

前联 2025 年度第三期华发
优生活六号资产支持票据
信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕7944 号

联合资信评估股份有限公司通过对“前联 2025 年度第三期华发优生活六号资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“前联 2025 年度第三期华发优生活六号资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf} 。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年八月八日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为增信机构珠海华发实业股份有限公司提供了非评级业务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响。

三、本报告引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

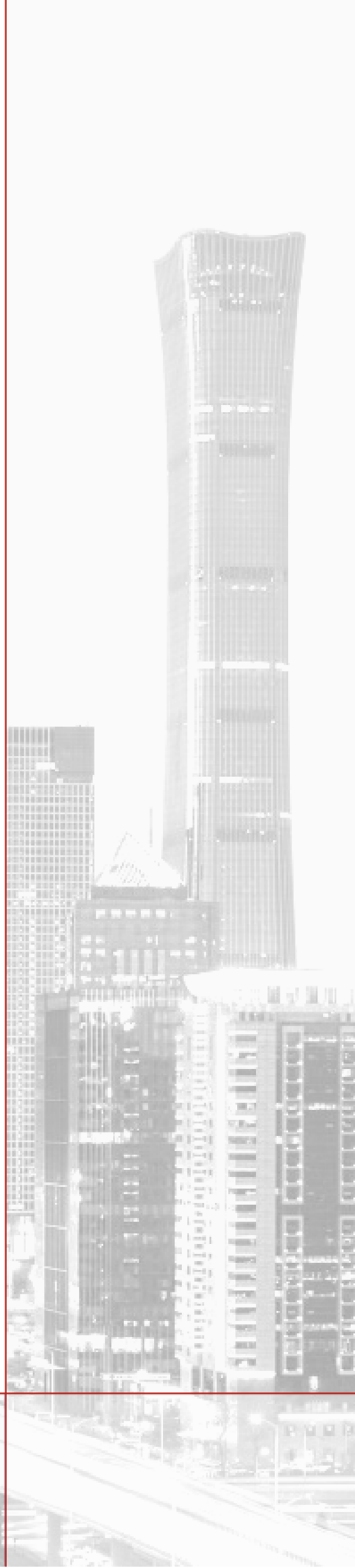
四、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



前联 2025 年度第三期华发优生活六号资产支持票据

信用评级报告

票据名称	金额（万元）	占比	偿还方式	预期存续期限（天）	信用等级
优先级	36700.00	99.73%	固定	365	AAA _{sf}
次级	100.00	0.27%	--	365	NR
合计	36800.00	100.00%	--	--	--

注：1.本报告为联合资信基于报告出具日前获得的评级资料所出具的售前评级报告，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. NR 表示未予评级

评级关键要素

交易概览	基础资产池特征	
委托人/发起机构/资产服务机构/华飞保理：华飞商业保理（深圳）有限公司	应收账款余额总计（万元）	37689.29
资产/基础资产：应收账款债权及其附属权益	应收账款笔数（笔）	351
	债务人户数（户）	54
	原始债权人户数（户）	191
债务人/项目公司：珠海华发实业股份有限公司及其下属公司	单笔应收账款平均余额（万元）	107.38
共同债务人/增信机构/华发股份、华发集团：珠海华发实业股份有限公司及珠海华发集团有限公司	关联资产占比	23.00%
内外部增信措施	量化模型测试	
内部信用支持：折价购买及优先级/次级偿付机制、触发机制	极限利率情景	2.60%
外部信用支持：债务加入	现金流覆盖倍数（倍）	1.0000

注：量化模型测试相关情景设定详见报告正文

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“前联 2025 年度第三期华发优生活六号资产支持票据”（以下简称“本交易”）所涉及的基础资产、交易结构、量化模型测试、量化模型外的因素以及外部增信等因素进行了综合考量，以评定本交易项下优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）的信用等级。

本交易制定了较为严格的基础资产合格标准，基础资产池包含 351 笔应收账款债权，债务人均均为华发股份及其下属公司。华发集团和华发股份作为共同债务人出具《付款确认书》，确认其对全部应收账款债权承担到期付款义务。联合资信评定华发集团和华发股份主体长期信用等级均为 AAA，评级展望均为稳定，华发集团和华发股份作为共同债务人有效保障了基础资产信用质量，从而对优先级票据的信用等级起到主要的信用支撑作用。

此外，联合资信通过量化分析得出，优先级票据预期收益率不高于极限利率情景下，基础资产预期现金流对优先级票据预期支出的覆盖能够达到 1.00 倍以上。故本报告的评级结论仅适用于优先级票据票面收益率不高于极限利率情形。

本交易主要风险已得到缓释处理，各参与方能够较好地履行其相应的职能。

综合考虑上述因素，联合资信评定本交易项下优先级票据的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

- **基础资产合格标准明确且较为严格。**本交易制定了较为严格的基础资产合格标准，债务人、共同债务人已通过《买方确认函》《付款确认书》确认其对基础交易合同项下的应付款负有到期支付义务，并且不享有包括但不限于商业纠纷抗辩权。
- **共同债务人履约能力极强。**华发集团外部发展政策环境良好；区域竞争优势明显；产业竞争力强。华发股份股东实力雄厚，区域竞争力较强；土地储备较充足，且城市能级较高；融资渠道相对畅通，债务结构合理。

关注

- **存在一定的利率风险。**若优先级票据实际发行利率高于 2.60%，或发行后费率高于届时评级报告披露的最高值，基础资产现金流可能不足以覆盖优先级票据预期本息支出。
- **需关注共同债务人的相关财务风险和运营风险。**华发集团房地产开发和土地开发业务的收益实现存在不确定性；存在较大资本支出压力；有息债务持续增长，整体债务负担很重。长期来看行业高速增长阶段已经结束，华发股份三线及以下城市去化压力大，且存货面临一定减值压力；华发股份合作开发规模较大，少数股东权益占比高，权益稳定性有待提高，且需关注行业下行期合联营项目情况；销售回款下降明显，货币资金持续消耗，盈利能力同比下降。

