，年均复合增长34.11%，流动负债和非流动负债均有所增加。截至2020年底，华发集团负债总额较2019年底增长38.75%至3535.10亿元，流动负债和非流动负债分别占比60.53%和39.47%。

2018—2020年末，华发集团流动负债快速增长，年均复合增长29.66%，截至2020年底为2139.82亿元，较2019年底增长35.94%，主要为预收款项（占27.23%）、一年内到期的非流动负债（占17.57%）、应付账款（占15.10%）及其他应付款（占11.73%）。

2018—2020年末，华发集团短期借款快速增长，2020年底为277.57亿元，较2019年底增长46.63%，以保证借款（98.26亿元）、信用借款（87.00亿元）和抵押借款（77.49亿元）为主。

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，2018—2020年末快速增长，年均复合增长116.01%，截至2020年底为323.05亿元，较2019年底增长162.62%，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。2018—2020年末，华发集团预收款项分别为408.00亿元、595.70亿元和582.58亿元（2020年底预收款项部分调至合同负债），2019年底预收款项较2018年变化较大主要系上海静安府、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)；截至 2020 年底，华发集团预收款项主要为预收楼款 512.34 亿元。

2018—2020 年末，华发集团其他应付款快速增长，年均复合增长 40.29%，主要系往来及拆借款增加所致。截至 2020 年底，华发集团其他应付款较 2019 年底增长 53.23%至 250.93 亿元，主要由往来及拆借款(180.03 亿元)、土地增值税准备金(38.29 亿元)、押金及保证金(14.90 亿元)等构成。

2018—2020 年末，华发集团一年内到期的非流动负债大幅波动，截至 2020 年底为 376.05 亿元，主要为一年内到期的长期借款(占 57.35%)和一年内到期的应付债券(占 41.29%)。

2018—2020 年末，华发集团其他流动负债持续增长，年均复合增长 32.56%，主要系发行超短期融资券增加导致。截至 2020 年底，华发集团其他流动负债 194.55 亿元，较 2019 年底增长 58.19%，主要由超短期融资券(99.50 亿元)、短期公司债(15.00 亿元)和资产支持专项计划(11.80 亿元)等构成，已将有息部分调整至短期债务计算。

2018—2020 年末，华发集团非流动负债持续增长，年均复合增长 41.91%，主要系长期借款和应付债券增加所致。截至 2020 年底，华发集团非流动负债 1395.28 亿元，较 2019 年底增长 43.31%，以长期借款(占 60.26%)和应付债

券(占 35.42%)为主。

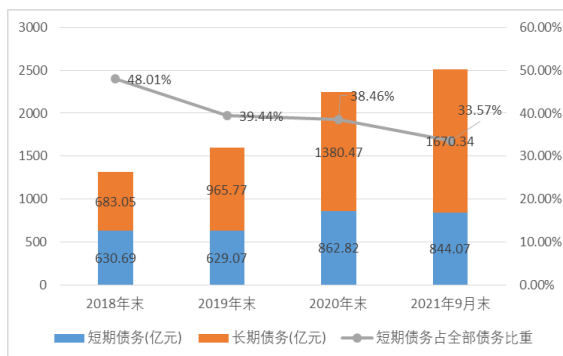
2018—2020 年末，华发集团长期借款波动增长，年均复合增长 49.93%。截至 2020 年底，华发集团长期借款 840.76 亿元，主要为保证借款、抵押借款和信用借款等。

2018—2020 年末，华发集团应付债券快速增长，年均复合增长 26.48%。截至 2020 年底，华发集团应付债券 494.28 亿元，较 2019 年底增长 20.31%，主要系华发集团及华发股份、华发投控发行中期票据、公司债和美元债所致。

截至 2020 年底，华发集团其他非流动负债 45.27 亿元，较 2019 年底增长 47.84%，系华发股份发行的租赁住房资产支持专项计划、购房尾款资管计划和商业地产抵押贷款支持票据。华发集团其他非流动负债均为有息债务，已调整至长期债务计算。

