跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1721 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”“G18 华综 1”“G19 华综 1”及“20 华综 Y1”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www. unitedratings.com.cn

珠海华发综合发展有限公司
公司债券 2020 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：AAA　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	3+2 年	AAA	AAA	2019/06/20
16 华综 02	15.00 亿元	5 年	AAA	AAA	2019/06/20
18 华综 01	20.00 亿元	3+2 年	AAA	AAA	2019/06/20
G18 华综 1	10.00 亿元	3+2 年	AAA	AAA	2019/06/20
G19 华综 1	5.00 亿元	5 年	AAA	AAA	2019/11/18
20 华综 Y1	10.00 亿元	3+N 年	AAA	AAA	2020/03/23

担保方：珠海华发集团有限公司

担保方式：为“18 华综 01”“G18 华综 1”及“G19 华综 1”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2020 年 6 月 22 日

分析师

王金磊　登记编号（R0040218020002）

李乃鹏　登记编号（R0040218100003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

评级观点

珠海华发综合发展有限公司（以下简称“公司”）作为珠海市大型的综合型企业，2019年以来，公司经营状况良好，在珠海市仍具有较强的业务垄断优势，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”）也关注到公司贸易业务存在一定单一货种依赖风险、在建项目资金支出需求较大及债务存在一定集中兑付压力等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，受益于粤港澳大湾区城市群发展、港珠澳大桥贯通、横琴自由贸易区建设等国家级支持政策的叠加，珠海市将在深化粤港澳合作中发挥更为重要的作用，公司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”“G18华综1”及“G19华综1”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的连带责任保证担保，华发集团的担保对于“18华综01”“G18华综1”及“G19华综1”的信用水平提升仍具有积极作用。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16华综01”“16华综02”“18华综01”“G18华综1”“G19华综1”及“20华综Y1”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．**公司外部发展环境良好。**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，作为珠海市大型的综合型企业，公司外部发展环境良好。

2．**公司资金充裕，投资收益稳定。**参股企业为公司带来了稳定的投资收益，对公司利润形成良好补充；且公司现金储备较多，资金充裕。

3．**担保措施设置。**华发集团的担保对“18华综01”“G18华综1”及“G19华综1”的信用水平提升仍具有积极作用。

关注

1．**贸易业务存在一定的单一货种依赖风险。**公司贸易业务规模较大，其毛利率水平较低，且有色金属在贸易业务销售金额中占比较高，存在一定的单一货种依赖风险。

2．**公司存在一定资金支出压力。**公司经营活动及投资活动现金流均呈净流出态势，且净流出规模均较大，公司建设项目资金需求较大，存在较大的资金支出压力。

3．**债务结构有待优化，存在一定集中兑付压力。**公司债务规模在2020年一季度增长较快，短期债务规模较大，债务结构有待优化。截至2020年3月末，公司债务在未来1年及2~3年到期规模较大，存在一定集中兑付压力。

主要财务数据

发行人

项目	2018年	2019年	2020年3月
合并口径			
资产总额（亿元）	785.55	829.86	956.83
所有者权益（亿元）	430.61	488.89	492.32
长期债务（亿元）	151.46	159.38	185.73
全部债务（亿元）	282.21	272.68	383.54
营业收入（亿元）	197.83	304.49	81.41
净利润（亿元）	21.35	16.19	3.96
EBITDA（亿元）	41.18	36.86	--
经营性净现金流（亿元）	-7.33	-55.34	-0.53
营业利润率（%）	17.79	11.32	6.45
净资产收益率（%）	5.92	3.52	--
资产负债率（%）	45.18	41.09	48.55
全部债务资本化率（%）	39.59	35.80	43.79
流动比率（倍）	2.92	3.16	2.46
EBITDA全部债务比（倍）	0.15	0.14	--
EBITDA利息倍数（倍）	2.43	2.23	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.48	0.43	--
公司本部（母公司）			
资产总额（亿元）	416.47	481.07	551.68
所有者权益（亿元）	221.52	273.55	275.63
全部债务（亿元）	191.33	159.36	221.14
营业收入（亿元）	1.83	3.27	0.48
净利润（亿元）	12.92	19.95	2.44
资产负债率（%）	46.81	43.14	50.04
全部债务资本化比率（%）	46.34	36.81	44.52

担保方

项目	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	2,826.17	3,618.40	4,117.11
所有者权益（亿元）	860.58	1,070.67	1,116.32
营业收入（亿元）	532.79	792.69	199.57
净利润（亿元）	40.68	50.51	14.43
经营性净现金流（亿元）	110.62	218.28	60.73
资产负债率（%）	69.55	70.41	72.89

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．本报告将公司其他流动负债和长期应付款中的带息款项，担保方其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的带息款项纳入债务核算；3．公司及担保方2020年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4．EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

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。

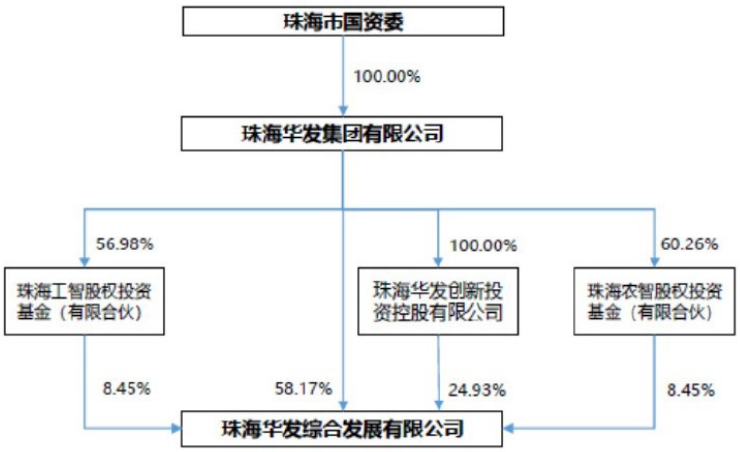
分析师：王金鑫 李乃鹏

联合信用评级有限公司

一、主体概况

2019 年以来，珠海华发综合发展有限公司（以下简称“公司”）股权结构及注册资本均未发生变动。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本与实收资本均为 12.03 亿元，珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）持有公司 83.10%股权，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 2020 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司业务仍主要以城市运营、商贸物流和现代服务三大板块为主。公司本部设运营管理部、行政人事部、财务管理部、资金管理部和市场招商部 5 个职能部门；公司拥有纳入合并范围的一级子公司共 6 家；公司合并范围拥有在职员工 8,974 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 829.86 亿元，负债合计 340.97 亿元，所有者权益 488.89 亿元，其中归属于母公司所有者权益 440.44 亿元。2019 年，公司实现营业收入 304.49 亿元，净利润 16.19 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 13.37 亿元；经营活动产生的现金流量净额-55.34 亿元，现金及现金等价物净增加额-78.55 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 956.83 亿元，负债合计 464.51 亿元，所有者权益 492.32 亿元，其中归属于母公司所有者权益 443.61 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 81.41 亿元，净利润 3.96 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.47 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.53 亿元，现金及现金等价物净增加额 37.45 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

表 1　本次跟踪债券情况（单位：亿元、年）

债券全称	债券简称	债券代码	债券余额	债券期限	起息日期	行权日
珠海华发综合发展有限公司 2016 年公司债券（第一期）（品种一）	16 华综 01	136247.SH	24.93	3+2	2016-03-11	2019-03-11
珠海华发综合发展有限公司 2016 年公司债券（第一期）（品种二）	16 华综 02	136281.SH	15.00	5	2016-03-11	--
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）	18 华综 01	143751.SH	20.00	3+2	2018-08-17	2021-08-17
珠海华发综合发展有限公司公开发行 2018 年绿色公司债券（第一期）（品种一）	G18 华综 1	143544.SH	10.00	3+2	2018-03-30	2020-03-16

珠海华发综合发展有限公司公开发行 2019 年绿色公司债券（第一期）	G19 华综 1	163044.SH	5.00	5	2019-12-04	--
珠海华发综合发展有限公司 2020 年公开发行可续期公司债券（第一期）	20 华综 Y1	163936.SH	10.00	3+N	2020-03-16	2023-03-16

资料来源：wind，联合评级整理

（1）“16 华综 01”及“16 华综 02”

公司发行的“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，行权日为 2019 年 3 月 11 日；“16 华综 02”为 5 年期，发行规模 15 亿元。公司已按时支付“16 华综 01”和“16 华综 02”各期利息。“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。