本次评级使用的评级方法

方法名称	版本号
资产支持证券评级方法总论	V4.0.202312
单一债务人应收账款（供应链）证券化评级方法	V3.0.201907

注：上述评级方法均已在联合资信官网公开披露

共同债务人主要财务数据（合并口径）

珠海华发实业股份有限公司主要财务数据					珠海华发集团有限公司主要财务数据				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月	项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	4035.99	4516.99	4202.95	4124.51	资产总额（亿元）	6504.04	7296.49	7292.85	7406.03
所有者权益（亿元）	1091.72	1317.00	1249.88	1242.68	所有者权益（亿元）	1685.25	1752.48	1729.66	1720.57
全部债务（亿元）	1471.83	1459.89	1438.33	/	全部债务（亿元）	2997.53	3346.71	3491.55	3628.56
营业总收入（亿元）	604.47	721.45	599.92	184.84	营业总收入（亿元）	1576.36	1756.87	1521.23	470.38
利润总额（亿元）	65.29	58.73	19.62	4.07	利润总额（亿元）	103.46	91.55	34.35	9.55
EBITDA（亿元）	81.37	76.89	37.24	--	EBITDA（亿元）	158.11	157.29	94.86	--
经营性净现金流（亿元）	385.46	505.44	159.00	41.07	经营性净现金流（亿元）	462.64	598.68	211.92	57.82
全部债务资本化比率（%）	57.41	52.57	53.51	/	全部债务资本化比率（%）	64.01	65.63	66.87	67.83
流动比率（%）	201.07	194.76	199.45	209.85	流动比率（%）	181.50	159.13	156.35	151.92
现金短期债务比（倍）	1.91	1.83	1.39	/	现金短期债务比（倍）	0.82	0.62	0.52	0.51
全部债务/EBITDA（倍）	18.09	18.99	38.62	--	全部债务/EBITDA（倍）	18.96	21.28	36.81	--

注：1. 除特别说明外，均指人民币；2. 2025 年一季度财务报表未经审计；3. 未获取华发股份 2025 年 3 月底债务调整数据，故不计算，华发股份其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务；4. “/” 未获取数据，“--” 表示不适用；5. 华发集团其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算；合并口径长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算

资料来源：联合资信根据华发股份财务报告，华发集团财务报告整理

评级时间

2025 年 8 月 8 日

评级项目组

项目负责人：肖 月 xiaoyue@lhratings.com

项目组成员：付亚琴 fuyq@lhratings.com | 韩东坤 handk@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

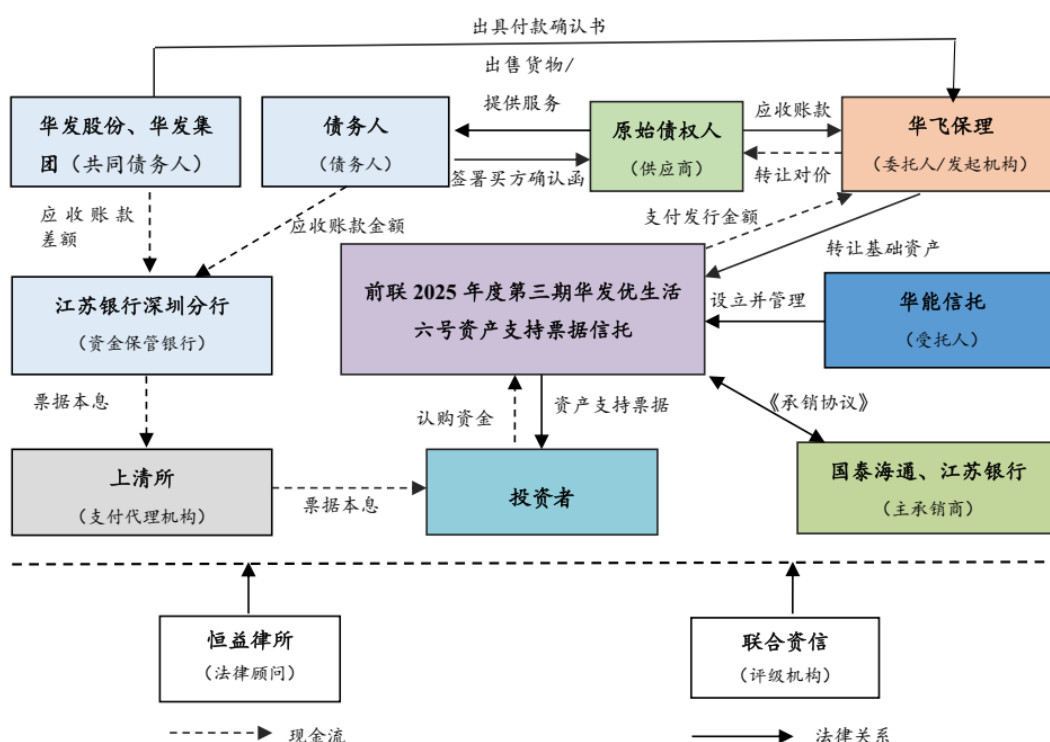
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、交易概要

前联 2025 年度第三期华发优生活六号资产支持票据（以下简称“本交易”）的委托人/发起机构华飞商业保理（深圳）有限公司（以下简称“华飞保理”）将应收账款债权及其附属权益¹作为基础资产，采用特殊目的载体机制，将基础资产委托给受托人华能贵诚信托有限公司（以下简称“华能信托”）并设立“前联 2025 年度第三期华发优生活六号资产支持票据信托”，华能信托以受托的基础资产所产生的现金流为支持在全国银行间债券市场发行优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）和次级资产支持票据（以下简称“次级票据”）（“优先级票据”和“次级票据”合称“本期资产支持票据”），投资者通过购买并持有本期资产支持票据取得财产权信托项下相应的信托受益权。本交易以基础资产形成的属于信托财产的全部资产和收益，按约定向本期资产支持票据持有人还本付息。本交易的交易结构图如下所示。

图表 1 • 交易结构



资料来源：联合资信根据主承销商提供的资料整理

本期资产支持票据募集规模为 36800.00 万元，分为优先级票据和次级票据。优先级票据到期一次性还本付息；次级票据到期享有剩余收益。本期资产支持票据法定到期日为自信托生效日²起 36 个月届满之日。本期资产支持票据募集资金用途为补充运营资金。本期资产支持票据情况详见图表 2。

