

信用等级公告

联合〔2020〕587号

珠海华发投资控股有限公司：

联合信用评级有限公司通过对珠海华发投资控股有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

珠海华发投资控股有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

珠海华发投资控股有限公司拟发行的 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年三月二十七日

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>

珠海华发投资控股有限公司2020年 面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 10.00 亿元（含）

债券期限：5 年期

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

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

评级时间：2020 年 3 月 27 日

主要财务数据

发行人-华发投控

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	270.17	331.99	395.99	476.35
所有者权益（亿元）	108.07	160.92	188.70	237.06
长期债务（亿元）	26.74	43.50	28.88	97.33
全部债务（亿元）	90.03	139.45	160.85	181.89
营业总收入（亿元）	5.16	4.54	8.13	11.02
净利润（亿元）	5.42	6.37	8.33	5.18
EBITDA（亿元）	11.96	8.85	14.02	/
经营性净现金流（亿元）	-26.16	-52.00	61.99	-5.30
净资产收益率（%）	6.66	4.73	4.77	2.43
资产负债率（%）	60.00	51.53	52.35	50.23
全部债务资本化比率（%）	45.45	46.43	46.02	43.42
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.06	0.09	/
EBITDA 利息倍数（倍）	2.03	3.39	3.20	/
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.20	0.88	1.40	/

担保方-华发集团

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
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
经营性净现金流（亿元）	185.88	104.48	110.62	130.76
资产负债率（%）	75.47	72.69	69.55	71.92

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3. 2019 年三季度数据未经审计，相关指标未经年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对珠海华发投资控股有限公司（以下简称“华发投控”或“公司”）的信用评级反映了其作为珠海市国资委旗下金融及产业投资平台，目前其已基本实现金融产业全牌照，在区域内及行业内保持较强的竞争力；公司股东在资本补充和资源获取方面给予公司较大的支持。近年来，公司资本实力不断增强，资产流动性较好，杠杆水平适中；公司主要子公司华金证券股份有限公司（以下简称“华金证券”）作为全国性的综合类证券公司，业务资质齐全，资产流动性较好，资本充足性较高。2019 年 11 月，股东对公司增资 90.00 亿元，公司资本实力大幅提高。

联合评级同时也关注到，公司盈利对子公司形成的投资收益依赖度较高，作为主要收入来源的华金证券易受监管政策和证券市场波动的影响；同时，公司一年内到期债务占比高，存在一定集中兑付压力。

随着公司战略的稳步推进及资本实力的进一步增强，未来公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券担保方珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）资本实力强，近年来营业收入快速增长，具有很强的竞争力，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券信用水平提升显著。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 股东背景很强，受股东支持力度大，公司区域竞争力较强。公司作为珠海市国资委旗下金融及产业投资平台，受到股东多次增资，

受股东支持力度很大；公司利用珠海连接粤港澳的区位优势 and 横琴自贸区先行先试的政策优势，通过新设或收购等方式，已基本实现金融产业全牌照，在区域内及行业内具有较强的竞争优势。

2. 华金证券具有一定行业竞争力。公司主要子公司华金证券是一家全国性的综合类证券公司，业务资质齐全，2016年公司对其增资后，业务规模持续扩大，资产质量较好，资本充足性较高。

3. 整体偿债能力很强。公司成立以来多次实施增资扩股，2019年11月，股东对公司增资90.00亿元，资本实力进一步增强，资产流动性较好，杠杆水平适中，筹资能力较强。

4. 担保方华发集团实力很强，其所提供的担保对本期债券信用状况具有显著的积极影响。本期债券担保方华发集团作为珠海市16家市属国企中的龙头企业，是以城市运营、房产开发、金融服务和产业投资为四大核心业务，商贸服务、文体教育及现代服务等多种产业并举发展的综合性企业集团；华发集团资本实力强，近年来营业收入快速增长，具有很强的竞争力。

关注

1. 对投资收益依赖度高。公司主营业务收入对华金证券以及子公司形成的投资收益依赖度较高，易受监管政策和证券市场波动的影响。

2. 短期偿付压力大。公司一年内到期债务占比高，存在一定集中兑付压力，需要公司加强流动性管理。

3. 华发集团业务易受政策影响且有息债务规模大。华发集团房地产开发和土地一级开发业务规模大，易受宏观政策和房地产市场的影响；大宗商品贸易板块利润水平低；有息债务规模较大。

分析师

陈 凝

电话：010-85172818

邮箱：chenn@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-85172818

邮箱：zhangchenlu@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）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

陈崇庭 张磊

联合信用评级有限公司

一、主体概况

珠海华发投资控股有限公司（以下简称“华发投控”或“公司”）成立于2012年7月，原名为珠海金融投资控股集团有限公司，由珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）、珠海格力集团有限公司（以下简称“格力集团”）及珠海市免税企业集团有限公司（以下简称“免税集团”）共同出资组建，初始注册资本5.00亿元。2012年11月，公司增加注册资本20.82亿元，由华发集团、免税集团及新股东珠海公交巴士有限公司（以下简称“巴士公司”）、珠海水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）溢价认缴；2013年8月，华发集团受让水务集团所持有的公司2.83%股权；2014年12月，华发集团以持有的对公司的20亿债权以债转股的方式进行增资，其中13.70亿元计入注册资本，6.30亿元计入资本公积，公司注册资本增加为39.52亿元；2016年9月，珠海华发综合发展有限公司（以下简称“华发综合”）以现金对公司增资46.00亿元，其中28.93亿元计入注册资本，17.07亿元计入资本公积，公司注册资本增至68.45亿元。

根据珠海市国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”）于2019年6月出具的《关于珠海金融投资控股集团有限公司增资扩股方案的备案意见》（珠国资〔2019〕273号），同意华发集团及华发综合对公司共同增资35.00亿元。其中，华发集团本次投资20.22亿元，认缴新增注册资本金8.98亿元；华发综合本次投资14.78亿元，认缴新增注册资本金6.57亿元。本次增资后，公司注册资本从68.45亿元增加至84.01亿元，华发集团和华发综合分别持有公司52.53%和42.26%股权，上述增资已于2019年7月25日完成工商变更。2019年11月，公司股东免税集团将其持有的公司5.21%的股权转让给华发集团，华发集团持有公司股权增加至57.74%。

根据珠海市国资委2019年11月15日出具的《关于对珠海金融投资控股集团有限公司增资90亿元事项的备案意见》（珠国资〔2019〕457号），同意华发集团及其下属的华发综合对公司同比例增资90亿元人民币。其中，华发集团投资51.97亿元，其中认缴新增注册资本金23.10亿；华发综合投资38.03亿元，其中认缴新增注册资本金16.90亿元。增资后，公司注册资本金从84.01亿元增加至124.01亿元，已全部实缴。上述增资完成后，华发集团仍持有公司股权57.74%，为公司控股股东；华发集团股东为珠海市国资委，因此公司的实际控制人为珠海市国资委；股东及持股比例见表1。2020年1月，公司名称由“珠海金融投资控股集团有限公司”变更为“珠海华发投资控股有限公司”。

截至2019年9月末，华发集团持有公司股权未质押；公司通过子公司持有的华润银行14.91%股权已质押；持有的华金期货100%股权已经质押。

表1 截至本评级报告出具日公司股东持股情况（单位：%）

序号	股东名称	持股比例
1	珠海华发集团有限公司	57.74
2	珠海华发综合发展有限公司	42.26
合计		100.00

资料来源：公司提供

公司经营范围：投资与资产管理。

截至2019年9月底，公司设有战略创新部、运营管理部、资本市场部、风险管理部、财务及资金管理部、金融科技中心等职能部门，纳入合并范围的一级子公司有42家，包括华金期货有限公司（以下简称“华金期货”）、珠海华金融资担保有限公司（以下简称“华金担保”）、珠海产权交易中心有限责任公司（以下简称“珠海产交中心”）、横琴七弦琴知识产权服务有限公司（以下简

称“七弦琴产权服务”）、珠海华金小额再贷款有限公司（以下简称“华金小额再贷款”）、华金证券股份有限公司（以下简称“华金证券”）和横琴国际知识产权交易中心有限公司（以下简称“横琴知交中心”）等；参股子公司 59 家。截至 2019 年 9 月底，公司合计拥有员工 1,592 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 395.99 亿元；负债总额 207.29 亿元，其中代理买卖证券款 5.94 亿元；所有者权益 188.70 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 108.89 亿元；2018 年，公司实现营业总收入 8.13 亿元，净利润 8.33 亿元，其中归属于母公司的所有者净利润 5.74 亿元；经营活动现金流量净额 61.99 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.28 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司合并资产总额 476.35 亿元；负债总额 239.29 亿元，其中代理买卖证券款 11.43 亿元；所有者权益 237.06 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 145.78 亿元；2019 年前三季度，公司实现营业总收入 11.02 亿元，净利润 5.18 亿元，其中归属于母公司的所有者净利润 3.45 亿元；经营活动现金流量净额-5.30 亿元，现金及现金等价物净增加额 17.90 亿元。

公司注册地址：广东省珠海市横琴金融产业服务基地 5 号楼；法定代表人：李光宁。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“珠海华发投资控股有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”，本期发行规模不超过 10 亿元（含）。本期债券的期限为 5 年期。本期债券票面利率通过簿记建档方式确定。本期债券面值 100 元，按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利，到期一次还本。本期债券利息每年支付一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券由珠海华发集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还有息债务。

三、行业分析

公司主要经营区域位于广东省珠海市，主营业务为证券业务，证券行业发展情况和珠海市区域经济情况对公司经营有较大影响。

1. 证券行业概况

股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生。

近年来，股票市场震荡加剧，2017 年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；2018 年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长。根据交易所公布的数据，截至 2019 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,777 家；股票市场总市值为 59.29 万亿元，较 2018 年底增长 36.33%；平均市盈率为 20.35 倍，较 2018 年增长 4.13 个倍数。2019 年全部 A 股成交额为 127.36 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比增长 44.81%。截至 2019 年底，市场融资融券余额为 1.02 万亿元，较 2018 年底增长 34.88%，其中融资余额占比为 98.65%，融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面，2019 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元，同比增长 26.57%，共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9

家、优先股 6 家，可转债和可交债分别 106 家和 62 家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生。2019 年，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势。根据 WIND 数据，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增加 13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发行额达 45.18 万亿元，同比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1,418.69 万亿元。其中，现券交易成交金额为 213.49 万亿元，回购交易成交金额为 1,054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2019 年全国期货市场累计成交额为 290.61 万亿元，同比增长 37.85%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 69.62 万亿元，同比增长 166.52%，占全国市场份额 23.96%。

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

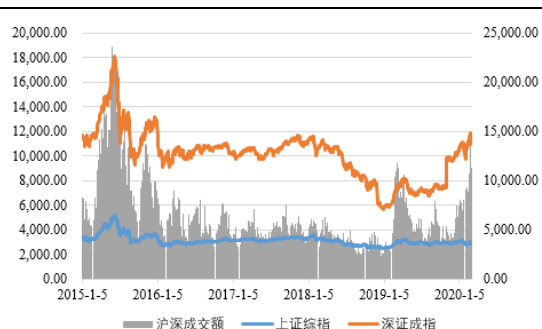
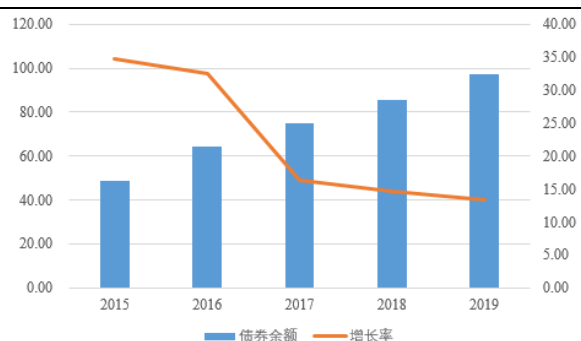


图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：WIND，联合评级整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》（以下简称《建议》）指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7 月 22 日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。2020 年 3 月，新证券法正式实施，加大了资本市场违法违规成本，有利于构建透明、公开、健康的资本市场环境；全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革落地也为时不远，将进一步扩大证券市场规模。

随着资本市场建设力度的加大，证券市场规模逐步扩大；证券公司经营受市场及政策影响较大。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2015-2019 年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模波动增长，2019 年增幅较大；盈利能力呈现倒 U 型走势，2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2017 年证券公司盈利水平小幅下降，2018 年盈利水平进一步大幅下降；2019 年，受市场行情和政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表 2 证券行业概况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
证券公司家数（家）	125	129	131	131	133
盈利家数（家）	124	124	120	106	120
盈利家数占比（%）	99.20	96.12	91.60	80.92	90.23
营业收入（亿元）	5,751.55	3,279.94	3,113.28	2,662.87	3,604.83
净利润（亿元）	2,447.63	1,234.45	1,129.95	666.20	1,230.95
总资产（万亿元）	6.42	5.79	6.14	6.26	7.26
净资产（万亿元）	1.45	1.64	1.85	1.89	2.02
净资本（万亿元）	1.25	1.47	1.58	1.57	1.62