2020 年 4 月末，“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”

公司发行的“18 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 20 亿元，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的连带责任保证担保。公司已按时支付“18 华综 01”各期利息。

2020 年 4 月末，“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”。

（3）“G18 华综 1”

公司发行“G18 华综 1”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 10 亿元，最终票面利率为 5.27%，行权日为 2021 年 3 月 30 日。“G18 华综 1”由华发集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。公司已按时支付“18 华综 01”各期利息。

截至 2020 年 4 月末，“G18 华综 1”募集资金已使用 9.56 亿元，按照募集说明书约定，扣除承承销费后用于横琴国际金融中心大厦项目建设，募集资金余额为 0.44 亿元。

（4）“G19 华综 1”

公司发行“G19 华综 1”为 5 年期，发行规模 5 亿元，最终票面利率为 4.17%，到期日为 2024 年 12 月 4 日。“G19 华综 1”由华发集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。截至本报告出具日，“G19 华综 1”尚未到第一次付息日。

截至 2020 年 4 月末，G19 华综 1”募集资金按照募集说明书约定扣除承销费后全部用于偿还横琴国际金融中心大厦项目贷款。

（5）“20 华发 Y1”

公司发行“20 华综 Y1”基础期限不超过 3 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，于公司行使续期选择权时延长 1 个周期，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。“20 华综 Y1”附公司续期选择权、递延支付利息权和赎回选择权，“20 华综 Y1”尚未到第一次付息日。

截至 2020 年 4 月末，“20 华综 Y1”募集资金已按照募集说明书约定用途全部用于补充流动资金。

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我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我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，我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，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、

保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

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

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

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

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化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	中央全面深化	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

2 月	改革委员会	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：联合评级整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2．外部环境

2019 年，珠海市经济较上年保持稳定增长，财政实力稳步增强，公司外部发展环境较好。

根据《2019 年珠海市国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，珠海市全市实现地区生产总值（GDP）3,435.89 亿元，较上年增长 6.8%。其中，第一产业增加值 57.36 亿元，较上年增长 1.9%；第二产业增加值 1,528.73 亿元，较上年增长 4.6%；第三产业增加值 1,849.79 亿元，较上年增长 9.2%。三次产业比例为 1.7:44.5:53.8。2019 年，珠海市人均生产总值为 17.55 万元。

2019 年，珠海市完成固定资产投资 1,971.88 亿元，较上年增长 6.1%。其中，房地产开发投资 893.36 亿元，增长 13.5%。国内贸易方面，2019 年，珠海市社会消费品零售总额 1,233.36 亿元，较上年增长 6.3%。其中，批发业零售额 249.71 亿元，较上年增长 5.8%；零售业零售额 825.35 亿元，较上年增长 5.8%。

根据《2019 年珠海市国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，珠海市一般公共预算收入为 344.49 亿元，较上年增长 3.9%。其中，税收收入占比为 82.44%，一般公共预算收入质量较好。珠海市一般公共预算支出为 615.74 亿元，较上年增长 7.5%，财政自给率为 55.95%，自给能力一般。

四、管理分析

2019 年 8 月，华发集团委任李海东先生为公司董事，其他董事、监事、高级管理人员未发生变动，公司人员变动不大，主要管理制度连续。

五、经营分析

1．经营概况

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，公司整体盈利能力较上年有所下降。

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，2019年，公司在珠海市内仍具有较强的业务垄断优势，公司实现营业收入304.49亿元，较上年增长53.91%。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，公司城市运营板块收入较上年下降10.65%，主要系土地出让面积下降所致；商贸物流板块收入较上年增长89.33%，主要系有色金属销售额大幅增长所致；公司现代服务和其他业务收入占比较小，对公司整体收入规模影响不大。

表3　2018－2019年公司业务经营情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
城市运营	50.10	25.32	58.64	44.77	14.70	68.91
商贸物流	131.14	66.29	0.80	248.27	81.54	0.50
现代服务	11.53	5.83	19.25	6.87	2.26	12.30
其他主营业务	1.53	0.77	32.36	1.35	0.44	3.06
其他业务	3.53	1.79	88.53	3.21	1.05	72.92
合计	**197.83**	**100.00**	**18.28**	**304.49**	**100.00**	**11.60**

资料来源：公司提供

毛利率方面，2019年，公司综合毛利率较上年减少6.68个百分点。分板块来看，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增加10.27个百分点，毛利率变动较大，系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同所致。

2020年1—3月，公司实现营业收入81.41亿元，较上年同期增长15.90%，主要系大宗商品贸易收入增长所致。公司净利润3.96亿元，较上年同期下降11.64%。

2．城市运营板块

城市运营板块为公司的核心业务，其中土地一级开发业务收入规模较大且较为稳定。公司土地储备规模较大，增值空间较大。公司项目投资规模较大，未来仍存在较大的资金支出压力。

公司城市运营板块主要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，业务主要分为土地一级开发、商业地产以及其他项目建设。

（1）土地一级开发

2019年，华发城市运营实现土地一级开发收入44.57亿元，较上年下降8.55%，收入主要来自十字门中央商务金湾航空新城区、高新区北围、珠海北站TOD及富山工业园等项目；2018—2019年，华发城市运营土地一级开发业务分别获得回款43.00亿元和11.40亿元，2019年回款情况较差。

表 4　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		金湾航空新城		保税区二期		高新区北围	
	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年
土地出让数量	5	0	2	7	2	1	1	3
出让建筑面积	34.96	0.00	26.81	87.10	23.87	3.08	3.60	14.00
分成收入	12.00	0.00	5.48	28.97	2.14	0.29	7.76	9.54
结转开发成本	2.00	0.00	1.62	2.94	0.96	0.22	3.94	2.03
开发收益	10.00	0.00	3.85	26.03	1.18	0.07	3.82	1.97
毛利率	83.12	0.00	70.36	89.85	55.20	25.34	49.23	49.23
项目	珠海北站 TOD		斗门一河两岸		富山工业园			
	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年		
土地出让数量	8	4	8	4	5	1		
出让建筑面积	32.65	23.61	32.65	23.61	83.62	18.41		
分成收入	9.33	5.53	9.33	5.53	9.65	8.54		
结转开发成本	0.00	0.00	0.00	0.00	8.96	7.91		
开发收益	9.33	5.53	9.33	5.53	0.69	0.63		
毛利率	100.00	100.00	100.00	100.00	7.10	7.41		

资料来源：公司提供

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

表 5　截至 2020 年 3 月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		
				2020 年 4－12 月	2021 年	2022 年
十字门中央商务区	5.77	81.60	65.03	3.06	3.50	4.50
金湾航空新城	3.80	35.00	32.47	0.72	0.85	0.96
保税区二期	2.30	20.00	12.60	0.32	3.00	3.20
高新区北围	8.60	140.00	28.76	0.59	2.00	2.50
富山产业新城	150.00	60.00	30.75	5.44	7.00	4.00
斗门一河两岸	10.00	20.00	8.24	1.44	2.00	3.50
珠海北站 TOD	1.46	10.00	5.11	0.82	2.00	2.07
合计	**181.93**	**366.60**	**182.96**	**12.39**	**20.35**	**20.73**

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 2020 年 3 月末，商业地产项目总投资为 151.95 亿元，累计已完成投资 49.40 亿元，未来仍需投入 102.55 亿元。

（3）土地储备

除一级土地开发外，截至 2020 年 3 月末，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、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．商贸物流板块

公司大宗商品贸易规模较大，有色金属在贸易业务销售金额中占比较高，存在一定单一货种依赖风险；公司汽车销售业务收入占比较小，对公司整体收入影响不大。

（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。2019 年，公司贸易采购主要产品为煤炭、有色金属、铜矿石及钢材等。

表 6　2018－2019 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	
	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年
化工产品	6,003	--	5.17	--
铜矿石	10,506	11,385	15.85	16.29
有色金属	38,333	27,886	24.72	77.60
煤炭	721	447	31.01	42.66
钢材	3,854	3,950	14.43	23.87

