跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕924 号

珠海华金资本股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

珠海华金资本股份有限公司主体长期信用等级为 A+，评级展望为“稳定”

珠海华金资本股份有限公司公开发行的“16 力合债”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年 五月二十二日

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
http://www.unitedratings.com.cn

珠海华金资本股份有限公司
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：A+　　评级展望：稳定

上次评级结果：A+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券期限	债券余额	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 力合债	5 年（3+2）	2.70 亿元	AAA	AAA	2019.5.28

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的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2020 年 5 月 22 日

主要财务数据：

发行人

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	23.37	25.81	25.29	25.42
所有者权益（亿元）	8.67	9.38	10.14	10.19
长期债务（亿元）	3.45	3.30	3.40	3.47
全部债务（亿元）	12.09	13.48	12.76	11.66
营业收入（亿元）	4.79	5.30	4.33	0.75
净利润（亿元）	0.65	0.65	0.79	0.05
EBITDA（亿元）	1.48	1.81	2.11	--
经营性净现金流（亿元）	1.26	1.02	1.50	1.22
营业利润率（%）	40.70	44.19	40.77	48.53
净资产收益率（%）	7.69	7.16	8.12	0.45
资产负债率（%）	62.89	63.67	59.90	59.93
全部债务资本化比率（%）	58.24	58.97	55.72	53.37
流动比率（倍）	0.47	0.51	0.51	0.49
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.13	0.17	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.03	2.57	2.89	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.55	0.67	0.78	--

担保方

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	1,891.63	2,284.79	2,826.17	3,362.88
所有者权益（亿元	464.05	623.92	860.58	944.18
全部债务（亿元）	944.40	1,150.67	1,313.73	1,522.97
营业收入（亿元）	321.37	441.55	532.79	505.06
净利润（亿元）	20.74	34.58	40.68	31.80
资产负债率（%）	75.47	72.69	69.55	71.92

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3. 公司 2020 年 1－3 月财务报表和担保方 2019 年 1－9 月财务报表未经审计，相关指标未年化

评级观点

跟踪期内，珠海华金资本股份有限公司（以下简称“公司”或者“华金资本”）净利润规模有所增加，经营活动现金流状况良好，盈利能力略有提升。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所属行业受宏观经济环境及行业政策变化影响较大，且竞争较为激烈，公司营业收入和综合毛利率有所下降以及债务负担较重且债务结构有待优化等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司污水处理或水质净化业务经营规模持续扩大和提质增效，以及对电容器、电子设备业务加大创新研发、调整产品结构，公司整体盈利能力和综合竞争力有望得到进一步增强。

跟踪期内，本次债券担保方珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）资产和权益规模较大，整体运营状况良好，营业收入和净利润均大幅增长，其担保对于本次公司债券的到期还本付息仍然具有显著的积极影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 A+，评级展望为“稳定”；维持“16 力合债”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. **公司污水处理业务收入规模有所扩大，利润贡献稳定。**2019 年，公司吉大和南区污水处理厂完成提标改造工程验收，同时，污水处理效率提升，2019 年污水处理业务收入较上年增长 6.45%；污水处理业务毛利率处于行业较高水平，对公司利润贡献稳定。

2. **公司净利润有所增加，经营活动现金流状况良好，盈利能力略有提升。**2019 年，公司净利润 0.79 亿元，较上年增长 22.64%；公司经营活动现金流持续净流入且净流入规模有所扩大。

3. **担保方华发集团运营良好，对公司债券兑付本息具有积极影响。**近年来，担保方华发集团营业收入与利润规模均逐年增长，整体运营状况良好，其担保对于本次公司债券的到期还本付息仍然具有显著的积极影响。

关注

1. **公司业务所属行业受宏观经济及政策影响较大，竞争较为激烈。**公司所从事的锂电池设备、电子器件等传统行业受宏观经济环境及行业政策变化影响较大，且行业竞争不断加剧。

2. **公司债务负担仍较重，且存在短期偿付压力。**截至 2019 年底，公司全部债务资本化比率为 55.72%；短期债务占比为 73.34%，债务结构仍以短期为主，存在一定的短期偿债压力。

3. **公司投资管理业务受股权投资市场下行影响较大。**2019 年，中国股权投资市场投资活跃度持续下降，投资案例数和投资金额均有所下降。若此趋势持续，将对公司投资管理业务造成较大影响。

分析师

蒲雅修　登记编号（R0040217110005）
崔濛骁　登记编号（R0040219050004）

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

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

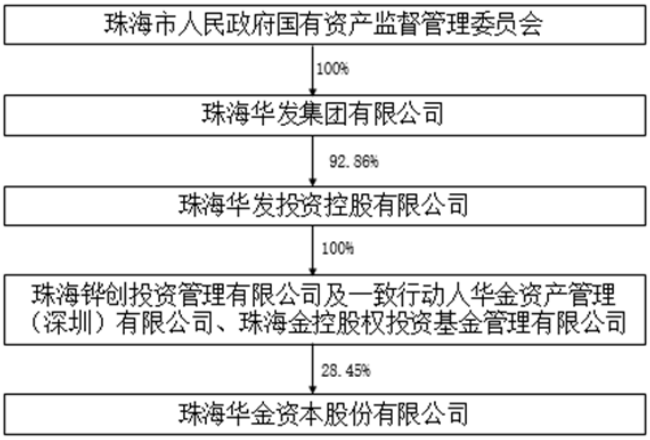
一、主体概况

珠海华金资本股份有限公司（以下简称“公司”或“华金资本”），前身是珠海华电股份有限公司，于 1992 年 10 月 28 日在广东省珠海市成立，注册资本 7,412.00 万元。1993 年 10 月，经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）证监发审字〔1993〕60 号文复审通过，深圳证券交易所深证所字〔1993〕第 275 号文审核批准，公司成功向社会公众公开发行每股面值为 1.00 元人民币的普通股股票 2,470 万股，并于 1994 年 1 月在深圳证券交易所上市，股票简称“粤华电 A”，股票代码“000532.SZ”，总股本 9,882 万股，主要股东为珠海经济特区电力开发（集团）公司。公司自上市以来，经多次增资配股、资本公积转增股本，截至 2017 年 3 月底，公司总股本为 3.45 亿股。

经公司申请并经深圳证券交易所核准，自 2017 年 4 月 18 日起，公司名称变更为“珠海华金资本股份有限公司”，中文证券简称变更为“华金资本”，英文证券简称变更为“Huajin Capital”，公司证券代码不变。

截至 2020 年 3 月底，公司总股本 3.45 亿元，较年初无变化，公司控股股东为珠海铧创投资管理有限公司（以下简称“珠海铧创”），公司实际控制人为珠海市人民政府国有资产管理委员会（以下简称“珠海国资委”）。公司股权结构如下图所示。截至 2020 年 3 月底，公司控股股东所持公司股份未用于质押。

图1　截至2019年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019 年，公司经营范围与组织结构架构均未发生变化。截至 2019 年底，公司合并范围内子公司共 31 家，公司合并范围内员工合计 610 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 25.29 亿元，负债合计 15.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 10.14 亿元，其中归属于母公司所有者权益 8.49 亿元。2019 年，公司实现营业收入 4.33 亿元，净利润（含少数股东损益）0.79 亿元，其中归属于母公司的净利润 0.71 亿元；公司经营活动现金流量净额为 1.50 亿元，现金及现金等价物增加额-0.68 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 25.42 亿元，负债合计 15.24 亿元，所有者权益（含少数股东权益）10.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益 8.52 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 0.75 亿元，净利润（含少数股东损益）462.48 万元，其中归属于母公司所有者的净利润 401.63 万元；经营活动产生的现金流量净额 1.22 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.19 亿元。

公司注册地址：珠海市高新区前湾二路 2 号总部基地一期 B 楼第 5 层；法定代表人：李光宁。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会于 2016 年 3 月 11 日签发的中国证券监督管理委员会许可〔2016〕477 号文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 3.50 亿元的公司债券，于 2016 年 6 月 28 日结束发行认购，实际发行规模为 3.00 亿元，发行利率为 4.90%，期限为 5 年（附第 3 年底公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权），按年付息，付息期为 2017 年 6 月 27 日至 2021 年 6 月 27 日，到期一次还本；并于 2016 年 8 月 4 日在深圳证券交易所挂牌上市，债券简称为“16 力合债”，债券代码为“112406.SZ”。

“16 力合债”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。

截至 2019 年底，“16 力合债”募集资金扣除发行费用后已全部用于补充公司营运资金。2019 年 6 月 27 日，公司完成“16 力合债”的回售及相应的利息支付，“16 力合债”回售数量为 29.80 万张，回售金额为 0.31 亿元（含利息），该债券余额 2.70 亿元。

三、行业分析

1. 铝电解电容器行业

近年来，铝电解电容器是电子工业的基础原材料，行业集中度不断提高，市场竞争激烈，国内市场容量较快增长。

全球铝电解电容器应用领域的分布为消费性电子产品占 45.00%，工业占 23.00%，资讯占 13.00%，通信占 7.00%，汽车占 5.00%，其他占 7.00%。其中，消费类铝电解电容器主要用于节能照明、电视机、显示器、计算机及空调等消费类市场；工业类铝电解电容器主要用于工业和通讯电源、专业变频器、数控和伺服系统、风力发电及汽车等工业领域。近年来，国家鼓励的节能照明、新能源电力、电动汽车、工业机器人、互联网+等产业的快速发展，给铝电解电容器带来新的增长机会。