图表 2 • 票据概要

票据名称	募集规模（万元）	占比	利率类型	预期存续期限（天）	还本付息方式
优先级	36700.00	99.73%	固定利率	365	固定
次级	100.00	0.27%	--	365	按约定分配
合计	36800.00	100.00%	--	--	--

资料来源：联合资信根据交易文件整理

¹ 附属权益：与应收账款债权有关的、为原始债权人、发起机构的利益而设定的任何合法有效且可转让的担保或其他权益，包括但不限于相关担保合同、担保条款就该笔债权的实现而设定的或依适用法律规定取得的任何担保或具有债权保障作用的权益，以及基于应收账款债权产生的违约金、赔偿金、滞纳金以及其他收益。

² 信托生效日：《信托合同》第 3.6 款约定的条件均满足时信托生效之日。在本交易中，信托财产交付日、信托生效日为同一日。信托财产交付日指委托人将信托财产交付给受托人之日。

二、基础资产分析

发起机构根据本交易发行规模结合基础资产合格标准（具体定义详见附件 3）提取了应收账款作为基础资产池，依据发起机构提供的资产池明细，联合资信对该基础资产池进行了统计分析，并抽取 50 笔基础资产进行了核查。

本交易合格标准中明确约定所有入池资产所涉债务人和共同债务人确认其对基础合同项下的应收账款负有到期支付义务，并且不享有包括但不限于商业纠纷抗辩权，入池资产均为供应商与珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”）及其下属公司在日常经营活动中形成的应收账款债权。本期入池资产涉及的原始债权人集中度一般、债务人集中度较高；入池基础资产关联交易的金额占比符合基础资产合格标准；入池的应收账款结算方式均为现金结算。

1 基础资产概况

本期入池的基础资产均为供应商与华发股份及其下属公司在日常经营活动中形成的应收账款债权，共计 351 笔，应收账款余额共计 37689.29 万元，共涉及 54 户债务人，191 户原始债权人。

图表 3 • 基础资产池概况

指标	数值
应收账款余额总计（万元）	37689.29
应收账款笔数（笔）	351
债务人户数（户）	54
原始债权人户数（户）	191
单笔应收账款平均余额（万元）	107.38
单笔应收账款最小余额（万元）	0.30
单笔应收账款最大余额（万元）	3659.70

资料来源：联合资信根据发起机构提供的资料整理

2 应收账款类型分布

从应收账款类型来看，入池应收账款的类型主要为工程类。

图表 4 • 基础资产池应收账款分类（单位：笔、万元）

类型	笔数	应收账款余额	金额占比
工程类	233	29562.94	78.44%
贸易类	118	8126.35	21.56%
合计	351	37689.29	100.00%

资料来源：联合资信根据发起机构提供的资料整理

3 应收账款余额分布

从应收账款单笔金额分布来看，前五大的应收账款余额共计 8060.35 万元，占比为 21.39%，基础资产集中度尚可。

图表 5 • 基础资产池应收账款余额分布（单位：万元）

序号	应收账款余额	金额占比
1	3659.70	9.71%
2	1495.53	3.97%
3	1200.00	3.18%
4	901.78	2.39%
5	803.35	2.13%
合计	8060.35	21.39%

资料来源：联合资信根据发起机构提供的资料整理

4 原始债权人集中度

从基础资产原始债权人分布情况来看，前五家原始债权人应收账款余额共计 13542.43 万元，占比为 35.93%，原始债权人集中度一般。

图表 6 • 基础资产池前五家原始债权人（单位：笔、万元）

原始债权人	笔数	应收账款余额	金额占比
中建三局集团有限公司	2	4463.04	11.84%
建泰建设有限公司	22	3057.99	8.11%
维业建设集团股份有限公司	14	2435.82	6.46%
珠海铎龙装饰有限公司	27	2090.05	5.55%
中建不二幕墙装饰有限公司	1	1495.53	3.97%
合计	66	13542.43	35.93%

资料来源：联合资信根据发起机构提供的资料整理

5 债务人集中度

从基础资产债务人分布情况来看，前五家债务人应收账款余额共计 19730.23 万元，金额占比为 52.35%，债务人集中度较高。

图表 7 • 基础资产池前五家债务人（单位：笔、万元）

债务人	笔数	应收账款余额	金额占比
深圳融华置地投资有限公司	31	10267.94	27.24%
珠海铎国商贸有限公司	38	3295.68	8.74%
上海北铎房地产开发有限公司	13	2680.73	7.11%
长沙天润智樾房地产开发有限公司	16	1772.67	4.70%
上海徐菩房地产开发有限公司	20	1713.21	4.55%
合计	118	19730.23	52.35%

资料来源：联合资信根据发起机构提供的资料整理

深圳融华置地投资有限公司

深圳融华置地投资有限公司（以下简称“深圳融华”）成立于 2020 年 11 月 6 日，截至 2025 年 3 月底，深圳融华注册资本和实缴资本均为 70.00 亿元。截至 2025 年 3 月底，深圳融华股东为珠海华发房地产开发有限公司（持股比例为 70.00%）和广州华阳房地产开发有限公司（持股比例为 30.00%），深圳融华实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会。

截至 2024 年底，深圳融华资产总额为 178.16 亿元，较上年底下降 4.49%；负债合计为 106.80 亿元，较上年底下降 18.51%；所有者权益为 71.36 亿元，较上年底增长 28.63%。2024 年，深圳融华实现营业总收入 65.87 亿元，同比大幅增长，主要系 2024 年人才房首次峻交交付结转收入所致；实现利润总额 21.37 亿元，由亏转盈。2024 年，深圳融华实现经营活动产生的现金流量净额-3.63 亿元；期末现金及现金等价物余额 25.02 亿元。偿债能力方面，2024 年，深圳融华资产负债率、流动比率和速动比率分别为 59.94%、348.00%和 72.67%。2024 年，深圳融华 EBITDA 为 23.51 亿元，同期，深圳融华全部债务/EBITDA 为 2.44 倍，偿债能力尚可。

截至 2025 年 3 月底，深圳融华资产总额为 181.52 亿元，负债合计为 110.29 亿元，所有者权益为 71.23 亿元。2025 年 1—3 月，深圳融华实现营业总收入-0.30 亿元，实现利润总额-0.47 亿元。