数据来源：中国证券业协会

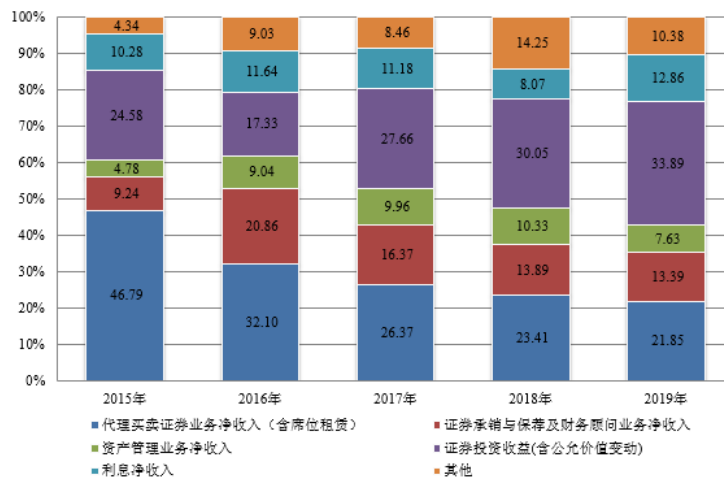
2019 年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。2019 年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少 42 家证券公司领超过 200 份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力。据不完全统计，截至 12 月 13 日，年内至少有 42 家证券公司因存在各种违规行为遭处罚，涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理问题等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。从业务表现看，2019 年证券公司收入水平扭转下降趋势，业绩大幅提升，盈利能力大幅改善；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，以自营业务为主的投资收益为第一大业务收入来源。截至 2019 年底，133 家证券公司总资产为 7.26 万亿元，较 2018 年底增加 15.97%；净资产为 2.02 万亿元，较 2018 年底增加 6.88%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年底增加 3.18%，资本实力保持稳定。2019 年，133 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,604.83 亿元和净利润 1,230.95 亿元，分别同比增长 35.37%和 84.77%，经营业绩大幅改善。

2. 业务分析

我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2019 年证券公司盈利水平显著上升，前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持 20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2017 年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资产管理业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小；2018 年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比增加至 30%以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019 年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。

图3 我国证券行业业务收入结构图（单位：%）



资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，具有较大的波动性。

近年来，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降；同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战。近年来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务也从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时，重塑经纪条线组织架构、增员投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2017年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入820.92亿元，同比下降22.04%。2018年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元，同比减少24.06%。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019年，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63亿元，同比增长26.34%。

投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，再融资、并购重组政策松绑将为投行业务带来增量。

目前证券公司的投资银行业务以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，企业融资需求不断增加，债市市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2019年以来，受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重组政策松绑为2020年投行业务增长蓄力。2019年以来，A股IPO过会率明显提升，截至2019年末，发审委审核IPO家数280家，其中247家通过审核，过会率达88.21%，远高于2018年全年57.51%过会率以及111家通过审核家数。2019年，IPO发行规模合计2,532.48亿元，发行家数203家，分别较去年同期增长83.76%和93.33%。同期，再融资市场依然低迷，再融资规模仅为0.69万亿元，同比下降10.58%，延续下降走势。科创板方面，自6月开板以来共有116家科创类公司提交发审委，109家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模1,027.22亿元。债券市场方面，受益于货币政策边际宽松下资金市场利率下跌，证券公司债券主承销业务实现大幅增长，2019年证券公司承销各类债券金额7.78万亿元，同比增长31.92%。基于上述因素，2019年，全行业实现证券承销与保荐业务和

财务顾问业务净收入 482.65 亿元，同比增长 30.46%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2019 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 48.36%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 42.42%。

联合评级也关注到，在科创板为证券公司投行业务带来增量的同时，科创板试行的注册制更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；其“保荐+跟投”机制将占用证券公司净资本且令其面临更大投资风险，或将减弱证券公司盈利稳定性；因此，此类业务的推出利好具有较强资本实力、研究实力及股权定价能力的证券公司。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，该业务与证券市场关联度高，面临较高市场风险。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2017 年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）同比增长 51.46%，成为第一大收入来源。2018 年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨 4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018 年债券市场新增 43 家违约主体，较 2017 年 9 家大幅增加，违约金额达 1,154.50 亿元，系 2017 年违约金额的 3.42 倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续 2018 年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长。同时，2019 年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2019 年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1,221.60 亿元，同比大幅增长 52.65%，主要系股票市场回暖所致。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013 年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至 2019 年末，证券公司资产管理业务规模为 12.29 万亿元，较 2018 年末下降 12.90%；2019 年，证券公司实现资产管理业务净收入 275.16 亿元，同比基本持平。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，但该类业务面临较高市场风险和信用风险；2019 年股票质押类业务成为监管重点，业务规模有所下降。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自 2010 年 3

月 31 日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2019 年末，融资融券余额 1.02 万亿元，较 2018 年末增长 34.88%，系股票市场回暖所致。股票质押业务方面，2018 年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。根据深交所数据，截至 2019 年 11 月末，深沪两市股票质押回购融资余额 9,429 亿元，较 2018 年末下降 20.94%；股票质押回购质押股票总市值 1.8 万亿元，占 A 股总市值 3.3%，较 2018 年末下降 1.3 个百分点，较 2017 年底峰值下降 2.90 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80% 的上市公司为 469 家，较年初减少 117 家，降幅分别为 13.80% 和 20.00%。截至 2020 年 2 月末，市场质押总股数 5,705.83 亿股，市场质押股数占总股本的 8.41%，分别较 2019 年末进一步下降 1.73% 和 0.17 个百分点；控股股东持股质押比例超过 80% 的上市公司为 467 家，较 2019 年末减少 2 家，高比例质押风险有所化解。2019 年，证券公司实现利息净收入 463.66 亿元，同比大幅增长 115.81%。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。2019 年，已有至少 5 家证券公司因股票质押式回购业务违规受到处罚。对股票质押业务严监管的态势将引导证券公司严格控制业务风险。同时，联合评级也关注到，目前质押规模仍然较大，未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。

3. 市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2019 年以来，国内有红塔证券、华林证券等 2 家证券公司实现上市，同时，湘财证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际和中泰证券 IPO 已通过发审委审核，预计将于 2020 年 A 股发行。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、联讯证券等多家新三板挂牌证券公司依然有奔向 A 股的雄心。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019 年 10 月，中国证监会宣布，自 2020 年 1 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。证监会已先后核准设立 3 家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）和野村东方国际证券。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

2019 年 11 月，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”，同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面，具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司，也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按 2019 年 6 月末证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计 1,146.59 亿元，净利润 396.13 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 64.08%和 59.42%。截至 2019 年 6 月底，前十大证券公司资产总额为 4.27 万亿元，占全行业总资产的 60.12%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过 55%，行业集中度较高。

表 3 截至 2019 年 6 月末主要证券公司财务数据（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1,597.32	7,238.66	217.91	66.64
2	国泰君安	1,388.37	5,403.70	140.95	53.37
3	海通证券	1,371.28	6,229.07	177.35	60.68
4	华泰证券	1,182.03	4,930.13	111.07	41.00
5	广发证券	933.53	3,994.07	119.42	44.40
6	招商证券	823.19	3,503.59	85.40	35.14
7	申万宏源	746.24	3,467.97	74.68	30.32
8	银河证券	691.59	3,106.46	73.68	26.05
9	国信证券	539.04	2,339.43	65.34	25.99
10	东方证券	527.30	2,472.25	80.79	12.54
合计		9,799.89	42,685.33	1,146.59	396.13

数据来源：WIND，联合评级整理

4. 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面，证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018-2019 年，债券市场违约常态化，股票质押业务风险逐步暴露，证券公司面临信用风险加大。

市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响将产生流动性风险。

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，

防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面：一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场行情影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

5. 未来动向

风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。2019年7月，证监会发布了2019年证券公司分类结果，在参选的98家券商中，51家分类评级结果与上年持平，28家券商被下调评级，19家证券公司上调评级；38家券商被评为A类，数量比2018年减少2家。整体来看，部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

2019年7月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

2019年8月，证监会就《证券公司风险控制指标计算标准》公开征求意见，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。2019年10月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。

证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向。

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技

全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向。

6. 珠海市区域经济情况

珠海市经济较为发达，粤港澳大湾区框架协议的落地以及横琴新区建设的有序推进为当地经济及金融业的发展提供了良好契机，为公司的业务经营提供了良好的外部环境。

珠海市位于广东省珠江口的西南部，东与香港隔海相望，南与澳门相连，西邻新会、台山市，北与中山市接壤。珠海于 1980 年成为经济特区，2008 年国务院颁布实施珠江三角洲地区改革发展规划纲要（2008—2020 年），明确珠海为珠江口西岸的核心城市。2009 年，国务院正式批复《横琴总体发展规划》，横琴成为探索粤港澳紧密合作新模式的新载体。2015 年，中国（广东）自由贸易试验区珠海横琴新区片区正式启动，将重点发展旅游休闲健康、商务金融服务、文化科教和高新技术产业，建设文化教育开放先导区和国际商务服务业休闲旅游基地，打造促进澳门经济适度多元化发展的新载体，试点有关货物贸易便利化和现代服务业发展的制度创新，与南沙、前海片区实现错位发展，发挥协同效应。2017 年 7 月，《深化粤港澳合作推进大湾区建设框架协议》正式落地，粤港澳大湾区主要包括广东的广州、佛山、肇庆、深圳、东莞、惠州、珠海、中山、江门 9 市和香港、澳门两个特别行政区组成，具备建成国际一流湾区和世界级城市群的基础条件。

2019 年，珠海实现地区生产总值 3,435.89 亿元，同比增长 6.8%，增速分别高于全国、全省 0.7 和 0.6 个百分点。从“六稳”情况看，珠海市除外贸下降外，就业、金融、外资、投资、预期均保持稳定态势，减税降费政策落实到位，经济总量和增速在全省居中上水平，整体经济运行情况良好。从产业视角看，第二产业对经济增长的贡献率达 33.1%，拉动经济增长 2.25 个百分点。第三产业对经济增长的贡献率达 66.5%，拉动经济增长 4.52 个百分点。从行业视角看，经济增长的主要动力来自于工业、建筑业、金融业、房地产业和营利性服务业等五个行业。

珠海市金融业保持良好增势。2019 年，全市金融业实现增加值 369.16 亿元，同比增长 15.8%。从货币市场看，2019 年末，全市金融机构本外币存款余额 9,047.24 亿元，同比增长 19.9%；本外币贷款余额 6,358.61 亿元，同比增长 21.4%；全市金融机构存贷款保持 20%左右的较快增长，金融机构加大对实体经济的支持力度，信贷投放结构进一步优化。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为珠海国资委旗下的金融及产业投资核心平台，金融资产规模较大，在区域内竞争优势明显；公司股东华发集团资本实力强大，综合竞争力很强，在资本注入、资金支持、业务资源等方面给予公司较大的支持。

公司成立于 2012 年，作为珠海市国资委下属控股平台，定位为珠海及横琴新区营运国有金融资产和进行产业投资的核心平台。自成立以来，公司利用珠海连接粤港澳“桥头堡”的区位优势 and 横

琴自贸区先行先试的政策优势，通过新设或收购等方式，已形成业务覆盖证券、期货、银行、金融租赁、保险、基金、各类收益权交易平台、小微金融等多个领域，布局深圳、香港、北京、上海、天津等核心金融城市的综合性金融投资控股集团。公司聚集了珠海市管企业优质国有资源，在区域内竞争优势明显。公司作为全国地市级中少数有全牌照的金融投资控股企业之一，具备很强的竞争力。

公司控股股东华发集团实力强大，是珠海市国有重点企业，其核心业务板块涵盖城市运营、房产开发、金融产业、产业投资等。截至 2019 年 9 月末，华发集团控股上市子公司 3 家；截至 2019 年 9 月末，华发集团合并资产总额 3,362.88 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；公司作为华发集团旗下的金融板块，能够在资源获取和资本补充方面获得华发集团较大支持，公司成立以来获得股东多次增资，2016 年—2019 年累计增资 171 亿元。

2. 人员素质

公司员工专业素质较高、在金融行业工作经验丰富，其人员构成能满足目前公司发展需要。

公司目前设总经理 1 人，副总经理 1 人，财务总监、首席资本官、首席人力资源官、首席运营官、首席风险官各 1 人，公司核心管理团队从业时间较长，行业经验丰富。

公司董事长李光宁先生，1971 年出生，硕士研究生，经济师；曾任华发集团助理总经理、副总经理，珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”）董事局副主席、总裁。现任公司董事长，华发集团总经理、党委副书记，华发股份董事长、珠海华金资本股份有限公司（以下简称“华金资本”）董事局主席等职务。

公司董事、总经理谢伟先生，1974 年出生，大学本科，经济师；曾任深圳市国际企业股份有限公司董事局秘书、投资部经理，华发集团总经理助理，公司副总经理，珠海华发集团财务有限公司（以下简称“华发财务”）董事长、珠海铎创投资管理有限公司（以下简称“铎创投资”）董事长，珠海铎创投资担保有限公司董事长，华发股份董事局秘书。现任公司董事、总经理，华发集团董事、常务副总经理等职务。