从竞争格局看，目前，日本、台湾地区、韩国和中国大陆是全球铝电解电容器的主要生产国家和地区，全球前五大铝电解电容器厂商有四家是日本企业，分别是：Nippon Chemi-con、Nichicon、Rubycon 和 Panasonic，日系厂商占全球铝电解电容器市场份额超过 60.00%，稳居汽车电子、通讯、智能仪表、工控等行业的高端市场，是铝电解电容器行业第一梯队。

国内中外资铝电解电容器厂家共约有 500 家左右，占全世界铝电解电容器厂家约 80.00%，大部分是 100 人以内的小型工厂，以生产中、低端产品为主。随着铝电解电容器下游应用行业的洗牌及整合，下游厂商集中度逐渐提高，下游厂商对上游原材料厂商的生产规模、产品品质、产品价格等提出了更高要求，由于铝电解电容器行业属于资本和技术密集型行业，资本规模小、技术水平不高的企业生存空间将进一步缩小，资本实力强、技术先进的企业将会占据更大市场，行业整合加剧，行业集中度将进一步提高。

随着科学技术的发展、社会需求的提高、环境的改善、新型整机的诞生，将使小型化、片式化和中高压大容量铝电解电容器的应用领域不断拓宽，需求量也越来越大。因此，铝电解电容器具有更广阔的发展空间和更快的增长速度，保守预测，我国未来几年铝电解电容器的需求量增速约为 6.00%，按照这一数据进行初步估算，到 2023 年，我国铝电解电容器的需求量将超过 2,400 亿只。

近年来，全球铝电解电容市场整体规模保持 4.00%的增速，2019 年全球铝电解电容市场整体规模 72.00 亿美元，约占整个电容器市场的 32.00%。中国铝电解电容器市场规模增速与全球市场持平。2019 年，我国铝电解电容器的市场规模 341.00 亿元，占全球市场规模的 65.00%以上，较上年增长 5.24%。预计未来随着行业向中高端市场转移，我国铝电解电容器市场规模将保持较快的增长速度。

2．投资与管理行业

2019 年，中国股权投资市场投资活跃度持续下降，投资案例数和投资金额均有所下降。早期投资占比下降，后期轮次投资占比提升。2019 年，市场新募基金 2,710 支，共募集 12,444.04 亿元人民币，同比下降 6.60%。投资市场持续降温，机构投资金额为 7,630.94 亿元，同比下降 29.30%，涉及 8,234 起投资案例，同比下降 17.80%。2019 年，得益于科创板的设立，风险投资（以下简称“VC”）和私募股权投资（以下简称“PE”）机构的退出渠道有所改善，共计退出案例 2,949 笔，同比增长 19.00%，被投企业 IPO 案例数 1,573 笔，同比增长 57.90%。

（1）早期投资

国内早期投资的募、投金额和数量均有所下降，活跃度不足；投资领域仍集中于 IT、互联网行业；北上深仍具备投资地域优势，但集中度有所下降，江浙地区具有较大发展潜力。

近年来，受到《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》等一系列金融监管制度的落实及中美贸易摩擦影响，中国早期投资市场遭受金融监管冲击，规模及数量均有所下降。

从募集基金数量和规模来看，基金募集数量与募集规模均呈现下降趋势。根据清科旗下私募通统计，2019 年市场新募基金 84 支，较上年减少 27 支；募集资金 119.25 亿元，较上年同期下降 34.44%。

从投资数量和金额来看，投资方面，受 2019 年“募资寒冬”的影响，早期投资总金额与投资案例数同步下降。根据清科旗下私募通统计，2019 年国内共发生 1,362 起早期投资案例，同比下降 24.12%，披露投资金额约为 113.36 亿元，同比下降 20.42%。

从行业来看，根据清科旗下私募通统计，2019 年 IT、互联网行业仍然是早期投资机构重点关注的投资行业。以生物科技/医疗健康为主的抗周期行业地位稳定，位居第三，主要分布在沪江浙地区。在外力推动和国家政策鼓励下，半导体及电子设备行业获得股权投资行业关注，排名第四。受经济周期以及政策影响，娱乐传媒行业投资案例数排名下降。其中，IT 行业共发生 2,165 起投资案例，披露投资金额为 1,165.60 亿元；互联网行业获投案例数为 1,264 起，披露金额为 1,058.73 亿元；生物技术、医疗健康行业共发生 1,181 起投资案例，披露金额为 1,016.15 亿元；半导体及电子设备行业发生 697 起投资，披露总金额 398.85 亿元。

从地区来看，根据清科旗下私募通统计，2019 年，中国早期投资市场最活跃地区依旧为北京，共发生 1998 起投资案例。北京依托文化中心、科创中心的城市定位，在互联网、IT、文娱等领域多点开花，继续保持中国早期投资最核心地位。上海、深圳的股权投资活跃度较高，投资案例数分别为 1,389 起和 902 起，但投资集中度略有下降。从实有企业数量以及新登记企业数量来看，广东、江苏、浙江均高于北京和上海，充足的后备企业与不断完善的投资生态圈将促使江浙粤地区投资活跃度进一步提高。

（2）私募股权投资

2019年，PE市场在募集和投资方面均呈下降趋势，未来股权投资市场的行业格局、热门投资领域、退出方式等都将发生调整。

在募资市场经历两年大幅下跌以及二级市场疲软的背景下，中国股权投资市场投资活跃度持续下降。清科研究中心数据显示，募集方面，截至2019年底，PE市场募集资金10,156.89亿元，同比增

长0.46%，新募基金数1,924支，同比下降31.11%；投资方面，PE市场因部分行业估值下调，大额投资案例减少，PE市场投资案例数为3,417起，同比下降12.50%；投资金额为5,939.78亿元，较上年下降30.35%。

四、管理分析

2019 年，公司高级管理层人员有所变动，公司的经营管理、财务管理等制度无重大变化，管理运作正常。

2019 年 1 月，公司原副董事长王利民先生及原副总裁张斌先生由于个人原因辞职，不再担任公司职务；2019 年 6 月与 7 月，公司原执行副总裁叶宁先生及副总裁郭晓夏女士由于工作职务调整先后辞职，不再担任公司职务。2019 年 5 月，公司补选戴硕涛先生为公司董事。

公司董事戴硕涛先生，1966 年出生，硕士研究生学历。历任珠海市经济体制改革委员会企业改革科见习、科员、副主任科员、副科长、主任助理、主任科员、任珠海市国企改革领导小组办公室副主任、珠海市整顿和规范市场经济秩序领导小组办公室综合处主任、珠海市供水总公司副总经理、珠海水务集团有限公司副总经理、珠海水务环境控股集团有限公司（原珠海水务集团有限公司）党委委员、副总经理。自 2019 年 5 月加入公司，现任公司董事。

五、经营分析

1. 经营概况

受外部经济环境和市场下行影响，公司营业收入规模和综合毛利率均有所下降。

2019 年，公司主营业务未发生变化，仍以电子设备制造、电子器件制造、污水处理和投资与管理四个业务板块为主。2019 年，受外部经济环境和市场影响，电子设备和电子器件的相关业务规模缩减，公司实现营业收入 4.33 亿元，较上年下降 18.45%。其中，公司主营业务收入 4.25 亿元，占营业收入 98.28%，主营业务仍十分突出。2019 年，公司实现净利润 0.79 亿元，较上年增长 22.64%，主要系公司投资收益大幅增加所致。

从主营业务收入构成看，2019 年，公司电子设备业务实现收入 1.24 亿元，较上年下降 30.16%，主要系外部经济下行使得公司电容器设备业务订单大幅减少所致；公司电子器件业务实现收入 0.72 亿元，较上年下降 17.84%，主要系电子器件销售订单减少所致；公司污水处理业务实现收入 0.66 亿元，较上年增长 5.43%，主要系污水处理运营效率提升，其业务量增加所致；公司投资与管理业务主要包括基金管理费收入、基金投资收益业绩报酬以及相关投资顾问费收入，2019 年，公司投资与管理业务收入 1.63 亿元，较上年下降 15.16%，主要系公司的资管存量业务结束，基金管理费收入下降所致。公司其他非主营业务收入占比很低，对营业收入影响不大。

表 1　2017－2019 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元，%）

产品	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电子设备	1.74	36.36	36.97	1.78	33.58	35.28	1.24	28.75	34.12
电子器件	0.93	19.38	29.61	0.87	16.43	32.01	0.72	16.55	32.53
污水处理	0.60	12.53	50.01	0.62	11.77	48.62	0.66	15.22	46.75
投资与管理	1.44	30.13	50.71	1.92	36.28	57.95	1.63	37.75	49.04

主营业务	**4.71**	**98.40**	**41.39**	**5.20**	**98.07**	**44.72**	**4.25**	**98.28**	**41.54**
其他非主营业务	0.08	1.60	86.97	0.10	1.93	85.38	0.07	1.72	65.56
合计	**4.79**	**100.00**	**42.12**	**5.30**	**100.00**	**45.51**	**4.33**	**100.00**	**41.95**

资料来源：公司提供

从毛利率情况来看，2019 年，电子设备毛利率为 34.12%，较上年下降 1.16 个百分点，主要系锂电池设备产品及电容器设备产品的销售收入降幅较大所致；公司电子器件毛利率为 32.53%，较上年提升 0.52 个百分点，主要系公司采购成本下降所致；公司污水处理业务毛利率为 46.75%，较上年下降 1.87 个百分点，主要系公司污水处理运营费用等增加所致；受 2019 年资管业务存量下降且人力成本及聘请中介机构费用增加的影响，投资管理业务毛利率为 49.04%，较上年下降 8.91 个百分点。综合以上因素，2019 年，公司综合毛利率为 41.95%，较上年下降 3.56 个百分点。