资料来源：公司提供

从公司贸易往来前五大采购商占比变动情况看，2019 年前五大采购商集中度较上年有所降低，整体看，公司贸易业务采购商集中度较高。

表 7　2018－2019 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
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
	JIANGXICOPPERHONGKONGCOMPANYLIMITED	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**
2019 年	铜陵有色金属集团上海投资贸易有限公司	有色金属	40.30	16.58
	辽宁忠旺进出口贸易有限公司	有色金属	35.07	14.43
	上海尚铭金属材料有限公司	有色金属	26.50	10.90
	上海旭洋国际贸易有限公司	有色金属	23.02	9.47
	宜宾海丰鑫华商贸有限公司	有色金属	22.41	9.22
	合计		**147.29**	**60.60**

资料来源：公司提供

销售方面，2019 年，公司主要销售产品为煤炭、有色金属、铜矿石及钢材，其中有色金属销售额达到 217.76 亿元，对单一货种依赖度较高；销售客户方面，2019 年，公司前五大销售客户销售金额合计为 92.24 亿元，占比为 37.81%。

表 8　2018－2019 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	
	2018 年	2018 年	2018 年	2018 年
化工产品	6,089	--	5.17	--
铜矿石	10,573	11,433	15.85	13.84
有色金属	38,413	27,882	24.72	78.10
煤炭	737	455	31.01	42.66
钢材	4,022	4,123	11.84	20.50

资料来源：公司提供

（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。目前，华发汽车共拥有 6 家门店。其中，华发汽车本部经营业务包括销售平行进口汽车、综合品牌汽车和售后维修业务，子公司珠海市华发上众汽车有限公司经营上海大众品牌业务，子公司珠海华发德和汽车有限公司经营雪佛兰品牌业务，子公司珠海华发天成汽车有限公司经营广汽传祺品牌业务，子公司珠海市华发锐达汽车有限公司经营斯柯达品牌业务，子公司广州铧发汽车贸易有限公司经营平行进口车业务。2019 年，公司汽车销售收入为 4.29 亿元，较上年下降 6.89%。

4．现代服务业务

公司现代服务业务规模收入有所下降，但整体规模不大，对公司整体收入影响有限。

（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 2020 年 3 月底，华发物业进行物业服务的项目逾 150 个，管理总面积超 3,000 万平方米。

2019 年，公司实现物业管理收入 2.80 亿元，较上年下降 61.86%，主要系公司将珠海华发物业管理服务有限公司股权转让，不再纳入合并方范围所致。

（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。2019 年，公司实现会展酒店收入 3.45 元，较上年下降 10.18%。

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。公司全面参与珠海产业、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。

六、财务分析

公司 2019 年合并财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见；公司 2020 年一季度财务报表未经审计。公司财务报表以持续经营假设为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部发布的《企业会计准则—基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 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。

2019 年，公司新增 6 家纳入合并范围的子公司，合并范围内子公司减少 4 家，上述子公司规模较小，对公司数据可比性影响不大。2020 年 1－3 月，公司合并范围未发生变化。截至 2020 年 3 月末，纳入合并范围的一级子公司合计 6 家。整体看，公司财务数据可比性较强。

1．资产质量

公司资产规模快速增长，账面资金充裕，但项目开发形成的存货较大，且应收账款规模大幅增长，对资金产生较大规模的占用。公司资产流动性尚可，整体资产质量尚可。

截至 2019 年末，公司合并资产总额较年初增长 5.64%，公司资产结构仍以流动资产为主。

表9　公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	**574.76**	**73.17**	**557.12**	**67.13**	**-3.07**	**673.44**	**70.38**
货币资金	258.66	32.93	188.79	22.75	-27.01	249.75	26.10
应收账款	23.23	2.96	49.77	6.00	114.31	55.53	5.80
存货	232.09	29.54	278.43	33.55	19.97	310.63	32.46
其他流动资产	42.99	5.47	19.06	2.30	-55.66	20.21	2.11
非流动资产	**210.79**	**26.83**	**272.74**	**32.87**	**29.39**	**283.39**	**29.62**
长期股权投资	97.80	12.45	154.33	18.60	57.81	156.54	16.36
固定资产	72.68	9.25	69.57	8.38	-4.29	69.12	7.22
资产总计	**785.55**	**100.00**	**829.86**	**100.00**	**5.64**	**956.83**	**100.00**

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

流动资产方面，截至 2019 年末，公司流动资产较年初下降 3.07%。公司货币资金较年初下降 27.01%，主要系公司项目建设支出较多以及公司增加对珠海华发投资控股有限公司（以下简称“华发投控”）投资 52.40 亿元所致；货币资金主要由银行存款（占 95.80%）构成。公司应收账款较年初增长 114.31%，主要系珠海市金湾区财政局及珠海市富山工业园管理委员会欠款大幅增长所致；应收账款前五大欠款方合计金额占比为 92.39%，集中度高，欠款方主要为珠海市下属区财政局及园区管委会，回收风险不大，但对公司资金占用明显。公司存货较年初增长 19.97%，主要系十字门中央商务区持续投入所致；存货主要由开发成本（占 96.76%）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。公司其他流动资产较年初下降 55.66%，主要系公司为华发集团等关联方提供的委托贷款减少所致。

非流动资产方面，截至 2019 年末，公司非流动资产较年初增长 29.39%。公司长期股权投资较年初增长 57.81%，主要系公司对华发投资累计增资 52.40 亿元所致。公司固定资产较年初下降 4.29%；固定资产主要由房屋及建筑物（占 98.73%）构成，固定资产成新率为 85.01%，成新率较高。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产合计为 153.90 亿元，其中存货为 94.86 亿元，固

定资产为 46.21 亿元，货币资金 12.83 亿元，受限资产占总资产的比重为 18.55%，资产受限规模较大。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额较年初增长 15.30%，主要系融资规模扩大带动货币资金增长所致。公司资产仍以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

2．负债及所有者权益

公司债务规模在 2020 年一季度大幅增长，短期债务占比较高，存在一定集中兑付压力。

截至 2019 年末，公司负债总额较年初下降 3.94%。

表10　公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

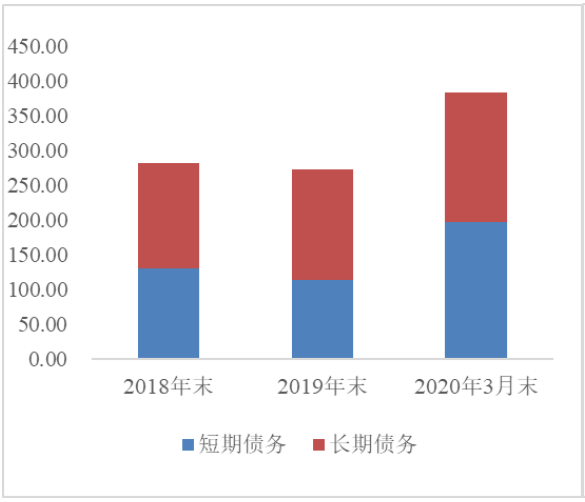
科目	2018 年末		2019 年末		增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债合计	**196.54**	**55.37**	**176.57**	**51.78**	**-10.16**	**273.78**	**58.94**
短期借款	60.34	17.00	78.49	23.02	30.07	109.58	23.59
其他应付款	35.73	10.07	43.74	12.83	22.41	51.01	10.98
一年内到期的非流动负债	47.28	13.32	27.22	7.98	-42.43	59.01	12.70
非流动负债合计	**158.40**	**44.63**	**164.40**	**48.22**	**3.79**	**190.73**	**41.06**
长期借款	66.73	18.80	84.66	24.83	26.88	140.85	30.32
应付债券	84.69	23.86	74.72	21.91	-11.77	44.87	9.66
负债合计	**354.94**	**100.00**	**340.97**	**100.00**	**-3.94**	**464.51**	**100.00**

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

流动负债方面，截至 2019 年末，公司流动负债较年初下降 10.16%。公司短期借款 78.49 亿元，较年初增长 30.07%；短期借款由抵押借款（占 38.20%）、保证借款（占 27.79%）和信用借款（占 34.02%）构成。公司其他应付款较年初增长 22.41%，主要系往来款增长所致。公司一年内到期的非流动负债较年初下降 42.43%，为一年内到期的长期借款（占 44.92%）和应付债券（占 55.08%），应付债券系“15 珠海华发 MTN001”及“15 珠海华发 MTN002”，截至本报告出具日，均已按时兑付。