截至 2019 年 9 月底，公司共有在职员工 1,592 人，从学历构成上看，硕士以上学历 593 人，占比 37.25%；本科学历 850 人，占比 53.39%；大专及以下学历 149 人，占比 9.36%。从专业构成上，法律专业 72 人，占比 4.52%；财务专业 105 人，占比 6.60%；经济专业 262 人，占比 16.46%；金融专业 305 人，占比 19.16%。从金融行业从业年限看，工作三年及以下 289 人，占比 18.15%；三年至十年 751 人，占比 47.17%；十年以上 552 人，占比 34.68%。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司法人治理结构相对完善，董事会、监事会独立运作，整体运行情况良好。

公司严格按照《公司法》等有关法律、法规的要求，建立健全公司治理结构，强化内部管理，规范经营运作，目前已形成较为完善的公司治理结构。股东会是公司的权力机构，公司设董事会、监事会和经营管理机构，形成了决策、监督和执行相分离的管理体系。

公司股东会由全体股东组成，股东会是公司的最高权力机构。股东会负责决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项、审议批准董事会和监事会的工作报告、审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案、

弥补亏损方案等，对公司增加或者减少注册资本、发行公司债券、合并、分立、解散、清算或者变更公司形式、股东股份转让作出决议等其他职权。

公司设董事会，由 5 名董事组成，非职工董事由股东会选举或更换；职工董事由公司职工（代表）大会选举产生。董事每届任期三年，连选可以连任。董事任期届满未及时改选，或者董事在任期内辞职导致董事会成员低于法定人数的，在改选出的董事就任前，原董事仍应当依照法律法规的规定，履行董事职务。董事会对股东会负责，依法行使下列职权：负责召集和主持股东会、向股东会报告工作、执行股东会决议；负责制订公司年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案等；负责决定公司内部管理机构的设置等。

公司设监事会。监事会由 3 名监事组成，其中职工监事 2 名。职工监事由公司职工（代表）大会民主选举产生；非职工监事由股东单位选派人选产生。监事会行使以下职权：对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，提议召开临时股东会会议，并履行向股东会会议提出议案等。

公司设总经理 1 名，由董事会决定聘任或者解聘。总经理对董事会负责，负责主持公司的生产经营管理工作、组织实施股东会决议等工作。

2. 内部控制及合规管理

公司内部控制体系比较健全，管理制度比较规范，未来随着资产规模的增长和业务范围的进一步扩大，对公司相关的内控管理水平提出了更高要求。

公司根据经营需要，对岗位及职责权限进行了合理的设置和分工，设立了包括总裁办公室、财务及资金管理部、人力资源部、风险管理部、合规法务部、信息技术管理部、运营管理部及审计监察部等部门。各部门和岗位之间分工明确、分工协作、相互制约、相互监督。

为规范公司运作，确保各项工作有序进行，公司制定了较为完善的公司管理制度，从运营、财务、合规风险、子公司管理等方面加强了对公司的管理。

运营管理方面，公司从经营计划管理、组织绩效管理及参股公司管理三个方面对公司整体运营进行了规范管理，有效保障了公司内部管理的效率，实现了公司经营活动的有序、高效进行。

财务管理方面，公司制定了财务报销管理办法、差旅费管理办法、业务接待费管理规定、工资性支出支付管理办法、办公用品等低值易耗管理规定、固定资产管理办法等。公司在财务管理制度中对报销流程、资金内部检查、工资支付、资产管理等工作做了明确的规定，对规范公司的财务行为，有效控制和合理配置公司的财务资源，实现公司价值的最大化起到重要作用。

合规风险管理方面，公司在风险管理程序、风险管理报告、风险管理人员及岗位要求、风险管理责任、风险管理文化建设等方面建立了一系列合规风险管理制度，促进各项业务在风险可测、可控、可承受的前提下持续、稳定的发展。

子公司管理方面，为加强对公司参控股子公司的管理，规范与子公司之间的信息沟通，公司制定了对参控股子公司的管理办法。公司主要通过委派董/监事（长）在董/监事会任职或委派高级管理人员参与经营管理工作，并通过外派董/监事（长）和高级管理人员报批、报告、述职机制实现对参控股子公司的管控。

2016 年 10 月，华金证券收到中国证监会上海监管局出具的《沪证监决〔2016〕87 号》文件，该文件指出华金证券债券业务项目组人员通过私人邮箱与评级机构人员进行不恰当的业务沟通并对评级报告进行批注修改，未遵守中介机构独立履职的市场秩序。依据《证券公司监督管理条例》第七十条、《公司债券发行与交易管理办法》第六十三条的规定，中国证监会上海监管局决定暂不受理华金证券与行政许可有关的公司债承销业务申请文件，期限自 2016 年 11 月 4 日至 2017 年 5 月 3

日止。2017年5月4日，华金证券已经向监管单位提出恢复受理与行政许可有关的公司债券承销业务申请，监管单位对华金证券整改情况进行了验收。

2018年，公司子公司华金证券辽宁分公司因未按照规定履行客户身份识别义务，违反了《中华人民共和国反洗钱法》第十九条，收到中国人民银行沈阳分行行政处罚决定书。华金证券针对该事项积极整改。2016—2019年，华金证券证监会分类评级分别为B、CCC、BBB和BBB，内控管理水平有所提升。

六、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司营业总收入波动上升，证券期货收入对公司的收入贡献大，但2018年其他业务收入和资管业务收入贡献度提升；投资收益对利润水平具有很高贡献度；同时联合评级关注到公司收入及投资收益受证券市场行情波动影响较大，存在一定波动性。

公司是珠海和横琴新区运营国有金融资产、进行产业投资的核心平台。目前公司下辖证券、期货、银行、金融租赁、保险、投资、基金、普惠金融等诸多业务板块，已经成为全国地级市金融业务牌照最全的控股集团之一。近三年，受益于证券及其他业务收入增长，公司营业总收入波动增长，三年复合增长25.53%，2018年，公司实现营业总收入8.13亿元，同比增长79.25%。近三年，随着收入以及投资收益波动增长，公司净利润呈保持增长趋势，三年复合增长24.02%，2018年，公司实现净利润8.33亿元，同比增长30.87%。

从收入构成来看，证券期货业务收入主要来自子公司华金证券收入，为公司最大收入来源，但因其收入波动及其他业务收入增长较快影响，其收入占比持续下降至2018年的51.84%，近三年收入规模分别为4.04亿元、2.73亿元和4.22亿元，2017年和2018年收入波动较大主要是受华金证券投资业务暂停和恢复影响；其他业务收入主要是珠海发展投资基金（有限合伙）结构性存款形成的利息收入，三年复合增长434.79%，2016年和2017年收入规模较小，2018年结构性存款规模增长带动其他业务收入增长至1.43亿元，占比增长至17.61%，成为公司第二大收入来源；交易平台收入主要来自横琴知交中心、珠海产交中心和七弦琴产权服务，近三年受益于市场化运营，收入持续上升，三年复合增长为68.33%，2018年实现收入0.51亿元；普惠金融主要来自于华金担保和铎创投投资，近三年复合增长34.16%，2018年收入为0.54亿元；近三年，公司财务顾问收入呈波动增长趋势，2018年为0.34亿元。基金管理业务收入来自于下属公司通过担任基金管理人而获取的管理报酬，三年复合变动率为-19.94%，2018年收入为0.25亿元。2018年，公司新增¹资管业务、保理业务、其他主营业务收入，其中资管业务收入为0.80亿元，占营业总收入比重为9.90%，为公司重要收入补充，保理业务、其他主营业务收入占比和规模均较小。

公司投资收益对利润形成较好补充，近三年，公司实现投资收益分别为13.62亿元、10.62亿元和15.48亿元，主要来自公司参控股子公司的投资收益、处置股权收益、华金证券投资收益以及投资资产形成的收益等；2018年，权益法核算长期股权投资收益、处置长期股权投资收益、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、持有至到期投资在持有期间的投资收益、可供出售金融资产在持有期间的投资收益占比分别为24.05%、23.19%、14.59%、11.31%和22.75%。近三年，投资收益对营业利润贡献度分别为237.41%、177.00%和165.79%，虽呈下降趋势但贡献度仍很高。

¹ 2017年，公司资管业务列入投资收益科目；2018年，新设珠海铎金商业保理有限公司子公司，主要经营保理业务。

表 4 公司营业总收入和投资收益情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券及期货业务	4.04	78.23	2.73	60.16	4.22	51.84
交易平台	0.18	3.56	0.31	6.93	0.51	6.23
普惠金融	0.30	5.77	0.30	6.67	0.54	6.62
财务顾问	0.10	1.94	0.83	18.32	0.34	4.24
基金管理业务	0.39	7.65	0.30	6.61	0.25	3.10
资管收入	--	--	--	--	0.80	9.90
保理收入	--	--	--	--	0.03	0.42
其他主营业务收入	--	--	--	--	0.004	0.05
其他业务收入	0.15	2.84	0.06	1.30	1.43	17.61
营业总收入合计	5.16	100.00	4.54	100.00	8.13	100.00
投资收益	13.62	--	10.62	--	15.48	--

资料来源：公司提供、公司年报，联合评级整理

2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入和投资收益分别为 11.02 亿元和 10.04 亿元，同比分别增长 134.16%和 15.98%，主要是证券市场回暖带动华金证券收入增长以及联营企业投资收益增加所致；投资收益对营业利润贡献度 180.09%，贡献度很高；实现净利润 5.18 亿元，同比增长 26.50%，增幅弱于营业收入主要是华金证券及华金期货业务拓展致使管理费用增加以及公司债务规模扩大导致财务费用增长所致。

2. 业务运营

（1）证券业务

受证券市场波动影响及债券承销暂停影响，华金证券营业收入有所波动，收入结构以投资收益和投资银行业务为主；经纪、信用等业务较为稳定；收入对投资收益依赖度高，受市场影响大，其收入实现具有不可确定性。

公司证券板块由华金证券负责运营。华金证券前身为成立于 2000 年 9 月的上海久联证券经纪有限责任公司；2005 年 3 月，由中国航天科工集团公司等单位实施重组并更名为航天证券有限责任公司；2014 年 3 月，华金证券引进战略投资者，成为珠海华发投资控股有限公司旗下的重要成员企业；2016 年 12 月，华金证券更名为现名。2017 年，少数股东增资 4.875 亿元，增资后注册资本变更为 34.50 亿元，截至 2019 年 9 月末，华金证券注册资本 34.50 亿元，公司持有华金证券 79.01%的股权。截至 2018 年末，华金证券资产总额 103.69 亿元，负债总额 63.58 亿元，所有者权益 40.11 亿元；2018 年实现营业收入 5.61 亿元，净利润 1.02 亿元。2018 年，华金证券净资产、营业收入、净利润行业排名分别为 79 位、77 位和 57 位，处于行业中游偏下水平。

近三年，受证券市场波动影响及华金证券被暂停公司债券承销资格半年影响，华金证券营业收入有所波动，分别为 5.04 亿元、3.45 亿元和 5.61 亿元。从收入构成来看，近三年，自营业务形成的投资收益（含公允价值变动损益）为华金证券最大收入来源且占比波动增长，2018 年该项业务发展较好，收入同比增长 44.40%至 4.89 亿元，收入占比为 87.09%。华金证券自 2016 年 10 月起被上海证监局暂停公司债券承销资格半年，受此影响，近三年，华金证券投资银行手续费净收入波动较大，分别为 2.06 亿元、0.56 亿元和 1.64 亿元，2018 年收入占比增长至 29.14%，成为华金证券第二大收入来源；华金证券资管业务手续费净收入呈增长趋势，2018 年为 0.32 亿元，占比为 5.75%；经纪业务手续费及佣金净收入较为稳定，2018 年收入和占比分别为 0.31 亿元和 5.60%；受卖出回购金融资

产及债务利息支出增加影响，华金证券利息净收入仍为负值且金额进一步增加，2018 年为-1.74 亿元。

2019 年 1—9 月，华金证券实现营业总收入 6.37 亿元，同比增长 115.67%，主要来自其他业务收入、利息净收入、经纪及投行业务手续费净收入的增加；实现净利润 1.24 亿元，同比增长 299.60%，增幅较大主要是营业收入增加且增幅大于营业支出增幅所致。

表 5 华金证券营业情况（单位：亿元、%）

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	2.66	52.73	1.37	39.69	2.40	42.81	1.84	28.86
其中：经纪业务手续费净收入	0.35	6.87	0.30	8.74	0.31	5.60	0.31	4.93
投资银行业务手续费净收入	2.06	40.91	0.56	16.37	1.64	29.14	1.12	17.60
资产管理业务手续费净收入	0.19	3.82	0.31	8.90	0.32	5.75	0.24	3.79
投资咨询业务手续费净收入	0.06	1.13	0.20	5.68	0.13	2.31	0.06	0.96
利息净收入	-0.09	-1.79	-1.33	-38.67	-1.74	-31.03	-0.84	-13.21
投资收益（含公允价值变动损益）	2.44	48.41	3.38	98.10	4.89	87.09	3.24	50.92
其他	0.03	0.65	0.03	0.87	0.06	1.13	2.13	33.44
合计	5.04	100.00	3.45	100.00	5.61	100.00	6.37	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

