跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1463 号

珠海华发综合发展有限公司：

联合信用评级有限公司通过对珠海华发综合发展有限公司主体长期信用状况和公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

珠海华发综合发展有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

珠海华发综合发展有限公司公开发行的“16 华综 01”“16 华综 02”“18 华综 01”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

珠海华发综合发展有限公司
公司债券2019年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16华综01	24.93亿元	5（3+2）年	AA+	AAA	2018年6月27日
16华综02	15.00亿元	5年	AA+	AAA	2018年6月27日
18华综01	20.00亿元	5（3+2）年	AAA	AAA	2017年12月27日

担保方：珠海华发集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间：2019年6月20日

主要财务数据

发行人：

项目	2017年	2018年	19年3月
资产总额（亿元）	645.45	785.55	824.67
所有者权益（亿元）	290.87	430.61	435.21
长期债务（亿元）	150.58	151.46	157.06
全部债务（亿元）	281.29	282.21	318.84
营业收入（亿元）	156.57	197.83	70.24
净利润（亿元）	22.68	21.35	4.48
EBITDA（亿元）	45.64	41.18	--
经营性净现金流（亿元）	2.32	-7.33	-14.66
营业利润率（%）	24.25	17.79	12.73
净资产收益率（%）	8.16	5.92	--
资产负债率（%）	54.94	45.18	47.23
全部债务资本化比率（%）	49.16	39.59	42.28
流动比率（倍）	2.42	2.92	2.71
EBITDA全部债务比（倍）	0.16	0.15	--
EBITDA利息倍数（倍）	2.78	2.43	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.76	0.69	--

担保方：

项目	2017年	2018年
资产总额（亿元）	2,284.79	2,826.17
所有者权益（亿元）	623.92	860.58
营业收入（亿元）	441.55	532.79
净利润（亿元）	34.58	40.68
经营性净现金流（亿元）	104.48	110.62
资产负债率（%）	72.69	69.55

注：1．本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2．本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3．本报告将其他流动负债和长期应付款中的带息款项纳入债务核算；4．2019年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；5．EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，珠海华发综合发展有限公司（以下简称“公司”）经营状况良好，在珠海市仍具有较强的业务垄断优势；受基金注资影响，公司所有者权益规模大幅增长，资本实力增强；公司货币资金充裕、投资收益稳定。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司在建项目资金支出需求较大；债务规模持续增长，经营活动净现金流为净流出态势等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着深珠城轨建设、港珠澳大桥的开通以及粤港澳大湾区列入国家重点经济发展战略，珠海作为重要的节点城市，将在深化粤港澳合作中发挥更为重要的作用。公司作为珠海市大型的综合型企业，面临良好的发展机遇，综合竞争力有望进一步增强。

“18华综01”由珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，华发集团的担保对于“18华综01”的信用水平提升具有积极作用。

综上，联合评级上调公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时上调“16华综01”“16华综02”的债项信用等级为“AAA”；维持“18华综01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．随着深珠城轨建设、港珠澳大桥的开通以及粤港澳大湾区列入国家重点经济发展战略，公司作为珠海市大型的综合型企业，综合竞争力有望进一步增强。

2．跟踪期内，公司引入珠海工智股权投资基金（有限合伙）和珠海农智股权投资基金（有限合伙）的战略投资，资本得到进一步充实。

3．跟踪期内，参股企业为公司带来了良好的投资收益；且公司现金储备较多，资金充裕。

4．担保方华发集团对提升“18 华综 01”的信用水平仍具有积极作用。

关注

1．跟踪期内，公司在建项目未来投资规模较大，公司仍存在一定的资金压力。

2．公司短期债务规模较高，债务结构有待优化。

3．跟踪期内，公司经营活动净现金流由净流入转为净流出，且存货规模较大，对资金形成一定占用。

分析师

王金磊

电话：010-85172818

邮箱：wangjl@unitedratings.com.cn

杨廷芳

电话：010-85172818

邮箱：yangtf@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http://www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

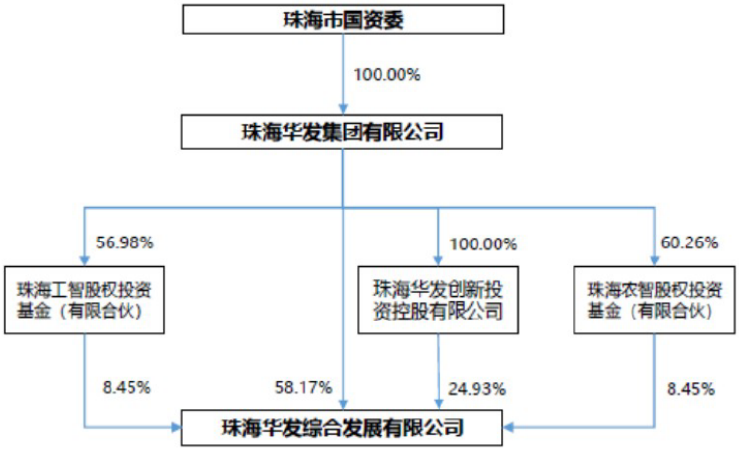
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

跟踪期内，珠海华发综合发展有限公司（以下简称“公司”或“综合发展”）股权结构发生变更，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”）同意公司按照政策要求采用市场化债转股方式开展增资扩股工作，引入新进投资者，2018 年 4 月，珠海农智股权投资基金（有限合伙）（以下简称“农智基金”）和珠海工智股权投资基金（有限合伙）（以下简称“工智基金”）分别向公司增资 10,171.22 万元，公司注册资本增至 12.03 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司注册资本与实收资本均为 12.03 亿元，农智基金和工智基金分别持有公司 8.45%股权，珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）直接和间接持有公司合计 93.01 股权。华发集团仍是公司的第一大股东，珠海市国资委为公司实际控制人。

图 1　截至 2019 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化；公司本部仍下设运营管理部、行政人事部、财务管理部和资金管理部 4 个职能部门。截至 2018 年末，拥有纳入合并范围的子公司 57 家。截至 2018 年末，公司拥有在职员工 5,680 人。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 785.55 亿元，负债合计 354.94 亿元，所有者权益 430.61 亿元，其中归属于母公司所有者权益 390.57 亿元。2018 年，公司实现合并营业收入 197.83 亿元，净利润 21.35 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 15.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.33 亿元，现金及现金等价物净增加额 124.92 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 824.67 亿元，负债合计 389.45 亿元，所有者权益 435.21 亿元，其中归属于母公司所有者权益 395.00 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现合并营业收入 70.24 亿元，净利润 4.48 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.40 亿元；经营活动产生的现金流量净额-14.66 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.76 亿元。

公司注册地址：珠海市拱北联安路 15 号丽景花园 29 栋 1 楼 102 室；法定代表人：许继莉。

二、债券发行及募集资金使用情况

（1）“16 华综 01”及“16 华综 02”

公司于 2016 年 3 月 11 日发行珠海华发综合发展有限公司 2016 年公司债券（第一期），实际发

行规模 40 亿元。其中品种一（证券代码：136247.SH，债券简称：16 华综 01）为 5 年期，含第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行规模 25 亿元，最终票面利率为 3.24%，付息日为每年的 3 月 11 日，行权日为 2019 年 3 月 11 日；品种二（证券代码：136281.SH，债券简称：16 华综 02）为 5 年期，发行规模 15 亿元，最终票面利率为 3.57%，付息日为每年的 3 月 11 日。

2018 年 3 月 13 日，公司已按时支付“16 华综 01”和“16 华综 02”利息。“16 华综 01”在 2019 年 3 月 11 日按时回售 700.10 万元，债券余额为 24.93 亿元。

截至 2018 年末，“16 华综 01”与“16 华综 02”募集资金用途为偿还金融机构借款以及补充公司营运资金，“16 华综 01”与“16 华综 02”资金已按照募集用途使用完毕。

（2）“18 华综 01”

公司于 2018 年 8 月 17 日发行珠海华发综合发展有限公司公开发行 2018 年公司债券(品种一)，证券代码：143751.SH，债券简称“18 华综 01”，债券为 5 年期，含第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行规模 20 亿元，最终票面利率为 4.68%，付息日为每年的 8 月 17 日，行权日为 2021 年 8 月 17 日。“18 华综 01”由华发集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。截至目前，“18 华综 01”尚未到第一次付息日。

截至 2018 年末，“18 华综 01”募集资金全部使用完毕，按照募集说明书全部用于偿还于 2018 年 8 月 26 日到期的“17 珠海华发 SCP010”。

三、行业及外部环境分析

1. 基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，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有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90%增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

（2）行业政策

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表 1　2018 年以来与城投企业相关行业政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
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》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合评级整理

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018 年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年末，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70%以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2．外部环境