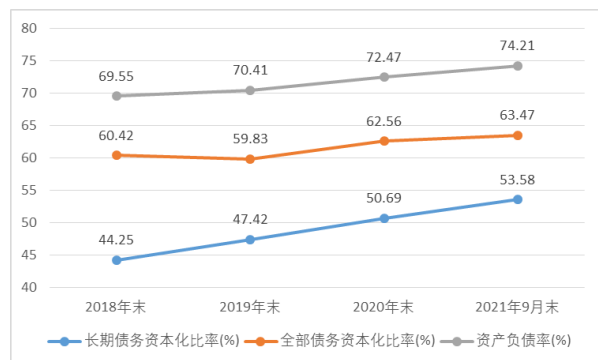
截至 2021 年 9 月底，华发集团负债总额 4163.77 亿元，较 2020 年底增长 17.78%，其中流动负债 2448.08 亿元，占负债总额的 58.79%，较 2020 年底增长 14.41%(308.26 亿元)，主要为房地产业务预售带动合同负债较上年底增加 311.23 亿元；非流动负债 1715.70 亿元，占负债总额的 41.21%，较 2020 年底增长 22.96%，其中长期应付款较 2020 年底增加 50.32 亿元至 52.78 亿元，系售后回租及债权融资增加所致。负债结构变化不大。

图 2 2018—2020 年末及 2021 年 9 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 3 2018—2020 年末及 2021 年 9 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

2018—2020 年末，华发集团全部债务逐年增长，年均复合增长 30.67%。截至 2020 年底，华发集团全部债务 2243.29 亿元，较 2019 年底

增长 40.23%，其中长期债务占比 61.54%。截至 2021 年 9 月底，华发集团全部债务 2514.41 亿元，较 2020 年底增长 12.09%，其中长期债务占

比 66.43%。

截至 2020 年底，华发集团资产负债率和长期债务资本化比率分别为 72.47%和 50.69%，分别较 2019 年底上升 2.06 个和 3.26 个百分点；全部债务资本化比率为 62.56%，较 2019 年底上升 2.65 个百分点。2021 年 9 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 74.21%、63.47%和 53.58%，分别较 2020 年底上升 1.74 个百分点、0.91 个百分点和 2.89 个百分点。若将华发集团及下属子公司发行的永续债（其他权益工具）计入有息债务，截至 2021 年 9 月底，华发集团资产负债率（调整后）和全部债务资本化比率（调整后）分别为 78.91%和 70.13%。

4. 盈利能力

2018—2020 年，受益于房地产及大宗商品贸易收入的增加，华发集团营业收入快速增长，投资收益对利润总额形成了良好补充，但受低毛利率的贸易收入占比提升以及房地产业务毛利率波动下滑影响，华发集团盈利能力略有下降。2021 年前三季度，华发集团收入及利润规模同比增长。整体看，华发集团盈利能力良好。

受房地产及大宗商品贸易收入增长影响，2018—2020 年华发集团营业收入快速增长，年均复合增长 43.16%；2020 年为 1091.90 亿元，同比增长 37.75%。2018—2020 年，华发集团营业成本快速上涨，年均复合增长 48.69%，增幅高于营业收入；受此影响，华发集团营业利润率持续下降，2020 年为 11.22%。

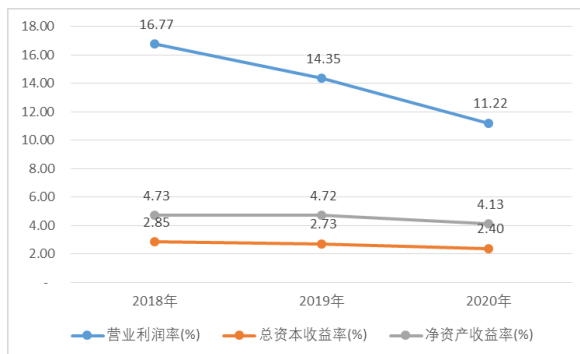
2018—2020 年，华发集团期间费用逐年上升，年均复合增长 13.69%，2020 年为 67.43 亿元，同比增长 8.79%。其中，管理费用 34.84 亿元，同比下降 1.33%；财务费用 16.16 亿元，同比增长 37.84%，主要系债务上升利息费用上升所致。2020 年，华发集团期间费用率为 6.18%，同比下降 1.64 个百分点。