经纪业务

华金证券经纪业务经营范围主要包括代理买卖证券（债券、股票、基金等）和代销金融产品。近年来，华金证券不断扩大经纪业务规模，在营业网点、客户数量、资产规模、专业咨询服务等方面不断提升。2016—2018 年，华金证券新设网点数量分别为 10 家、18 家和 0 家；截至 2018 年底，华金证券共有 51 家证券营业部，分布在全国 32 个重点城市，在重要的北京、长三角、珠三角等经济发达地区设有 16 个分公司或营业部。近三年，受市场成交低迷影响，华金证券代理买卖证券交易额持续下滑，2018 年代理金额合计为 928.44 亿元，同比下降 5.81%；其中，代理买卖股票成交额 846.35 亿元，同比下降 13.08%，仍以股票为主，市场份额上升至 0.05%。近三年，佣金率分别为 0.42‰、0.38‰和 0.36‰，有所下降但处于行业平均水平。近三年，代销金融产品业务净收入分别为 3.52 万元、53.67 万元和 553.41 万元；华金证券经纪业务手续费净收入分别为 0.35 亿元、0.30 亿元和 0.31 亿元。

2019 年 1—9 月，华金证券代理买卖证券交易额为 1,193.26 亿元，同比有所增长；同期，华金证券经纪业务手续费净收入 0.31 亿元，同比增长 54.93%。

表 6 华金证券代理买卖证券情况（单位：亿元、%）

证券种类	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—9 月	
	代理金额	市场份额	代理金额	市场份额	代理金额	市场份额	代理金额	市场份额
股票	993.46	0.04	973.68	0.04	846.35	0.05	1,094.33	0.05
债券	0.76	--	0.57	--	12.84	--	38.18	--
基金	19.63	0.01	11.47	0.01	67.10	0.03	55.9	0.04
其他	--	--	--	--	2.16	--	4.85	--
合计	1,013.84	--	985.72	--	928.44	--	1,193.26	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

投资银行业务

投资银行业务方面，华金证券投资银行业务包括 IPO、再融资业务、财务顾问及并购重组、新

三板、债券分销及承销业务。华金证券投资银行业务坚持“立足区域开发、打造特色投行”的策略，逐步形成了以固定收益业务为品牌、以中小企业 IPO 和再融资为特色的投行业务格局。2018 年，华金证券投行业务行业排名为 52 位，债券主承销佣金收入排名 47 位，处于行业中游水平。

2016 年，华金证券无股权类项目；2017 年完成再融资项目 1 单，规模为 2.60 亿元；2018 年无股权类项目。

债券类项目方面，2016 年华金证券完成债券承销项目 4 单，规模合计 130.00 亿元。华金证券自 2016 年 10 月起被上海证监局暂停公司债券承销资格半年，对债券承销业务造成较大影响，2017 年未有债券业务。2018 年，华金证券债券承销资格放开，大力发展债券业务，全年完成债券承销 12 单，承销金额 133.60 亿元。

新三板业务方面，华金证券在 2015 年取得新三板挂牌业务资格，2016—2018 年，华金证券分别完成项目数量 10 个、8 个和 0 个。

近三年，受债券承销资格暂停影响，华金证券投资银行手续费净收入分别为 2.06 亿元、0.56 亿元和 1.64 亿元。

2019 年 1—9 月，华金证券投行业务完成债券主承销业务 10 单，承销金额 82.15 亿元；同期，该业务净收入为 1.12 亿元，同比增长 34.71%，主要是华金证券债券业务尤其是债券分销增加所致。从华金证券项目储备来看，截至 2019 年 9 月底，华金证券债券储备项目 38 个，其中 19 个在审，19 个已拿批文。

自营投资业务

华金证券的自营投资业务主要包括中小企业投资（新三板）与固定投资类收益。

华金证券自营业务坚持投研一体化，根据宏观基本面研究、货币流动性分析以及风险收益比分析，制定投资策略及交易计划。近三年，华金证券投资规模波动增长，分别为 57.40 亿元、84.35 亿元和 67.77 亿元；2017 年末投资规模增加主要是增加了债券投资；2018 年，华金证券投资规模有所减少主要是随着信用风险事件多发，华金证券减少债券投资所致。华金证券投资结构以债券投资为主，2018 年末占比为 92.09%，其中，华金证券投资的信用债外部评级在均 AA 级（含）以上。近三年，华金证券实现投资收益（含公允价值变动收益）分别为 2.44 亿元、3.38 亿元和 4.89 亿元，主要来自固收类业务。

截至 2019 年 9 月末，华金证券投资资产规模为 68.85 亿元，较 2018 年末变动不大；投资结构仍以债券投资为主（占比 88.19%），但债券投资规模和占比均小幅下降；信托计划和资管计划投资规模有所增长，但占比仍很小，分别为 3.05%和 5.07%。截至 2019 年 9 月末华金证券固定收益所持债券未出现违约情况。2019 年 1—9 月，华金证券实现投资收益（含公允价值变动收益）3.24 亿元，同比增长 24.57%，主要来自债券投资收益的增加。

2016 年—2018 年末及 2019 年 9 月末，华金证券自营权益类证券及其衍生品/净资本分别为 3.96%、5.09%、6.54%和 5.45%，自营非权益类证券及其衍生品/净资本分别为 161.97%、211.11%、145.35%和 130.10%，均符合监管标准。

表 7 华金证券证券投资情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年末		2019 年 9 月末	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
债券	55.55	96.77	81.29	96.37	62.41	92.09	60.72	88.19
股票	1.22	2.12	1.75	2.07	2.24	3.30	2.18	3.17
基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.46	0.68	0.06	0.09

信托计划	0.00	0.00	0.72	0.85	2.00	2.95	2.10	3.05
资管计划	0.64	1.11	0.60	0.71	0.66	0.98	3.49	5.07
其他投资	--	--	--	--	--	--	0.30	0.44
合计	57.40	100.00	84.35	100.00	67.77	100.00	68.85	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

资产管理业务

华金证券资产管理业务由资产管理部负责运营，业务品种包括集合资产管理业务、定向资产管理业务和专项资产管理业务。

2016 年和 2017 年，华金证券通过加强团队建设积极拓展新的业务范围和优质客户，加大资产管理业务规模，资产管理规模呈上升趋势，业务结构以定向理财为主，2017 年末管理规模为 560.63 亿元，较上年末增长 76.78%，其中定向占比为 93.05%。2018 年，受资管新规及“去通道”等监管政策影响，华金证券资管业务规模有所下滑，截至 2018 年末，管理规模为 461.08 亿元，较年初下降 17.76%，主要来自定向业务规模的下降；资管业务结构仍以定向业务为主，但占比下降 11.35 个百分点至 81.70%。此外，华金证券降低通道业务的同时大力发展主动管理业务，截至 2018 年末，主动管理业务规模为 135.16 亿元，较年初增长 48.59%，占比较年初增长 13.09 个百分点至 29.31%。

近三年，华金证券实现资产管理手续费净收入呈增长趋势，分别为 0.19 亿元、0.31 亿元和 0.32 亿元，主要来自定向资产管理业务。

截至 2019 年 9 月末，华金证券资产管理业务规模小幅上升至 483.78 亿元，主要来自集合和专项业务的增加；资管业务结构仍以定向业务为主，但占比下降至 70.87%；主动管理业务规模持续增加至 175.07 亿元，占比进一步增长至 36.19%，资管业务主动管理能力有所提升。2019 年 1—9 月，该业务手续费净收入为 0.24 亿元，同比下降 6.79%。

表 8 华金证券资产管理业务情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	管理规模	收入	管理规模	收入	管理规模	收入	管理规模	收入
集合理财	7.42	0.02	9.62	0.03	14.97	0.03	49.31	0.06
定向理财	273.48	0.10	521.66	0.25	376.72	0.26	342.85	0.18
专项理财	36.24	0.07	29.35	0.04	69.39	0.03	91.62	0.01
合计	317.14	0.19	560.63	0.31	461.08	0.32	483.78	0.24
其中：主动管理规模	--		90.96		135.16		175.07	
被动管理规模	--		469.67		325.92		308.71	

资料来源：公司提供，联合评级整理

信用交易业务

华金证券信用交易业务主要包括融资融券业务和股票质押业务。华金证券融资融券业对客户账户风险进行实时监控，由信用业务部信用交易监控及评估岗密切关注，及时将风险情况通知分支机构融资融券风控专员；股票质押回购业务建立了严格的审批决策流程和履约保障预警机制。

从业务开展情况来看，融资融券业务方面，2016 年和 2017 年，该业务规模较为稳定。华金证券 2017 年新设立的分支机构于 2018 年经营开始进入正轨，期间分支机构积极引入两融客户，提升两融业务规模，截至 2018 年底，融资融券余额为 8.75 亿元，较年初增长 99.32%。2016 年和 2017 年融资融券利息收入分别为 0.27 和 0.28 亿元，较为稳定；2018 年，实现融资融券利息收入 0.40 亿元，同比增长 42.86%，主要是业务规模扩大所致。股票质押业务方面，近三年，华金证券股票质押业

务规模呈上升趋势，截至 2018 年末，股票质押业务规模 8.05 亿元，较年初增长 13.70%；实现利息收入波动增长，2018 年，实现股票质押利息收入 0.59 亿元，同比增长 84.38%，主要是日均规模增长所致。

2019 年以来随着股票市场有所回暖，华金证券融资融券业务规模随之增加，但因公司控制股票质押业务风险，缩减股票质押业务规模致使该业务规模大幅下降；截至 2019 年 9 月末，华金证券融资融券余额为 15.44 亿元，较 2018 年末增长 76.46%；股票质押业务余额为 3.48 亿元，较 2018 年末下降 56.77%。2019 年 1—9 月，华金证券融资融券业务实现利息收入 0.56 亿元，同比有所增长；实现股票质押业务利息收入 0.01 亿元。

从风险情况来看，截至 2019 年 11 月 6 日，华金证券融资融券业务有 1 笔违约项目，涉及融资剩余本金 0.48 亿元，已提交价值 0.42 亿元新三板股票担保，计提减值准备 0.0017 亿元；截至 2019 年 9 月末，股票质押业务发生违约项目 3 笔，剩余质押本金合计 2.40 亿元，计提减值准备 0.16 亿元，其中 2 笔已启动司法程序，1 笔与客户协商债权转让事项。

表 9 信用交易业务情况表（单位：户、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
融资融券账户数目	1,003	1,140	1,520	1,731
融资融券余额	4.73	4.39	8.75	15.44
融资融券利息收入	0.27	0.28	0.40	0.56
股票质押业务余额	4.41	7.09	8.05	3.48
股票质押业务利息收入	0.23	0.22	0.59	0.01

资料来源：公司提供，联合评级整理

（2）证券以外的其他业务

公司证券以外的其他板块业务发展良好，为公司收入及利润形成较好补充。

华发投控于 2014 年通过旗下铨创投资全资收购华金期货；华金期货有限公司前身是金谷期货有限公司，成立于 1995 年，是国内最早一批设立的期货公司；截至 2018 末，华金期货注册资本 6.00 亿元，公司持有华金期货 100.00% 股权。华金期货经营范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理等，具有上海期货交易所、中国金融期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所的会员资格。华金期货立足天津、服务全国、面向全球，为全国各类企业及客户开展包括风险管理、经营顾问及财务顾问等服务。

公司资管业务主要由子公司珠海金控股权投资基金管理有限公司（以下简称“金控基金”）、铨创投资及华金资产管理（深圳）有限公司运营（以下简称“华金资产”）。金控基金成立于 2012 年，注册资本 500.00 万元，公司持有其 100% 股权，主要经营基金管理。铨创投资成立于 2003 年，注册资本 25.00 亿元，公司持有其 100% 股权，主要经营投资管理。华金资产成立于 2012 年，注册资本 1.00 亿元，公司持有其 100% 股权，主要经营基金管理。2018 年，公司实现资管业务收入为 0.80 亿元，主要是资管产品投资收益。

珠海铨金商业保理有限公司（以下简称“铨金保理”）成立于 2018 年，是公司为进一步响应政府部门解决小微企业融资难融资贵难题，为小微企业提供商业保理服务。公司通过子公司华金担保持有其 100% 股权；截至 2018 年末，注册资本为 0.30 亿元。该公司主要开展商业保理业务。

华发投控大力发展创新金融业务，业务平台包括横琴知交中心，华发投控持股 51.00%；广东金融资产交易中心有限公司（以下简称“广东金交中心”），华发投控持股 49.00%；珠海产交中心，华发投控持股 100.00%。2018 年，公司实现交易平台收入 0.51 亿元，同比增长 61.08%。