2020 年 1－3 月，由于受疫情影响，公司销售订单减少影响，公司实现营业收入 0.75 亿元，较上年同期下降 15.52%；由于公司加强成本管理，公司净利润 462.48 万元，由上年同期增长 5.59%。

2. 电子器件制造

公司电子器件制造业务的经营主体仍为珠海华冠电容器有限公司（以下简称“华冠电容器”）。

（1）原材料采购

2019 年，华冠电容器原材料供应稳定，采购量、采购价格和供应商集中度均有所下降。

2019 年，华冠电容器在采购流程和结算方式方面未发生重大变化。

在原材料采购数量和采购均价方面，2019 年，受公司产品订单需求下降影响，公司主要原材料铝箔和铝壳的采购量分别为 325,025.43 平方米和 48,366.21 支，较上年分别下降 43.11%和 31.17%。2019 年，原材料铝箔采购均价较上年下降 19.61%，主要系市场价格下降所致；铝壳采购均价较上年变化不大。2019 年，OEM 采购量 3,554.28 支，较上年下降 12.16%，主要系受托加工订单减少所致；其采购价格为 1,428.66 元/支，较上年下降 16.58%，主要系采购的 OEM 产品结构调整所致。

表 2　2017－2019 年华冠电容器主要原材料采购情况

项　目		2017 年	2018 年	2019 年
铝箔	采购量（平方米）	604,775.84	571,358.55	325,025.43
	采购均价（元/平方米）	29.08	27.48	22.09
铝壳	采购量（支）	70,476.71	70,264.37	48,366.21
	采购均价（元/支）	98.01	78.39	78.28
OEM	采购量（支）	4,734.82	4,046.34	3,554.28
	采购均价（元/支）	1,153.34	1,712.65	1,428.66

资料来源：公司提供

供应商集中度方面，华冠电容器前五大供应商主要为铝箔、铝壳、胶塞、导针的生产厂商，2019 年，华冠电容器前五大供应商采购金额占年度采购总额的比例为 16.73%，较上年下降 23.35 个百分点，供应商集中度有所下降。

（2）生产情况

2019 年，华冠电容器产能无变化，主要产品仍为片式和插件铝电解电容器；受市场经济下行影响，客户产品订单大幅减少，片式铝电解电容器、插件铝电解电容器和固态铝电解电容器产品的产量及产能利用率均有所下降。

2019 年，华冠电容器在生产规模、设备情况、生产模式以及主要产品产能方面未发生重大变化。

产量和产能利用率方面，2019 年，各产品产能无变化；受电子器件相关订单数量减少的影响，片式铝电解电容器、插件铝电解电容器和固态铝电解电容器产品的产量及产能利用率均有所下降。其中，2019 年，片式铝电解电容器产量为 2.90 亿只，较上年下降 27.75%；产能利用率下降 26.55 个百分点至 69.13%。2019 年，插件铝电解电容器产量 1.31 亿只，较上年下降 20.59%；产能利用率下降 11.32 个百分点至 43.67%。2019 年，固态铝电解电容器产量 0.46 亿只，较上年大幅下降 47.52%，产能利用率大幅下降 58.39 个百分点至 64.49%。

表 3　2017－2019 年华冠电容器主要产品的产能及产量情况（单位：万只、%）

产品名称	项目	2017 年	2018 年	2019 年
片式铝电解电容器	产能	42,000.00	42,000.00	42.000.00
	产量	36,722.26	40,186.70	29,033.30
	产能利用率	87.00	95.68	69.13
插件铝电解电容器	产能	30,000.00	30,000.00	30,000.00
	产量	16,489.58	16,498.49	13,101.55
	产能利用率	55.00	54.99	43.67
牛角铝电解电容器	产能	240.00	240.00	240.00
	产量	221.00	191.42	75.73
	产能利用率	92.00	79.76	31.55
笔形铝电解电容器	产能	120.00	120.00	120.00
	产量	81.94	41.69	51.68
	产能利用率	68.00	34.74	43.07
固态铝电解电容器	产能	7,200.00	7,200.00	7,200.00
	产量	7,055.69	8,847.55	4,643.33
	产能利用率	98.00	122.88	64.49

资料来源：公司提供

（3）销售情况

2019 年，华冠电容器销量有所下降，销售均价变动不大，产销率仍处于很高水平，客户集中度有所下降。

2019 年，华冠电容器在产品定价方式、销售方式、销售结算方面均未发生重大变化。

2019 年，受中美贸易摩擦和经济结构调整冲击影响，电子器件销量下降 19.20%至 52,178.33 万只；销售均价上升 7.69%至 0.14 元/只，综合以上因素影响，电子器件销售金额下降 17.84%至 0.72 亿元。

表 4　2017－2019 年电子器件制造板块产品销售情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
销售金额（万元）	9,284.51	8,716.25	7,160.89
销量（万只）	63,143.93	64,575.16	52,178.33
产销率（%）	100.00	97.78	100.00
销售均价（元/只）	0.14	0.13	0.14

资料来源：公司提供

客户集中度方面，2019 年，华冠电容器前五大客户的销售额占年度销售总额的比例为 4.07%，较上年下降 24.00 个百分点，客户集中度有所下降。

3. 电子设备制造

公司电子设备制造业务的经营主体为珠海华冠科技股份有限公司（以下简称“华冠科技”）。

（1）原材料采购

2019 年，受产品结构改变影响，华冠科技主要原材料采购量与采购价格均波动较大，供应商集中度有所下降。

原材料采购数量方面，2019 年，华冠科技松下模块采购量 3,764 件，较上年略有增长；华冠科技松下伺服采购量为 2,591 套，较上年下降 40.67%，主要系松下伺服被国产品牌替代所致；基恩士传感器采购量为 3,413 件，较上年增长 34.48%，主要系订单数量增加所致。

表 5　2017－2019 年华冠科技主要原材料采购情况

项　目		2017 年	2018 年	2019 年
松下模块	采购量（件）	3,961	3,622	3,764
	采购均价（元/件）	871.00	869.00	1,768.87
松下伺服	采购量（套）	3,506	4,367	2,591
	采购均价（元/套）	2,345.00	1,220.00	500.07
基恩士传感器	采购量（件）	2,827	2,538	3,413
	采购均价（元/件）	670.00	655.00	554.35

资料来源：公司提供

原材料采购均价方面，2019 年，松下伺服采购均价 500.07 元/套，较上年下降 59.01%，主要系采购产品规格变化所致；基恩士传感器采购均价 554.35 元/件，较上年下降 15.37%，主要系基恩士传感器的单次批量特价申请有所下调所致。受市场价格波动影响，2019 年，松下模块采购均价 1,768.87 元/件，较上年大幅上升 103.55%。

供应商集中度方面，2019 年，华冠科技的前五大供应商（均无关联方）占年度采购总额的比例为 17.92%，较上年下降 16.29 个百分点，供应商集中度有所下降。

（2）生产情况

2019 年，华冠科技锂电池设备产量略有上升；受电容器市场行情下行影响，订单量减少，电容器设备产量大幅下降。

华冠科技主要从事电容器生产设备及锂电池生产设备制造。电容器设备制造方面，2019 年，受电容器订单减少影响，电容器设备产量由上年的 35 台下降至 5 台。锂电池生产设备制造方面，2019 年，华冠科技锂电池设备产量由上年的 115 台上升至 122 台，主要系圆形卷绕机系列设备订单增加所致。

表 6　2017－2019 年华冠科技主要产品的产量情况（单位：台）

产品名称	2017 年	2018 年	2019 年
电容器设备	12	35	5
锂电池设备	216	115	122

资料来源：公司提供

（3）销售情况

2019 年，受外部经济环境影响，业务量大幅减少，华冠科技锂电池设备与电容器设备销售金额均有所下降；同时，客户集中度大幅下降。

2019 年，锂电池设备销量由上年的 107 台增加至 110 台；华冠科技电容器设备销量由上年的 37 台减少至 5 台，主要系电容器设备相关订单大幅减少所致。

销售金额方面，2019 年，锂电池设备销售金额为 1.17 亿元，较上年下降 28.60%，主要系市场因素影响，锂电池设备销售价格略有下调，同时客户验收滞后使得收入确认滞后所致；公司电容器设备销售金额 446.78 万元，较上年大幅下降 55.24%，主要系相关订单减少所致。

产销率方面，2019 年，电容器和锂电池设备产销率分别为 100.00%和 90.16%，较上年分别下降 5.71 个百分点和 2.88 个百分点。

表 7　2017－2019 年华冠科技产品销售情况

产品名称	项目	2017 年	2018 年	2019 年
电容器设备	销售金额（万元）	345.07	998.26	446.78
	销量（台）	12	37	5
	产销率（%）	100.00	105.71	100.00
锂电池设备	销售金额（万元）	16,748.89	16,440.67	11,738.74
	销量（台）	229	107	110
	产销率（%）	106.01	93.04	90.16
零配件	销售金额（万元）	332.65	373.10	460.35

资料来源：公司提供

客户集中度方面，2019 年，华冠科技前五大客户（均无关联方）的销售额占年度销售总额的比例为 16.76%，较上年下降 55.62 个百分点，客户集中度大幅下降。