根据深圳融华提供的企业信用报告，截至 2025 年 7 月 28 日，深圳融华已结清和未结清信贷记录中无关注类和不良类记录。截至 2025 年 8 月 5 日，经查询国家企业信用信息公示系统、证券期货市场失信记录查询平台、中国执行信息公开网、国家税务总局网站和信用中国，联合资信未发现深圳融华存在重大失信信息。

6 关联资产情况

入池基础资产中，10家原始债权人与珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）具有关联关系，共涉及应收账款余额为 8666.96万元，金额占比为23.00%。

7 结算方式

根据发起机构提供的资料，入池基础资产结算方式均为现金结算。

三、交易结构分析

1 现金流安排

本交易现金流主要来自于债务人及共同债务人支付的应收账款债权偿付款，相关交易文件对现金流归集、划付做出了明确安排。

(1) 账户设置及现金流归集

本交易涉及的主要账户为信托账户。现金流归集情况如下图表所示。

图表 8 • 现金流归集情况³



资料来源：联合资信根据交易文件整理

(2) 现金流分配

本交易现金流分配如下图表所示。

图表 9 • 现金流分配情况



资料来源：联合资信根据交易文件整理

2 信用支持

在本交易中，折价购买、优先级/次级偿付机制的安排和华发集团及华发股份作为共同债务人提供的不附条件到期付款承诺为

³ T 日/支付日：指登记托管机构/支付代理机构向资产支持票据持有人划转其信托利益分配款项之日，在债务人和/或共同债务人于债务人还款日/共同债务人还款日向信托账户足额支付应收账款债权的未偿价款余额的情形下，即为预期到期日；在其他情形下，为预期到期日、清算后支付日。若因国家节假日安排等原因导致支付日为非工作日的，则延期至该日后的下一个工作日支付。

主要的信用提升机制，同时，触发机制也将为本交易的现金流带来有利的影响。

内部信用支持

（1）折价购买及优先/次级偿付机制

本交易通过应收账款的折价购买及优先/次级偿付机制来保障优先级票据本息的偿付。本期基础资产所对应的应收账款余额合计为优先级票据募集金额的102.70%。假定优先级票据预期存续期为365天，发行利率不超过2.60%，同时考虑本交易应付的各项税费（详见“量化模型测试”部分）的情况下，基础资产现金流可以实现对优先级票据本息的足额覆盖。

（2）触发机制

本交易设置有信托终止情形和不合格基础资产赎回安排等触发机制（详见附件3）。

在本交易存续期内，若发生任一信托终止情形，则信托终止，进入清算程序。在本交易存续期间，资产服务机构或受托人发现基础资产池中出现不合格资产⁴的，发起机构有义务根据受托人发出的书面赎回通知按约定赎回该笔基础资产。发起机构应于受托人确定赎回价格后的2个工作日（含该日）内将等同于待赎回的不合格资产的赎回价格的款项一次性划付到信托账户。赎回价格为在赎回起算日⁵零时（0:00）该等不合格资产的未偿价款余额。

外部信用支持

（1）华发集团

华发集团作为共同债务人出具《付款确认书》对应收账款的偿付提供不附条件到期付款承诺，其主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定（华发集团信用分析详见附件1-1）。

华发集团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”）直属的科技产业、城市产业及金融产业三大产业集群并举发展的综合性企业集团，在经营规模、品牌影响力、业务多元化等方面具有竞争优势，区域重要性高；法人治理结构规范，内部管理制度健全。华发集团主要从事房地产开发、城市运营、科技产业、金融产业、商贸物流和现代服务等业务，其中，房地产开发板块市场影响力和品牌认知度较高，重点布局核心一、二线城市，但资本支出压力较大，新开工面积及签约销售面积持续下降，行业景气度尚未回暖情况下未来去化情况有待关注；城市运营板块主要承接珠海市重点基础设施建设工程项目，项目储备充足，但在建项目投资规模较大；科技板块以基金投资和并购上市公司股权形式开展产业投资及运营，持有的投资资产中上市公司股权市值较高，流动性较强。财务方面，华发集团盈利能力非常强；整体资产质量良好，但受限资产规模较大；经营获现能力一般，投资活动持续大幅净流出，对筹资活动依赖较高；有息债务规模持续增长，债务负担很重，偿债指标表现较好。

未来，受益于粤港澳大湾区城市群发展等一系列国家级支持政策的叠加、华发集团土地一级开发和房地产项目的逐步推进、科技产业集群和金融产业集群的稳步发展，评级展望保持稳定。

优势

①外部发展政策环境良好。珠海市是中国五个经济特区之一，享有独特的政策优势。随着粤港澳大湾区正式列入国家经济发展战略，港珠澳大桥的开通以及横琴粤澳深度合作区的建设，珠海市面临重要的发展机遇，华发集团外部发展政策环境良好。

②区域竞争优势明显。华发集团是珠海市国资委直属的综合性企业集团，是珠海市五大国资板块中基础设施和城市运营、现代金融、高端服务业、战略新兴产业四大国资板块的主要运营主体，定位于珠海科技投资与产业发展核心企业、珠海城市建设与城市更新核心企业与珠海金融产业创新发展核心企业。

③产业竞争力强。华发集团房地产开发板块市场影响力和品牌认知度较高，重点布局核心一、二线城市；城市运营板块是珠海市重点基础设施建设工程项目的主要承接主体，项目储备充足；科技产业板块以基金投资和并购上市公司股权形式开展产业投资及运营，持有的投资资产中上市公司股权市值较高，流动性较强。

关注

①华发集团房地产开发和土地开发业务的收益实现存在不确定性。2022年以来房地产调控政策边际好转但并未明显改善，市场需求仍未回暖，华发集团房地产开发和土地一级开发业务未来收益实现及去化情况有待关注。

⁴ 不合格资产：在初始起算日或信托生效日不符合资产保证的资产。

⁵ 赎回起算日：就《信托合同》约定的不合格资产的赎回而言，赎回起算日系指受托人提出赎回或者受托人同意委托人提出赎回相应不合格资产要求之日后第2个工作日。

②华发集团存在较大资本支出压力。截至 2025 年 3 月底，华发集团城市运营板块未来主要在建项目总投资约 1736.13 亿元，尚需投资 911.70 亿元，同时考虑房地产开发业务在建项目持续投入以及土地拓展存在较大资金需求，华发集团存在较大资本支出压力。