横琴知交中心于 2014 年 12 月成立，注册资本 1 亿元人民币，承担国家知识产权运营金融与国际特色试点平台的任务，是国家“1+2+20+N”的知识产权运营体系的重要组成部分。2018 年知交中心收入 2,171.19 万元，较 2017 年增长近 1 倍；亏损 520.26 万元。

广东金交中心是广东唯一具有从事国有金融企业资产交易业务资格的全国性金融资产交易中心，于 2013 年 12 月在横琴新区正式运营。2017 年，广东金交中心交易量首次超万亿，交易量全国排名第二。

珠海产交中心注册资本 1.00 亿元，为华发投控全资子公司，是广东省国资委确定的四家有资格从事省属企业国有产权交易定点机构之一，并且在 2015 年 10 月成为全国首家通过 ISO9001:2000 国际质量管理认证的产权交易机构。2018 年全年完成交易量 178.22 亿元，收入 0.31 亿元，净利润 0.13 亿元。

华发投控的租赁业务平台为横琴华通金融租赁有限公司（以下简称“华通金融租赁”），华发投控持有华通金融租赁 35.00%股份，并列为第一大股东。华通金融租赁于 2015 年 10 月正式开业，注册资本 20.00 亿元人民币，是珠海横琴自贸区成立以来新设的第一家全国性非银行金融机构、广东省第二家金融租赁机构。

华发投控旗下华金担保是目前珠海市唯一全资国有担保公司，注册资本 3.00 亿元，公司持股 100%。公司计划打造其成为珠海市融资担保平台，发挥信用聚集的效应，完善珠海市担保市场体系，缓解小微企业融资难问题。

华发投控与广东省粤科金融集团有限公司于 2014 年底合作设立广东省粤科科技小额贷款股份有限公司，拓宽了珠海市中小微企业的融资渠道。此外，华发投控发起设立全资子公司华金小额再贷款，是广东省金融办批准设立的珠海市唯一一家小额再贷款公司。

表 10 上述子公司 2018 年（末）主要财务数据表（单位：亿元）

公司名称	总资产	总负债	所有者权益	营业收入	净利润
金控基金	35.05	23.95	11.10	0.47	-0.09
铎创投资	100.95	20.07	80.88	0.46	4.07
华金资产	41.94	35.73	6.21	0.38	0.09
华金期货	13.59	7.49	6.11	0.49	0.02
华通金融租赁	105.17	83.00	22.16	1.77	0.61
铎金保理	0.76	0.44	0.32	0.05	0.02
广东金交中心	0.75	0.15	0.60	2.68	0.12
华金担保	3.60	0.36	3.23	0.25	0.19

资料来源：公司提供，联合评级整理

华发投控对银行板块的投资均为参股，银行板块对华发投控具有重要战略意义。

银行业务板块中，华发投控投资涉及的企业主要包括珠海华发集团财务有限公司（以下简称“华发财务”）、珠海华润银行股份有限公司（以下简称“华润银行”）和珠海南屏村镇银行股份有限公司（以下简称“南屏村镇银行”）三家公司。

华发投控直接持有华发财务 20.00%股份，是其重要股东。华发财务于 2013 年 9 月正式开业，注册资本 20.00 亿元，是在横琴新区设立的第一家法人非银行金融机构、珠海市设立的第二家企业集团财务公司。华发财务主要对成员单位办理存款、贷款、结算等相关业务，为成员单位提供财务和融资顾问、信用鉴证等咨询、代理业务，为成员单位提供担保等。截至 2018 年末，华发财务总资产 314.29 亿元，净资产为 38.50 亿元；2018 年实现营业收入 8.47 亿元，净利润 3.87 亿元。

华发投控通过旗下全资子公司珠海市海融资产管理有限公司（以下简称“珠海海融”）和铎创投资分别持有华润银行 14.94%和 7.59%股权，持股比例合计 22.53%，为华润银行第二大股东。华润银行前身为珠海市商业银行，成立于 1996 年 12 月。2010 年 1 月，华润股份有限公司和珠海市政府对珠海市商业银行实施战略重组，注册资本变更为 56.38 亿元。截至 2018 年末，华润银行在珠海市有总行 1 家，分行 2 家，支行 39 家；深圳市有分行 1 家，支行 25 家；中山市有分行 1 家，支行 3 家；佛山市有分行 1 家，支行 6 家；东莞市有分行 1 家，支行 5 家；惠州市有分行 1 家，支行 2 家；广州市有分行 1 家；在百色市控股 1 家村镇银行；在肇庆市德庆县控股 1 家村镇银行。截至 2018 年末，华润银行资产总额 1,745.10 亿元，负债总额 1,616.62 亿元，其中存款余额 1,122.75 亿元；股东权益 128.47 亿元；不良贷款率 1.86%，拨备覆盖率 198.83%；资本充足率为 12.77%，一级资本充足率和核心一级资本充足率分别为 10.01%和 10.00%。2018 年，华润银行实现营业收入 48.56 亿元，净利润 13.73 亿元，同比分别增长 32.48%和 15.49%。

3. 未来发展

公司的发展战略清晰且具有前瞻性，契合国家政策和产业政策发展方向，发展前景良好。2019 年 11 月，股东对公司增资 90.00 亿元，公司资本实力大幅提高，有利于未来业务开展和抗风险能力的提升。

公司将充分利用粤港澳大湾区规划落地、珠海“二次创业”、横琴自贸区加速发展的有利契机，做强牌照金融、创新金融、金融科技三大业务。一是做强牌照金融业务，推进旗下华金证券、资管子公司、华金期货、华通金融租赁、横琴人寿、财务公司等牌照金融业务高质量发展，加快业务创新转型，提升综合金融服务能力。二是做优创新金融业务，充分发挥华金担保、华金小额再贷款、铎金保理、广东金交中心、横琴知交中心、珠海产交中心等平台作用，围绕实体产业上下游企业金融需求，开展多元化金融业务，提供“知识产权质押+融资”、“投担贷联动”等创新金融服务。三是探索金融科技业务，打造金融科技共享服务平台，引入人工智能、区块链、云计算、大数据、生物识别、AR、VR 等技术，推动证券、保险、供应链融资、担保小贷等金融服务在客户画像、大数据风控、智能投顾、精准营销等方面的应用，提升管理效能，降低拓客成本，推动业务创新发展。

同时，公司将探索新牌照机会，进一步完善牌照布局，实现与华金证券、横琴人寿的业务协同联动。深化机制改革，激发企业活力，提升管理效率，提升企业管理水平和市场竞争力。再次，公司将提高风控水平，优化管控机制；并进行多区域布局，推动业务纵深发展，以“立足湾区，做透珠海，放眼全国，境内外联动”为发展原则，形成“内外并举、相互支撑、结构合理、有序发展”的区域布局。最后，公司将加强业务协同，推进产融及融融结合。2019 年 11 月，股东对公司增资 90.00 亿元，公司资本实力进一步提高。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年财务报表，其中 2016 和 2018 年财务报表经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2017 年财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了无保留审计意见。2019 年三季度财务数据未经审计。

财政部于 2018 年 6 月 15 日发布了《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），对一般企业财务报表格式进行了修订，归并部分资产负债表项目，拆分部分利

润表项目；并于 2018 年 9 月 7 日发布了《关于 2018 年度一般企业财务报表格式有关问题的解读》，明确要求代扣个人所得税手续费返还在“其他收益”列报，实际收到的政府补助，无论是与资产相关还是与收益相关，在编制现金流量表时均作为经营活动产生的现金流量列报等。公司已经根据新的企业财务报表格式的要求编制财务报表，财务报表的列报项目因此发生变更的，已经按照《企业会计准则第 30 号——财务报表列报》等的相关规定，对可比期间的比较数据进行调整。

本报告 2016 年和 2017 年数据均采用 2017 年和 2018 年审计报告的期初数或上期数。

近三年一期，公司合并范围有一定变化，但考虑到公司变动子公司规模较小，财务报表可比性较好。

2. 资产质量

近年来，随着投资规模的增加，公司资产规模持续增长，资产结构由流动资产为主转为非流动资产为主，资产中基金投资、股权投资以及债券投资占比较高，但公司持有较大规模货币资金，整体看，资产质量较好。

近三年，公司资产总额持续增长，三年复合增长 21.07%，截至 2018 年末，公司资产总额 395.99 亿元，较年初增长 19.28%，主要是公司增加投资规模带动可供出售金融资产及持有至到期投资增长所致；公司资产结构由流动资产为主转为非流动资产为主，2018 年末非流动资产占比为 57.51%。

流动资产

近三年，公司流动资产波动增长，分别为 148.56 亿元、171.19 亿元和 168.24 亿元。2018 年末公司流动资产主要由货币资金（占 48.77%）、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产（占 24.29%）构成。

近三年，公司货币资金逐年增长，三年复合增长 8.10%，截至 2018 年末，公司货币资金 82.06 亿元，较年初变动不大，其中，客户资金存款 4.17 亿元²；受限货币资金 1.19 亿元，主要是子公司华金证券申购资产管理计划冻结款。

近三年，以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产呈波动下降趋势，分别为 41.34 亿元、45.71 亿元和 40.86 亿元，2017 年规模有所增长主要是子公司华金证券股票和债券投资增加所致；2018 年规模下降主要是华金证券减少部分债券投资所致，期末仍以债券投资为主，占比为 94.13%。

非流动资产

近三年，公司非流动资产持续快速增长，三年复合增长 36.85%，截至 2018 年末，公司非流动资产 227.75 亿元，较年初增长 41.64%，主要来自可供出售金融资产、持有至到期投资和长期股权投资的增长；2018 年末非流动资产以可供出售金融资产（占 37.83%）、持有至到期投资（占 25.38%）和长期股权投资（占 34.30%）构成。

近三年，公司可供出售金融资产持续快速增长，三年复合增长 76.10%，截至 2017 年末，公司可供出售金融资产 54.65 亿元，较 2016 年末大幅增长 96.70%，主要系债券投资规模大幅增加所致；截至 2018 年末，公司可供出售金融资产较年初大幅增长 57.65%至 86.15 亿元，主要是子公司铎创投资投资 4.8 亿元用于受让厦门国际银行股份有限公司 1.19%股份，且投资 8 亿元用于受让珠海华金智盈投资基金合伙企业（有限合伙）15.99%的财产份额³，以及子公司珠海发展投资基金（有限合伙）作为有限合伙人实缴投资增加所致；该科目 2018 年末可供出售债务工具、可供出售权益工具占比分别为 27.82%和 68.74%，可供出售权益工具主要为按成本计量，主要为公司投资的股权和基金；公司

² 数据来源于华金证券 2018 年审计报告。

³ 由于其他合伙人认缴出资尚未到位，目前子公司铎创投资占合伙企业 100%实缴出资额。

未对可供出售金融资产计提减值准备。

近三年，公司持有至到期投资逐年增长，三年复合增长 55.54%，截至 2018 年末，公司持有至到期投资大幅增长 111.46%至 57.80 亿元，主要是子公司出资 5 亿元、30 亿元和 21 亿元分别认购惠州大亚湾康成房地产有限公司发行的可转债、华发股份售房尾款收益权系列产品和购房尾款收益权 ABS 产品所致；公司未对持有至到期投资计提减值准备。

近三年，公司长期股权投资逐年增长，三年复合增长 9.65%，截至 2018 年末，公司长期股权投资较年初增长 6.90%至 78.12 亿元，主要是对联营、合营企业本年确认投资收益增加所致。

截至 2019 年 9 月末，公司资产总额 476.35 亿元，较年初增长 20.29%，主要是公司发行公司债券及股东增资带来货币资金增长，加之可供出售金融资产、存货增长所致；可供出售金融资产增长主要是公司增加对纾困产品及子公司基金的投资规模所致；公司资产结构仍以非流动资产为主，非流动资产占比为 51.34%。

3. 负债及所有者权益

近年来，公司负债规模小幅增长，债务结构以短期为主且占比有所增长，杠杆水平适中；但公司一年内以内到期债务占比高，存在一定集中兑付压力，需关注公司流动性情况。

近三年，公司负债规模逐年增长，三年复合增长 13.08%，截至 2018 年末，公司负债合计 207.29 亿元，较年初增长 21.17%；负债结构以流动负债为主，2018 年末流动负债占比为 85.68%。

近三年，公司流动负债波动增长，分别为 134.64 亿元、126.75 亿元和 177.61 亿元，2018 年末较年初增长 40.13%，主要来自其他流动负债、其他应付款和一年内到期的非流动负债的增加，主要由卖出回购金融资产款（占比 19.15%）、应付账款（占比 8.38%）和其他应付款（占比 52.40%）和其他流动负债（占比 6.77%）构成。

近三年，公司卖出回购金融资产款波动下降，分别为 39.70 亿元、69.07 亿元和 34.01 亿元，变动原因主要为子公司华金证券债券质押式回购规模变动导致，2018 年末全部为债券质押式卖出回购。

近三年，公司应付账款波动增长，分别为 8.90 亿元、8.83 亿元和 14.88 亿元，其中 2018 年末较年初大幅增加 68.59%，主要是合并结构化主体形成的其他金融负债增加所致。