公司位于广东省珠海市，珠海市是中国五个经济特区之一，享有独特的政策优势。《广东省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》明确提出了珠海市的定位为珠江西岸核心城市，要求进一步强化珠海作为珠江西岸核心城市的辐射、服务功能。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唯一连接的城市，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，将形成粤港澳大湾区 1 小时城际交通网络圈，

珠海市未来发展前景较好。

2018 年，珠海市全市实现地区生产总值（GDP）2,914.74 亿元，较上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 50.09 亿元，较上年增长 1.2%；第二产业增加值 1,433.82 亿元，较上年增长 12.6%；第三产业增加值 1,430.83 亿元，较上年增长 3.5%。2018 年，珠海市人均生产总值为 15.94 万元。

2018 年，珠海市完成固定资产投资 1,858.57 亿元，较上年增长 20.7%。分投资主体看，国有经济投资 390.65 亿元，较上年增长 0.9%；非国有经济投资 1,467.92 亿元，较上年增长 27.4%。国内贸易方面，2018 年，珠海市社会消费品零售总额 1,160.64 亿元，较上年增长 7.4%。其中，批发业零售额 236.05 亿元，较上年增长 6.9%；零售业零售额 780.14 亿元，较上年增长 7.2%。

2018 年，珠海市全市一般公共预算收入 331.47 亿元，较上年增长 5.4%。其中，税收收入 260.28 亿元，占一般公共预算收入的比重为 78.5%；非税收入 71.19%，占比为 21.5%；实现政府性基金预算收入 386.39 亿元，较上年下降 0.7%。2018 年，珠海市全年一般公共预算支出 572.61 亿元，较上年增长 15.9%，支出增速很快；珠海市财政自给率为 57.89%，财政自给能力一般。

总体看，2018 年珠海市经济较上年保持稳定增长，财政实力稳步增强，珠海市享有独特政策优势，随着粤港澳大湾区正式列入国家经济发展战略，深珠城轨以及港珠澳大桥的开通，珠海市面临重要的发展机遇。整体来看，公司外部发展环境较好。

四、管理分析

跟踪期内，张昆不再担任公司财务总监，由罗彬接任，公司其他董事、监事以及高级管理人员均未发生变更。公司主要管理制度连续，管理运作正常。

罗彬女士，1973 年出生，硕士研究生学历。曾任广东发展银行总行财务部/营业部行员，广东康元会计师事务所审计项目经理，广州珠江实业开发股份有限公司合同预算部内审专员，广州市建设资产经营有限公司产权监督部审计主管、财务监督部财务主管，广州市住宅建设发展有限公司总会计师兼财务部经理，广州珠江实业开发股份有限公司财务总监，2018 年 10 月至今任珠海华发集团有限公司副首席财务官，珠海华发综合发展有限公司财务总监。

五、经营分析

1. 经营概况

公司是珠海市内大型的集城市运营、商贸物流和现代服务三大板块于一体的综合性公司，2018 年，公司在珠海市内仍具有较强的业务垄断优势，2018 年，公司实现营业收入 197.83 亿元，其中主营业务收入 194.31 亿元，较上年增长 26.21%。公司收入仍主要来源于以大宗商品批发为主的商贸物流板块以及以土地一级开发业务为主的城市运营板块。

分板块来看，公司城市运营板块较上年小幅下降 3.71%，基本维持稳定；商贸物流板块收入较上年增长 43.12%，主要系公司有色金属销售额大幅增长以及新增煤炭和钢铁销售所致；公司现代服务和其他业务占比较小，对公司整体收入规模影响不大。

表 2　2017—2018 年公司业务经营情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
城市运营	52.03	33.23	66.40	50.10	25.32	58.64

商贸物流	91.63	58.52	0.82	131.14	66.29	0.80
现代服务	9.26	5.91	7.73	11.53	5.83	19.25
其他主营业务	1.04	0.66	1.92	1.53	0.77	32.36
其他业务	2.61	1.67	90.80	3.53	1.79	88.53
合计	**156.57**	**100.00**	**24.53**	**197.83**	**100.00**	**18.28**

资料来源：公司提供

毛利率方面，2018 年，公司营业收入毛利率为 18.28%，较上年减少 6.25 个百分点。分板块来看，2018 年，公司商贸物流板块毛利率较低但维持稳定；城市运营板块毛利率较上年减少 7.76 个百分点，主要系富山工业园出让土地以工业用地为主，毛利率相对较低所致。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 70.24 亿元，较上年同期大幅增长 93.07%，主要系大宗商品贸易增长所致；净利润为 4.48 亿元，较上年同期下降 35.93%。

总体看，2018 年，公司主营业务收入规模增长较快，土地一级开发为公司最主要的盈利板块，但公司整体盈利能力较上年有所下降。

2．城市运营板块

（1）土地一级开发

跟踪期内，公司土地及开发业务模式仍采用授权形式，公司开展的土地一级开发项目包括十字门中央商务区项目、金湾航空新城核心区项目、保税区二期项目、高新区北围项目、富山产业新城项目、斗门一河两岸项目和珠海北站 TOD 项目。针对上述项目，华发集团分别与珠海市财政局、珠海金湾区人民政府、珠海市保税区管委会、珠海（国家）高新技术产业开发园区管理委员会、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，由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”）负责上述 7 个珠海核心区域的土地一级开发、市政基础设施建设等任务，资金由华发城市运营负责筹集。目前模式采用两种，第一种将开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入（扣除相关税费后）等额资金按一定比例返还给公司；第二种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公司所支付的土地一级开发成本后，公司可获得土地增值收益的一定比例作为土地一级开发收益。

2018 年，公司一级土地开发业务实现收入 48.73 亿元，较上年减少 4.50%，主要系金湾航空新城和高新区北围项目土地出让面积下降所致。回款方面，截至 2018 年末，公司土地一级开发业务获得回款 43.00 亿元，整体回款情况尚可。从出让收入看，2018 年，十字门中央商务区分成收入规模最大，收入达到 12.00 亿元；当期斗门一河两岸与富山工业园项目均实现收入，但毛利率水平均较低，其中斗门一河两岸项目无利润。

表 3　公司主要土地一级开发项目情况（单位：宗、万平方米、亿元）

项目	十字门中央商务区		保税区二期		金湾航空新城		高新区北围	
	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
土地出让数量	5	5	5	2	3	2	6	1
出让建筑面积	45.50	34.96	25.11	23.87	31.60	26.81	60.36	3.60
分成收入	12.80	12.00	3.18	2.14	13.42	5.48	15.98	7.76
结转开发成本	4.73	1.90	3.09	0.96	5.12	1.62	3.13	3.94
开发收益	8.07	10.10	0.09	1.18	8.31	3.85	12.85	3.82
毛利率	63.05	84.20	2.69	55.14	61.87	70.36	80.40	49.23
项目	**珠海北站 TOD**		**斗门一河两岸**		**富山工业园**		**合计**	

	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
土地出让数量	5	8	--	1	--	5	**24**	**24**
出让建筑面积	18.75	32.65	--	4.17	--	83.62	**181.32**	**209.68**
分成收入	5.65	9.33	--	2.39	--	9.65	**51.03**	**48.75**
结转开发成本	0.00	0.00	--	2.39	--	8.96	**16.07**	**19.77**
开发收益	5.65	9.33	--	0.00	--	0.69	**34.97**	**28.97**
毛利率	100.00	100.00	--	0.00	--	7.15	--	--

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2018 年末，公司在建土地一级开发项目总投资为 369.00 亿元，已投资 163.18 亿元，未来尚需投入 205.82 亿元，投资规模较大，未来公司资金支出压力较大。

表 4　截至 2018 年末公司土地一级开发项目在建情况（单位：平方公里、亿元）

项目	土地开发面积	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
				2019 年	2020 年	2021 年
十字门中央商务区	5.77	84.00	63.00	2.00	4.00	4.50
金湾航空新城	3.80	35.00	32.40	0.60	1.00	1.00
保税区二期	2.30	20.00	12.60	0.00	4.40	3.00
高新区北围	8.60	140.00	24.40	2.50	4.00	4.00
富山产业新城	150.00	60.00	19.70	11.10	5.00	6.00
斗门一河两岸	10.00	20.00	6.85	1.08	2.00	2.00
珠海北站 TOD	1.46	10.00	4.23	1.00	2.00	2.00
合计	**181.93**	**369.00**	**163.18**	**18.28**	**22.40**	**22.50**

资料来源：公司提供

（2）商业地产项目

公司商业地产项目主要包括横琴国际金融中心大厦项目、会展商务组团、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。公司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 2019 年 3 月末，商业地产项目总投资为 162.88 亿元，累计已完成投资 48.12 亿元，未来仍需投入 114.76 亿元。2018 年，公司商业地产项目已实现收入 1.37 亿元。