③有息债务持续增长，整体债务负担很重。2022—2024 年末，随着华发集团业务不断发展，有息债务规模年均复合增长率为 7.93%；截至 2025 年 3 月底，华发集团全部债务资本化比率为 67.83%。截至 2025 年 3 月底，华发集团本部所有者权益（328.68 亿元）中，其他权益工具（永续债）130.67 亿元，华发集团本部实际债务负担很重。

（2）华发股份

华发股份作为共同债务人出具《付款确认书》对应收账款的偿付提供不附条件到期付款承诺，其主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定（华发股份信用分析详见附件 2-1）。

华发股份 2022 年以来进一步聚焦核心城市，拿地力度随销售回款下降而下降，华发股份土地储备较充足，一二线城市土地储备占比较高，大部分土地成本尚可，整体竞争力较强，但仍需关注存量土地储备中低能级城市的去化压力和部分城市的减值压力；财务方面，2024 年底华发股份债务负担尚可，债务结构合理，但 2024 年华发股份销售回款下降明显，货币资金持续消耗，对外部融资的依赖提升；此外华发股份存货部分位于三四线城市并计提了较大规模的资产减值，同时较大规模的合作开发使得少数股东权益占比仍较高，需关注行业下行期带来的风险传导。2024 年华发股份盈利能力同比下降。偿债指标方面，华发股份短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可，考虑到华发股份作为华发集团旗下 A 股上市公司，在珠海区域房地产市场处于龙头地位，有较高的品牌知名度，华发股份能持续获得股东支持，且融资渠道畅通，实际偿债能力很强。

随着华发股份进一步聚焦核心城市，华发股份销售有望保持一定的韧性，但财务表现可能承压，同时持续的股东支持有助于华发股份维持融资渠道，华发股份有望保持较强的流动性和很强的偿债能力，评级展望为稳定。

优势

①华发股份股东实力雄厚，区域竞争力较强。华发股份控股股东华发集团为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会直属的综合性平台，平台层级及战略地位较高，综合实力雄厚，在资金等方面给予华发股份支持力度较大。华发股份在珠海区域房地产市场处于龙头地位，有较高的品牌知名度和市场占有率。

②土地储备较充足，且城市能级较高。2022 年以来华发股份进一步采取城市聚焦策略，仅在核心一二线城市获取项目，截至 2024 年末土地储备较充足，且一二线城市土地储备占 75.39%。

③华发股份融资渠道相对畅通，债务结构合理。截至 2024 年底，华发股份共获得银行授信 3268.01 亿元，尚未使用受限 2474.20 亿元，间接融资渠道畅通；截至 2024 年底，华发股份一年内到期的债务占 16.04%，且债务期限较为分散，华发股份债务结构合理。

关注

①长期来看行业高速增长阶段已经结束。2021 年下半年以来房地产市场大幅降温，目前行业趋势未见好转。从长期来看，房地产行业高速增长阶段已经结束，伴随行业调控政策趋于长期化，未来房地产市场运行存在一定不确定性。

②三线及以下城市去化压力大，且存货面临一定减值压力。截至 2024 年底，华发股份三线及以下城市土地储备有一定比例，但华发股份房地产销售金额主要由高能级城市贡献，而低能级城市销售规模较小，面临的去化压力大，未来面临一定的减值压力。

③合作开发规模较大，少数股东权益占比高，权益稳定性有待提高，且需关注行业下行期合联营项目情况。华发股份合作开发规模较大，少数股东权益占比高，截至 2024 年底少数股东权益占 84.20%，权益稳定性有待提高，且对合联营企业担保规模大，需关注行业下行期合联营项目开发运营情况。

④销售回款下降明显，货币资金持续消耗，盈利能力同比下降。受行业下行影响，2024 年华发股份销售商品、提供劳务收到的现金为 499.78 亿元，较 2023 年下降 40.99%，加之建设开发支出规模较大，华发股份货币资金持续消耗，较上年底下降 28.31%。2024 年华发股份营业总收入和净利润均有所下降，盈利能力同比下降，但仍处于行业平均水平。

四、量化模型测试

联合资信对资产支持票据信用等级的评定是对票据违约风险的综合评价，是以基础资产的信用表现为基础，结合交易结构分析、压力测试，综合判定受评票据本金和利息获得及时、足额支付的可能性。联合资信根据基础资产现金流表现和交易文件条款的相关约定，构建现金流入对支出的覆盖模型，通过压力测试，来确定基础资产对票据的保障程度。

测算结果表明：根据交易偿付安排，在既定利率等情景下，预计基础资产现金流能够足额覆盖优先级票据预期支出。联合资信将对优先级票据未来的发行利率保持关注。

本交易涉及的直接还款来源为基础资产所涉应收账款。根据交易结构的安排，在每一笔应收账款入池时，债务人对入池应收账款出具《买方确认函》、共同债务人对入池应收账款出具《付款确认书》以确认付款义务，并且应收账款债权的债权到期日应早于信托预期到期日。

本期基础资产池全部应收账款涉及的共同债务人华发股份和华发集团主体信用等级与优先级票据预设信用等级一致。鉴于此，现金流分析重点关注债务人如期履约下基础资产现金流是否能满足优先级票据预期本息的支付。

联合资信测算了如下的优先级票据发行利率，托管费费率为 0.01%，兑付兑息费费率为 0.005%，增值税税率为 3%，另附加 7% 的城市维护建设税、3% 的教育费附加和 2% 的地方教育费附加的情况下，应收账款偿付安排对优先级票据到期预期支出的保障程度。假定本交易优先级票据预计存续期为 365 天，基础资产现金流对优先级票据本息的覆盖情况。

图表 10 • 不同情景下优先级票据本息的覆盖倍数（单位：万元、倍）

收益率	预期支出	保障倍数
1.80%	37395.16	1.0079
2.00%	37468.57	1.0059
2.20%	37541.97	1.0039
2.40%	37615.37	1.0020
2.60%	37688.78	1.0000