近三年，公司其他应付款波动较大，分别为 57.21 亿元、17.14 亿元和 93.06 亿元，其中 2017 年末较年初下降主要是子公司珠海产权交易中心支付 2016 年代收的股权成交价款 46.72 亿元；2018 年末大幅增长主要是因公司各金融牌照业务发展迅速需要更多的资金投入，导致应付华发集团往来款大幅增加所致。

近三年，公司其他流动负债逐年增长，三年复合增长 1,914.38%，截至 2018 年末，其他流动负债为 12.03 亿元，较年初增长 138.73%，主要是华金证券发行短期收益凭证以及公司发行超短期融资券所致。

公司非流动负债主要是长期借款；近三年，随着长期借款波动，公司非流动负债规模变动增长，分别为 27.46 亿元、44.32 亿元和 29.68 亿元，长期借款分别为 26.74 亿元、43.50 亿元和 28.88 亿元。

有息债务方面，近三年，随着公司发行短期融资券和华金证券发行短期收益凭证，公司全部债务规模逐年增加，三年复合增长 33.65%，截至 2018 年末，公司全部债务 160.85 亿元，较年初增长 15.35%，主要来自短期债务的增加；债务结构以短期债务为主且占比波动增加，2018 年末为 82.05%。近三年，公司资产负债率呈整体下降趋势，2018 年末为 52.35%；全部债务资本化比率呈波动上升趋势，但波动幅度不大，2018 年末为 46.02%；长期债务资本化比率呈波动下降趋势，2018 年末为 13.27%，公司杠杆水平适中。

截至 2019 年 9 月末，公司负债总额 239.29 亿元，较年初增长 15.44%，主要是公司发行 3 期规模合计 50.00 亿元公司债券和 2 期规模合计 10 亿元超短融所致；负债结构仍以流动负债为主，但占比下降至 59.13%；资产负债率为 50.23%，较年初下降 2.11 个百分点；公司全部债务规模合计 181.89 亿元，较年初增长 13.08%；长期债务资本化比率较年初有所增长、全部债务资本化比率均较年初有所下降，分别为 29.11%和 43.42%。从债务期限结构来看，截至 2019 年 9 月底，公司债务主要集中在一年期和 3~5 年到期，占比分别为 46.49%和 27.49%，存在一定短期偿债压力，需要公司加强流动性管理。

表 11 截至 2019 年 9 月底公司有息债务期限分布情况（单位：亿元、%）

期限	规模	占比
1 年以内	84.56	46.49
1~2 年	14.57	8.01
2~3 年	31.77	17.47
3~5 年	50.00	27.49
5 年以上	0.99	0.54
合计	181.89	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

近年来，公司所有者权益有所增加，所有者权益结构稳定性一般，需关注少数股东权益增长对其所有者权益结构稳定性带来的影响。

近三年，随着公司少数股东权益的增长，公司股东权益规模逐年增长，三年复合增长 32.14%，截至 2018 年末，公司所有者权益 188.70 亿元，较年初增长 17.26%；其中，少数股东权益 79.82 亿元，较年初增长 40.97%，占所有者权益比重 42.30%；归属于母公司的所有者权益 108.89 亿元，其中，股本占 62.86%，资本公积占 19.31%，未分配利润占 16.21%，股本和资本公积占比较高，且少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年 9 月末，公司所有者权益合计 237.06 亿元，较年初增长 25.63%，主要是公司股东增资导致实收资本及资本公积增加，加之利润滚存所致；归属于母公司所有者权益仍以实收资本和资本公积为主，合计占比为 85.24%；公司少数股东权益较年初增长 14.37%至 91.29 亿元，占所有者权益的 38.51%，占比虽有所下降但仍较高。2019 年 11 月，公司完成股东增资，其中 40.00 亿元计入注册资本，50.00 亿元计入资本公积，将进一步增加公司所有者权益规模，充实公司资本实力。

4. 华金证券资本充足性

华金证券资本实力较为稳定，以净资本为核心的风险控制指标均优于行业监管水平，资本充足性较好。

近三年，华金证券净资本规模呈增长趋势，三年复合增长 7.46%，截至 2018 年末，华金证券净资本为 35.47 亿元，全部为核心净资本。从主要风控指标来看，受华金证券投资规模增加导致市场风险准备增加影响，华金证券各项风险资本准备之和由 2016 年末的 7.86 亿元增加至 13.22 亿元，2018 年较 2017 年变动不大。受各项风险资本准备上升影响，风险覆盖率指标由 2016 年末的 390.88%下降至 2017 年末的 265.75%，2018 年较 2017 年变动不大。2016—2018 年，流动性覆盖率和净稳定资金率呈下降趋势，2018 年末分别为 321.76%和 142.01%。华金证券各项风险控制指标均优于行业预警水平，整体风险可控。

截至 2019 年 9 月末，华金证券净资本为 40.01 亿元，较年初增长 12.82%，主要来自附属净资本

的增加；各项风控指标均优于预警标准，风险可控。

表 12 华金证券风险控制指标情况表（单位：亿元、%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月	监管标准	预警标准
核心净资本	30.71	35.14	35.47	33.01	--	--
附属净资本	--	--	--	7.00	--	--
净资本	30.71	35.14	35.47	40.01	--	--
净资产	32.94	39.75	40.09	40.28	--	--
各项风险资本准备之和	7.86	13.22	13.88	14.73	--	--
表内外资产总额	75.75	87.99	83.84	92.08	--	--
风险覆盖率	390.88	265.75	255.56	271.67	≥100	≥120
资本杠杆率	40.54	39.93	42.31	35.86	≥8	≥9.6
流动性覆盖率	1,941.84	400.92	321.76	397.65	≥100	≥120
净稳定资金率	243.58	159.31	142.01	150.86	≥100	≥120
净资本/净资产	93.23	88.39	88.47	99.33	≥20	≥24

资料来源：公司提供

5. 盈利能力

近年来，公司收入和利润规模均实现增长，盈利能力尚可；但公司利润的实现投资收益依赖度较高，投资收益的实现受市场行情影响较大，存在一定不确定性。

近三年，受益于证券及其他业务收入增长，公司营业总收入波动增长，分别为 5.16 亿元、4.54 亿元和 8.13 亿元。公司营业成本由证券、期货业务利息支出、财务顾问费，基金管理费、产权交易服务费成本和知识产权服务费成本构成，近三年，公司营业成本逐年增长，三年复合增长 58.97%，2018 年公司营业成本 3.48 亿元，同比增长 44.02%，主要是华金证券合并范围内结构化主体的优先级参与人收益支出、收益凭证利息支出、卖出回购利息支出金额增加所致。

从期间费用来看，近三年，公司期间费用有所波动，分别为 11.28 亿元、7.71 亿元和 11.08 亿元，其中，2017 年同比下降主要是 2016 年收到增资后偿还了大量债务致使 2017 年年均债务规模较小导致财务费用减少所致，2018 年同比上升主要是管理和财务费用增长较多所致；其中，管理费用增加主要是职工薪酬增长所致，财务费用增加主要是债务规模增加带动利息支出增长所致。

投资收益对公司利润形成较好补充。近三年，公司投资收益波动上升，分别为 13.62 亿元、10.62 亿元和 15.48 亿元，其中，2017 年同比下降主要是持有至到期投资在持有期间投资收益减少所致，2018 年同比上升主要是处置长期股权投资收益增加和持有至到期投资、可供出售金融资产持有期间获得投资收益增加所致；其中，处置长期股权投资收益主要来自子公司铎创投资转让珠海十字门中央商务区建设控股有限公司 1% 所得，可供出售金融资产持有期间投资收益主要来自华金证券投资收益以及公司投资基金和股权分红；从结构来看，权益法核算长期股权投资收益、处置长期股权投资收益、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、持有至到期投资在持有期间的投资收益、可供出售金融资产在持有期间的投资收益占比分别为 24.05%、23.19%、14.59%、11.31% 和 22.75%。近三年，投资收益对营业利润贡献度分别为 237.41%、177.00% 和 165.79%，贡献度很高。

从各项盈利指标来看，近三年，受益于营业总收入及投资收益的增长，公司净利润三年复合增长 24.02%，2018 年为 8.33 亿元；公司利润虽有所增长，但受资产总额以及债务规模增长较多影响，公司总资产收益率、总资产报酬率呈波动下降趋势，2018 年分别为 3.82%、3.76%；受所有者权益规模增长较快影响，净资产收益率呈波动下降趋势，2018 年为 4.77%，公司盈利能力尚可。

2019年1—9月，公司实现营业总收入和投资收益分别为11.02亿元和10.04亿元，同比分别增长134.16%和15.98%，主要是证券市场回暖带动华金证券收入增长以及联营企业投资收益增加所致；投资收益对营业利润贡献度180.09%，贡献度很高；实现净利润5.18亿元，同比增长26.50%，增幅弱于营业收入主要是华金证券及华金期货业务拓展致使管理费用增加以及公司债务规模扩大导致财务费增长所致；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为2.72%、2.53%和2.43%，相关指标未年化。

6. 现金流分析

公司经营和投资活动现金流规模较大且有所波动，融资渠道通畅。

经营活动现金流方面，2016年和2017年，公司经营活动现金流呈净流出趋势且流出规模有所扩大，主要是市场行情低迷导致华金证券经纪业务规模下降及收到往来款减少所致，净额分别为-26.16亿元和-52.00亿元；2018年，公司经营活动现金流由净流出转为净流入，主要是收到往来款增加以及支付的往来资金减少所致，净额为61.99亿元。

投资活动现金流方面，2016年和2017年，公司投资活动现金流呈净流入趋势且流入规模有所减少，主要是投资收回现金减少所致，净额分别为44.89亿元和33.73亿元；2018年，公司投资活动现金流由净流入转为净流出，主要是公司及子公司投资股权、基金等投资支付的现金较多所致，净额为-68.86亿元。

筹资活动方面，近三年，公司筹资活动现金流保持净流入态势但净流入额波动减少，净额分别为21.40亿元、26.77亿元和6.58亿元，2018年净流入额大幅减少主要是收到其他与筹资活动有关的现金减少所致。

2019年1—9月，公司经营活动现金流量净额为-5.30亿元，投资活动现金流净额为-43.64亿元，筹资活动现金流量净额为66.83亿元，筹资活动现金净流量较大主要是公司发行公司债券规模较大所致。

表13 公司现金流情况表（单位：亿元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
经营活动现金流净额	-26.16	-52.00	61.99	-5.30
投资活动现金流净额	44.89	33.73	-68.86	-43.64
筹资活动现金流净额	21.40	26.77	6.58	66.83
期末现金及现金等价物余额	76.24	84.73	84.45	102.71

资料来源：公司审计报告和财务报表，联合评级整理

7. 母公司口径财务分析

公司母公司口径资产主要以投资类资产和货币资金为准，资产流动性一般但货币资金较充裕；杠杆率持续上升但仍处于一般水平；本部盈利主要依靠利息收入及子公司投资收益，盈利能力一般；公司与关联方往来款较为频繁，投资活动现金流主要依赖筹资活动，需关注公司流动性管理情况。

近三年，公司母公司口径资产总额整体呈增长趋势，截至2018年末为156.67亿元，较2017年末变动不大；资产结构以长期股权投资（占比84.35%）、货币资金（占比6.61%）为主。近三年，公司母公司口径负债总额呈持续上升趋势，截至2018年末为52.45亿元，较2017年末变动不大；负债来源以其他应付款（占比53.97%）、一年内到期的非流动负债（占比7.94%）以及长期借款（占比28.48%）为主；近三年，公司母公司口径资产负债率呈持续增长趋势，截至2018年末为33.48%，较2017年末增长0.41个百分点。近三年，公司母公司口径所有者权益整体呈增长趋势，截至2018

年末为 104.22 亿元，较 2017 年末变动不大。近三年，公司本部营业收入主要是财务顾问费和利息收入，营业收入呈波动趋势，2018 年为 0.34 亿元，同比下降 13.02%；投资收益变动较大，2018 年为 1.75 亿元，同比减少 62.85%，主要是权益法核算长期股权投资投资收益大幅减少所致；净利润波动较大，2018 年为 0.19 亿元，同比下降 95.19%；投资收益对利润贡献度高。

公司母公司口径经营活动现金流量净额由 2016 年的净流出转变为 2017 年的净流入，2017 和 2018 年净流入规模分别为 4.80 亿元和 7.56 亿元，经营活动现金流主要是关联方往来款；近三年，公司母公司口径投资活动现金流呈持续净流出态势，2018 年净流出规模为 0.41 亿元。2016 年和 2017 年，公司筹资活动较多，筹资活动现金流呈净流入；2018 年，公司偿还债务规模较大，筹资活动呈净流出 7.04 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司母公司口径资产总额较 2018 年增长 53.65%至 240.73 亿元，主要是货币资金增加以及公司增加了对长期股权投资、可供出售金融资产的投资，主要是对子公司华金资产增资和投资纾困资管计划；负债总额较 2018 年末增长 98.41%至 104.07 亿元，主要来自长期借款及应付债券的增加；资产负债率为 43.23%，较年初大幅增资 9.75 个百分点。2019 年 1—9 月，公司母公司口径实现营业收入和净利润分别为 0.27 亿元和 -1.09 亿元，其中净利润为亏损主要是投资收益规模较小而利息费用增加所致；经营活动现金流仍保持净流入，投资活动活动现金流呈大额净流出主要是对子公司增资及投资纾困资管计划规模较大所致；筹资活动表现为大额净流入主要是收到股东增资款 35 亿元以及借款规模较大所致。