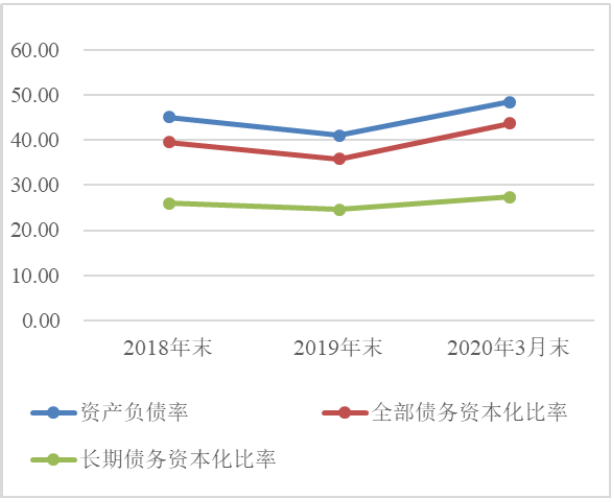
非流动负债方面，截至 2019 年末，公司非流动负债较年初增长 3.79%。公司长期借款较年初增长 26.88%，长期借款（包含一年内到期部分）主要由保证借款（占 55.50%）和抵押借款（占 33.10%）构成。公司应付债券 74.72 亿元，较年初下降 11.77%，主要系一年内到期转入流动负债所致；按照债券余额统计，公司应付债券 2021 年到期 30.00 亿元，2023 年到期 30.00 亿元，2024 年到期 5.00 亿元。

图 2　公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：公司财务报表，联合评级整理

图 3　公司负债及债务指标情况（单位：%）



资料来源：公司财务报表，联合评级整理

债务方面，截至 2019 年末，公司全部债务 272.68 亿元，较年初下降 3.38%。其中，短期债务占 41.55%，长期债务占 58.45%，短期债务占比较高，债务结构有待调整。短期债务 113.29 亿元，较年初下降 13.35%。长期债务 159.38 亿元，较年初增长 5.23%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 41.09%、35.80%和 24.59%，较年初分别减少 4.10 个百分点、3.79 个百分点和 1.44 个百分点，公司债务负担较较轻。

如将永续类债权产品调入长期债务，截至 2019 年末，公司全部债务增至 380.37 亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.07%、49.95%和 41.20%，较调整前分别增加 12.98 个百分点、14.14 个百分点和 16.61 个百分点。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额较年初增长 36.23%，主要系银行借款规模大幅增长所致。公司流动负债与非流动负债仍相对均衡，流动负债占比上升较快。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务为 383.54 亿元，较年初增长 40.66%。其中，短期债务占 51.58%，长期债务占 48.42%，短期债务占比进一步提升。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较年初分别增加 7.46 个百分点、7.98 个百分点和 2.81 个百分点。债务期限方面，公司债务 1 年内到期的为 197.81 亿元、1~2 年到期的为 29.39 亿元、2~3 年到期的为 97.86 亿元、3~4 年到期的为 31.90 亿元，4 年及以上到期的为 26.59 亿元，公司债务在未来 1 年及 2~3 年到期规模较大，存在一定集中兑付压力。

如将永续债调入长期债务，截至 2020 年 3 月末，公司全部债务增至 491.23 亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.80%、56.09%和 43.27%，较调整前分别增加 11.26 个百分点、12.30 个百分点和 15.88 个百分点，公司债务负担明显加重。

公司所有者权益有所增长，所有者权益中其他权益工具占比较高，权益稳定性尚可。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 488.89 亿元，较年初增长 13.53%，主要系公司取得 20.00 亿元银行永续类债权、收到股东投资价款 24.63 亿元及子公司华发城市运营引进少数股东导致资本公积增长 13.99 亿元所致。所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为 90.09%，少数股东权益占比为 9.91%。公司归属于母公司所有者权益 440.44 亿元，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 2.82%、67.47%、24.45%和 4.13%，所有者权益中其他权益工具占比较高，稳定性尚可。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 492.32 亿元，规模及结构较年初变化不大。

3．盈利能力

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，公司整体盈利能力尚可。

2019 年，公司实现营业收较上年增长 53.91%，主要系大宗商品贸易收入大幅增长所致；公司营业成本较上年增长 66.50%，营业成本增速明显高于营业收入增速。2019 年，公司利润总额及净利润较上年分别下降 9.84%和 24.16%。

表 11　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	增长率	2020 年 1－3 月
营业收入	197.83	304.49	53.91	81.41
营业成本	161.67	269.17	66.50	75.81
费用总额	14.90	14.51	-2.58	2.67
其中：销售费用	1.14	1.00	-12.38	0.13
管理费用	7.00	6.40	-8.52	1.28
财务费用	6.75	7.10	5.22	1.25
投资收益	6.61	4.64	-29.86	2.19
利润总额	26.78	24.14	-9.84	4.81
净利润	21.35	16.19	-24.16	3.96
费用收入比	7.53	4.77	--	3.28
营业利润率	17.79	11.32	--	6.45
总资本收益率	5.06	3.50	--	--
净资产收益率	5.92	3.52	--	--

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额较上年下降 2.58%。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 6.91%、44.13%和 48.96%，以管理费用和财务费用为主。2019 年，公司费用收入比为 4.77%，较上年下降 2.76 个百分点，公司费用控制能力较强。

2019 年，公司实现投资收益 4.64 亿元，较上年下降 29.86%，本期投资收益系权益法下持有的华发投控、珠海华发集团财务有限公司、珠海十字门城建有限公司（以下简称“十字门城建”）以及珠海市海川地产有限公司的股权分别确认投资收益 2.22 亿元、1.69 亿元、1.04 亿元和-0.68 亿元，收到十字门城建分红 0.32 亿；投资收益占利润总额比重为 19.20%，为利润提供较好补充。

从盈利指标来看，2019 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率较上年分别减少 6.47 个百分点、1.56 个百分点和 2.40 个百分点，公司各盈利指标均有所下滑，盈利能力尚可。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 81.41 亿元，较上年同期增长 15.90%，主要系大宗商品贸易收入增长所致。公司净利润 3.96 亿元，较上年同期下降 11.64%。

4．现金流

2019 年，公司经营活动及投资活动现金均呈现为金流出，且净流出规模均较大，且公司目前建设项目资金需求较大，公司存在较大的筹资压力。

表 12　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	增长率	2020 年 1—3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	212.54	299.60	40.96	110.66
购买商品、接受劳务支付的现金	211.19	346.67	64.15	103.00
收回投资收到的现金	73.10	38.57	-47.24	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	24.97	10.20	-59.17	27.84
投资支付的现金	46.21	57.42	24.26	0.30
经营活动产生的现金流量净额	**-7.33**	**-55.34**	**--**	**-0.53**
投资活动产生的现金流量净额	**4.18**	**-29.84**	**--**	**-28.14**
筹资活动产生的现金流量净额	**128.10**	**6.60**	**-94.85**	**66.10**
现金及现金等价物净增加额	**124.92**	**-78.55**	**--**	**37.45**
现金收入比	107.44	98.40	--	135.93

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 311.62 亿元，较上年增长 33.01%，主要系收入上升带动回款增长所致；经营活动现金流出 366.96 亿元，较上年增长 51.87%，主要系贸易业务采购商品以及土地业务投入增长所致。公司经营活动现金流仍为净流出，且净流出规模较上年大幅扩大 654.50%。2019 年，公司现金收入比为较上年减少 9.04 个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 39.28 亿元，较上年下降 47.88%，主要系公司委托贷款规模缩小，导致收回的委托贷款现金减少；投资活动现金流出 69.13 亿元，较上年下降 2.89%，较上年变化不大。公司投资活动现金流由上年的净流入转为净流出，且净流出规模较大。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 284.77 亿元，较上年下降 39.09%，主要系上期公司及子公司收到少数股东注资款较多所致；筹资活动现金流出 278.17 亿元，较上年下降 18.05%，主要系本期债务偿还较少所致。公司筹资活动现金净流入较上年下降 94.85%。

2020 年 1—3 月，公司经营活动及投资活动产生的现金流均为净流出，筹资活动现金流有较大规模的净流入。

5．偿债能力

公司短期偿债能力很强，长期偿债能力一般，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。

表 13　公司偿债能力指标（单位：倍）

项目	2018 年/末	2019 年/末	2020 年 3 月/末
短期偿债能力指标			
流动比率	2.92	3.16	2.46
速动比率	1.74	1.58	1.33
现金短期债务比	1.99	1.75	1.34
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	2.43	2.23	--
EBITDA 全部债务比	0.15	0.14	--

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率较年初有所增长，速动比率及现金短期债务比均较年初有所下降。截至 2020 年 3 月末，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比较年初