注：预期支出=优先级票据本金×[1+预期收益率×（存续期间/365）]+由信托财产承担的合计费用；保障倍数=基础资产现金流入/预期支出；假设优先级票据存续期间为 365 天，若存续期限与预期不符，预期支出与保障倍数将与上表存在偏差；第一行的发行利率为基础情景下的发行利率，其余为不同压力情景下的发行利率
资料来源：联合资信整理

测算结果表明，在优先级票据存续期不超过 365 天，发行时确认的利率不高于 2.60%、相关税费不超过上文列示的情况下，基础资产预期现金流对优先级票据预期本息支出的保障倍数可达到 1.00 倍（含）以上。联合资信将对优先级票据未来的发行利率保持关注。

五、量化模型外的因素

1 法律要素分析

广东恒益律师事务所（以下简称“恒益律所”）为本交易出具了法律意见书。发起机构尚未根据应收账款转让合同的约定自行向原始债权人支付应收账款转让对价，预计将于信托财产交付日当日或之前完成，联合资信将对该事项保持关注。

法律意见书表明：发起机构具备发行本期资产支持票据的主体资格，已履行了必要的内部决策程序，决策程序合法、有效，决议内容合法、有效；本期资产支持票据之相关发行文件、交易文件真实、合法、有效，各参与机构的权利义务明确；本期资产支持票据的发行载体合法、合规，各参与机构均具备履行各自职责所应具备的资质、条件。恒益律所律师对本期入池基础资产采取抽样调查的尽职调查方式，共抽取 50 笔样本，并就入池基础资产发表法律意见如下：本期资产支持票据的基础资产符合法律、法规和规范性文件的相关规定，真实、有效、权属明确，且无权利限制，可以依法转让，能够产生持续稳定、独立、可预测、可特定化的现金流；本期资产支持票据的抽样基础资产符合《主定义表》所约定的除（d）项“发起机构已根据应收账款转让合同的约定自行向原始债权人支付应收账款转让对价”之外的其他基础资产合格标准的要求，待华飞保理根据应收账款转让合同的约定自行向原始债权人支付应收账款转让对价后，抽样基础资产可以作为本期资产支持票据的基础资产。本期资产支持票据的交易结构设置合理，不存在损害相关利益主体合法权益的情形，现金流的归集和管理机制合法、合规，能够确保基础资产产生的现金流作为本期资产支持票据的偿付支持，且具备有效的风险隔离效果，投资者保护机制合法、合规；本期资产支持票据的信用增进措施合法、合规、有效；本期资产支持票据的风险自留安排符合《资产证券化业务规则》第十一条的规定。本期资产支持票据的募集资金用途合法合规，符合国家产业政策和《管理办法》的规定；与本期资产支持票据发行有关的重大法律事项及潜在法律风险不会对本次发行造成实质性的不利影响。

2 交易结构风险分析

本交易主要面临再投资风险，该风险在本交易中得到了缓释处理。

本交易存续期间，受托人可以将信托账户中的资金进行合格投资，这将使本交易财产面临一定的再投资风险。

本交易制定了受托人合格投资标准，受托人可将信托账户内的资金在闲置期间按《信托合同》的约定以银行存款的方式存放于合格实体⁶，合格投资中相当于当期分配所需的部分应于支付日前第 3 个工作日上午九点（9:00）前到期，且不必就提前提取支付任何罚金或违约金。较为严格的合格投资标准在一定程度上缓释了优先级票据面临的再投资风险。

3 参与机构履职能力分析

（1）委托人/发起机构/资产服务机构

华飞保理成立于 2017 年 12 月。截至 2025 年 3 月底，华飞保理注册资本和实缴资本均为 1.50 亿元，全资股东为深圳市华飞供应链有限公司，实际控制人为余德丰。华飞保理以无追索权反向保理业务为主，主营业务为银行再保理和资产证券化（含资产支持票据）。

截至 2024 年底，华飞保理资产总计为 17286.53 万元，较上年底增长 10.15%；负债合计为 1541.70 万元，较上年底增加 1438.12 万元；所有者权益合计为 15744.83 万元，较上年底增长 1.00%。2024 年，华飞保理实现营业收入 13470.66 万元，同比增加 13371.15 万元；同期，实现利润总额 184.04 万元，扭亏为盈。2024 年，华飞保理经营活动产生的现金流量净额为 364.18 万元，投资活动产生的现金流量净额为-200.00 万元，筹资活动产生的现金流量净额为-2.37 万元。

截至 2025 年 3 月底，华飞保理资产总计为 17426.64 万元，负债合计为 1804.92 万元，所有者权益合计为 15621.72 万元。2025 年 1—3 月，华飞保理实现营业收入 3399.68 万元，利润总额亏损 123.11 万元。

截至 2025 年 3 月底，华飞保理累计发行 ABS/ABN 产品 5 期，合计 897 笔、37.08 亿元。

业务管理及风险管理方面，华飞保理建立两道风险防线：第一道防线由各业务部门和职能部门组成，在业务开展和经营管理过程中应遵守风险管理政策、制度和程序，承担风险管理的直接责任；第二道防线由风险管理职能部门组成，承担制定政策、流程、检测和管理责任。华飞保理风险管理部负责牵头制定应收账款的管理、催收、坏账核销等规则和标准，具体包括合格应收账款确认标准、回购流程、赎回流程、逾期及违约确认标准、催收流程等方案的制定；牵头应收账款不良资产的催收、诉讼等；为业务部、金融市场部、财务部提供应收账款管理支持。如发生应收账款赎回或逾期情形，由金融市场部和风险管理部共同负责相关工作，保障基础资产安全。如发生应收账款回购情形，由业务部负责相关工作，并与风险管理部共同对供应商回购瑕疵应收账款进行催收。财务部负责应收账款的日常管理与控制工作，包括但不限于应收账款的账龄分析、应收账款逾期的风险确认、预警信息反馈等；根据坏账损失的处理程序处理和核销坏账损失；负责应收账款涉及的其他财务和税务问题。