8. 偿债能力

公司整体偿债能力指标表现尚可，考虑到公司股东背景很强，股东对公司支持力度很大以及公司资产质量较好并具有较大规模的现金类资产，公司整体偿债能力很强。

从偿债能力指标看，近三年，公司流动比率和速动比率均呈波动下降趋势，2018 年末分别为 0.95 倍和 0.90 倍；同期，受短期债务规模增加影响，近三年公司现金短期债务比呈下降趋势，2018 年末为 0.93 倍，公司短期偿债能力尚可。2016—2017 年，公司 EBITDA 有所下降，分别为 11.96 亿元、8.85 亿元，主要是 2017 年公司利息支出减少所致；2018 年，随着利润总额的增长，公司 EBITDA 同比增长 58.54%至 14.02 亿元，其中，利润总额占比 68.55%，利息支出占比 29.08%，其他为折旧和摊销。近三年，公司 EBITDA 利息倍数波动增长，分别为 2.03 倍、3.39 倍和 3.20 倍；EBITDA 全部债务比波动下降，分别为 0.13 倍、0.06 倍和 0.09 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较好，对全部债务覆盖程度较弱。

截至 2019 年 9 月底，公司无对外担保情况，无重大诉讼情况。

截至 2019 年 9 月末，公司获得主要贷款银行的授信额度为 44.50 亿元，其中 35.50 亿元已使用。

根据查询日期为 2019 年 10 月 29 日的人民银行征信报告，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券发行对公司目前负债的影响

截至 2019 年 9 月底，公司债务总额为 181.89 亿元。本期拟发行债券规模 10.00 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债额度一般，如本期债券发行成功，公司债务负担将有所提升。

以 2019 年 9 月底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 10.00 亿元，本期债券发行后，

在其他因素不变的情况下，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 51.26%、44.73%、31.16%，分别较发债前上升 1.02、1.32 和 2.06 个百分点，债务负担仍处于适中水平。

2. 本期债券偿债能力分析

公司本期拟发行不超过 10.00 亿元债券，本期债券发行成功后，公司负债水平将有所上升。以 2018 年底的财务数据为基础，按照公司发行 10.00 亿元债券估算 EBITDA、经营活动现金流量净额和所有者权益对本期债券本金的保障倍数如下表所示，各项指标表现较好。

表 14 本期债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2018 年
EBITDA/本期债券本金	1.40
经营活动现金流量净额/本期债券本金	6.20
所有者权益/本期债券本金	18.87

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

总体看，公司所有者权益、EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期债券覆盖程度较好，考虑到公司在区域内及行业内具有较强的竞争优势，股东实力和支持力度较大，公司对本期债券偿付能力很强。

九、担保方信用风险分析

1. 担保条款

华发集团与公司签署了《担保协议书》，并出具了《担保函》，为公司发行本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保范围为本期发行的票面金额不超过 10.00 亿元的债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保期间为本期债券的存续期及债券到期之日起两年。

2. 担保人信用分析

（1）华发集团概况

华发集团成立于1986年，现直接隶属于珠海市国资委，为国有资产授权经营单位。截至2019年9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。

华发集团目前已形成以城市运营、房产开发、金融产业、产业投资为四大核心主业，以商贸服务、文体教育及现代服务等为综合配套业务的“4+2”业务格局。华发集团经营范围：房地产开发经营（凭资质证书经营）；房屋出租；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（具体按粤经贸进字〔1993〕254号文经营），保税仓储业务（按海关批准项目），转口贸易（按粤经贸进字〔1995〕256号文经营）；建筑材料、五金、工艺美术品、服装、纺织品的批发、零售；项目投资及投资管理。

截至2019年9月末，华发集团控股上市子公司3家，分别为华发股份（股票代码：“600325SH.”）、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：“0982HK.”）和华金资本（原力合股份有限公司，股票代码：“000532.SZ”，控制不合并）。

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。

截至 2019 年 9 月末，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，华发集团实现合并营业总收入 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）华发集团经营分析

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。2016—2018 年，华发集团营业收入三年复合增长 28.76%，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。从收入构成来看，近三年，房地产销售收入均为华发集团第一大收入来源，收入占比均在 39.05% 以上；大宗商品批发为其第二大收入来源，收入占比均保持在 37% 以上，土地一级开发、金融类业务和物业服务是其收入的重要补充，2018 年其占比分别为 9.15%、2.30% 和 3.34%。分业务来看，近三年，除了土地一级开发、汽车销售和其他业务收入外，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，华发集团房地产销售收入三年持续增长；随着土地出让规模波动，华发集团土地一级开发收入呈波动增长趋势，分别为 43.09 亿元、51.03 亿元和 48.73 亿元；随着华发集团扩大贸易规模，大宗商品批发业务收入三年持续增长，分别为 123.51 亿元、163.70 亿元和 199.77 亿元；华发集团金融板块收入呈持续增长趋势，分别为 7.34 亿元、9.15 亿元和 12.23 亿元；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。

表 15 华发集团营业收入及毛利率情况（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
房地产销售	125.51	39.05	33.28	191.70	43.41	28.31	228.00	42.79	28.02
土地一级开发	43.09	13.41	45.47	51.03	11.56	68.51	48.73	9.15	59.18
金融类业务	7.34	2.28	99.91	9.15	1.86	65.79	12.23	2.30	68.85
大宗商品批发	123.51	38.43	0.45	163.70	37.07	0.29	199.77	37.50	0.32
汽车销售	3.34	1.04	6.98	4.77	1.08	8.73	4.58	0.86	9.28
物业服务	2.91	0.91	18.70	5.57	1.26	16.44	17.81	3.34	19.64
其他主营业务	7.18	2.23	0.53	8.24	1.87	0.14	10.47	1.96	14.83
其他业务收入	8.50	2.65	17.14	6.56	0.19	-11.73	8.21	1.54	0.10
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，联合评级整理

毛利率方面，华发集团房地产销售业务毛利率水平较高，受结转项目影响，近三年呈下降趋势，

2018 年为 28.02%；土地一级开发业务毛利率随着出让土地性质的不同有所波动；金融板块毛利率呈波动下降趋势，主要是 2017 年开始将金融板块利息收入和成本分开列示，之前年度按净收入列示所致；大宗商品批发业务毛利率变动较小，且毛利率水平很低；受上述因素影响，华发集团综合毛利率有所下降，2018 年为 20.71%，较 2017 年下降 1.38 个百分点。

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。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。

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。

2016—2018 年，华发股份分别实现营业收入 132.99 亿元、199.17 亿元和 236.99 亿元，呈持续增长趋势；其中房地产销售收入分别为 125.40 亿元、190.08 亿元和 226.61 亿元。分区域看，珠海地区是华发股份近三年房地产销售收入的主要来源，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，华发股份近三年项目开发步伐不断加快，新开工面积、期末在建面积整体呈上升趋势。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 16 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	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	235.42	220.47	513.64
竣工面积	133.56	215.28	178.57
期末在建面积	567.31	715.35	1,004.23
合同销售面积	167.68	133.76	194.87
合同销售金额	357.25	310.17	582.00
合同销售均价	2.13	2.32	2.99

注：2017 年与 2018 年数据由于统计口径不同，存在一定差异

资料来源：华发集团提供

销售方面，近三年，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，合同销售面积呈波动增长趋势，其中 2017 年同比有所下降主要是受调控政策影响所致；2018 年实现签约销售面积 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。2018 年，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，在华发股份已进入的城市中，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。

城市运营板块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。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。但项目投资规模较大，未来仍存在较大的资金支出压力。

华发集团城市运营板块主要由华发综合负责运营。截至 2019 年 3 月末，华发综合注册资本与实收资本均为 12.03 亿元，华发集团直接和间接持有 93.01% 股权。华发综合为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，华发综合实现营业收入 197.83 亿元，其中主营业务收入 194.31 亿元，较上年增长 26.21%。华发综合收入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运营板块。

华发集团经政府授权自筹资金从事片区土地一级开发、基础设施建设、市政设施及保障房等的建设工作，同时，利用土地储备开发商业类地产项目。华发集团城市运营板块的收入来源包括三部分：①土地一级开发收益分成；②经营性项目经营收益（租金、酒店收入等）；③土地储备未来转让收入。经营性项目收益回收周期较长，华发集团主要通过土地出让收入分成及土地转让收入来实现资金平衡。

华发综合土地及开发业务模式采用授权形式，华发综合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。2018 年，华发综合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，华发综合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，但毛利率水平较低，其中斗门一河两岸项目无利润。在建项目方面，截至 2018 年末，华发综合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，未来华发综合资金支出压力较大。

表 17 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		
	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
土地出让数量	2	5	5	5	5	2	7	3	2	5	6	1
出让建筑面积	16.88	45.50	34.96	10.34	25.11	23.87	70.45	31.60	26.81	39.47	60.36	3.60
分成收入	6.71	12.80	12.00	1.78	3.18	2.14	15.59	13.42	5.48	19.01	15.98	7.76
结转开发成本	1.72	4.73	1.90	1.83	3.09	0.96	5.78	5.12	1.62	14.16	3.13	3.94
开发收益	4.99	8.07	10.10	-0.05	0.09	1.18	9.81	8.31	3.85	4.85	12.85	3.82
毛利率	74.37	63.05	84.20	-2.81	2.69	55.14	62.92	61.87	70.36	25.51	80.40	49.23
项目	珠海北站 TOD			斗门一河两岸			富山工业园			合计		
	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年	2016 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：华发集团提供

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。华发综合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，华发综合商业地产项目已实现收入 1.37 亿元。

除一级土地开发外，2010—2015 年，华发综合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。

作为华发集团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，可对华发集团收入和利润形成一定补充。

华发集团金融板块经营主体主要是华发投控和华发财务，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。

华发财务主要经营范围为对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务；协助成员单位实现交易款项的收付；办理成员单位之间的委托贷款；办理成员单位之间的内部转账结算及相应的结算、清算方案设计；吸收成员单位的存款；从事同业拆借等。主要收入为利息收入。

近三年，华发集团金融板块实现收入分别为 7.34 亿元、7.47 亿元和 12.23 亿元。以利息净收入和手续费及佣金收入为主；2018 年，金融板块收入中，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（主要来自华发投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、交易服务等）。2016—2018 年，华发集团确认投资收益分别为 13.07 亿元、10.69 亿元和 12.50 亿元，其中 2017 年同比下降主要是信托等投资减少导致持有至到期投资在持有期间的投资收益下降所致；2018 年投资收益中，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。

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。

华发集团商贸服务板块由华发综合负责。

华发综合大宗商品批发业务采取以销订购的经营模式，待下游客户有实际订单后，再向上游供货商购货。华发综合在按照下游客户的要求找到适合的货源后，华发商贸风控委员会为其做风险评估，根据实际情况确定账期、额度；华发商贸通过比价或谈判确定货源价格，并与上下游协商达成一致后，签订贸易合同，锁定货物价格及数量，风险相对较小。

采购方面，近年来，受下游客户需求以及华发综合风控要求影响，华发综合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，华发综合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。

从华发综合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为 69.70%，较上年增加 22.49 个百分点，整体看，华发综合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，华发综合不存在对单一采购商或贸易品种依赖度较高的风险。销售方面，2018 年，华发综合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，华发综合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。

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。

3. 华发集团财务分析

华发集团提供了 2016—2018 年度和 2019 年半年度的合并财务报表，2016 年度合并财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）珠海分所审计，2017 年度合并财务报表已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018 年度合并财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构均出具了标准无保留意见的审计结论；2019 年三季度合并报表未经审计。

近三年一期，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。

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。

（1）资产质量

近年来，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。

近三年，华发集团资产总额呈上升趋势，年均复合增长 22.23%；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%，资产结构以流动资产为主。

流动资产

近三年，华发集团流动资产呈持续上升趋势，年均复合增长 22.15%，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。2018 年末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。

近三年，货币资金呈上升趋势，年均复合增长 29.11%，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。

近三年，存放同业及其他金融机构款项较为稳定，2018 年末该科目为 78.39 亿元，较年初下降 7.31%，全部为存放境内银行同业。

近三年，其他应收款呈逐年增长趋势，年均复合增长 141.51%，2018 年末为 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；近三年，存货逐年增长，年均复合增长 19.39%，2018 年末较年初增长 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。

近三年，其他流动资产逐年增长，年均复合增长 82.24%；受华发股份向合营、联营企业拆出资金增加影响，2018 年末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

近三年，非流动资产逐年增长，年均复合增长 22.62%，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。2018 年末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。

近三年，可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长 47.16%，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。

近三年，长期股权投资逐年增长，年均复合增长 33.50%，2018 年末为 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。