2018—2020 年，华发集团分别实现投资收益 18.24 亿元、21.73 亿元和 22.51 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，2020 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 13.79 亿元，主要来自华润银行等；交易性金融资产在持有期间取得的投资收益 3.89 亿元，主要来自持有的债券、理财产品等；持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益 3.01 亿元，主要为持有的股权投资基金、债券投资等。2018—2020 年，华发集团利润总额分别为 56.16 亿元、73.67 亿元和 79.30 亿元，构成主要为经营性利润。

从盈利指标看，近三年华发集团总资本收益率和净资产收益率均持续下滑，2020 年分别为 2.39%和 4.13%，同比分别下降 0.34 个和 0.59 个百分点。

图 4 2018—2020 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

2021 年 1—9 月，华发集团实现营业收入 931.76 亿元，同比增长 23.37%；利润总额 58.43 亿元（其中投资收益 13.20 亿元），同比增长 18.83%，主要来自主业利润提升；综合毛利率为 14.54%，同比增长 1.25 个百分点。

5. 现金流

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；华发集团较大规模的购地支出、对外投资等使得投资活动持续大幅净流出，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，2018—2020 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 36.76%；2020 年，华发集团经营活动现金流入量 1366.78 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 1234.27 亿元。2018—2020 年，华发集团现金收入比分别为 122.11%、122.08%和 113.04%，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 30.74%，2020 年为 1060.13 亿元，同比增长 26.95%，主要系房地产、土地一级开发等项目投入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 110.62 亿元、218.28 亿元和 306.65 亿元。

投资活动方面，2018—2020 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 53.56%。2020 年，华发集团投资活动现金流入 222.14 亿元，主要由收回投资收到的现金 177.50 亿元构成。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 48.42%，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。2020 年，华发集团投资活动现金流出同比增长 73.52%至 997.76 亿元。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金 536.32 亿元，投资支付的现金 454.21 亿元，同比增长 43.03%，主要系对股权、债权等投资规模加大所致。2018—2020 年，华发集团投资活动现金流净额分别为-358.72 亿元、-444.48 亿元和-775.62 亿元，受土地储备及自有房建类项目支出、对外投资支出等规模大影响，投资活动持续表现为大幅净流出。

筹资活动方面，2018—2020 年，华发集团筹资活动现金流入持续增长，年均复合增幅为 31.90%；2020 年，华发集团筹资活动现金流入 2132.77 亿元，同比增长 48.58%，主要系通过银行借款、发行债券及少数股东增资等渠道筹资。2018—2020 年，华发集团筹资活动现金流出年均复合增长 29.75%，2020 年为 1438.92 亿元，同比增加 323.81 亿元，主要系偿还债务本息支付的现金规模增加所致。2018—2020 年，华发集团筹资活动现金流量净额分别为 371.13 亿元、320.31 亿元和 693.85 亿元。

2021 年 1—9 月，华发集团经营活动现金净流入 276.22 亿元，投资活动现金净流出 473.12 亿元，筹资活动现金流量净额为 239.18 亿元。

6. 偿债指标

华发集团短期偿债指标较好，长期偿债指标一般，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，整体偿债指标表现极强。

从短期偿债指标看，2018—2020 年，华发集团流动比率及速动比率有所波动，2020 年底分别为 186.69%和 70.15%。截至 2021 年 9 月底，华发集团流动比率和速动比率分别为 179.40%和 69.54%，较 2020 年底变化不大。2018—2020 年，华发集团经营现金流流动负债比分别为 8.69%、13.87%和 14.33%，经营活动净现金流对流动负债保障能力较弱；考虑到流动负债中预收售房款较多，华发集团实际偿债情况强于指标值。截至 2021 年 9 月底，华发集团现金类资产 915.56 亿元，对短期债务的覆盖倍数为 1.08 倍，短期偿债指标较好。

从长期偿债指标看，2018—2020 年，华发集团 EBITDA 逐年增长，2020 年为 116.73 亿元；全部债务/EBITDA 波动较大，2020 年为 19.22 倍；EBITDA 利息倍数有所波动，2020 年为 1.09 倍。华发集团长期偿债能力指标一般。