总体看，华飞保理具备一定的业务经验，具有相应的风控体系，本交易因资产服务机构丧失履约能力而发生违约的概率较低。

（2）资金保管机构

本交易的资金保管机构为江苏银行股份有限公司深圳分行。江苏银行股份有限公司（以下简称“江苏银行”）成立于 2007 年 1 月，总部位于江苏省南京市，2016 年 8 月 2 日在上海证券交易所上市，股票代码为 600919.SH。江苏银行下辖 18 家分行和苏银金融租赁股份有限公司、苏银理财有限责任公司、苏银凯基消费金融有限公司 3 家子公司，各级机构 540 余家。截至 2025 年 3 月底，江苏银行前三大股东分别为江苏省国际信托有限责任公司（持股比例 6.98%）、江苏凤凰出版传媒集团有限公司（持股比例 6.93%）和华泰证券股份有限公司（持股比例 5.03%），江苏银行总股本为 183.51 亿元。

截至 2024 年底，江苏银行资产总额为 39520.42 亿元，较上年底增长 16.12%；负债总额为 36383.83 亿元，较上年底增长 15.72%；所有者权益合计为 3136.58 亿元，较上年底增长 21.05%。截至 2024 年底，江苏银行不良贷款率为 0.89%，拨备覆盖率为 350.10%。2024 年，江苏银行实现营业收入 808.15 亿元，同比增长 8.78%；利润总额 412.68 亿元，同比增长 6.65%。截至 2024 年底，江苏银行托管资产余额 4.72 万亿元，较上年底增长 8.49%，其中，公募基金托管规模超 5300 亿元。

2025 年 3 月底，江苏银行资产总额为 44596.21 亿元，负债总额为 41387.37 亿元，所有者权益合计为 3208.85 亿元。2025 年 1—3 月，江苏银行实现营业收入 223.04 亿元，利润总额 114.57 亿元。

⁶ 合格实体：经评级机构评级，主体长期信用等级高于或等于 AAA 级的金融机构。

江苏银行董事会负责确定风险偏好及风险管理战略、决定风险管理政策、组织架构及基本管理制度，承担全面风险管理的最终责任，并监督高级管理层贯彻实施。董事会下设风险管理委员会，负责履行董事会授权的相应风险管理职责。高级管理层负责执行董事会确定的风险管理政策及基本管理制度，制订和完善风险管理的各项规程，管理各项业务经营中的风险，定期向董事会、监事会报告风险状况。高级管理层下设的内部控制与风险管理委员会，是内部控制与风险管理的审议和决策机构。风险管理部是牵头全面风险管理的职能部门。在分行层面，江苏银行设立内部控制与风险管理委员会、风险总监，成立风险合规部，牵头分行全面风险管理。分行风险总监由总行风险管理条线和分行行长对其双线管理、双线考核，并向总行风险管理条线和分行行长双线汇报。江苏银行在主要业务主管部门设置风险管理团队。内部审计部门也定期及不定期检查风险管理政策的实施情况以及相关内部控制的有效性。同时，在江苏银行整体风险管理政策框架下，各附属子公司结合自身实际，制定风险管理制度，构建风险管理组织架构，设立分管风险的高级管理人员，并按照总行的要求定期报送子公司的全面风险管理报告。

总体来看，江苏银行具备丰富的托管经验，本交易因其丧失履约能力而发生违约的概率很低。

（3）受托人/受托机构/特定目的载体管理机构/存续期管理机构

本交易受托人/受托机构/特定目的载体管理机构/存续期管理机构为华能信托。华能信托是中国华能集团有限公司旗下唯一专业从事金融信托业务的非银行金融机构，于 2008 年由中国华能集团公司全资子公司——华能资本服务有限公司在原贵州省黔隆国际信托投资有限责任公司基础上增资扩股重组而成。2009 年 1 月正式更名为华能贵诚信托有限公司。截至 2024 年底，华能信托注册资本和实收资本均为 61.95 亿元，第一大股东为华能资本服务有限公司，持股比例为 67.92%。

截至 2024 年底，华能信托资产总额为 322.46 亿元，同比增长 2.78%；负债合计为 38.61 亿元，同比增长 6.94%；所有者权益合计为 283.85 亿元，同比增长 2.24%。2024 年，华能信托实现营业总收入 25.95 亿元，同比下降 21.57%；实现利润总额 20.34 亿元，同比下降 25.32%。

截至 2024 年底，华能信托信托资产合计为 6356.76 亿元，其中，集合信托资产 3645.99 亿元，单一信托资产 1417.59 亿元，财产权信托资产 1293.17 亿元。

华能信托建立了由董事会负最终责任、管理层直接领导、以风险管理部门为中心、其他部门密切配合的四级嵌入式风险管理组织架构，在业务层面、风险管理层面、内部审计层面构筑了三道风险管理防线：由各业务部门作为风险管理的第一道防线，承担所负责业务风险的责任者，对业务风险实施一线管理；在经营层面设立业务审查决策委员会，对风险业务进行集体审查决策，设立合规与风险管理部，全面组织开展日常风险管理工作，对业务风险进行全过程监控；审计稽核部对风险管理的有效性实施独立监督和评价。

总体看，华能信托拥有丰富的信托业务经验以及相应的风控体系，本交易因受托人/受托机构丧失履约能力而发生违约的概率很低。

综上所述，主要交易结构风险在本交易中得到了缓释处理，各参与机构亦能较好地履行其相应的职能，联合资信认为无需调整量化测试结果。

六、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、量化模型测试、量化模型外的因素以及外部增信等因素进行了综合考量，确定“前联 2025 年度第三期华发优生活六号资产支持票据”项下优先级票据的信用等级为 AAA_{sf}，次级票据未予评级。

上述优先级票据的评级结果反映了该类资产支持票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

附件 1-1 珠海华发集团有限公司主体信用分析

一、主体概况

珠海华发集团有限公司（以下简称“公司”或“华发集团”）隶属于珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”）。2021 年 8 月 5 日，根据《广东省人民政府关于印发广东省划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》（粤府〔2020〕10 号）和《广东省财政厅广东省人力资源和社会保障厅广东省人民政府国有资产监督管理委员会关于划转部分国有资本充实社保基金有关事项的通知》（粤财资〔2020〕78 号）要求，珠海市国资委同意划转华发集团股权的 10%至广东省财政厅，本次股权划转事项已完成工商变更登记。2021 年，珠海市国资委同意以货币资金形式向公司增加资本金 158 亿元，11 月 4 日，公司已收到首次出资款 80 亿元，其中 3.02 亿元作实收资本入账，溢缴部分充实资本公积（76.98 亿元），上述增资已于 2021 年 11 月底完成工商变更。2022 年 2 月 28 日，公司收到剩余出资款 78 亿元，其中 3.04 亿元以实收资本入账，溢缴部分充实资本公积（74.96 亿元），珠海市国资委和广东省财政厅持有公司的股权比例变更为 93.51%和 6.49%。