（3）土地储备

除一级土地开发外，2010—2015 年，公司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、保税区等占地面积合计 168.75 万平方米、计容建筑面积 488.65 万平方米的土地使用权，账面价值 165.22 亿元，土地性质包括住宅、商业和公寓，主要是用于储备，少部分已用于开发。

总体看，城市运营板块为公司的核心业务，其中商业地产板块收入规模较小，土地一级开发业务收入规模较大且较为稳定，但毛利率根据出让地块性质以及地理位置而有所波动。公司土地储备规模较大，近年来珠海市土地价格增长较快，目前土地实际价值较高。但公司项目投资规模较大，未来仍存在较大的资金支出压力。

3．商贸物流板块

（1）大宗商品批发

公司大宗商品批发业务由子公司珠海华发商贸控股有限公司（以下简称“华发商贸”）及其下属公司负责。跟踪期内，贸易模式未发生变化。

采购方面，受下游客户需求以及公司风控要求影响，公司各产品采购量变动较大，新增煤炭与钢材采购，不再进行燃料油与海产品贸易。2018 年，公司贸易采购量前五大产品为煤炭、有色金属、铜矿石、钢材及化工产品。采购价格方面，铜矿石采购价格增长较快，较上年增长 100.04%到 10,506 元/吨。

表 5　2017—2018 年公司大宗商品批发业务采购情况（单位：元/吨、万吨）

商品	采购平均单价		采购数量	
	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
燃料油	6,374	--	15.43	--
化工产品	7,827	6,003	6.31	5.17
铜矿石	5,252	10,506	36.08	15.85
有色金属	48,520	38,333	12.05	24.72
海产品	153,766	--	0.18	--
煤炭	--	721	--	31.01
钢材	--	3,854	--	14.43

资料来源：公司提供
注：产品收入与单价情况仅统计收入前五大产品情况

从公司贸易往来前五大采购商占比变动情况看，2018 年前五大采购商集中度较上年增加，整体看，公司贸易业务采购商集中度较高，但考虑到具体采购商名单及主要产品变动较大，公司不存在对单一采购商或贸易品种依赖度较高的风险。

表 6　2017—2018 年公司大宗商品批发业务前五大供应商（单位：亿元、%）

年份	客户名称	主要产品	采购金额	占比
2017 年	江西铜业香港有限公司	铜矿石	14.69	14.89
	上海尚融供应链管理有限公司	油品	11.23	11.41
	深圳江铜营销有限公司	有色金属	8.61	8.73
	中新联上海金属资源有限公司	有色金属	6.03	6.12
	航天科工深圳（集团）有限公司	有色金属	6.00	6.08
	合计		**46.58**	**47.22**
2018 年	宜宾海丰鑫华商贸有限公司	有色金属	35.94	28.55
	上海馨顺商贸有限公司	有色金属	17.71	14.07
	JIANGXI COPPER HONGKONG COMPANY LIMITED	铜矿石	16.42	13.04
	云南文产国际投资开发有限公司	有色金属	10.11	8.03
	广州隆银金属材料有限公司	有色金属	7.58	6.02
	合计		**87.76**	**69.70**

资料来源：公司提供

销售方面，2018 年，公司主要销售产品为煤炭、有色金属、铜矿石、钢材和化工产品，但有色金属销售额规模达到 94.96 亿元，对单一产品依赖度较高；主要采用订单式销售，销售数量与采购数量一致。销售客户方面，2018 年，公司前五大销售客户销售金额合计为 73.14 亿元，占比为 57.80%，整体来看，下游客户有一定集中度。

表 7　2017—2018 年公司大宗商品批发业务销售情况（单位：元/吨、万吨）

商品	销售平均单价		销售数量	
	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
燃料油	6,382	--	15.43	--
化工产品	7,951	6,089	6.31	5.17
铜矿石	5,272	10,573	36.08	15.85
有色金属	48,591	38,413	12.05	24.72
海产品	153,479	--	0.18	--
煤炭	--	737	--	31.01
钢材	--	4,022	--	11.84

资料来源：公司提供
注：产品收入与单价情况仅统计收入前五大产品情况

从上下游及结算方式看，上游供应商方面，境外采购主要采用信用证结算，境内采购主要采用货到付现款的方式结算。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。

（2）汽车销售业务

公司汽车销售业务由华发商贸下属子公司珠海华发汽车销售有限公司（以下简称“华发汽车”）负责。华发汽车合计拥有 6 家店面，其中本部店面销售平行进口汽车、综合品牌汽车和售后维修业务，子公司珠海市华发上众汽车有限公司、珠海市华发锐达汽车有限公司、珠海华发德和汽车有限公司、珠海华发天成汽车有限公司分别经营上汽大众品牌、斯柯达品牌、雪佛兰品牌、广汽传祺品牌车辆及售后维修业务，另外 1 家子公司广州铧发汽车贸易有限公司经营平行进口车业务。2018 年公司汽车销售实现收入 4.58 亿元，较上年下降 4.08%。汽车采购的结算方式主要为现金结算，汽车销售主要以零售客户为主，一般以现金结算，并有少量定金。

总体看，公司大宗商品贸易规模较大，贸易收入占营业收入比重较大，但毛利率水平相对较低，对有色金属的依赖度较高；公司汽车销售业务增长较快，收入占比整体较小。

4．现代服务业务

（1）物业服务

华发物业进行管理的物业包括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物业；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 2019 年 4 月末，华发物业进行物业服务的物业面积达 2,780.09 万平方米，其中内部项目物业管理面积 2,212.02 万平方米，外部项目物业管理面积 568.07 万平方米。

2018 年，公司实现物业管理收入 7.34 亿元，较上年增长 48.87%，主要系随着珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”）商品房项目的持续销售，导致华发物业承接的物业项目量增加。

（2）会展和酒店业务

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，其中瑞吉酒店 2018 年 8 月开业。

2018 年，公司实现会展收入 1.48 亿元，较上年下降 27.41%，主要系上年举办中拉博览会，项目收入较高；公司实现酒店收入 2.37 亿元，较上年增长 23.85%。

总体看，2018 年公司现代服务业务规模有所增长，为公司收入形成良好补充。

5．未来发展

根据华发集团总体战略目标，公司系华发集团三大产业集群中城市产业集群的重要载体与核心实施平台。根据公司规划，争取到 2020 年实现营业收入和净利润一定规模的增长，全面参与珠海产业、交通、城市建设，提升珠海市城市功能和产业基础。围绕城市片区开发运营、产业园区开发及招商运营、公共服务设施建设运营、城市更新、城市配套设施建设运营等五大业务，实现存量业务挖潜增效、增量业务积极拓展，提升产业发展与资产运营两大核心能力。

总体看，公司发展规划明确，可实施性较好。

六、财务分析

公司 2018 年合并财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计意见；公司 2019 年年一季度财务报表未经审计。公司按照财政部于 2006 年及以后颁布的《企业会计准则-基本准则》和各项具体会计准则、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编制。会计政策变更方面，公司根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》以及《关于 2018 年度一般企业财务报表格式有关问题的解读》的要求编制财务报表，财务报表的列报发生变更，公司已对可比期间的数据进行追溯调整。

2018 年，公司新增 5 家纳入合并范围的子公司，合并范围内子公司减少 2 家。截至 2018 年末，纳入合并范围的子公司合计 57 家。整体看，公司财务数据可比性较强。

1．资产质量

截至 2018 年末，公司资产总额为 785.55 亿元，较年初增长 21.71%，增速较快，流动资产以及非流动资产均有较快增长；资产结构方面，流动资产占 73.17%，非流动资产占 26.83%，资产结构仍以流动资产为主。

流动资产方面，截至 2018 年末，公司流动资产 574.76 亿元，较年初增长 20.05%，主要系货币资金增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 45.00%）、存货（占 40.38%）和其他流动资产（占 7.48%）构成。

截至 2018 年末，公司货币资金为 258.66 亿元，较年初增长 85.60%，货币资金大幅增长，主要系收到股东注资所致；公司货币资金主要为银行存款（占 98.39%）。公司应收票据及应收账款为 24.52 亿元，其中应收账款为 23.23 亿元，较年初增长 68.29%，主要系应收珠海市富山工业园管理委员会、珠海市横琴新区管理委员会（十字门项目）和珠海市保税区财政局的土地收益分成款增长所致；从集中度来看，应收账款前五名的客户占应收账款余额的 71.66%，应收账款集中度较高，欠款方主要系富山工业园管理委员会、珠海市横琴新区管理委员会、保税区财政局以及贸易业务客户等；应收账款累计计提坏账准备 0.71 亿元，计提比例为 2.96%。公司存货为 232.09 亿元，较年初下降 2.83%，基本保持稳定，存货主要由开发成本（占 95.81%）构成，包括十字门中央商务区、横琴国际金融大厦和富山产业新城等项目；存货累计计提跌价准备 0.01 亿元。公司其他流动资产 42.99 亿元，较年初下降 43.35%，主要系公司为华发集团等关联方提供的委托贷款下降所致，相关款项回收风险较小。