4. 污水处理

2019 年，公司污水处理业务经营稳定，为公司贡献稳定的利润。吉大、南区提标改造工程均已完成环保验收，随着污水处理厂稳定运营，其污水处理收入规模和盈利能力有望进一步提升。

公司污水处理业务主要由子公司珠海力合环保有限公司（以下简称“力合环保”）负责运营，主要以 BOT、TOT 方式从事污水处理业务。截至 2019 年底，力合环保现已在珠海市运行四个污水处理厂，分别是珠海市吉大污水处理厂一期（处理规模 1.80 万吨/日）、珠海市吉大污水处理厂二期（处理规模 3.00 万吨/日）、珠海市南区污水处理厂一期（处理规模 5.00 万吨/日）、东营西城城北污水处理厂一期，同时受托珠海市南区二期水质净化运营处理项目（处理规模 4.00 万吨/日），力合环保的自主及受托运营污水总处理规模为 17.8 万吨/日。2019 年，珠海市吉大一期、二期和南区一期污水处理厂提标改造工程均已完成，南区及吉大水质净化厂提标改造工程项目已完成环保验收。

力合环保保持厂区生产安全稳定运行，继续保持污水污泥处理达标排放纪录。2019 年，东营中拓水质净化有限公司（以下简称“东营中拓”）生产安全稳定运行及排放达标，规模为 4.00 万吨/日。2019 年，公司加强运营成本控制，污水处理提质增效，污水处理业务收入 0.66 亿元，较上年增长 6.45%；毛利率 46.75%，维持稳定。

5. 投资与管理

2019 年，受宏观经济下行，PE 市场在募集和投资方面均呈现出下降趋势，市场资源不断向头部机构集中，公司投资与管理业务收入有所下降，但对公司利润贡献度仍较高。

2019年，公司投资管理业务仍以子公司珠海华金创新投资有限公司（以下简称“华金创新投资”）为主要运营平台。公司投资策略仍以基金管理人身份，通过与合作伙伴组建私募股权投资基金积极开展项目投资，主要优选成长后期、成熟期投资机会，布局高端制造、医疗健康、互联网与新兴科技、消费升级、新能源、节能环保等国家战略性新兴产业领域，投资阶段以PE为主，并覆盖VC等其

他阶段。其收入和利润主要为收取管理费、咨询顾问费和投资收益等。

截至2019年底，公司旗下共有珠海铧盈投资有限公司（以下简称“铧盈投资”）、珠海华金领盛基金管理有限公司（以下简称“华金领盛”）、珠海华金领创基金管理有限公司（以下简称“华金领创”）、珠海香洲华金创业投资基金管理有限公司（以下简称“香洲华金”）、珠海华金慧源投资管理有限公司（以下简称“华金慧源”）5家子公司取得私募股权投资基金管理人牌照。2019年，公司投资与管理业务收入1.63亿元，较上年下降15.16%，占营业收入的比重为37.75%。毛利率49.04%，对公司利润贡献程度仍较高。

6. 经营关注

（1）公司投资与管理业务受股权投资市场下行影响较大

随着股权投资行业监管政策趋紧，股权投资行业的市场格局及发展方式重塑，市场整体趋于理性。股权投资的基本属性决定其收益兑现的周期较长，市场资源不断向头部机构集中，公司可能面临市场化募资情况不达预期以及整体管理规模增长乏力等经营风险。

（2）公司业务所属行业受宏观经济及政策影响较大，竞争激烈

公司所从事的电子设备和电子器件的制造等传统行业易受宏观经济环境及行业政策变化影响较大，且行业竞争不断加剧。2019 年，国家调整新能源汽车补贴政策，提高补贴门槛，锂电池行业发展速度放缓；受中美贸易摩擦和经济结构调整冲击，铝电解电容器行业面临销售持续疲弱，运营成本增加，技术的更新换代不及时被市场淘汰的风险，对公司经营业绩可能存在一定影响。

（3）污水处理行业政策性风险

污水处理行业受国家和地方政策变动影响很大，政策性变动将对水价、特许经营期限、水质排放标准、税收优惠等污水处理业务经营关键因素带来直接影响。

7. 未来发展

公司未来发展战略清晰可行，可操作性较强，但投资项目收益的不确定性也将给公司带来一定的投资风险。

（1）投资管理业务方面，公司拟通过持续提升产业研究水平来获取优质产业资源，以提升资金配置效率；推进华金智汇湾创新中心项目建设。从服务内容、业务流程、管理团队等方面着手，加强与各方股东优势资源的互动协同。

（2）实业方面，拓展实体产业布局，公司将加大研发和营销力度，加快账款回收，严控成本费用，提升实业运营管理能力。

（3）发挥上市公司的平台作用，积累产业资源，发掘并购机会，通过资产并购等手段，提升公司经营规模和资本市场再融资能力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的 2020 年 1－3 月财务报表未经审计。公司财务报表按照《企业会计准则—基本准则》和具体会计准则编制，并执行财政部颁布的最新企业会计准则。

从合并范围看，2019年，公司纳入合并范围的子公司新增4家，减少5家。截至2020年3月底，公

司纳入合并范围的子公司共计31家，公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 25.29 亿元，负债合计 15.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 10.14 亿元，其中归属于母公司所有者权益 8.49 亿元。2019 年，公司实现营业收入 4.33 亿元，净利润（含少数股东损益）0.79 亿元，其中归属于母公司的净利润 0.71 亿元；公司经营活动现金流量净额为 1.50 亿元，现金及现金等价物增加额-0.68 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 25.42 亿元，负债合计 15.24 亿元，所有者权益（含少数股东权益）10.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益 8.52 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 0.75 亿元，净利润（含少数股东损益）462.48 万元，其中归属于母公司所有者的净利润 401.63 万元；经营活动产生的现金流量净额 1.22 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.19 亿元。

2. 资产质量

截至 2019 年底，公司资产规模略有减少，仍以非流动资产为主；公司非流动资产中其他非流动金融资产和长期股权投资占比较高，资产受限比例很低，整体资产质量尚可。

截至 2019 年底，公司资产合计 25.29 亿元，较年初下降 2.00%。其中，流动资产占比为 22.92%，非流动资产占比为 77.08%，资产结构仍以非流动资产为主。

（1）资产

截至 2019 年底，公司流动资产合计 5.80 亿元，较年初下降 11.53%，主要系其他应收款减少所致；公司流动资产主要由货币资金（占 43.87%）、应收账款（占 21.05%）、存货（占 14.40%）和一年内到期的非流动资产（占 9.49%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金合计 2.54 亿元，较年初下降 19.87%，主要系公司偿还部分短期借款所致；公司货币资金主要由银行存款（占 96.64%）和其他货币资金（占 3.36%）构成，其中受限制的货币资金 848.45 万元（占 3.34%），主要为被冻结银行存款和银行承兑汇票保证金，受限比例很低。

截至 2019 年底，应收账款账面价值 1.22 亿元，较年初下降 37.08%，主要系外部经济环境影响，子公司华冠科技收入较上年同期减少所致。截至 2019 年底，公司累计计提应收账款坏账准备 0.17 亿元，计提比例为 12.13%；从应收账款账龄来看，1 年以内的占 75.03%，1~2 年的占 16.46%，其余为 2 年及以上，账龄尚可；从应收账款集中度来看，公司期末余额前五名应收账款总额为 0.54 亿元，占期末应收账款账面余额的 38.83%，集中度较高。

截至 2019 年底，公司存货账面价值 0.83 亿元，较年初下降 20.43%，主要系业务量减少所致。公司存货主要由库存商品（占 15.69%）、原材料（占 13.61%）、在产品（占 22.90%）和发出商品（占 47.26%）构成。2019 年，公司共计提存货跌价准备 1,114.68 万元，计提比例为 11.78%，计提充分。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动资产合计 0.55 亿元，较年初无变化，全部为公司投资的可转换债券。公司已于 2019 年 12 月 26 日与可转债项目方签订展期补充协议，2020 年 1 月 17 日已全额收回可转债本金及利息。

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 19.50 亿元，较年初变化不大；公司非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 57.97%）、长期股权投资（占 13.88%）、固定资产（占 5.16%）、在建工程（占 5.10%）和无形资产（占 9.68%）构成。

截至 2019 年底，公司其他非流动金融资产合计 11.30 亿元，较年初变化不大；公司其他非流动

金融资产全部为权益工具投资，主要为公司参投基金。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 2.70 亿元，较年初增长 4.30%，变化不大；公司长期股权投资主要为对联营企业的投资。截至 2019 年底，公司对珠海华发新科技投资控股有限公司、深圳力合新媒体有限公司、江苏数字信息产业园发展有限公司和珠海清华科技园创业投资有限公司的长期股权投资余额分别为 1,514.88 万元、802.26 万元、2,291.33 万元和 2.20 亿元，持股比例分别为 20.00%、40.00%、20.00%和 40.27%。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 1.01 亿元，较年初增长 28.91%，主要系公司购入总部基地办公楼所致。截至 2019 年底，公司固定资产累计折旧 1.07 亿元，固定资产成新率 62.62%，成新率较低。公司固定资产由房屋及建筑物（占 71.39%）、专用设备（占 19.68%）和通用设备等其他设备（占 8.93%）构成。其中未办妥产权证书的房屋及建筑物的账面价值为 749.60 万元。