近三年，华发集团固定资产波动下降，分别为 98.40 亿元、84.23 亿元和 92.50 亿元，固定资产主要为房屋及建筑物，2018 年末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%。

截至 2019 年 9 月末，华发集团资产总额 3,362.88 亿元，较年初增长 18.99%，主要来自流动资产中货币资金和存货的增长；资产结构较年初变动不大，仍以流动资产为主，占比为 82.95%。

（2）负债及所有者权益

近年来，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。

近三年，华发集团负债总额持续增长，年均复合增长 17.34%，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%。

近三年，华发集团流动负债持续增长，年均复合增长 27.75%，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。2018 年末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%）。

近三年，华发集团短期借款持续较快增长，年均复合增长 78.21%，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。

近三年，预收款项呈持续增长趋势，年均复合增长 27.50%，2018 年末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）。

近三年，一年内到期的非流动负债呈波动增长趋势，分别为 130.28 亿元、128.77 亿元和 298.40 亿元；2018 年末较年初增长较多主要为一年内到期的长期借款（期末余额为 236.70 亿元）快速增长所致。

近三年，其他流动负债呈持续增长趋势，年均复合增长 35.80%，2018 年末较年初增长 36.40% 至 110.71 亿元，主要为华发集团本部、华发综合、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）。

近三年，其他应付款呈持续增长趋势，年均复合增长 13.65%，截至 2018 年末，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。

近三年，华发集团非流动负债呈波动增长趋势，分别为 647.73 亿元、706.58 亿元和 692.80 亿元；2018 年末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。

近三年，华发集团长期借款呈波动下降趋势，分别为 403.76 亿元、441.40 亿元和 374.00 亿元，长期借款以保证借款、抵押借款等为主。

近三年，华发集团应付债券持续增长，年均复合增长 16.83%，截至 2018 年末，应付债券为 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华发综合、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，近三年，华发集团全部债务⁴规模持续增长，年均复合增长 17.94%，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。近三年，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均呈下降趋势，截至 2018 年末，上述指标分别为 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。

截至 2019 年 9 月末，华发集团负债规模 2,418.70 亿元，较年初增长 23.05%，主要来自预收款项、应付债券、长期借款等增长；负债结构仍以流动负债为主但占比有所下降，占比为 59.01%；资产负债率为 71.92%，较年初变动不大。

近年来，华发集团所有者权益规模呈持续扩大趋势，资本实力显著增长，权益稳定性尚可。

2016—2018 年，华发集团所有者权益规模持续增长，年均复合增长 36.18%，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%。2018 年末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；此外，华发集团少数股东权益占比较高，2018 年末为 63.62%，权益稳定性尚可。

截至 2017 年末，华发集团其他权益工具 72.00 亿元，为华发集团本部发行的两期永续中票（“17 华发集团 MTN001”“17 华发集团 MTN002”）和对中海信托股份有限公司 12 亿元的可续期债⁵。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华发综合引进少数股东，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，主要系华发综合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。

截至 2019 年 9 月末，华发集团所有者权益规模 944.18 亿元，较年初增长 9.72%，主要是少数股东权益增加所致；权益结构均较年初变动不大。

（3）盈利能力

近年来，受益于房地产、大宗商品贸易收入的增加，华发集团营业收入快速增长，金融业务收

⁴ 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。

⁵ 2017 年 12 月，华发集团与中海信托股份有限公司签订可续期债权投资合同，累计发行永续债 12 亿元，初始债权投资期限为 24 个月，华发集团有权于借款（债权投资）初始期限届满之前 30 个工作日书面通知中海信托股份有限公司该期借款进入周期存续期，继续续期 24 个月，初始固定利率 6.40%。

入和投资收益对华发集团利润形成了良好补充，但整体盈利能力仍属一般。

近三年，华发集团营业收入持续增长，年均复合增长 28.76%；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，近三年，华发集团期间费用总额持续增长，年均复合增长 16.34%；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。近三年，华发集团费用收入比波动下降，2018 年为 9.79%，较上年增长 0.72 个百分点。

近三年，华发集团实现投资收益波动增长，分别为 13.07 亿元、10.69 亿元和 18.24 亿元，受益于金融及产业投资板块的快速成长，投资收益已成为华发集团利润的重要补充。从构成看，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，近三年，华发集团总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率呈波动增长趋势，2018 年上述指标分别为 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。

2019 年 1—9 月，华发集团实现营业总收入和净利润分别为 505.06 亿元和 31.80 亿元，同比分别增长 63.58%和 39.61%，其中，净利润增幅较小主要是投资收益（含公允价值变动损益）同比下降以及所得税规模增长所致；

（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。

经营活动方面，2016—2018 年，华发集团经营活动现金流量净额均表现为净流入，分别为 185.88 亿元、104.48 亿元和 110.62 亿元；2017 年净流入量大幅减少主要是支付与经营活动有关的现金增加较多所致。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。近三年，华发集团现金收入比分别为 156.70%、113.44%和 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，近三年，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，华发集团投资活动现金流量净额均表现为净流出且净流出规模持续扩大，2018 年，华发集团投资活动现金流净额-358.72 亿元。

筹资活动方面，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。近三年，华发集团筹资活动现金流量均表现为净流入且流入规模持续扩大，华发集团筹资活动现金流量净额分别为 29.44 亿元、247.67 亿元和 371.13 亿元。

2019 年 1—9 月，华发集团经营活动现金流量净额为 130.76 亿元，投资活动现金流量净额为 -257.28 亿元，筹资活动现金流量净额为 199.02 亿元。

（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。

从短期偿债能力指标看，近三年，华发集团流动比率呈波动下降趋势，分别为 2.00 倍、1.96 倍和 1.82 倍；速动比率均为 0.62 倍；现金短期债务比呈波动下降趋势，分别为 0.83 倍、0.58 倍和 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，近三年，随着利润规模的增长，华发集团 EBITDA 呈增长趋势，年均复合增长 52.03%，2018 年该指标为 82.86 亿元，较上年增长 14.84%；EBITDA 利息倍数呈增长趋势，2016 年为 0.81 倍，2017 和 2018 年均均为 1.19 倍；EBITDA 全部债务比分别为 0.04 倍、0.06 倍和 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。

根据查询日期为 2019 年 9 月 26 日的中国人民银行企业征信报告，华发集团正常类未结清贷款 24 笔，无未结清不良信贷记录；已结清信贷记录中正常类贷款 323 笔，关注类贷款 8 笔。

4. 债权保护效果

以 2018 年底财务数据测算，假设本期发行规模为 10.00 亿元，本期公司债券发行规模占华发集团的资产总额（2,826.17 亿元）、所有者权益总额（860.58 亿元）的比例分别为 0.35%和 1.16%。2018 年华发集团实现营业收入 532.79 亿元，对本期公司债券发行规模保障倍数为 53.28 倍，考虑到华发集团业务多元化，资本实力雄厚，其担保对于华发投控本期债券信用水平提升显著。

十、综合评价

公司作为珠海市国资委旗下金融及产业投资平台，目前其已基本实现金融产业全牌照，在区域内及行业内保持较强的竞争力；公司股东在资本补充和资源获取方面给予公司较大的支持。近年来，公司资本实力不断增强，资产流动性较好，杠杆水平适中；公司主要子公司华金证券作为全国性的综合类证券公司，业务资质齐全，资产流动性较好，资本充足性较高。2019 年 11 月，股东对公司增资 90.00 亿元，公司资本实力大幅提高。

联合评级同时也关注到，公司盈利对子公司形成的投资收益依赖度较高，作为主要收入来源的华金证券易受监管政策和证券市场波动的影响；同时，公司一年内到期债务占比高，存在一定集中兑付压力。

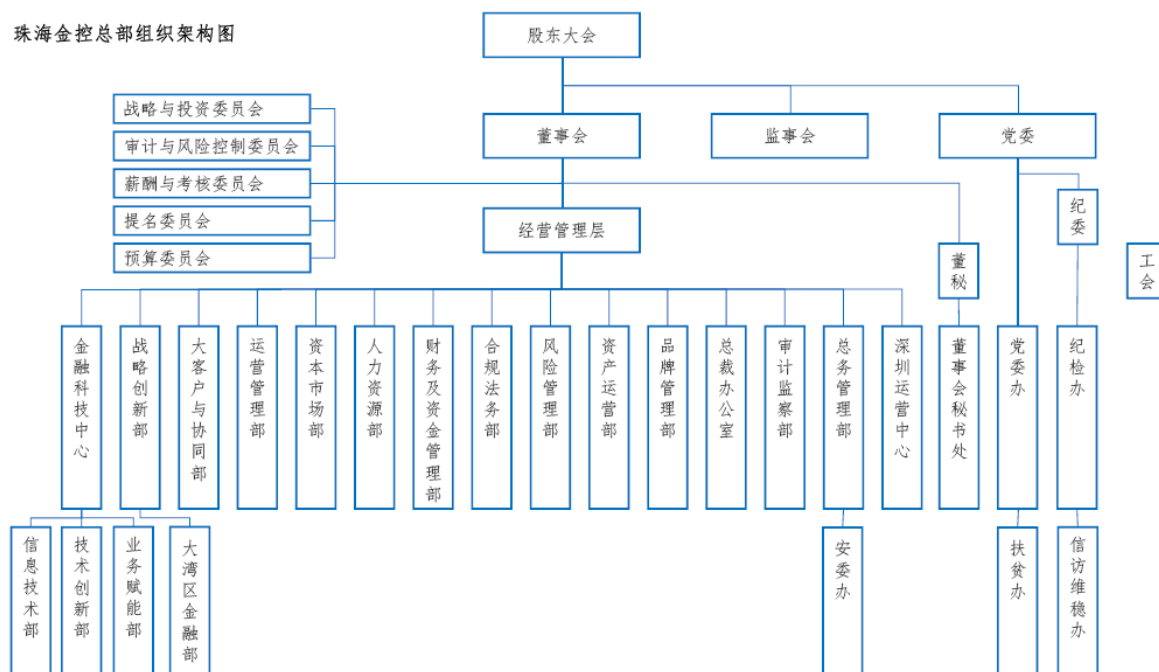
随着公司战略的稳步推进及资本实力的进一步增强，未来公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券担保方华发集团资本实力强，近年来营业收入快速增长，具有很强的竞争力，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券信用水平提升显著。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2019 年 9 月末珠海华发投资控股有限公司 组织结构图

珠海金控总部组织架构图



附件 2 珠海华发投资控股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）	270.17	331.99	395.99	476.35
所有者权益（亿元）	108.07	160.92	188.70	237.06
短期债务（亿元）	63.30	95.95	131.97	84.56
长期债务（亿元）	26.74	43.50	28.88	97.33
全部债务（亿元）	90.03	139.45	160.85	181.89
营业总收入（亿元）	5.16	4.54	8.13	11.02
净利润（亿元）	5.42	6.37	8.33	5.18
EBITDA（亿元）	11.96	8.85	14.02	/
经营性净现金流（亿元）	-26.16	-52.00	61.99	-5.30
总资本收益率（%）	6.07	3.45	3.82	2.72
总资产报酬率（%）	4.81	2.84	3.76	2.53
净资产收益率（%）	6.66	4.73	4.77	2.43
营业利润率（%）	69.08	45.69	55.86	60.38
费用收入比（%）	218.68	169.88	136.21	101.30
资产负债率（%）	60.00	51.53	52.35	50.23
全部债务资本化比率（%）	45.45	46.43	46.02	43.42
长期债务资本化比率（%）	19.83	21.28	13.27	29.11
EBITDA 利息倍数（倍）	2.03	3.39	3.20	/
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.06	0.09	/
流动比率（倍）	1.11	1.35	0.95	1.64
速动比率（倍）	1.06	1.30	0.90	1.52
经营现金流动负债比率（%）	-19.43	-41.03	34.91	-3.74
EBITDA/本期债券额度（倍）	1.20	0.88	1.40	/

附件 3 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)	312.28	451.82	630.69	/
长期债务 (亿元)	632.12	698.85	683.05	/
全部债务 (亿元)	944.40	1,150.67	1,313.73	/
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)	16.78	32.73	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	0.22	0.21	0.16
现金收入比率 (%)	156.70	113.44	122.11	135.91
总资本收益率 (%)	2.79	3.35	3.14	/
总资产报酬率 (%)	1.83	3.37	3.03	/
净资产收益率 (%)	4.96	6.38	5.48	3.52
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	/
长期债务资本化比率 (%)	57.67	52.83	44.25	/
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)	2.00	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)	0.83	0.58	0.62	/
经营现金流动负债比率 (%)	23.84	10.95	8.69	9.16

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. 本报告将华发集团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 4 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-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)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
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交易性金融资产+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交易性金融负债+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

自有资产=总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额

自有负债=总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 5 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。

**联合信用评级有限公司关于
珠海华发投资控股有限公司
2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）
的跟踪评级安排**

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年珠海华发投资控股有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

珠海华发投资控股有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。珠海华发投资控股有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注珠海华发投资控股有限公司的相关状况，如发现珠海华发投资控股有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如珠海华发投资控股有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至珠海华发投资控股有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送珠海华发投资控股有限公司、监管部门等。