非流动资产方面，截至 2018 年末，公司非流动资产 210.79 亿元，较年初增长 26.45%，主要系固定资产以及长期股权投资大幅增长所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 46.40%）、投资性房地产（占 8.45%）、固定资产（占 34.48%）和无形资产（占 8.87%）构成。

截至 2018 年末，公司长期股权投资为 97.80 亿元，较年初增长 35.06%，主要系珠海十字门城建有限公司（以下简称“十字门城建”）拟引入新投资者并公开出售 50%股权，珠海华发实业股份有限公司竞得十字门城建 50%股权，并拥有董事会过半数投票权，公司因此丧失控制权转为长期股权投资所致。公司投资性房地产为 17.82 亿元，较年初大幅下降 70.50%，主要系部分房产转为自用，公司将其调入固定资产和无形资产核算所致，投资性房地产全部采用公允价值进行后续计量。公司固定资产为 72.68 亿元，较年初增长 347.38%，主要系投资性房地产转入所致，固定资产主要由房屋及建筑物（占 98.02%）构成，固定资产累计计提折旧 10.47 亿元，成新率为 87.41%，成新率较好。公司无形资产为 18.69 亿元，较年初增长 186.63%，主要系投资性房地产调入，以及子公司购置土地资产 13.70 亿元，用于开发富山工业园智造小镇生活中心和富山产业服务中心等项目所致。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产合计为 142.05 亿元，其中存货为 89.74 亿元，固定资产为 47.18 亿元，货币资金 4.14 亿元，受限资产占总资产的比重为 18.08%，资产受限比例较低。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额为 824.67 亿元，较年初增长 4.98%，主要系融资规模扩大导致货币资金增长以及应收土地分成收益款增长所致；资产结构方面，公司资产仍以流动资产为主，流动资产占比为 74.27%，较年初变化不大。

总体看，2018 年，公司货币资金规模大幅增长，资金充裕，但土地整理形成的存货较高，对资金仍有较大规模的占用。公司整体资产质量尚可。

2．负债及所有者权益

负债

截至2018年末，公司负债合计354.94亿元，较年初小幅增长0.10%；其中流动负债占比为55.37%，非流动负债占比为44.63%，负债结构仍较为均衡。

流动负债方面，截至 2018 年末，公司流动负债 196.54 亿元，较年初下降 0.85%；流动负债主要由短期借款（占 30.70%）、预收款项（占 8.24%）、其他应付款（占 18.18%）、一年内到期的非流动负债（占 24.06%）和其他流动负债（占 10.27%）构成。

截至 2018 年末，公司短期借款为 60.34 亿元，较年初增长 53.99%，主要系对珠海华发集团财务有限公司的流动资金借款增长所致；短期借款主要由保证借款（占 27.92%）、信用借款（占 37.50%）和抵押保证借款（占 28.17%）构成。公司预收款项为 16.19 亿元，较年初增长 25.15%，主要系公司预收的土地收益分成款。公司其他应付款为 35.73 亿元，较年初增长 36.79%，主要系与华发集团的往来款增加所致。公司一年内到期的非流动负债为 47.28 亿元，较年初增加 45.01 亿元，主要系“14 珠海华发 MTN001”（债券余额 30.00 亿元）将于 2019 年 10 月到期以及部分长期借款即将到期转入所致。公司其他流动负债为 20.18 亿元，较年初下降 74.82%，其他流动负债主要为公司发行的 20.00 亿元超短期融资券，本报告将其纳入短期债务核算。

非流动负债方面，截至 2018 年末，非流动负债 158.40 亿元，较年初增长 1.30%；非流动负债主要包括长期借款（占 42.12%）和应付债券（占 53.47%）构成。

截至 2018 年末，公司长期借款为 66.73 亿元，较年初增长 17.22%，主要系公司经营所需，增大融资力度所致。公司应付债券为 84.69 亿元，较年初基本持平，应付债券将于 2020 年到期 15.00 亿元、2021 年到期 40.00 亿元、2023 年到期 30 亿元，其中“16 华综 01”“G18 华综 1”和“18 华综

01”附投资者回售选择权，行权日分别为 2019 年 3 月 11 日、2021 年 3 月 28 日及 2021 年 8 月 15 日。

债务方面，截至 2018 年末，公司债务总额为 282.21 亿元，较年初增长 0.33%，其中短期债务 130.75 亿元（占 46.33%），长期债务 151.46 亿元（占 53.67%），短期债务和长期债务较年初分别增长 0.03%和 0.58%；公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 45.18%、39.59%和 26.02%，分别较年初减少 9.75 个百分点、9.57 个百分点和 8.09 个百分点。

截至 2018 年末，公司发行的永续债合计债券余额 88.00 亿元计入“所有者权益-其他权益工具”中，考虑到永续债券的性质及特点，本报告将其从所有者权益中剔除并将其认定为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算，测算资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 56.35%、51.89%和 41.09%，分别较调整前增加 11.16 个百分点、12.30 个百分点和 15.07 个百分点，公司债务负担明显加重。

截至 2019 年 3 月末，公司负债合计 389.45 亿元，较年初增长 9.72%，主要系公司新发行合计 20.00 亿元的超短期融资券所致；负债结构方面，公司流动负债占比为 58.10%，较年初增加 2.73 个百分点。截至 2019 年 3 月末，公司债务总额为 318.84 亿元，较年初增长 12.98%，债务结构较为均衡；公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 47.23%、42.28%和 26.52%，分别较年初增加 2.04 个百分点、2.69 个百分点和 0.50 个百分点。在将永续债券调整至长期债务后，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 57.86%、53.91%和 41.32%。

总体看，跟踪期内，公司短期债务占比较高，债务结构有待调整。债务规模保持增长，但受益于所有者权益大幅增长，债务负担下降。

所有者权益

截至 2018 年末，公司所有者权益 430.61 亿元，较年初增长 48.04%，主要系公司引入工智基金以及农智基金资金合计 120.00 亿元所致，其中 2.03 亿元作为注册资本，剩余的计入资本公积；归属于母公司所有者权益 390.57 亿元，归属于母公司所有者权益中，实收资本占 3.08%、资本公积占 67.54%、其他权益工具占 22.45%和未分配利润占 6.09%，所有者权益中其他权益工具占比较高，权益结构的稳定性尚可。截至 2018 年末，公司资本公积为 263.81 亿元，较年初增长 87.17%，主要系工智基金和农智基金的增资溢价部分计入资本公积所致，工智基金及农智基金有限合伙人基金份额在退出时，由华发集团支付投资本金，因此不作为公司债务计算。

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益 435.21 亿元，较年初增长 1.07%，所有者权益保持稳定；归属于母公司所有者权益 395.00 亿元，归属于母公司所有者权益构成与年初变化不大。

总体看，由于引入新的基金投资者，公司净资产规模快速扩大，所有者权益中其他权益工具占比较高，权益稳定性尚可。

3．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 197.83 亿元，较上年增长 26.36%，主要系有色金属贸易额增长较快以及新增煤炭和钢材贸易所致；公司营业成本为 161.67 亿元，较上年增长 36.81%，营业成本增速明显高于营业收入增速。受此影响，公司营业利润较上年下降 9.45%至 26.82 亿元。2018 年，公司净利润为 21.35 亿元，较上年下降 5.88%。

从期间费用看，2018 年，公司期间费用总额为 14.90 亿元，较上年增长 1.81%；从费用构成来看，公司期间费用以管理费用（占 46.99%）和财务费用（占 45.33%）为主，其中管理费用为 7.00 亿元，较上年增长 23.23%，主要系职工薪酬增加所致；公司财务费用为 6.75 亿元，较上年下降 17.42%，

主要系本期利息资本化规模较多所致。2018 年，公司费用收入比为 7.53%，较上年减少 1.82 个百分点，公司费用控制能力较好。

2018 年，公司获得投资收益 6.61 亿元，较上年增长 6.81%，主要为来自珠海华发集团财务有限公司和珠海金融投资控股集团有限公司获得的投资收益；投资收益在营业利润中的比重为 24.65%，对公司利润有较好贡献。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 17.79%，较上年减少 6.46 个百分点；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.06%、5.30%和 5.92%，分别较上年减少 1.48 个百分点、1.37 个百分点和 2.24 个百分点，整体看公司盈利能力较上年有所下降。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 70.24 亿元，较上年同期大幅增长 93.07%，主要系大宗商品贸易增长所致；净利润为 4.48 亿元，较上年同期下降 35.93%。

总体看，2018 年，公司营业收入增速较快，同时公司参股企业经营较好，为公司提供了较多投资收益，但受毛利率较低的贸易业务收入增长以及公司净资产规模扩大影响，公司盈利能力略有下降。