截至 2019 年底，公司在建工程 0.99 亿元，较年初大幅增长 3.22 倍，主要系子公司力合环保提标改造项目投入以及子公司智汇湾孵化器园区建设投入所致。其中，提标改造项目预算 8,134.00 万元，该项目累计投入 5,030.88 万元，工程进度 61.85%；智汇湾孵化器园区项目预算 8.90 亿元，该项目累计投入 4,868.30 万元；以上两个重要在建项目未来尚需投入 8.72 亿元，公司面临较大的资金支出压力。

表 8　截至 2019 年底公司重要在建项目情况（单位：万元、%）

工程项目名称	计划总投资	截至 2019 年底累计已投资金额	工程进度	计划未来投资	资金来源
提标改造项目	8,134.00	5,030.88	61.85	3,103.12	自有资金、银行借款
智汇湾孵化器园区	89,000.00	4,868.30	5.47	84,131.70	自有资金
合计	**97,134.00**	**9,899.18**	--	**87,234.82**	--

注：提标改造项目包括：吉大一、二期和南区一期污水处理厂提标改造工程，2020 年竣工验收等相关手续还在办理中
资料来源：公司年报，联合评级整理

截至 2019 年底，公司无形资产账面价值 1.89 亿元，较年初变化不大。公司无形资产由土地使用权（占 29.19%）、特许经营权（占 70.20%）和外购软件（占 0.62%）构成，累计摊销 0.91 亿元。

截至 2019 年底，公司受限资产账面价值合计 2.20 亿元，占资产总额的比例为 8.70%，受限比例一般。

表 9　截至 2019 年底公司受限资产情况（单位：万元、%）

受限资产	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	848.45	0.34	被冻结银行存款、保函保证金
应收账款	1,312.33	0.52	质押借款
投资性房地产	6,149.34	2.43	抵押借款、法院冻结
固定资产	6,607.09	2.61	抵押借款、法院冻结
其他非流动金融资产	7,100.81	2.81	反担保
合计	**22,018.03**	**8.70**	--

数据来源：公司年报

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 25.42 亿元，较年初增长 0.51%，变化不大。其中，流动资产占比 22.24%，非流动资产占比 77.76%，公司资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2019 年底，公司负债规模有所下降，仍以流动负债为主；债务水平有所下降，但债务负担仍较重，债务结构有待优化。

截至 2019 年底，公司负债合计 15.15 亿元，较年初下降 7.80%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占比为 75.35%，非流动负债占比为 24.65%，公司负债结构仍以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债合计 11.42 亿元，较年初下降 11.97%，主要系短期借款减少所致；公司流动负债主要由短期借款（占 81.99%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 9.36 亿元，较年初下降 6.39%，主要系公司偿还部分短期借款所致；短期借款全部为信用借款。

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 3.73 亿元，较年初增长 7.79%，主要系公司长期借款增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 19.05%）和应付债券（占 72.06%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款合计 0.71 亿元，较年初增长 125.28%，主要系公司融资规模扩大，公司抵押借款及子公司东营中拓和子公司力合环保的质押借款增加所致。公司长期借款由质押借款（占 56.98%）和抵押借款（占 43.02%）构成。2022 年到期的长期借款金额为 0.24 亿元，剩余为 2029 年及以后到期，集中偿付压力不大。

截至 2019 年底，公司应付债券合计 2.69 亿元，较年初下降 9.75%，主要系“16 力合债”部分回售所致。

截至 2019 年底，公司全部债务合计 12.76 亿元，较年初下降 5.29%，主要系短期债务减少所致。其中，短期债务占比为 73.34%，长期债务占比为 26.66%，公司债务结构仍以短期债务为主。截至 2019 年底，公司资产负债率由年初的 63.67%下降至 59.90%，全部债务资本化比率由年初的 58.97%下降至 55.72%，长期债务资本化比率由年初的 26.02%下降至 25.12%，公司整体债务水平有所下降，但债务负担仍较重。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 15.24 亿元，较年初增长 0.56%，变化不大。其中，流动负债占比 75.07%，非流动负债占比 24.93%，公司负债结构仍以流动负债为主。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 11.66 亿元，较年初下降 8.66%，主要系公司偿还短期债务所致。其中，短期债务占比 70.26%，长期债务占比 29.74%，债务结构仍以短期债务为主。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率和长期债务资本化比率分别为 59.93%和 25.40%，较年初分别上升了 0.03 个百分点和 0.28 个百分点；全部债务资本化率为 53.37%，较上年下降 2.35 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年底，受益于利润积累，公司所有者权益较年初有所增加，未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 10.14 亿元，较年初增长 8.17%，主要系未分配利润增加所致；归属于母公司所有者权益为 8.50 亿元（占 83.69%）。其中，股本占比为 40.61%，资本公积占比为 3.01%，盈余公积占比为 6.10%，未分配利润占比为 48.78%，未分配利润占比较高，公司所有者权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 10.19 亿元，较年初变化不大。其中归属于母公司所有者权益 8.52 亿元，所有者权益结构较年初变化不大。

4. 盈利能力

2019 年，受外部经济环境和市场下行影响，公司营业收入有所下降，投资收益对公司利润贡献较大，整体盈利能力略有提升。

2019 年，受外部经济环境和市场下行影响，电子设备和电子器件的相关业务规模有所下降，公司实现营业收入 4.33 亿元，较上年下降 18.45%。2019 年，公司实现净利润 0.79 亿元，较上年增长 22.64%，主要系公司投资收益大幅增加所致。

2019 年，公司期间费用合计 1.39 亿元，较上年变化不大，其销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 5.50%、33.33%、10.80%和 50.37%。其中，销售费用为 765.40 万元，较上年变化不大；管理费用为 0.46 亿元，较上年下降 8.97%，主要系公司管理人员薪酬折旧与摊销减少所致；财务费用和研发费用均为 0.70 亿元，均较上年变化不大。2019 年，公司费用收入比为 32.15%，较上年变化不大，公司同期综合毛利率为 41.95%，公司费用控制能力尚可。

2019 年，公司投资收益合计 0.60 亿元，较上年大幅增长 120.21%，占利润总额的比重为 52.18%，主要系基金份额退出以及权益法核算的长期股权投资增加所致。2019 年，公允价值变动损益 0.15 亿元，主要为其他非流动金融资产公允价值变动获得的收益，占利润总额的 12.81%。2019 年，公司其他收益 950.56 万元，全部为收到的政府补助，占利润总额的 8.29%。投资收益对公司利润贡献较大，同时，公司利润对公允价值变动损益及政府补助存在一定依赖。

2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.65%、7.34%和 8.12%，较上年分别上升 0.47 个百分点、0.88 个百分点和 0.96 个百分点，公司整体盈利能力略有提升。

2020 年 1－3 月，由于受疫情影响，公司销售订单减少影响，公司实现营业收入 0.75 亿元，较上年同期下降 15.52%；由于公司加强成本管理，公司净利润 462.48 万元，由上年同期增长 5.59%。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金流保持净流入状态，收入实现质量有所上升；投资活动现金流持续净流出，但净流出规模有所收窄；筹资活动现金流由净流入转为净流出。

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流入 4.62 亿元，较上年变化不大。公司经营活动现金流出 3.12 亿元，较上年下降 13.81%，主要系公司采购支出的现金减少所致。受上述因素影响，2019 年，公司经营活动现金流量净额为 1.50 亿元，较上年增长 47.45%。从收入质量上看，2019 年，公司现金收入比为 99.68%，较上年上升 17.73 个百分点，收入实现质量有所上升。

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入 1.44 亿元，较上年下降 49.90%，主要系公司投资与管理业务投资收回的现金减少所致；公司投资活动现金流出 2.20 亿元，较上年下降 43.40%，主要系公司投资与管理业务中投资一系列基金支付的现金减少所致。受上述因素影响，2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-0.76 亿元，仍为净流出状态，但净流出规模有所收窄。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 12.27 亿元，较上年增长 19.73%，主要系公司借款增长所致；公司筹资活动现金流出 13.70 亿元，较上年增长 47.58%，主要系偿还债务及利息支付的现金大幅增加所致。受上述因素影响，2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-1.43 亿元，由上年的净流入转为净流出。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金净额为 1.22 亿元，投资活动现金净额为 0.22 亿元，筹资活动现金净额为-1.23 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长、短期偿债能力指标均变化不大，同时，考虑到公司过往债务履约情况良好，间接融资渠道畅通，其整体偿债能力仍较强。

从短期偿债指标来看，截至 2019 年底，公司流动比率未发生变化，仍为 0.51 倍；速动比率由年初的 0.42 倍提升至 0.43 倍；公司现金短期债务比由年初的 0.33 倍下降至 0.30 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度较低。

从长期偿债指标来看，2019 年，公司 EBITDA 为 2.11 亿元，较上年增长 16.91%，主要系折旧与利润总额增加所致；公司 EBITDA 由利润总额（占 54.29%）、计入财务费用的利息支出（占 34.54%）、折旧（占 5.23%）和摊销（占 5.94%）构成。2019 年，公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.13 倍上升至 0.17 倍；EBITDA 利息倍数由上年的 2.57 倍上升至 2.89 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度较高。

截至 2019 年底，公司无对合并范围外的担保事项。

截至 2020 年 3 月底，公司及下属子公司尚有未结案件 2 件，均作为被告方，总涉诉金额 1,146.98 万元，占净资产的 4.79%。其中，涉诉金额为 476,059.53 元的案件，公司已全额计提减值准备。涉诉金额为 1,099.38 万元的案件仍在调查，检察院调查完毕后，将根据调查情况向再审法院提出再审检察建议。整体对公司影响不大。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G1044040200126840U），截至 2020 年 4 月 13 日，公司已结清和未结清的信贷信息中无关注类和不良类贷款信息，过往债务履约情况良好。