截至 2021 年 9 月底，华发集团共获得金融机构授信额度 2893.01 亿元，尚未使用 1717.43 亿元，间接融资渠道畅通。另外，华发集团直接或间接控股 5 家主板上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2021 年 9 月底，华发集团对外担保余额 144.42 亿元，担保比率 46.70%，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2020年底，母公司资产总额714.15亿元，主要为长期股权投资、其他应收款和货币资金；所有者权益285.31亿元，其中永续债230.30亿元；负债总额428.84亿元，主要为短期借款及发行的债券。2020年，母公司实现营业收入1.40亿元，利润总额9.10亿元，利润主要来自投资收益。截至2020年底，母公司资产负债率为60.05%，全部债务资本化比率为59.48%，考虑所有者权益主要为永续债，实际债务负担很重。

截至2021年9月底，母公司资产总额919.17

亿元，较上年底增加205.02亿元，主要为货币资金增加74.41亿元和长期股权投资增加132.85亿元；所有者权益309.28亿元，其中其他权益工具（永续债）为263.70亿元，未分配利润-39.71亿元；2021年1—9月，母公司实现营业收入1.64亿元，利润总额-0.43亿元（其中投资收益11.50亿元），亏损主要系投资收益未能覆盖财务费用。

六、结论

基于对华发集团经营风险、财务风险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 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	477.64	645.43	856.40	915.56
资产总额（亿元）	2826.17	3618.40	4877.83	5610.78
所有者权益（亿元）	860.58	1070.67	1342.73	1447.01
短期债务（亿元）	630.69	629.07	862.82	844.07
长期债务（亿元）	683.05	965.77	1380.47	1670.34
全部债务（亿元）	1313.73	1594.84	2243.29	2514.41
营业收入（亿元）	532.79	792.69	1091.90	931.76
利润总额（亿元）	56.16	73.67	79.30	58.43
EBITDA（亿元）	82.86	101.66	116.73	--
经营性净现金流（亿元）	110.62	218.28	306.65	276.22
财务指标				
销售债权周转次数（次）	21.38	14.25	13.39	--
存货周转次数（次）	0.30	0.38	0.43	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.25	0.26	--
现金收入比（%）	122.11	122.08	113.04	140.12
营业利润率（%）	16.77	14.35	11.22	11.97
总资本收益率（%）	2.85	2.73	2.40	--
净资产收益率（%）	4.73	4.72	4.13	--
长期债务资本化比率（%）	44.25	47.42	50.69	53.58
全部债务资本化比率（%）	60.42	59.83	62.56	63.47
资产负债率（%）	69.55	70.41	72.47	74.21
流动比率（%）	182.43	190.99	186.69	179.40
速动比率（%）	62.40	71.05	70.15	69.54
经营现金流动负债比（%）	8.69	13.87	14.33	--
现金短期债务比（倍）	0.76	1.03	0.99	1.08
全部债务/EBITDA（倍）	15.86	15.69	19.22	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.19	1.36	1.09	--

注：2021 年三季度财务报表未经审计；其他流动负债中有息部分已计入短期债务计算；合并口径长期应付款中应付融资租赁款、其他非流动负债中有息部分已计入长期债务计算；2018 - 2021 年 9 月底，所有者权益中其他权益工具分别为 91.80 亿元、131.91 亿元、230.30 亿元和 263.71 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 3 主要财务指标的计算公式

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

注：现金类资产=货币资金+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

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 金融机构、非金融企业主体长期信用等级设置及含义

联合资信金融机构、非金融企业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 4-2 评级展望设置及含义

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 资产支持票据信用等级设置及含义

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。各等级含义如下表所示。

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

联合资信评估股份有限公司关于 深圳前海联捷商业保理有限公司 2022 年度第一期 华发优生活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 2022 年度第一期华发优生活资产支持票据”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 2022 年度第一期华发优生活资产支持票据”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 2022 年度第一期华发优生活资产支持票据”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 2022 年度第一期华发优生活资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，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 2022 年度第一期华发优生活资产支持票据”相关信息，如发现“深圳前海联捷商业保理有限公司 2022 年度第一期华发优生活资产支持票据”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 2022 年度第一期华发优生活资产支持票据”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 2022 年度第一期华发优生活资产支持票据”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。