4．现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入量为 234.29 亿元，较上年增长 38.01%，主要系随着公司收入规模扩大，业务回款随之增长，以及收到的往来款项增长所致；公司经营活动现金流出量为 241.62 亿元，较上年增长 44.31%，主要系贸易业务采购商品以及土地业务投入增长所致；公司经营活动产生的现金流量净额由上年的净流入 2.32 亿元转为净流出 7.33 亿元。2018 年，公司现金收入比为 107.44%，较上年增加 1.94 个百分点，公司收入实现质量仍较好。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入量为 75.37 亿元，较上年下降 41.43%，本期现金流入主要为收回的委托贷款现金；公司投资活动现金流出量为 71.18 亿元，较上年减少 49.44%，本期现金流出主要用于发放委托贷款；公司投资活动产生的现金流量净额由上年的净流出 12.11 亿元转为净流入 4.18 亿元。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入量为 467.54 亿元，较上年增长 47.43%，主要系公司及子公司收到的少数股东注资款以及银行借款增长所致；公司筹资活动现金流出量为 339.44 亿元，较上年增长 11.44%，主要系公司当期偿还债务规模增长所致；公司筹资活动产生的现金流量净额为 128.10 亿元，较上年增加 115.59 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-14.66 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 11.07 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 22.37 亿元。

总体看，2018 年，经营活动现金流量净额转为净流出，投资活动现金流情况有所改善，公司获得了股东的大量注资，现金净流入规模很高，现金充裕。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 2.42 倍和 1.21 倍增长到 2.92 倍和 1.74 倍，公司现金短期债务比由年初的 1.07 倍增长到 1.99 倍。截至 2019 年 3 月末，公司现金短期债务比为 1.77 倍，公司现金类资产对短期债务的保障能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 41.18 亿元，较上年下降 9.77%，公司 EBITDA 由折旧（占 6.71%）、摊销（占 1.12%）、计入财务费用的利息支出（占 27.14%）和利润总额（占 65.03%）构成。公司 EBITDA 利息保障倍数和 EBITDA 全部债务比分别由上年的 2.78 倍和 0.16 倍

下降到 2.43 倍和 0.15 倍。整体看，公司长期偿债能力尚可。

根据中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G10440402008790 80J），截至 2019 年 4 月 4 日，公司正常类未结清贷款 18 笔，无未结清和已结清的不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 3 月末，公司在各家银行获得授信额度合计 522.09 亿元，剩余授信额度为 124.93 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年 3 月末，公司对外担保余额合计 34.10 亿元，担保比率为 7.84%，主要系子公司十字门公司为华发集团提供的担保，截至目前被担保方经营状况良好，公司代偿风险较小。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可，间接融资渠道畅通，考虑到公司作为珠海市规模较大的综合发展公司，且在珠海市具有一定的区域竞争优势，公司整体偿债能力极强。

6．母公司财务概况

截至 2018 年末，母公司资产总额 416.47 亿元，所有者权益 221.52 亿元，负债总额 194.95 亿元，全部债务 191.33 亿元，其中应付债券 84.69 亿元；母公司资产负债率 46.81%，全部债务资本化比率 46.34%。2018 年，母公司实现营业收入 1.83 亿元，利润总额 12.92 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年末，公司现金类资产达 259.95 亿元，为“16 华综 01”“16 华综 02”及“18 华综 01”债券余额合计（59.93 亿元）的 4.34 倍，公司现金类资产对“16 华综 01”“16 华综 02”及“18 华综 01”的覆盖程度高；截至 2018 年末，公司净资产达 430.61 亿元，为“16 华综 01”“16 华综 02”及“18 华综 01”本金合计（59.93 亿元）的 7.19 倍，公司现金类资产和净资产对“16 华综 01”“16 华综 02”及“18 华综 01”按期偿付的保障作用很强。

从盈利情况来看，2018 年公司 EBITDA 为 41.18 亿元，余额为“16 华综 01”“16 华综 02”及“18 华综 01”本金（59.93 亿元）的 0.69 倍，公司 EBITDA 对“16 华综 01”“16 华综 02”及“18 华综 01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入量 234.29 亿元，为“16 华综 01”“16 华综 02”及“18 华综 01”本金（59.93 亿元）的 3.91 倍，公司经营经营活动现金流入量对“16 华综 01”“16 华综 02”及“18 华综 01”的覆盖程度很高。

综合以上分析，考虑到公司作为珠海市国资委下属的国有独资公司，公司在规模实力、行业经验等方面具有较强的区域竞争优势，联合评级认为，公司对存续期内的“16 华综 01”“16 华综 02”及“18 华综 01”的偿还能力极强。

八、债权保护条款分析

公司发行的“18 华综 01”由华发集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1．华发集团主体概况

跟踪期内，华发集团股权结构和经营范围均无变化。截至 2019 年 3 月末，华发集团注册资本 11.20 亿元，珠海市国资委为华发集团唯一股东及实际控制人。

华发集团经营范围：房地产开发经营（凭资质证书经营）；房屋出租；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（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 2018 年末，华发集团合并资产总额 2,826.17 亿元，负债合计 1,965.59 亿元，所有者权益 860.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益 313.05 亿元。2018 年，华发集团实现合并营业收入 532.79 亿元，净利润 40.68 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 12.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额 110.62 亿元，现金及现金等价物净增加额 123.13 亿元。

华发集团注册地址：珠海市拱北联安路 9 号；法定代表人：李光宁。

2．华发集团经营分析

（1）经营概况

华发集团经过三十多年的发展，目前已实现由单一的区域型房地产企业转型为以城市运营、房产开发、金融产业、产业投资为四大核心主业，以商贸服务、文体教育及现代服务等为综合配套业务的“4+2”业务格局。

2018 年，华发集团实现营业收入 532.79 亿元，较上年增长 20.66%，主要系房地产开发和大宗商品批发业务收入增长带动。分业务看，2018 年，除土地一级开发业务外，华发集团其他核心业务板块营收均有所增长。受交付房屋结转的销售收入增加影响，2018 年华发集团房地产销售收入较上年增长 18.94%，主要系结转项目增长所致；华发集团土地一级开发收入较上年下降 4.51%，系土地出让规模下降所致；华发集团扩大电解铜等有色金属的贸易规模，大宗商品批发业务收入较上年增长 22.03%；华发集团金融板块收入较上年增加 2.42 亿元，主要系珠海华发集团财务有限公司（以下简称“华发财务”）利息收入增长较快所致；此外，华发集团汽车销售板块营收保持稳定，物业服务板块在华发集团持续的培育下保持收入增长趋势，但上述业务对收入和利润贡献小。

表 8　2017—2018 年华发集团营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	191.70	43.41	28.31	228.00	42.79	28.02
土地一级开发	51.03	11.56	68.51	48.73	9.15	59.18
金融类业务	9.15	1.86	65.79	12.23	2.30	68.85
大宗商品批发	163.70	37.07	0.29	199.77	37.50	0.32
汽车销售	4.77	1.08	8.73	4.58	0.86	9.28
物业服务	5.57	1.26	16.44	17.81	3.34	19.64
其他主营业务	8.24	1.87	0.14	10.47	1.96	14.83
其他业务收入	6.56	0.19	-11.73	8.21	1.54	0.10
合计	**441.55**	**100.00**	**22.09**	**532.79**	**100.00**	**20.71**

资料来源：华发集团审计报告

毛利率方面，2018 年，房地产销售业务毛利率水平较高，较上年基本保持稳定；土地一级开发业务毛利率较上年下降 9.33 个百分点，主要系富山工业园出让土地以工业用地为主，毛利率相对较低所致。大宗商品批发业务毛利率变动较小，且毛利率水平很低。华发集团金融类业务毛利率较上年小幅下降 1.20 个百分点。华发集团综合毛利率为 20.71%，较上年下降 1.38 个百分点。

总体看，受房地产以及大宗商品批发业务收入增长较快影响，华发集团营业收入规模大幅增长，毛利率水平基本保持稳定。

（2）房地产开发板块

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。华发股份拥有房地产一级开发资质，作为华发集团合并范围内的上市子公司，拥有较为独立的经营权。

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、车库及商铺。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、苏州、南京、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近30个主要城市，形成了珠海、华南、华东、华中、北方、山东6大区域以及北京公司的“6+1”区域布局。

2018年，华发股份实现营业收入236.99亿元，较上年增长18.80%；其中房地产销售收入为226.61亿元，较上年增长19.22%。分区域看，珠海地区仍是华发股份房地产销售收入的主要来源，但占比呈下降趋势。2018年，华发股份房地产销售收入中珠海地区占比35.23%，华南地区(不含珠海)占比23.71%，华东地区占比29.32%，华中地区占比7.16%，山东地区占比3.52%，北方地区占比1.06%。毛利率方面，2018年华发股份房地产销售板块毛利率为27.95%，较上年减少0.65个百分点，主要系毛利率水平较低的华东区域（毛利率为21.55%）和华中地区（毛利率为18.42%）收入占比提升所致。