截至 2019 年底，公司获得金融机构授信额度合计 29.65 亿元，已使用的授信额度 16.88 亿元，未使用授信余额 12.77 亿元，公司间接融资渠道较畅通；公司作为深圳交易所上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务概况

截至 2019 年底，公司本部资产总额有所增长，资产结构相对均衡；负债有所增长，仍以流动负债为主，债务负担重，以短期债务为主。2019 年，公司本部营业收入和净利润规模较小，经营活动现金流规模较小，筹资活动现金流为净流出状态。

截至 2019 年底，公司本部资产总额 20.60 亿元，较年初增长 5.20%，主要系其他应收款和其他流动资产增加所致。其中，流动资产 10.78 亿元（占 52.33%），非流动资产 9.82 亿元（占 47.67%）。从构成看，流动资产主要为其他应收款（占 98.62%）；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 10.09%）和长期股权投资（占 81.55%）构成。截至 2019 年底，公司本部货币资金为 0.13 亿元。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益为 6.34 亿元，较年初增长 5.20%，主要系未分配利润增加所致。其中，实收资本为 3.45 亿元、资本公积合计 0.25 亿元、未分配利润合计 1.92 亿元、盈余公积合计 0.60 亿元，以未分配利润为主，所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年底，公司本部负债总额 14.25 亿元，较年初增长 6.73%。其中，流动负债 11.26 亿元（占 78.97%），非流动负债 3.00 亿元（占 21.03%），以流动负债为主。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 82.26%）和其他应付款（合计）（占 17.08%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 10.21%）和应付债券（占 89.79%）构成。

截至 2019 年底，公司本部债务总额 12.26 亿元，其中短期债务占 75.55%，长期债务占 24.45%，以短期债务为主。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 69.21%、65.91%和 32.10%，债务负担重。

2019 年，公司本部营业收入为 0.20 亿元，投资收益 0.49 亿元，净利润为 0.22 亿元。公司本部经营活动产生的现金流量净额为 1.02 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 0.21 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-1.40 亿元。

七、本次公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）为 2.93 亿元，为“16 力合债”待偿本金（2.70 亿元）的 1.08 倍，公司现金类资产对待偿本金的覆盖程度较好；净资产为 10.19 亿元，为“16 力合债”待偿本金（2.70 亿元）的 3.77 倍，净资产对“16 力合债”待偿本金的覆盖程度较高。公司现金类资产和净资产能够对“16 力合债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 2.11 亿元，为“16 力合债”待偿本金（2.70 亿元）的 0.78 倍，公司 EBITDA 对“16 力合债”待偿本金的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 4.62 亿元，为“16 力合债”待偿本金（2.70 亿元）的 1.71 倍；公司经营活动现金流入量对“16 力合债”待偿本金的覆盖程度尚可。

综合以上分析，并考虑到公司是珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”）下属的上市公司，能够得到股东和珠海市国资委较大力度的支持，公司对“16 力合债”的偿还能力较强。

八、担保人信用分析

1. 华发集团概况

华发集团前身为珠海经济特区发展公司华发旅游商场，1987 年 4 月经广东省珠海经济特区管理委员会（珠特函〔1987〕99 号）批准更名为珠海经济特区华发公司；1989 年 1 月经广东省珠海经济特区管理委员会（珠特函〔1989〕2 号）批准更名为珠海经济特区发展公司；1991 年 11 月更名为珠海经济特区华发集团公司，注册资本为 4.00 亿元。2008 年 12 月，华发集团进行公司制改制，公司性质由全民所有制变更为国有独资有限责任公司并更名为现名。后经历次增资。截至 2019 年 9 月底，华发集团注册资本 11.20 亿元，珠海市国资委为华发集团唯一股东及实际控制人。

华发集团经营范围：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 2019 年 9 月底，华发集团本部设战略运营管理中心、人力资源管理中心、战略并购管理中心和资本管理中心等职能部门。华发集团合并范围内共有子公司 515 家。华发集团控股上市公司 3 家，分别为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”）、华金国际资本控股有限公司（前身为“卓智控股有限公司”，股票代码：0982.HK，以下简称“华金国际”）和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”，华发集团控股但不纳入财务报表合并范围）。华发集团拥有在职员工 19,214 人。

截至 2018 年底，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。

截至 2019 年 9 月底，华发集团合并资产总额 3,362.88 亿元，负债合计 2,418.70 亿元，所有者权益 944.18 亿元，其中归属于母公司所有者权益 331.65 亿元。2019 年 1－9 月，华发集团实现营业收入 505.06 亿元，净利润 31.80 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.01 亿元；经营活动产生的现金流量净额 130.76 亿元，现金及现金等价物净增加额 72.66 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. 经营分析

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。

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、房地产开发、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，商贸服务为华发集团收入第一大来源。

2016－2018 年，华发集团营业收入持续快速增长，年均复合增长 28.75%，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，除城市运营业务外，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 18.21%；华发集团城市运营收入较上年下降 1.83%，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，商贸服务收入较上年增长 20.48%；华发集团金融板块收入较上年增长 48.75%，主要系珠海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营收快速增长趋势，但上述业务对收入和利润贡献小。

表 10　2016－2018 年华发集团营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商贸服务	128.53	40.00	1.17	169.63	38.42	0.67	204.36	38.36	0.52
房地产开发	125.51	39.05	33.28	191.70	43.41	28.31	226.61	42.53	27.95
城市运营	43.09	13.41	45.47	51.03	11.56	68.51	50.10	9.40	59.18
金融投资	7.47	2.32	97.57	8.22	1.86	70.48	12.23	2.30	68.85
现代服务	5.64	1.75	33.15	9.80	2.22	9.85	21.91	4.11	14.31
文教旅游	1.60	0.50	-20.05	1.27	0.29	53.51	1.05	0.20	-63.05
其他主营业务	1.03	0.32	-160.11	0.84	0.19	18.77	3.08	0.58	33.87
其他业务收入	8.50	2.65	17.14	9.06	2.05	13.90	13.44	2.52	34.34
合计	**321.37**	**100.00**	**22.25**	**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；城市运营业务毛利率较上年减少 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。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小幅减少 1.63 个百分点。华发集团综合毛利率为 20.71%，较上年减少 1.38 个百分点。

2019 年 1－9 月，华发集团营业收入较上年同期大幅增长 63.58%，主要系大宗商品批发收入规模增长较快所致。华发集团综合毛利率为 19.00%，较上年变动不大。

3. 财务分析

华发集团提供的 2016－2018 年度合并财务报表分别经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）、中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）和致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。华发集团提供的 2019 年三季度财务报表未经审计。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。2017 年，华发集团合并范围新增子公司 51 家，不再纳入合并的控股子公司 6 家。2018 年，华发集团合并范围新增子公司 133 家，不再纳入合并范围子公司 6 家。2019 年 1－9 月，华发集团合并范围新增子公司 109 家。截至 2019 年 9 月底，华发集团拥有纳入合并范围的子公司 515 家。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

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。

2016－2018 年，华发集团合并资产总额连续增长。截至 2018 年底，华发集团资产总额较年初增长 23.69%，主要系流动资产增加所致。华发集团资产结构以流动资产为主。

表11　华发集团主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年		年均复合增长率	2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	**1,549.03**	**81.89**	**1,865.90**	**81.67**	**2,321.90**	**82.16**	**22.43**	**2,789.61**	**82.95**
货币资金	209.59	13.53	215.91	11.57	349.35	15.05	29.11	432.24	15.49
存货	1,064.58	68.73	1,270.49	68.09	1,527.66	65.79	19.79	1,798.08	64.46
其他流动资产	46.04	2.97	100.36	5.38	152.92	6.59	82.24	224.79	8.06
非流动资产	**342.60**	**18.11**	**418.89**	**18.33**	**504.26**	**17.84**	**21.32**	**573.27**	**17.05**
可供出售金融资产	52.98	15.46	80.74	19.27	114.74	22.75	47.16	148.93	25.98
长期股权投资	101.24	29.55	146.70	35.02	180.44	35.78	33.50	189.03	32.97
固定资产	89.26	26.05	84.23	20.11	92.50	18.34	1.80	89.33	15.58
资产总额	**1,891.63**	**100.00**	**2,284.79**	**100.00**	**2,826.17**	**100.00**	**22.23**	**3,362.88**	**100.00**

资料来源：华发集团审计报告及 2019 年三季度财务报表，联合评级整理

①流动资产

流动资产方面，2016－2018 年，华发集团流动资产连续增长。截至 2018 年底，华发集团流动资产较年初增长 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、存货和其他流动资产构成。

2016－2018 年，华发集团货币资金连续增长。截至 2018 年底，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%，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款项。

2016－2018 年，华发集团存货连续增长。截至 2018 年底，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。华发集团存货较年初增长 20.24%，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。

2016－2018 年，华发集团其他流动资产连续增长。受华发股份向合营、联营企业拆出资金增加影响，截至 2018 年底，其他流动资产较年初增长 52.38%，主要由拆出款项及其他（115.01 亿元）、预交税费（26.64 亿元）和委托贷款（8.31 亿元）构成。

②非流动资产

2016－2018 年，华发集团非流动资产连续增长。截至 2018 年底，华发集团非流动资产较年初增长 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、长期股权投资和固定资产构成。