有所下降。整体来看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 36.86 亿元，较上年下降 10.49%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 6.35%）、计入财务费用的利息支出（占 26.09%）、利润总额（占 65.50%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数及 EBITDA 全部债务比均较上年有所下降。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

根据中国人民银行企业征信报告（统一社会信用代码：9144040005072957XX），截至 2020 年 4 月 30 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷记录。

截至 2020 年 3 月末，公司获得金融机构授信额度合计 557.46 亿元，剩余授信额度为 256.13 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额合计 47.10 亿元，担保比率为 9.57%，主要系子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司为华发集团和珠海铧创投资管理有限公司提供的担保，被担保方经营状况良好，公司或有负债风险较小。

6．母公司财务分析

公司收入主要来源于子公司，母公司对子公司管控力度较强。母公司收入规模较小，利润主要依靠投资收益。母公司债务负担较重。

公司主营业务主要由各子公司具体运营，母公司对子公司管控力度较强。

截至 2019 年末，母公司资产总额 481.07 亿元，较年初增长 15.51%，主要系公司对华发投控的股权投资增长所致。母公司资产中流动资产占比为 74.22%，非流动资产占比为 25.78%，以流动资产为主。截至 2019 年末，母公司货币资金为 52.91 亿元。

截至 2019 年末，母公司负债总额 207.51 亿元，较年初增长 6.44%。其中，流动负债占比为 44.67%，非流动负债占比为 55.33%。母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 43.14%和 36.81%，较年初减少 3.67 个百分点和 9.53 个百分点。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 273.55 亿元，较年初增长 23.49%，主要系母公司发行较多永续权益工具及股东注资所致，其中，实收资本占 4.53%、资本公积占 54.44%、其他权益工具占 39.37%，所有者权益稳定性一般。

2019 年，母公司营业收入为 3.27 亿元，投资收益为 16.52 亿元，净利润为 19.95 亿元。

截至 2020 年 3 月末，母公司资产总额 551.68 亿元，所有者权益为 275.63 亿元。母公司负债为 276.05 亿元，较年初增长 33.03%，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 50.04%和 44.52%。若将永续债纳入债务，母公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别增长至 69.56%和 66.19%，母公司债务负担较重。

2020 年 1－3 月，母公司营业收入 0.48 亿元，净利润 2.44 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产 198.44 亿元，为“16 华综 01”“16 华综 02”“18 华综 01”“G18 华综 1”“G19 华综 1”及“20 华综 Y1”（以下统称“本次跟踪债券”）待偿本金合计（84.93 亿元）的 2.34 倍，公司现金类资产对本次跟踪债券的覆盖程度较好；截至 2019 年末，公司净资产 488.89 亿元，为本次跟踪债券待偿本金合计的 5.76 倍，公司现金类资产和净资产对本次跟踪债券按期偿付的保障作用很强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 36.86 亿元，为本次跟踪债券待偿本金合计的 0.43

倍，公司 EBITDA 对本次跟踪债券的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入量 311.62 亿元，为本次跟踪债券待偿本金合计的 3.67 倍，公司经营经营活动现金流入量对本次跟踪债券的覆盖程度很高。

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”“18 华综 01”“G18 华综 1”“G19 华综 1”及“20 华综 Y1”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”“G18 华综 1”及“G19 华综 1”债券由华发集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

1．华发集团主体概况

2019 年以来，华发集团股权结构和经营范围均无变化。截至 2020 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。

截至 2019 年末，华发集团合并资产总额 3,618.40 亿元，负债合计 2,547.74 亿元，所有者权益 1,070.67 亿元，其中归属于母公司所有者权益 375.98 亿元。2019 年，华发集团实现营业收入 792.69 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 13.02 亿元；经营活动产生的现金流量净额 218.28 亿元，现金及现金等价物净增加额 95.35 亿元。

截至 2020 年 3 月末，华发集团合并资产总额 4,117.11 亿元，负债合计 3,000.79 亿元，所有者权益 1,116.32 亿元，其中归属于母公司所有者权益 391.81 亿元。2020 年 1－3 月，华发集团实现营业收入 199.57 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额 60.73 亿元，现金及现金等价物净增加额 252.66 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

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，毛利率水平小幅下降。

2019 年，华发集团营业收入快速增长，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所致。分业务看，2019 年，受项目开发规模不断扩大影响，华发集团房地产销售收入较上年增长 30.29%；华发集团土地一级开发收入较上年下降 8.55%，主要系土地出让面积下降等因素导致；2019 年，华发集团持续扩大有色金属的贸易规模，实现大宗商品批发收入较上年增长 81.73%；金融业务作为华发集团核心突破板块，近年来发展迅速，全牌照业务格局逐步完善，2019 年，华发集团实现金融收入 14.72 亿元，同比增长 20.39%。

表 14　2018－2019 年华发集团营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商贸服务	204.36	38.36	0.52	367.36	46.34	0.34
房地产开发	226.61	42.53	27.95	317.35	40.03	30.31

城市运营	50.10	9.40	58.64	44.77	5.65	68.91
金融投资	12.23	2.30	68.85	14.20	1.79	73.95
现代服务	21.91	4.11	14.31	26.57	3.35	11.20
文教旅游	1.05	0.20	-63.05	1.01	0.13	-42.36
其他主营业务	3.08	0.58	33.87	2.95	0.38	24.34
其他业务	13.44	2.52	34.34	18.50	2.33	27.03
合计	**532.79**	**100.00**	**20.71**	**792.69**	**100.00**	**18.55**

资料来源：华发集团审计报告

毛利率方面，2019 年，华发集团综合毛利率有所下降。具体来看，2019 年，房地产销售业务毛利率水平较高，较上年基本保持稳定；城市运营业务毛利率较上年增加 10.27 个百分点，该板块毛利率变动较大，系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同所致；商贸服务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增加 5.10 个百分点，金融业务为华发集团利润提供良好补充。

（2）房地产开发板块

华发集团房地产板块投资及销售情况保持良好发展态势，较大规模的销售金额及项目储备为华发集团未来收入提供了有力保障。但房地产业务易受区域房地产市场行情、宏观调控及房地产政策等影响，未来收入及利润或将有所波动。

华发集团房地产开发业务主要由珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”）负责。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粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区，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。

受益于项目储备的增加，近年来华发股份项目新开工面积、期末在建面积逐年大幅提升。截至 2019 年末，华发股份新开工面积同比增长 26.67%至 650.61 万平方米，新开工项目主要集中在武汉、珠海、中山和天津等；随着在建项目的持续投入，期末在建面积 1,367.02 万平方米，较年初增长 36.13%；年内竣工面积 279.66 万平方米。2020 年一季度，华发股份新开工面积 156.24 万平方米，竣工面积 25.24 万平方米；期末在建面积 1,498.04 万平方米。

表 15　2018－2019 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	2018 年	2019 年
新开工面积	513.64	650.61
竣工面积	178.57	279.66
期末在建面积	1,004.23	1,367.02
合同销售面积	194.87	395.91
合同销售金额	582.00	922.73
合同销售均价	2.99	2.33

资料来源：联合评级根据华发股份年度报告和华发集团提供资料整理

销售方面，2019 年销售均价下降较多，与其在不同城市的销售定位不同有一定关联。2020 年一季度，华发股份实现合同销售金额 152.48 亿元，合同销售面积 58.02 万平方米。

土地储备方面，截至 2019 年末，华发股份共拥有 34 个项目的土地储备，规划计容面积 697.48

万平方米，项目储备充足。华发股份在深耕珠海市场的基础上，布局华南、华中、华东、华北等经济较为发达地区的一二线城市及辐射的三四线城市。其中：华中地区、华东地区以武汉、上海、杭州为核心，土地储备占54.02%；华南粤港澳大湾区区域以珠海、中山、江门为核心，土地储备占33.93%；华北区域以北京、烟台、威海为核心，土地储备占12.05%。区域布局进一步优化。华发股份在建和储备房地产项目投资规模大，一方面为华发集团未来销售收入提供支撑，另一方面也为华发集团带来了一定的资金压力。

3．华发集团财务分析

华发集团提供的2019年度合并财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。华发集团提供的2020年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至2020年3月末，华发集团拥有纳入合并范围的子公司共580家。2019年，华发集团合并范围内新增子公司153家，其中通过非同一控制下企业合并取得子公司10家，无偿划入子公司4家，其余均为新设立子公司；无减少子公司情况。2020年1－3月，华发集团新增纳入合并范围子公司20家，其中通过非同一控制下企业合并取得子公司4家，其余为新设子公司；无减少子公司情况。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。