受益于项目储备的增加，跟踪期内华发股份项目开发步伐不断加快，新开工面积、期末在建面积大幅提升。2018年，华发股份新开工面积较上年增长132.97%至513.64万平方米，主要集中在武汉、南京、珠海、沈阳、大连等；随着在建项目的持续投入，期末在建面积1,004.23万平方米，较上年增长40.38%；年内竣工面积178.57万平方米。

表9　2017—2018年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	2017年	2018年
新开工面积	220.47	513.64
竣工面积	215.28	178.57
期末在建面积	715.35	1,004.23
合同销售面积	133.76	194.87
合同销售金额	310.17	582.00
合同销售均价	2.32	2.99

资料来源：华发集团提供
注：2017年与2018年数据由于统计口径不同，存在一定差异

销售方面，2018年，华发股份积极应对市场变化，落实因城施策、一盘一策的销售策略，推动华发集团销售业绩再创历史新高，实现签约销售面积194.87万平方米，较上年增长45.69%，签约销售额582.00亿元，较上年增长87.64%，销售均价进一步增至2.99万元/平方米。销售区域方面，华发股份在保持珠海、上海、武汉等重点城市销售业绩稳步提升的前提下，南京、苏州等新进驻城市也取得了突破。华东区域实现签约销售226.78亿元，占销售总额比重38.96%；其次为珠海区域，实现签约销售124.40亿元，占总签约销售金额的21.37%；华南区域（不含珠海，包括广州、中山、南宁）和华中区域均实现签约销售超过90.22亿元，成为次重点区域；北方区域和山东区域也取得49.75亿元的历史最佳销售业绩。从销售结构来看，在华发集团已进入的城市中，一二线及重点城市销售占比超过60%，远超珠海大本营及三线城市，区域分布摆脱单一区域市场，呈均衡态势，整体综合

实力进一步增强。

土地储备方面，截至 2018 年末，华发股份共拥有 34 个项目的土地储备，待开发面积合计 363.44 万平方米，规划计容面积 750.04 万平方米，项目储备充足。华发集团在深耕珠海市场的基础上，成功布局华南、华中、华东、华北等经济较为发达地区的一二线城市及辐射的三四线城市，其中：华中地区、华东地区以武汉、上海、南京、杭州为核心，土地储备占比 46.95%；华南粤港澳大湾区区域以珠海、广州、深圳为核心，土地储备占比 29.81%；华北区域以北京、青岛、威海为核心，土地储备占比 8.75%；其他区域占比 14.49%。区域布局进一步优化。华发股份在建和储备房地产项目投资规模大，一方面为华发集团未来销售收入提供支撑，另一方面也为华发集团带来了一定的资金压力。

总体看，跟踪期内华发集团房地产板块投资及销售情况保持良好发展态势，较大规模的预收账款及项目储备为华发集团未来收入提供了有力保障。华发集团在建项目主要集中在武汉、珠海、南京等一二线核心城市，项目储备主要集中在武汉、珠海等，部分项目位于东北地区。同时，联合评级注意到华发集团未来销售情况易受区域房地产市场行情、宏观调控及房地产政策等影响，未来收入及利润或将有所波动。

城市运营

华发集团城市运营板块主要由综合发展负责，详见本报告综合发展经营分析。

金融及产业投资

华发集团金融板块经营主体主要是珠海金控和华发财务，收益包括计入营业收入的手续费及佣金净收入、顾问咨询费收入、担保业务收入和利息净收入等，及华发集团对外投资所获取的投资收益。

2018 年，华发集团金融板块实现营业收入 12.23 亿元，其中利息净收入 7.45 亿元（主要来自华发财务），手续费及佣金收入 1.81 亿元（主要来自珠海金控间接控股的华金证券股份有限公司），其他金融业务收入 2.97 亿元（主要是担保服务费、财务顾问费、基金管理费、交易服务费等）。同期，华发集团确认投资收益 12.50 亿元（金融板块投资收益）；其中，持有至到期投资在持有期间的投资收益 1.69 亿元，主要来自信托收益；权益法核算的长期股权投资收益 3.35 亿元，主要系参股华润银行股份有限公司和珠海农村商业银行股份有限公司等产生；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益分别为 2.26 亿元，主要来自债券收益；持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益 4.31 亿元，系参股厦门国际银行股份有限公司和持有的基金等产生的收益。

总体看，跟踪期内，作为公司核心突破板块的金融板块业务快速发展，营收和投资收益快速增长，可对公司收入和利润形成一定补充。

大宗商品批发

华发集团商贸服务板块由综合发展负责，详见本报告综合发展经营分析。

3．华发集团财务分析

华发集团提供了 2018 年度合并财务报表，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；

2018 年，华发集团根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》以及《关于 2018 年度一般企业财务报表格式有关问题的解读》的要求编制财务报表，财务报表的列报发生变更，华发集团已对可比期间的数据进行追溯调整。2018 年，华发集团合并范围新增子公司 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；同期，华发集团不再

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。截至 2018 年末，华发集团拥有纳入合并范围的子公司 407 家。跟踪期内，华发集团合并范围变化主要系华发股份新设房地产项目公司导致，合并范围变化对华发集团财务数据可比性影响较小。

（1）资产质量

截至 2018 年末，华发集团资产总额 2,826.17 亿元，较年初增长 23.69%，主要系流动资产增加所致；从构成看，流动资产占比为 82.16%，资产结构仍以流动资产为主。

流动资产

流动资产方面，截至 2018 年末，华发集团流动资产 2,321.90 亿元，较年初增长 24.44%，主要系货币资金、存货以及其他流动资产增长所致。华发集团流动资产主要由货币资金（占 15.05%）和存货（占 65.79%）和其他流动资产（占 6.59%）构成。

截至 2018 年末，受对外融资和房地产销售回款影响，货币资金较年初增长 61.81%至 349.35 亿元，主要由银行存款（占 91.00%）及存放中央银行法定存款准备金（占 6.93%）组成；存放同业款项 78.39 亿元，较年初下降 7.31%，全部为存放境内银行同业。其他应收款 54.12 亿元，较年初增长 166.99%，主要系应收土地竞买保证金增加。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。较年初增长 20.24%至 1,527.66 亿元，共计提存货跌价准备 261.66 万元；其中，开发成本 1,299.50 亿元，较年初增加 151.16 亿元，主要系新开工项目及在建项目持续投入所致，包括无锡原中南装饰城地块、梧桐湖国际社区、温州市鹿城区松台街道项目、万科•华发观贤别墅等。华发集团存货中开发成本以房地产项目为主，此外还有部分土地一、二级开发成本；华发集团存货中开发产品净值 192.85 亿元，较年初增加 96.77 亿元，主要系新增完工项目包括上海静安府、珠海华发十字门国际花园、珠海横琴华发首府花园、上海杨浦华发公馆等。受华发股份向合营、联营企业拆出资金增加影响，其他流动资产较年初增长 52.38%至 152.92 亿元，主要由拆出款项及其他（115.01 亿元）、预交税费（26.64 亿元）、委托贷款（8.31 亿元）构成。

非流动资产

截至 2018 年末，华发集团非流动资产 504.26 亿元，较年初增长 20.38%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资增长所致。华发集团非流动资产主要由可供出售金融资产（占 22.75%）、长期股权投资（占 35.78%）、投资性房地产（占 9.46%）、固定资产（占 18.34%）和无形资产（占 5.05%）构成。

截至 2018 年末，华发集团可供出售金融资产 114.74 亿元，较年初增加 34.00 亿元，主要系对珠海工智股权投资基金（有限合伙）、珠海农智股权投资基金（有限合伙）、珠海华金智盈投资基金合伙企业（有限合伙）、厦门国际银行股份有限公司等以成本计量的可供出售权益工具投资。长期股权投资 180.44 亿元，较年初增长 23.00%，主要系增加对珠海华金阿尔法二号股权投资基金合伙企业（有限合伙）、珠海英飞尼迪创业投资基金（有限合伙）、珠海华金同达股权投资基金合伙企业（有限合伙）等基金投资，上海华泓钜盛房地产开发有限公司、宁波招海置业有限公司等房地产合营及联营企业和珠海华润银行股份有限公司等金融类参股企业的投资增加或权益法核算增加。华发集团固定资产为 92.50 亿元，较年初增长 9.81%，固定资产主要为房屋及建筑物，占固定资产原值的 92.23%；固定资产累计计提折旧 16.48 亿元，成新率为 84.71%，成新率较好。