2016－2018 年，华发集团可供出售金融资产连续增长。截至 2018 年底，华发集团可供出售金融资产较年初增加 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所致。

2016－2018 年，华发集团长期股权投资持续增长。截至 2018 年底，华发集团长期股权投资较年初增长 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，对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所致。

2016－2018 年，华发集团固定资产波动增长。截至 2018 年底，华发集团固定资产较年初增长 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%，成新率较高。

截至 2018 年底，华发集团受限资产账面价值合计 588.07 亿元，以存货（388.86 亿元）、长期股权投资（60.48 亿元）、固定资产（49.20 亿元）、货币资金（29.28 亿元）和投资性房地产（27.78 亿元）为主；受限资产账面价值占资产总额的 20.81%。

截至 2019 年 9 月底，华发集团合并资产总额较年初增长 18.99%，主要系随着公司经营业务的持续开展，持续获得较好的现金流入，以及项目投入较多所致。华发集团资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

（2）负债及所有者权益

①负债

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，债务规模大，债务负担较重。

2016－2018 年，华发集团负债总额连续增长。截至 2018 年底，华发集团负债总额较年初增长 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，负债结构以流动负债为主。

表12 华发集团主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年		年均复合增长率	2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	**779.85**	**54.63**	**954.29**	**57.46**	**1,272.78**	**64.75**	**27.75**	**1,427.19**	**59.01**
短期借款	55.30	6.73	140.84	14.76	175.61	13.80	78.21	152.89	10.71
应付票据及应付账款	102.74	12.51	77.52	8.12	72.95	5.73	-15.74	96.29	6.75
预收款项	250.98	30.55	295.87	31.00	408.00	32.06	27.50	601.94	42.18
其他应付款	98.71	12.01	109.52	11.48	127.49	10.02	13.65	153.71	10.77
一年内到期的非流动负债	130.28	15.86	128.77	13.49	298.40	23.44	51.34	191.49	13.42
其他流动负债	60.03	7.31	81.16	8.51	110.71	8.70	35.80	146.49	10.26
非流动负债	**647.73**	**45.37**	**706.58**	**42.54**	**692.80**	**35.25**	**3.42**	**991.51**	**40.99**
长期借款	403.76	62.33	441.40	62.47	374.00	53.98	-3.76	489.58	49.38
应付债券	226.38	34.95	248.21	35.13	309.00	44.60	16.83	474.92	47.90
负债总额	**1,427.58**	**100.00**	**1,660.87**	**100.00**	**1,965.59**	**100.00**	**17.34**	**2,418.70**	**100.00**

资料来源：华发集团审计报告及 2019 年三季度财务报表，联合评级整理

流动负债方面，2016－2018 年，华发集团流动负债连续增长。截至 2018 年底，华发集团流动负债较年初增长 33.37%，主要系一年内到期的非流动负债、短期借款和预收款项增长所致。华发集团流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债。

2016－2018 年，华发集团短期借款连续增长。截至 2018 年底，华发集团短期借款较年初增长 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。

2016－2018 年，华发集团预收款项连续增长。截至 2018 年底，预收款项较年初增长 37.90%，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）所致。

2016－2018 年，华发集团其他应付款连续增长。截至 2018 年底，其他应付款为较年初增长 16.41%，主要系往来款增长所致。

2016－2018 年，华发集团一年内到期的非流动负债波动增长。截至 2018 年底，一年内到期的非流动负债较年初增长 131.73%，主要为一年内到期的长期借款（期末余额为 236.70 亿元）。

2016－2018 年，华发集团其他流动负债连续增长。截至 2018 年底，其他流动负债较年初增长 36.40%，主要为华发集团本部、华发综合发展、华发投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）。

非流动负债方面，2016－2018 年，华发集团非流动负债波动增长。截至 2018 年底，华发集团非流动负债较年初小幅下降 1.95%。华发集团非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

2016－2018 年，华发集团长期借款波动下降。截至 2018 年底，华发集团长期借款较年初下降 15.27%，长期借款以保证借款（占 43.06%）、抵押借款（占 36.13%）等为主。

2016－2018 年，华发集团应付债券连续增长。华发集团应付债券较年初增长 24.49%，主要系华发集团本部及下属子公司华发综合发展、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。2016－2018 年，华发集团债务总额持续增长，

年均复合增长 17.94%。截至 2018 年底，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 年底，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%，较年初分别减少 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类债权产品计入债务后，截至 2018 年底，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。

截至 2019 年 9 月底，华发集团负债总额较年初增长 23.05%，主要系华发集团取得银行长期借款及发行债券较多所致。华发集团流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年 9 月底，华发集团债务总额 1,522.97 亿元，较年初增长 15.93%。其中，短期债务 539.58 亿元（占 35.43%），较年初下降 14.44%。长期债务 983.38 亿元（占 64.57%），较年初增长 43.97%。截至 2019 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 71.92%、61.73%和 51.02%，较年初分别增加 2.37 个百分点、1.31 个百分点和 6.77 个百分点。

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 2019 年 9 月底，华发集团债务总额增至 1,795.72 亿元。截至 2019 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 80.03%、72.79%和 65.17%，较调整前分别增加 8.11 个百分点、11.06 个百分点和 14.15 个百分点。

②所有者权益

华发集团所有者权益规模逐年增长，资本实力显著增长，权益稳定性一般。

2016－2018 年，华发集团所有者权益连续增长，年均复合增长 36.18%。截至 2018 年底，华发集团所有者权益 860.58 亿元，较年初增长 37.93%，主要系资本公积及其他权益工具增长所致。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%）构成，其他权益工具占比较高，权益稳定性一般。

截至 2018 年底，华发集团资本公积较年初增长 30.42%，主要系子公司华发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。华发集团其他权益工具较年初增加 27.50%，主要系华发集团获得永续债权投资 20.00 亿元所致。

截至 2019 年 9 月底，华发集团所有者权益为 944.18 亿元，较年初增长 9.72%，所有者权益构成较年初变动不大。

（3）盈利能力

近年来，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，投资收益对华发集团利润形成了良好补充，整体看华发集团盈利能力强。

2016－2018 年，华发集团房地产、大宗商品贸易等收入持续增长，受此影响，华发集团营业收入及营业成本均连续增长，增长幅度基本保持一致。华发集团营业利润率略有下降，年均复合下降 2.27%。

表 13　华发集团盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	年均复合增长率	2019 年 1－9 月
营业收入	321.37	441.55	532.79	28.78	505.06

营业成本	249.86	344.01	422.44	30.03	409.12
费用总额	38.54	40.02	52.17	16.34	41.96
其中：销售费用	5.78	5.39	10.21	32.86	9.18
管理费用	16.02	19.25	27.09	30.05	24.03
财务费用	16.74	15.38	14.84	-5.86	8.75
投资收益	13.07	10.69	18.24	18.12	11.74
利润总额	30.98	49.69	56.16	34.64	46.73
营业利润率	17.56	17.56	16.77	--	15.15
总资本收益率	2.90	3.35	3.14	--	--
总资产报酬率	2.86	3.27	3.03	--	--
净资产收益率	4.93	6.36	5.48	--	--

资料来源：华发集团审计报告及 2019 年三季度财务报表，联合评级整理

期间费用方面，2016－2018 年，华发集团费用总额连续增长。2018 年，华发集团管理费用较上年增长 40.75%，主要系人员数量增长，相应职工薪酬提升；财务费用较上年下降 3.52%，主要受益于利息收入增加。2016－2018 年，华发集团费用收入比分别为 11.99%、9.06%和 9.79%，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，2016－2018 年，华发集团投资收益波动增长。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，主要为持有的资管计划、债券投资等。2016—2018 年，华发集团利润总额持续增长。

从盈利指标看，2018 年，华发集团营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 16.77%、3.14%、3.03%和 5.48%。

2019 年 1－9 月，华发集团营业收入较上年同期大幅增长 63.58%，主要系大宗商品贸易收入规模增长较快所致。华发集团净利润为 31.80 亿元，较上年同期增长 39.61%。

（4）现金流

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 14　华发集团现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	年均复合增长率	2019 年 1－9 月
销售商品、提供劳务收到的现金	503.59	500.89	650.59	13.66	686.43
购买商品、接受劳务支付的现金	245.86	318.04	424.27	31.36	431.01
收回投资收到的现金	68.10	23.65	89.16	14.42	83.94
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	103.48	231.40	222.50	46.63	130.39
投资支付的现金	71.52	177.82	217.07	74.21	223.22
经营活动产生的现金流量净额	185.88	104.48	110.62	-22.86	130.76
投资活动产生的现金流量净额	-103.58	-347.03	-358.72	86.10	-257.28
筹资活动产生的现金流量净额	29.44	247.67	371.13	255.02	199.02

资料来源：华发集团审计报告及 2019 年三季度财务报表，联合评级整理

经营活动方面，2016－2018 年，受房地产销售规模的扩大和大宗商品贸易额提升影响，华发集团经营活动现金流入波动增长。华发集团经营活动现金流出呈持续增长趋势，主要为房地产、土地一级开发等项目投入以及大宗商品采购支出等。2016－2018 年，华发集团经营活动现金均呈现为净流入，且净流入规模较大，华发集团经营活动现金流情况较好。华发集团现金收入比分别为 156.70%、113.44%和 122.11%，华发集团收入实现质量良好。

投资活动方面，2016－2018 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波动增长。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。2016－2018 年，华发集团投资活动现金流持续呈现为净流出，且净流出规模持续扩大。