（1）资产质量

华发集团资产总额快速增长，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，对资产流动性产生一定影响。

截至2019年末，华发集团合并资产总额较年初增长28.03%，资产结构以流动资产为主。

表16　华发集团主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018年末		2019年末		增长率	2020年3月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	**2,321.90**	**82.16**	**3,006.42**	**83.09**	**29.48**	**3,473.42**	**84.37**
货币资金	349.35	12.36	451.76	12.49	29.32	641.53	15.58
存货	1,527.66	54.05	1,888.06	52.18	23.59	2,029.35	49.29
其他流动资产	152.92	5.41	266.65	7.37	74.37	290.68	7.06
非流动资产	**504.26**	**17.84**	**611.99**	**16.91**	**21.36**	**643.68**	**15.63**
可供出售金融资产	114.74	4.06	102.54	2.83	-10.63	107.63	2.61
长期股权投资	180.44	6.38	235.62	6.51	30.58	247.98	6.02
固定资产	92.50	3.27	90.36	2.50	-2.32	89.58	2.18
资产总额	**2,826.17**	**100.00**	**3,618.40**	**100.00**	**28.03**	**4,117.11**	**100.00**

资料来源：华发集团财务报表，联合评级整理

截至2019年末，华发集团流动资产较年初增长29.48%。华发集团货币资金较年初增长29.32%，主要由银行存款（占91.92%）及存放中央银行法定存款准备金（占4.60%）组成，其中受限货币资金36.85亿元，主要为存放中央银行法定存款准备金、质押存款和保证金。华发集团存货主要由开发成本、开发产品、出租开发产品及库存商品等构成，其中开发成本以房地产项目为主，此外包括部分市政项目、土地开发成本。截至2019年末，华发集团存货较年初增长23.59%，主要系新开工项目及在建项目持续投入所致。华发集团其他流动资产较年初增长74.37%，主要由拆出款项及其他（202.57

亿元）、预交税费（48.27亿元）和委托贷款（9.91亿元）构成。

截至2019年末，华发集团非流动资产较年初增长21.36%。华发集团可供出售金融资产较年初减少12.20亿元，主要系可供出售债务工具减少。华发集团可供出售金融资产中可供出售债务工具31.96亿元，其余为可供出售权益工具。华发集团长期股权投资较年初增长30.58%至235.62亿元，其中部分控股企业因其资本金由财政承担，华发集团不参与经营，不享有经营收益，因此未纳入合并范围。华发集团固定资产较年初下降2.32%。固定资产主要由房屋及建筑物（占91.33%）构成，累计计提折旧19.65亿元；固定资产成新率为81.97%，成新率尚可。

截至 2020 年 3 月末，华发集团资产总额 4,117.11 亿元，较年初增长 13.78%，主要系融资资金沉淀、华发财务加大银行授信提款额度和债券发行额度以补充流动性及对房地产开发持续投入导致，资产构成较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，华发集团受限资产账面价值合计 739.20 亿元，受限比例 17.95%，受限资产以存货、货币资金、固定资产和投资性房地产为主，受限资产规模较大。

（2）负债及所有者权益

随着经营规模的扩大及房地产预收款项的增加，华发集团负债总额有所增长；华发集团债务规模大，债务负担较重。

截至 2019 年末，华发集团负债总额较年初增长 29.62%，主要以流动负债为主。

表17　华发集团主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	**1,272.78**	**64.75**	**1,574.10**	**61.78**	**23.67**	**1,816.05**	**60.52**
短期借款	175.61	8.93	189.30	7.43	7.80	270.76	9.02
应付账款	69.24	3.52	123.01	4.83	77.67	151.20	5.04
预收款项	408.00	20.76	595.70	23.38	46.01	25.12	0.84
其他应付款	127.49	6.49	163.76	6.43	28.45	184.04	6.13
一年内到期的非流动负债	298.40	15.18	256.80	10.08	-13.94	239.32	7.98
合同负债	--	--	--	--	--	539.94	17.99
其他流动负债	110.71	5.63	122.98	4.83	11.09	245.66	8.19
非流动负债	**692.80**	**35.25**	**973.64**	**38.22**	**40.54**	**1,184.74**	**39.48**
长期借款	374.00	19.03	524.19	20.57	40.16	724.64	24.15
应付债券	309.00	15.72	410.82	16.12	32.95	419.07	13.97
负债合计	**1,965.59**	**100.00**	**2,547.74**	**100.00**	**29.62**	**3,000.79**	**100.00**

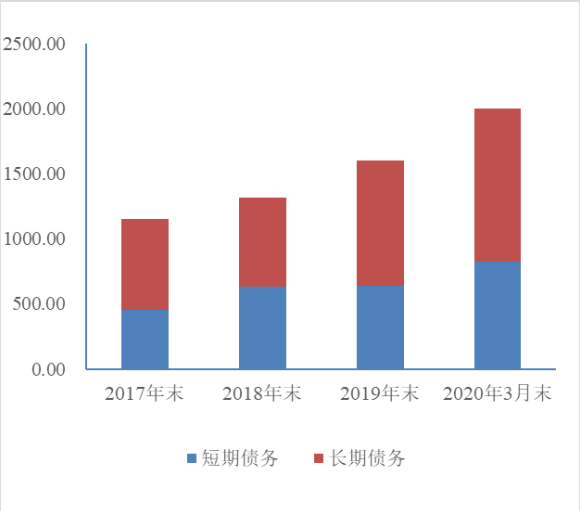
资料来源：华发集团财务报表，联合评级整理

截至 2019 年末，华发集团流动负债较年初增长 23.67%。截至 2019 年末，华发集团短期借款较年初增长 7.80%，以保证借款（71.47 亿元）、信用借款（67.34 亿元）和抵押借款（50.47 亿元）为主。华发集团应付账款主要为与房地产开发相关的应付工程款、材料款等，截至 2019 年末，华发集团应付账款较年初增长 77.67%，主要系房地产开发业务扩张导致未结算工程及材料款增加。华发集团预收款项主要为华发股份预收售房款。截至 2019 年末，华发集团预收款项较年初增长 46.01%，主要系上海静安府、沈阳华发新城、苏州姑苏院子、苏州太仓院子等项目开启预售所致（预收房款期末余额合计 579.39 亿元）。华发集团其他应付款较年初增长 28.45%，主要由往来及拆借款（96.11 亿元）、土地增值税准备金（33.24 亿元）、代收款（11.92 亿元）等构成。华发集团一年内到期的非流动负债较年初下降 13.94%，主要为一年内到期的长期借款（占 63.02%）和一年内到期的应付债

券（占 35.17%）。华发集团其他流动负债较年初增长 11.09%，主要由超短期融资券（78.40 亿元）、美元境外私募债（20.78 亿元）和短期收益凭证（14.79 亿元）等构成，已将其中有息部分调整至短期债务计算。

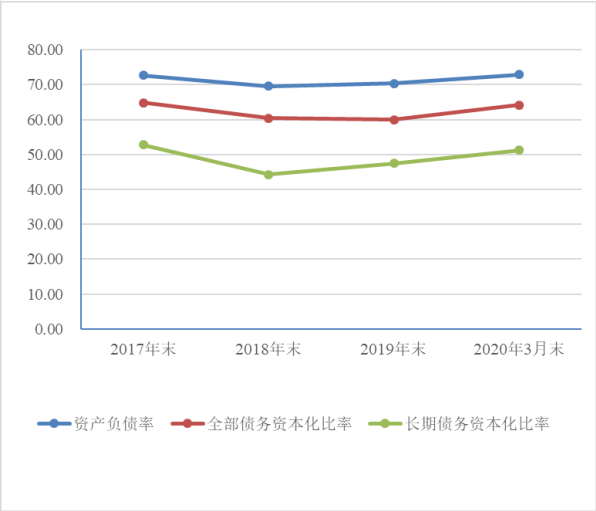
截至2019年末，华发集团非流动负债较年初增长40.54%。华发集团长期借款较年初增长38.24%，主要为保证借款（占 50.18%）和抵押借款（占 34.51%）。华发集团应付债券较年初增加 101.82 亿元。华发集团新增其他非流动负债 30.62 亿元，系华发股份发行的租赁住房资产支持专项计划、购房尾款资管计划和商业地产抵押贷款支持票据。华发集团其他非流动负债均为有息债务，已调整至长期债务计算。