截至 2018 年末，华发集团受限资产账面价值合计 588.07 亿元，以存货、长期股权投资、固定资产、货币资金和投资性房地产为主；受限资产账面价值占资产总额的 20.81%。

总体看，跟踪期内，华发集团资产总额不断增长，资产构成以存货、货币资金等流动资产为主，符合其房地产开发及土地一级开发为主业的特征。华发集团整体资产质量较好。但受限资产规模较

大，对华发集团流动性产生一定影响。

（2）负债及所有者权益

负债

截至 2018 年末，华发集团负债总额 1,965.59 亿元，较年初增长 18.35%，主要来自流动负债规模的增加；从构成看，受预收款项及短期债务快速上升带动流动负债增长影响，华发集团流动负债比重逐年提升，2018 年末为 64.75%。

流动负债方面，截至 2018 年末，华发集团流动负债 1,272.78 亿元，较年初增长 33.37%，主要系短期借款、预收款项和其他应付款增长所致。华发集团流动负债主要由短期借款（占 13.80%）、应付票据及应付账款（占 5.73%）、预收款项（占 32.06%）、其他应付款（占 10.02%）、一年内到期的非流动负债（占 23.44%）和其他流动负债（占 8.70%）。

截至 2018 年末，华发集团短期借款 175.61 亿元，较年初增长 24.68%，以信用借款（占 43.59%）、抵押借款（占 29.81%）和保证借款（占 23.24%）为主。预收款项较年初增长 37.90%至 408.00 亿元，主要系武汉华发外滩首府、武汉华发中城荟、苏州姑苏院子等项目预收楼款增加（预收楼款期末余额合计 385.43 亿元）。一年内到期的非流动负债 298.40 亿元，主要为一年内到期的长期借款（期末余额为 236.70 亿元）快速增长。其他流动负债较年初增长 36.40%至 110.71 亿元，主要为华发集团本部、华发综合发展、珠海金控发行的超短期融资券 95.00 亿元，华金-华发股份购房尾款资产支持专项计划优先 A 级和优先 B 级（合计 8.50 亿元）。其他应付款为 127.49 亿元，较年初增长 16.41%，主要系往来款增长所致。

非流动负债方面，截至 2018 年末，华发集团非流动负债 692.80 亿元，较年初小幅下降 1.95%。华发集团非流动负债主要由长期借款（占 53.98%）和应付债券（占 44.60%）构成。

截至 2018 年末，华发集团长期借款 374.00 亿元，较年初下降 15.27%，长期借款以保证借款、抵押借款等为主。华发集团应付债券 309.00 亿元，较年初增长 24.49%，主要系华发集团本部及下属子公司综合发展、香港华发投资控股集团有限公司、华发股份发行公司债、中期票据及美元债等。

有息债务方面，将华发集团发行的超短期融资券（“其他流动负债”）、资产支持证券和售后回租融资款（“长期应付款”）等有息部分计入债务。截至 2018 年末，华发集团全部债务较年初增长 14.17%至 1,313.73 亿元，其中长期债务占比下降至 51.99%，系一年内到期的非流动负债、短期借款增加及超短期融资券发行所致。截至 2018 年末，华发集团资产负债率、全部债务资本化及长期债务资本化比率分别为 69.55%、60.42%和 44.25%，较年初分别下降 3.14 个百分点、4.42 个百分点和 8.58 个百分点。

将华发集团及下属子公司发行的永续债调入债务后，2018 年末，华发集团有息债务规模为 1,524.21 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 77.00%、70.10%和 57.88%，较调整前分别增加 7.45 个百分点、9.68 个百分点和 13.63 个百分点。考虑到华发集团负债中预收账款规模较大，华发集团实际负债水平轻于上述指标值。

总体看，跟踪期内，随着经营规模的扩大及房地产预收款项的增加，华发集团负债总额逐年增加，债务规模较大，债务负担较重。

所有者权益

截至 2018 年末，华发集团所有者权益 860.58 亿元，较年初增长 37.93%。华发集团归属于母公司所有者权益为 313.05 亿元，主要由实收资本（占 3.58%）、其他权益工具（占 29.32%）、资本公积（占 49.28%）和未分配利润（占 12.31%），其他权益工具与未分配利润占比较高，权益稳定性尚可。

截至 2018 年末，华发集团其他权益工具 91.80 亿元，较年初增加 19.80 亿元，主要为华发集团

从兴业国际信托和交行国际信托取得的可续期债；资本公积较年初增加 35.98 亿元至 154.26 亿元，主要系：①综合发展引进少数股东，投资价款与按少数股东持股比例相对应享受的相关子公司可辨认净资产份额之间的差额导致资本公积增加 33.38 亿元；②华发股份下属公司引进少数股东，投资价款与按少数股东持股比例相对应享受的相关子公司可辨认净资产份额之间的差额导致资本公积增加 1.04 亿元；③华发股份对珠海十字门城建有限公司增资形成同一控制下企业合并，由于持股比例不同，影响资本公积 5.83 亿元；④资本公积减少主要系华发股份回购注销原激励对象持有的限制性股票、华发股份收购下属子公司少数股东持有的股权购买成本与交易日按新取得的股权比例计算确定应享有的可辨认净资产份额的差额等原因导致；少数股东权益较年初增加 173.26 亿元至 547.53 亿元，主要系综合发展吸收少数股东投资及华发股份发行永续债券、华发股份少数股东权益增长所致。

总体看，华发集团所有者权益规模较年初大幅扩大，资本实力显著增长，权益稳定性尚可。

（3）盈利能力

2018 年，华发集团实现营业收入 532.79 亿元，较上年增长 20.66%；同期，华发集团营业成本较上年增长 22.80%，增幅大于营业收入；受此影响，华发集团营业利润率较上年下降 0.79 个百分点至 16.77%。

期间费用方面，2018 年，华发集团期间费用 52.17 亿元，较上年增长 30.37%。其中管理费用 27.09 亿元，较上年增长 40.75%，主要系人员数量增长，相应职工薪酬提升；财务费用 14.84 亿元，较上年下降 3.52%，主要受益于利息收入增加。2018 年，华发集团费用收入比为 9.79%，较上年增长 0.72 个百分点。

2018 年，华发集团实现投资收益 18.24 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，2018 年华发集团投资收益中：权益法核算的长期股权投资收益 9.09 亿元，主要来自华润银行等；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益 2.26 亿元，主要来自华发集团持有的债券、股票等；持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益 4.31 亿元，主要为华发集团持有的资管计划、债券投资等。2018 年，华发集团实现利润总额 56.16 亿元，较上年增长 13.04%。

盈利指标方面，2018 年，华发集团总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.14%、3.03%和 5.48%，较上年分别减少 0.21 个百分点、0.34 个百分点和 0.90 个百分点。

总体看，华发集团营业收入快速增长，金融业务收入和投资收益对华发集团利润形成了良好补充。同时，受土地一级开发毛利率下降、大宗贸易板块利润水平较低等影响，华发集团盈利能力有所下降。

（4）现金流

经营活动方面，受房地产销售规模的扩大和大宗商品批发量的提升影响，华发集团 2018 年经营活动现金流入量 709.63 亿元，较上年增长 22.26%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 650.59 亿元；华发集团经营活动现金流出 599.00 亿元，较上年增长 25.86%，主要系房地产、土地一级开发等项目投入增加影响；同期，华发集团经营活动现金净流量 110.62 亿元，较上年变化不大。同期，华发集团现金收入比 122.11%，系预收售房款较多，收入实现质量保持在较高水平。

投资活动方面，2018 年，华发集团投资活动现金流入 94.20 亿元，主要由收回投资收到的现金 89.16 元构成；同期，华发集团投资活动现金流出较上年增长 21.30%至 452.92 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 222.50 亿元，投资支付的现金 217.07 亿元，较上年增长 22.07%，主要系对股权、债权等投资规模加大。2018 年，华发集团投资活动现金流净额-358.72 亿元，受购地及自有房建类项目支出、对外投资支出等规模大影响，投资活动表现为持续净流出。

筹资活动方面，2018 年，华发集团筹资活动现金流入 1,225.87 亿元，较上年增长 28.90%，华发集团仍主要通过银行借款、发行债券及少数股东增资等渠道筹资。收到其他与筹资活动有关的现金主要系华金证券股份有限公司发行短期收益平整增加所致，2018 年为 19.35 亿元。2018 年，华发集团筹资活动现金流出较上年增长 21.52%至 854.74 亿元，主要系偿还债务本息支付的现金规模增加所致；同期，华发集团筹资活动现金流量净额 371.13 亿元。

总体看，近年来，受房地产、土地一级开发业务回款增多及商贸板块规模扩大带动，华发集团经营活动现金流入规模呈上升趋势，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净流出，投资活动支出依赖筹资活动来平衡。