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，2016－2018 年，华发集团筹资活动现金流入持续增长，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波动下降，主要为偿还债务本息支付的现金。2016－2018 年，华发集团筹资活动现金呈持续净流入，且净流入持续增长。

2019 年 1－9 月，华发集团经营活动现金流净额为 130.76 亿元，投资活动现金流为净流出 257.28 亿元，筹资活动现金流净额为 199.02 亿元。

（5）偿债能力

从偿债指标来看，华发集团短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般，但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 15　华发集团偿债能力指标（单位：倍）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
短期偿债能力指标				
流动比率	1.99	1.96	1.82	1.95
速动比率	0.62	0.62	0.62	0.69
现金短期债务比	1.11	0.78	0.76	1.12
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	0.81	1.19	1.19	--
EBITDA 全部债务比	0.06	0.06	0.06	--

资料来源：华发集团审计报告及 2019 年三季度财务报表，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，2016－2018 年底，华发集团流动比率持续下降，速动比率保持稳定，现金短期债务比持续下降。截至 2019 年 9 月底，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。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，2016－2018 年，华发集团 EBITDA 持续增长，年均复合增长 23.38%。2018 年，华发集团 EBITDA 较上年增长 14.84%，与有息债务增幅基本一致，华发集团 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 25.66%）、利润总额（占 67.78%）构成。2016－2018 年，华发集团 EBITDA 利息倍数有所上升，EBITDA 对利息的保障程度尚可。2016－2018 年，华发集团 EBITDA 全部债务比基本维持稳定，EBITDA 对全部债务保障程度较弱。整体看，华发集团长期偿债能力一般。

截至 2019 年 9 月底，华发集团合并口径对外担保余额 39.00 亿元，相当于当期末净资产的 4.13%。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 33.03 亿元，为关联方珠海华金资本股

份有限公司提供担保余额 2.70 亿元。截至本报告出具日，相关对外担保均未到期。整体看，华发集团担保比率较低，或有负债风险可控。

截至 2019 年 9 月底，华发集团合并口径共计获得金融机构授信额度 2,250.25 亿元，尚未使用 1,125.81 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，融资渠道多元化。

截至 2019 年 9 月底，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 11 月 8 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。

（6）华发集团本部财务分析

华发集团收入主要来源于子公司，华发集团本部对子公司管控力度较强。华发集团本部所有者权益稳定性较低，收入规模较小，利润主要依靠投资收益。华发集团本部债务负担较重。

华发集团主营业务主要由各子公司具体运营，华发集团本部对子公司管控力度较强。

截至 2018 年底，华发集团本部资产总额为 301.61 亿元，较年初增长 84.18%。其中，流动资产为 173.25 亿元，非流动资产为 128.37 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金、其他应收款构成，非流动资产主要由长期股权投资构成。截至 2018 年底，华发集团本部货币资金为 32.09 亿元。

截至 2018 年底，华发集团本部所有者权益为 87.22 亿元，较年初增长 17.81%。其中，其他权益工具占 105.25%，主要为以华发集团本部发行的永续债产品。其他权益工具占比超过 100.00%，主要系华发集团本部累计亏损所致，所有者权益稳定性较低。

截至 2018 年底，华发集团本部负债总额 214.39 亿元，较年初增长 138.95%，主要系公司发行了 70.00 亿元的超短期融资债券所致。其中，流动负债 166.89 亿元（占 77.84%），非流动负债 47.50 亿元（占 22.16%）。从构成看，流动负债主要由短期借款和其他流动负债构成，非流动负债由长期借款和应付债券构成。华发集团本部 2018 年底资产负债率为 71.08%，较 2017 年底增加 16.29 个百分点。

2018年，华发集团本部营业收入为0.89亿元，净利润为1.40亿元，利润主要依靠投资收益。

偿债能力方面，截至 2018 年底，华发集团本部流动比率、速动比率及现金短期债务比分别为 1.04 倍、1.03 倍和 0.20 倍。2018 年，华发集团本部 EBITDA 全部债务比为 0.04 倍。

截至 2019 年 9 月底，华发集团本部资产总额 381.48 亿元，所有者权益 99.95 亿元。2019 年 1－9 月，华发集团本部实现营业收入 0.13 亿元，净利润 2.58 亿元。

4. 担保效果评价

跟踪期内，华发集团运营情况良好，“16 力合债”待偿本金占华发集团各类资产的比重很低，其担保对于“16 力合债”的到期还本付息仍然具有显著的保护作用。

从债券的担保能力看，以华发集团 2019 年 9 月底财务数据测算，“16 力合债”待偿本金（2.70 亿元）占担保方华发集团资产总额的 0.08%、所有者权益总额的 0.29%；整体占比很低；华发集团资产和权益对“16 力合债”待偿本金的保护程很高。以华发集团 2018 年财务数据测算，“16 力合债”待偿本金（2.70 亿元）占担保方华发集团 EBITDA 的 3.26%和经营活动现金流入量的 0.38%，整体占比低，华发集团 EBITDA 和经营现金流入量对“16 力合债”待偿本金的保护程度很高。

九、综合评价

跟踪期内，公司净利润规模有所增加，经营活动现金流状况良好，盈利能力略有提升。同时，联合评级也关注到公司所属行业受宏观经济环境及行业政策变化影响较大，且竞争较为激烈，公司营业收入和综合毛利率有所下降以及债务负担较重且债务结构有待优化等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司污水处理或水质净化业务经营规模持续扩大和提质增效，以及对电容器、电子设备业务加大创新研发、调整产品结构，公司整体盈利能力和综合竞争力有望得到进一步增强。

跟踪期内，本次债券担保方华发集团资产和权益规模较大，整体运营状况良好，营业收入和净利润均大幅增长，其担保对于本次公司债券的到期还本付息仍然具有显著的积极影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 A+，评级展望为“稳定”；维持“16 力合债”的债项信用等级为 AAA。

附件 1　珠海华金资本股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	23.37	25.81	25.29	25.42
所有者权益（亿元）	8.67	9.38	10.14	10.19
短期债务（亿元）	8.64	10.18	9.36	8.19
长期债务（亿元）	3.45	3.30	3.40	3.47
全部债务（亿元）	12.09	13.48	12.76	11.66
营业收入（亿元）	4.79	5.30	4.33	0.75
净利润（亿元）	0.65	0.65	0.79	0.05
EBITDA（亿元）	1.48	1.81	2.11	--
经营性净现金流（亿元）	1.26	1.02	1.50	1.22
应收账款周转次数（次）	3.61	2.87	2.48	--
存货周转次数（次）	1.92	2.29	2.41	--
总资产周转次数（次）	0.22	0.22	0.17	0.03
现金收入比率（%）	85.81	81.95	99.68	260.88
总资本收益率（%）	6.06	6.18	6.65	--
总资产报酬率（%）	5.95	6.46	7.34	--
净资产收益率（%）	7.69	7.16	8.12	0.45
营业利润率（%）	40.70	44.19	40.77	48.53
费用收入比（%）	26.39	26.50	32.15	41.74
资产负债率（%）	62.89	63.67	59.90	59.93
全部债务资本化比率（%）	58.24	58.97	55.72	53.37
长期债务资本化比率（%）	28.48	26.02	25.12	25.40
EBITDA 利息倍数（倍）	3.03	2.57	2.89	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.13	0.17	--
流动比率（倍）	0.47	0.51	0.51	0.49
速动比率（倍）	0.35	0.42	0.43	0.40
现金短期债务比（倍）	0.27	0.33	0.30	0.36
经营现金流动负债比率（%）	11.28	7.86	13.17	10.68
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.55	0.67	0.78	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3. 公司 2020 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化

附件 2　珠海华发集团有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	1,891.63	2,284.79	2,826.17	3,362.88
所有者权益（亿元）	464.05	623.92	860.58	944.18
短期债务（亿元）	303.72	451.82	630.69	539.58
长期债务（亿元）	640.68	698.85	683.05	983.38
全部债务（亿元）	944.40	1,150.67	1,313.73	1,522.97
营业收入（亿元）	321.37	441.55	532.79	505.06
净利润（亿元）	20.74	34.58	40.68	31.80
EBITDA（亿元）	54.43	72.15	82.86	--
经营性净现金流（亿元）	185.88	104.48	110.62	130.76
应收账款周转次数（次）	16.58	32.17	21.81	--
存货周转次数（次）	0.25	0.29	0.30	--
总资产周转次数（次）	0.19	0.21	0.21	--
现金收入比率（%）	156.70	113.44	122.11	135.91
总资本收益率（%）	2.90	3.35	3.14	--
总资产报酬率（%）	2.86	3.27	3.03	--
净资产收益率（%）	4.93	6.36	5.48	--
营业利润率（%）	17.56	17.56	16.77	15.15
费用收入比（%）	11.99	9.06	9.79	8.31
资产负债率（%）	75.47	72.69	69.55	71.92
全部债务资本化比率（%）	67.05	64.84	60.42	61.73
长期债务资本化比率（%）	57.99	52.83	44.25	51.02
EBITDA 利息倍数（倍）	0.81	1.19	1.19	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.06	0.06	--
流动比率（倍）	1.99	1.96	1.82	1.95
速动比率（倍）	0.62	0.62	0.62	0.69
现金短期债务比（倍）	1.11	0.78	0.76	1.12
经营现金流动负债比率（%）	23.84	10.95	8.69	9.16
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.27	0.36	0.41	--

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、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；4. 华发集团 2019 年三季度财务数据未经审计

附件 3　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]
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-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产×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	
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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期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+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 4　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。