图 4　华发集团长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：华发集团财务报表，联合评级整理

图 5　华发集团负债及债务指标分析（单位：%）



资料来源：华发集团财务报表，联合评级整理

截至2019年末，华发集团全部债务1,599.67亿元，较年初增长21.77%。其中，短期债务占39.61%，长期债务占60.39%，以长期债务为主。短期债务633.69亿元，较年初增长0.48%。长期债务965.98亿元，较年初增长41.42%。截至2019年末，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70.41%、59.91%和47.43%，较年初分别增加0.86个百分点、减少0.52个百分点和增加3.18个百分点。

截至2020年3月末，华发集团负债总额较年初增长17.78%，主要系通过银行借款和超短期融资券融资所致，负债结构较年初变化不大。截至2020年3月末，华发集团新增合同负债539.94亿元，系将构成合同关系的预收房款自预收款项调整转入所致。截至2020年3月末，华发集团全部债务2,000.87亿元，较年初增长24.89%。其中，短期债务826.06亿元（占41.29%），较年初增长29.85%。长期债务1,174.81亿元（占58.71%），较年初增长21.62%。截至2020年3月末，华发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为72.89%、64.19%和51.28%，较年初分别增加2.48个百分点、4.28个百分点和3.85个百分点。华发集团债务负担较较重。

如将华发集团及子公司发行的永续类债权产品计入长期债务，截至2020年3月末，华发集团全部债务增至2,323.28亿元；其中，短期债务826.06亿元（占35.56%），长期债务1,497.22亿元（占64.44%）。截至2020年3月末，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80.72%、74.53%和65.35%，较调整前分别增加7.83个百分点、10.34个百分点和14.07个百分点。

华发集团所有者权益规模明显扩大，资本实力显著增长，权益稳定性一般。

受发行永续债及少数股东权益增长等因素影响，截至 2019 年末，华发集团所有者权益合计 1,070.67 亿元，较年初增长 24.41%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 35.12%，少数股东权益占比为 64.88%。归属于母公司所有者权益 375.98 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 2.98%、46.50%、2.60%和 11.00%，所有者权益稳定性一般。

截至 2020 年 3 月末，华发集团所有者权益 1,116.32 亿元，较年初增长 4.26%，主要系华发综合发展发行可续期公司债“20 华综 Y1”及华发股份少数股东权益增加等原因所致，所有者权益结构变化不大。

（3）盈利能力

受益于房地产、大宗商品贸易等收入的增加，华发集团营业收入快速增长，投资收益对利润形成了良好补充，华发集团盈利能力较强。

受房地产销售收入及大宗商品贸易收入等增长影响，2019 年华发集团营业收入快速增长，营业成本、利润总额亦快速增长。

表 18　华发集团盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	增长率	2020 年 3 月
营业收入	532.79	792.69	48.78	199.57
营业成本	422.44	645.65	52.84	167.88
费用总额	52.17	61.98	18.81	11.91
其中：销售费用	10.21	14.08	37.93	1.99
管理费用	27.09	35.31	30.33	7.69
财务费用	14.84	11.72	-20.98	2.24
费用收入比	9.79	7.82	--	5.97
投资收益	18.24	21.73	19.15	3.46
利润总额	56.16	73.67	31.17	18.15
净利润	40.68	50.51	24.18	14.43
营业利润率	16.77	14.35	--	12.41
总资本收益率	3.14	3.01	--	--
净资产收益率	5.48	5.23	--	--

资料来源：华发集团财务报表，联合评级整理

期间费用方面，2019 年，华发集团期间费用总额较上年增长 18.81%，主要系销售费用和管理费用增长所致。从构成看，华发集团销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 22.71%、56.97%和 18.91%，以管理费用为主。2019 年，华发集团费用收入比较上年减少 1.97 个百分点，华发集团费用控制能力尚可。

受益于金融及产业投资板块的快速成长，投资收益已成为华发集团利润的重要补充，从构成看，2019 年华发集团投资收益中按权益法核算的长期股权投资实现投资收益 10.85 亿元，主要来自华润银行等；交易性金融资产在持有期间取得的投资收益 4.02 亿元，主要来自持有的债券、理财产品等；持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益 5.04 亿元，主要为持有的股权投资基金、债券投资等。从盈利指标看，2019 年，华发集团营业利润率、总资本收益率及净资产收益率均较上年分别减少 2.41 个百分点、0.13 个百分点和 0.25 个百分点，整体盈利能力较强。

2020 年 1－3 月，华发集团实现营业收入 199.57 亿元，较上年同期增长 25.53%，主要系大宗商

品贸易收入增长所致。2020 年 1－3 月，实现净利润 14.43 亿元，较上年同期增长 10.35%。

（4）现金流

华发集团经营活动现金流入规模较大，收入实现质量良好，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。

表 19　华发集团现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	增长率	2020 年 3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	650.59	967.72	48.74	217.10
购买商品、接受劳务支付的现金	424.27	631.91	48.94	149.67
收回投资收到的现金	89.16	115.18	29.18	50.89
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	222.50	255.97	15.04	81.05
投资支付的现金	217.07	317.56	46.29	101.35
经营活动产生的现金流量净额	**110.62**	**218.28**	**97.32**	**60.73**
投资活动产生的现金流量净额	**-358.72**	**-444.48**	**--**	**-126.43**
筹资活动产生的现金流量净额	**371.13**	**320.31**	**-13.69**	**318.51**
现金及现金等价物净增加额	**123.13**	**95.35**	**-22.56**	**252.66**
现金收入比	122.11	122.08	--	108.78

资料来源：华发集团财务报表，联合评级整理

经营活动方面，2019 年，随着大宗商品贸易量的提升和房地产销售规模的扩大，华发集团经营活动现金流入量快速增长；华发集团经营活动现金流出量持续增长，主要系房地产、土地一级开发等项目投入规模增加以及贸易业务扩张所致。2018－2019 年，华发集团经营活动净现金流均表现为净流入，华发集团现金收入比基本稳定，收入实现质量保持在较高水平。

投资活动方面，2019 年，华发集团投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金，华发集团投资活动现金流入有所增长。华发集团投资活动现金流出主要为购置土地、项目建设以及对外股权、债权等现金支出。2018－2019 年，华发集团投资活动现金流持续呈现为净流出，且净流出规模在 2019 年有所扩大。

筹资活动方面，华发集团房地产、土地一级开发等项目建设资金需求较大，2019 年，华发集团筹资活动现金流入有所增长，华发集团主要通过银行借款、发行债券及少数股东增资等渠道筹资；华发集团筹资活动现金流出有所增长，主要为偿还债务本息支付的现金。2018－2019 年，华发集团筹资活动现金呈持续净流入。

2020 年 1－3 月，华发集团经营活动现金流呈净流入，投资活动现金流有较大规模的净流出，筹资活动有大幅的净流入，且净流入规模达到 2019 年全年的 99.44%。

（5）偿债能力

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。

表 20　华发集团偿债能力指标（单位：倍）

项目	2018 年/末	2019 年/末	2020 年 3 月/末
短期偿债能力			
流动比率	1.82	1.91	1.91
速动比率	0.62	0.71	0.80

现金短期债务比	0.76	1.02	0.90
长期偿债能力			
EBITDA 利息倍数	1.19	1.36	--
EBITDA 全部债务比	0.06	0.06	--

资料来源：华发集团财务报表，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年，华发集团流动比率、速动比率及现金短期债务比均较年初有所增长。截至 2020 年 3 月末，华发集团流动比率较年初维持稳定，速动比率较年初有所增长，现金短期债务比较年初有所下降。整体看，华发集团短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019 年，华发集团 EBITDA 为 101.66 亿元，较上年增长 22.70%。从构成看，EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 22.01%）和利润总额（占 72.46%）构成。华发集团 EBITDA 利息倍数有所增长，EBIDA 全部债务比均维持在同一水平。整体看，华发集团长期债务偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月末，华发集团共获得金融机构授信额度 2,661.48 亿元，尚未使用 1,578.11 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 4 家主板上市公司，控股非合并 1 家上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月末，华发集团对外担保余额 42.44 亿元，担保比率 3.80%。其中，华发股份为关联方珠海琴发实业有限公司提供担保余额 20.64 亿元，为关联方珠海正汉置业有限公司提供担保余额 1.49 亿元，为关联方珠海市碧海碧桂园房地产开发有限公司提供担保余额 7.73 亿元，为关联方深圳融祺投资发展有限公司提供担保余额 4 亿元；华发集团为华金资本股份有限公司提供担保余额 2.70 亿元，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。总体看，华发集团担保比率较低，或有负债风险可控。