（5）偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年末，华发集团流动比率由年初的 1.96 倍下降到 1.82 倍，速动比率较年初一致，为 0.62 倍；华发集团现金短期债务比由上年的 0.58 倍增长到 0.62 倍。华发集团整体短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2018 年，华发集团 EBITDA 为 82.86 亿元，较上年增长 14.84%，与有息债务增幅基本一致，EBITDA 利息倍数为 1.19 倍，EBITDA/全部债务仍为 0.06 倍。华发集团长期偿债能力一般。

截至 2018 年末，华发集团合并口径对外担保余额 37.31 亿元，相当于净资产的 4.34%。其中华发股份为关联方珠海琴发实业有限公司提供担保余额 28.32 亿元，为关联方珠海正汉置业有限公司提供担保余额 0.40 亿元，为广东省融资再担保有限公司提供担保余额 4.60 亿元，华发集团为关联方珠海华金资本股份有限公司提供担保余额 3.00 亿元，华发集团为珠海容闳学校向交通银行珠海分行借款提供担保余额 1.00 亿元。整体看，华发集团担保比率较低，或有负债风险可控。

截至 2018 年末，华发集团合并口径共计获得金融机构授信额度 1,816.35 亿元，尚未使用 824.67 亿元，华发集团间接融资渠道畅通。另外，华发集团合并范围内拥有 2 家上市公司，控股非合并 1 家上市公司，具备直接融资渠道。

根据中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G10440401000391600），截至 2019 年 4 月 4 日，华发集团正常类未结清贷款 32 笔，无未结清和已结清的不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

总体看，华发集团短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般，考虑到华发集团资产中土地、股权投资、金融资产等增值前景良好，未来土地一级开发、房地产和金融业务收益可观及珠海市政府对华发集团的有力支持，华发集团整体偿债能力极强。

总体看，华发集团担保能力极强，经联合评级评定，维持华发集团主体长期信用等级为 AAA。

九、综合评价

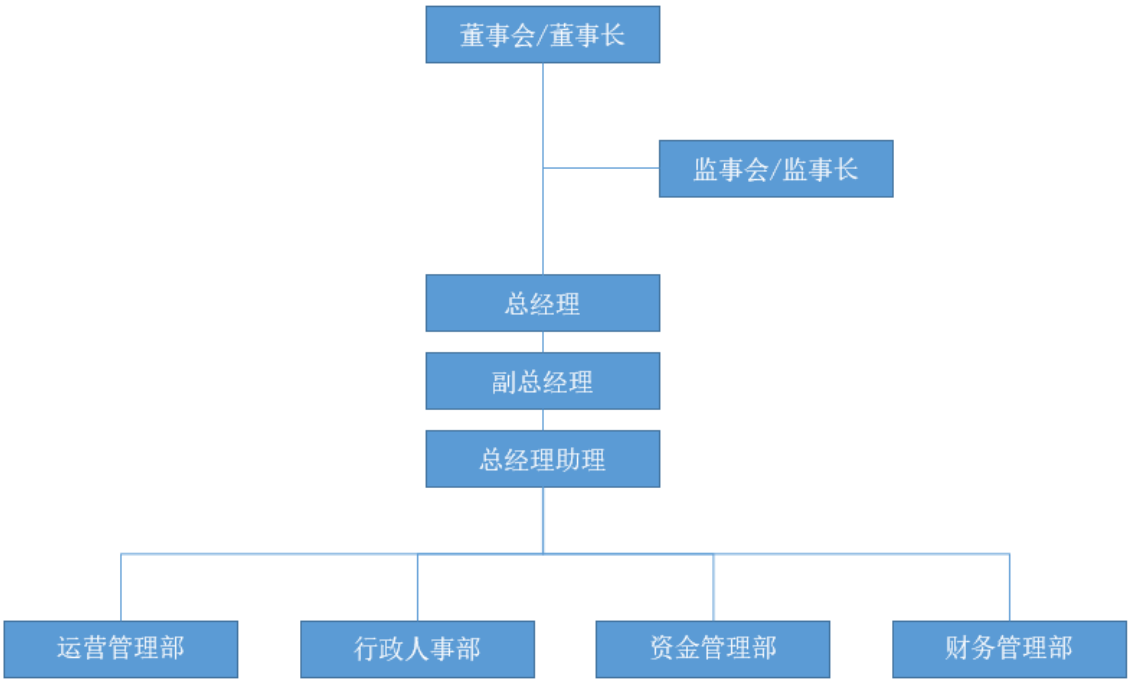
跟踪期内，公司经营状况良好，在珠海市仍具有较强的业务垄断优势；受基金注资影响，公司所有者权益规模大幅增长，资本实力增强；公司货币资金充裕、投资收益稳定。同时，联合评级也关注到公司在建项目资金支出需求较大；债务规模持续增长，经营活动净现金流为净流出态势等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着深珠城轨建设、港珠澳大桥的开通以及粤港澳大湾区列入国家重点经济发展战略，珠海作为重要的节点城市，将在深化粤港澳合作中发挥更为重要的作用。公司作为珠海市大型的综合型企业，面临良好的发展机遇，综合竞争力有望进一步增强。

“18华综01”由华发集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，华发集团的担保对于“18华综01”的信用水平提升具有积极作用。

综上，联合评级上调公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时上调“16华综01”“16华综02”的债项信用等级为“AAA”；维持“18华综01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　珠海华发综合发展有限公司
组织结构图



附件 2　截至 2019 年 3 月底公司合并范围内二级子公司情况

子公司名称	持股比例（%）	注册资本（万元）	业务性质
珠海华发商贸控股有限公司	80.00	10,000.00	商品销售
珠海华发城市运营投资控股有限公司	100.00	50,000.00	项目投资
珠海华熠开发建设有限公司	100.00	10,000.00	项目建设
珠海华平建设管理有限公司	90.00	5,000.00	项目建设
珠海华发现代服务投资控股有限公司	100.00	10,000.00	十字门商务区建设
珠海富山工业园投资开发有限公司	100.00	1,000.00	项目建设

附件 3　珠海华发综合发展有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	645.45	785.55	824.67
所有者权益（亿元）	290.87	430.61	435.21
短期债务（亿元）	130.70	130.75	161.78
长期债务（亿元）	150.58	151.46	157.06
全部债务（亿元）	281.29	282.21	318.84
营业收入（亿元）	156.57	197.83	70.24
净利润（亿元）	22.68	21.35	4.48
EBITDA（亿元）	45.64	41.18	--
经营性净现金流（亿元）	2.32	-7.33	-14.66
应收账款周转次数（次）	15.19	10.37	--
存货周转次数（次）	0.50	0.69	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.28	--
现金收入比率（%）	105.50	107.44	94.60
总资本收益率（%）	6.54	5.06	--
总资产报酬率（%）	6.67	5.30	--
净资产收益率（%）	8.16	5.92	--
营业利润率（%）	24.25	17.79	12.73
费用收入比（%）	9.34	7.53	5.33
资产负债率（%）	54.94	45.18	47.23
全部债务资本化比率（%）	49.16	39.59	42.28
长期债务资本化比率（%）	34.11	26.02	26.52
EBITDA 利息倍数（倍）	2.78	2.43	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.15	--
流动比率（倍）	2.42	2.92	2.71
速动比率（倍）	1.21	1.74	1.66
现金短期债务比（倍）	1.07	1.99	1.77
经营现金流动负债比率（%）	1.17	-3.73	-6.48
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.76	0.69	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 本报告将其他流动负债和长期应付款中的带息款项纳入债务核算；4. 公司 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 4　珠海华发集团有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	2,284.79	2,826.17
所有者权益（亿元）	623.92	860.58
短期债务（亿元）	451.82	630.69
长期债务（亿元）	698.85	683.05
全部债务（亿元）	1,150.67	1,313.73
营业收入（亿元）	441.55	532.79
净利润（亿元）	34.58	40.68
EBITDA（亿元）	72.15	82.86
经营性净现金流（亿元）	104.48	110.62
应收账款周转次数(次)	32.73	21.81
存货周转次数（次）	0.29	0.30
总资产周转次数（次）	0.22	0.21
现金收入比率（%）	113.44	122.11
总资本收益率（%）	3.35	3.14
总资产报酬率（%）	3.37	3.03
净资产收益率（%）	6.38	5.48
营业利润率（%）	17.56	16.77
费用收入比（%）	9.06	9.79
资产负债率（%）	72.69	69.55
全部债务资本化比率（%）	64.84	60.42
长期债务资本化比率（%）	52.83	44.25
EBITDA 利息倍数（倍）	1.19	1.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.06
流动比率（倍）	1.96	1.82
速动比率（倍）	0.62	0.62
现金短期债务比（倍）	0.58	0.62
经营现金流动负债比率（%）	10.95	8.69

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 本报告将其他流动负债和长期应付款中的带息款项纳入债务核算

附件 5　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。