截至 2020 年 3 月末，华发集团无涉案金额超过 500 万的重大未决诉讼案件。

根据中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G1044040100039160O），截至 2019 年 4 月 30 日，华发集团本部存在 8 笔已结清的不良和关注类贷款记录，均已正常收回。

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

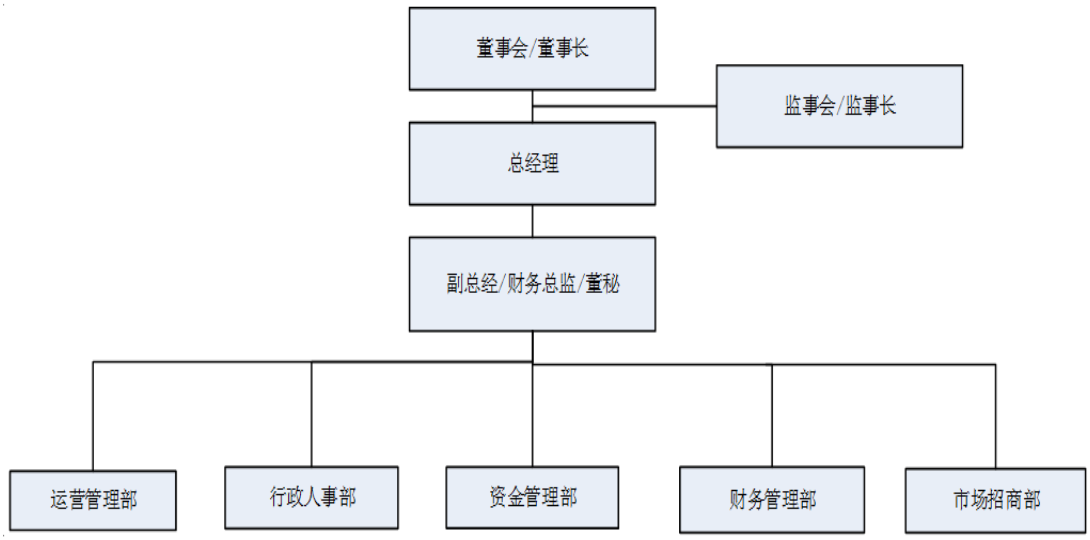
公司作为珠海市大型的综合型企业，2019年以来，公司经营状况良好，在珠海市仍具有较强的业务垄断优势，公司货币资金充裕，投资收益稳定。同时，联合评级也关注到公司贸易业务存在一定单一货种依赖风险、在建项目资金支出需求较大及债务存在一定集中兑付压力等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，受益于粤港澳大湾区城市群发展、港珠澳大桥贯通、横琴自由贸易区建设等国家级支持政策的叠加，珠海市将在深化粤港澳合作中发挥更为重要的作用，公司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”“G18华综1”及“G19华综1”由华发集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，华发集团的担保对于“18华综01”“G18华综1”及“G19华综1”的信用水平提升仍具有积极作用。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16华综01”“16华综02”“18华综01”“G18华综1”“G19华综1”及“20华综Y1”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（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 2　珠海华发综合发展有限公司
合并范围内一级子公司情况（截至 2020 年 3 月末）

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
珠海华发现代服务投资控股有限公司	100.00	10,000.00	服务业
珠海华发城市运营投资控股有限公司	96.50	51,811.59	项目投资
珠海富山工业园投资开发有限公司	100.00	1,000.00	项目建设
珠海华熠开发建设有限公司	100.00	10,000.00	项目运营
珠海市华平建设管理有限公司	90.00	5,000.00	项目建设

资料来源：公司提供

附件 3-1 珠海华发综合发展有限公司
主要财务指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	785.55	829.86	956.83
所有者权益（亿元）	430.61	488.89	492.32
短期债务（亿元）	130.75	113.29	197.81
长期债务（亿元）	151.46	159.38	185.73
全部债务（亿元）	282.21	272.68	383.54
营业收入（亿元）	197.83	304.49	81.41
净利润（亿元）	21.35	16.19	3.96
EBITDA（亿元）	41.18	36.86	--
经营性净现金流（亿元）	-7.33	-55.34	-0.53
应收账款周转次数（次）	10.37	8.22	--
存货周转次数（次）	0.69	1.05	--
总资产周转次数（次）	0.28	0.38	--
现金收入比率（%）	107.44	98.40	135.93
总资本收益率（%）	5.06	3.50	--
总资产报酬率（%）	5.30	4.18	--
净资产收益率（%）	5.92	3.52	--
营业利润率（%）	17.79	11.32	6.45
费用收入比（%）	7.53	4.77	3.28
资产负债率（%）	45.18	41.09	48.55
全部债务资本化比率（%）	39.59	35.80	43.79
长期债务资本化比率（%）	26.02	24.59	27.39
EBITDA 利息倍数（倍）	2.43	2.23	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.14	--
流动比率（倍）	2.92	3.16	2.46
速动比率（倍）	1.74	1.58	1.33
现金短期债务比（倍）	1.99	1.75	1.34
经营现金流动负债比率（%）	-3.73	-31.34	-0.19
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.48	0.43	--

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；3. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 3-2 珠海华发综合发展有限公司
主要财务指标（母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	416.47	481.07	551.68
所有者权益（亿元）	221.52	273.55	275.63
短期债务（亿元）	70.44	44.54	84.38
长期债务（亿元）	100.89	114.81	136.76
全部债务（亿元）	191.33	159.36	221.14
营业收入（亿元）	1.83	3.27	0.48
净利润（亿元）	12.92	19.95	2.44
EBITDA（亿元）	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-43.30	17.60	0.73
应收账款周转次数（次）	109.64	326.68	106.61
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.002
现金收入比率（%）	106.77	106.23	104.26
总资本收益率（%）	--	--	--
总资产报酬率（%）	--	--	--
净资产收益率（%）	8.02	8.06	3.53
营业利润率（%）	89.14	94.66	90.09
费用收入比（%）	22.89	-10.21	-191.46
资产负债率（%）	46.81	43.14	50.04
全部债务资本化比率（%）	46.34	36.81	44.52
长期债务资本化比率（%）	31.29	29.56	33.16
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
EBITDA 全部债务比（倍）	--	--	--
流动比率（倍）	3.74	3.85	3.06
速动比率（倍）	3.74	3.85	3.06
现金短期债务比（倍）	1.43	1.19	1.26
经营现金流动负债比率（%）	-46.03	18.98	0.52

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. 母公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 4　珠海华发集团有限公司
主要财务指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	2,826.17	3,618.40	4,117.11
所有者权益（亿元）	860.58	1,070.67	1,116.32
短期债务（亿元）	630.69	633.69	826.06
长期债务（亿元）	683.05	965.98	1,174.81
全部债务（亿元）	1,313.73	1,599.67	2,000.87
营业收入（亿元）	532.79	792.69	199.57
净利润（亿元）	40.68	50.51	14.43
EBITDA（亿元）	82.86	101.66	--
经营性净现金流（亿元）	110.62	218.28	60.73
应收账款周转次数（次）	21.81	17.87	--
存货周转次数（次）	0.30	0.38	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.25	--
现金收入比率（%）	122.11	122.08	108.78
总资本收益率（%）	3.14	3.01	--
总资产报酬率（%）	3.03	2.98	--
净资产收益率（%）	5.48	5.23	--
营业利润率（%）	16.77	14.35	12.41
费用收入比（%）	9.79	7.82	5.97
资产负债率（%）	69.55	70.41	72.89
全部债务资本化比率（%）	60.42	59.91	64.19
长期债务资本化比率（%）	44.25	47.43	51.28
EBITDA 利息倍数（倍）	1.19	1.36	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.06	--
流动比率（倍）	1.82	1.91	1.91
速动比率（倍）	0.62	0.71	0.80
现金短期债务比（倍）	0.76	1.02	1.12
经营现金流动负债比率（%）	8.69	13.87	3.34

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. 本报告将担保方其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的带息款项纳入债务核算；3. 担保方 2020 年一季度财务报表未经审计

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）
本次债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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。