2022 年 6 月 29 日，经公司股东会议商定，同意将资本公积 151.94 亿元全部转为注册资本，按股东的持股比例进行分配，其中珠海市国资委享有 142.07 亿元，广东省财政厅享有 9.86 亿元，资本公积转增注册资本后，公司注册资本变更为 169.20 亿元，珠海市国资委出资 158.22 亿元，持股 93.51%，广东省财政厅出资 10.98 亿元，持股 6.49%，已完成工商变更，公司实控人为珠海市国资委。截至 2025 年 3 月底，公司控股股东及实际控制人均为珠海市国资委。

公司成立至今已有四十余年历史，坚持“科技、城市、金融”三大产业集群的发展模式，其中城市产业集群包括城市运营、房产开发、现代服务、商贸服务，是公司最重要的收入来源；金融产业集群包括牌照金融、创新金融及金融科技等业务，金融牌照覆盖银行、证券、保险、期货、金融租赁、财务公司等；科技产业集群涵盖产业运营、产业投资、产业招商等三大业务。公司按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为多元产业投资控股企业。

截至 2025 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司 1444 家，其中包括 6 家上市公司，分别为①珠海华发实业股份有限公司（股票代码：600325.SH，以下简称“华发股份”，公司直接和间接合计持股比例 29.59%）、②香港庄臣控股有限公司（股票代码：01955.HK，以下简称“庄臣控股”，公司间接持股比例 42.27%）、③维业建设集团股份有限公司（以下简称“维业股份”，公司间接持股 29.54%）、通过珠海华发科技产业集团有限公司（以下简称“华发科技”）间接控股合并④珠海光库科技股份有限公司（以下简称“光库科技”，公司间接持股 20.11%）、⑤方正科技集团股份有限公司（以下简称“方正科技”，公司间接持股比例 20.14%）和⑥北京迪信通商贸股份有限公司（6188.HK，以下简称“迪信通”，公司间接持股 53.27%）。此外，公司参股⑦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”，公司间接持股比例 28.45%）。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 7292.85 亿元，所有者权益 1729.66 亿元（含少数股东权益 1201.66 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 1521.23 亿元，利润总额 34.35 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 7406.03 亿元，所有者权益 1720.57 亿元（含少数股东权益 1175.83 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 470.38 亿元，利润总额 9.55 亿元。

公司住所：珠海市拱北联安路 9 号；法定代表人：谢伟。

二、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

三、行业及区域环境分析

1 行业分析

多元产业投资控股企业以控股多领域子公司实现跨行业经营，通过战略投资管理分散风险，促进协同效益与整体价值增值，母公司主要收益来源为股权分红、资本运作收益及管理服务费，行业内企业面临不同业务经济周期交织、扩张带来高杠杆压力、跨行业管理难度大、盈利模式和资本结构存在差异等挑战。从企业规模看，行业内企业梯度较为分明，大型控股集团资产庞大，中小企业竞争力相对较弱。从政策环境看，反垄断审查、产业准入规范、央企市值管理与ESG标准等均对企业决策与运营形成影响。展望2025年，流动性合理充裕、利率缓慢下降有利融资环境改善，行业整合与优化趋势加强；数字化与产业协同成为提高效率的重要手段，政府背景的地方产业投资平台继续承担区域产业引导职能，整体行业迎来新的发展机遇，但需强化合规与资本效率管理。完整版行业分析详见[《多元产业投资控股行业分析》](#)。

2 区域环境分析

随着粤港澳大湾区正式列入国家经济发展战略，港珠澳大桥的开通以及横琴粤澳深度合作区的建设，珠海市面临重要的发展机遇，公司外部发展环境良好。

公司重点发展的城市运营、产业投资及房地产板块部分重要项目位于珠海市，是珠海市支柱产业或未来重点发展产业。

珠海市是中国五个经济特区之一，享有独特的政策优势。珠海市自然条件优越，地处广东省珠江口的西南部，东与香港隔海相望，南与澳门相连，设有拱北、九洲、珠海港、万山、横琴、斗门、湾仔和跨境工业区共8个国家一类口岸。随着粤港澳大湾区发展正式列入国家经济发展战略、港珠澳大桥的贯通及横琴自由贸易区政策优势的显现，珠海作为陆域交通与港澳连接的唯一城市，以及粤港澳大湾区重要的节点城市，迎来重大发展机遇，将在粤港澳的深度合作中扮演更为重要的角色，对外开放也将迎来新高度。2021年9月5日，中共中央、国务院印发了《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》，围绕“促进澳门经济适度多元发展”这条主线，国家赋予合作区“促进澳门经济适度多元发展的新平台、便利澳门居民生活就业的新空间、丰富‘一国两制’实践的新示范、推动粤港澳大湾区建设的新高地”四大核心战略定位。

根据《珠海市国民经济和社会发展统计公报》及《珠海市经济运行简况》，2022—2024年，珠海市分别实现地区生产总值（GDP）4045.45亿元、4233.22亿元和4479.06亿元，同比增速分别为2.3%、3.8%和3.5%。分产业看，2024年，第一产业增加值73.61亿元，同比增长3.5%；第二产业增加值1904.93亿元，同比增长4.9%；第三产业增加值2500.52亿元，同比增长2.4%。2024年，珠海市固定资产投资同比下降18.2%。分领域看，工业投资下降27.4%、房地产开发投资下降11.4%、基础设施投资下降16.8%、民间投资下降14.5%。

2022—2024年，珠海市分别实现一般公共预算收入437.21亿元、482.51亿元和475.16亿元，同比增速分别为-2.4%、10.3%和-1.5%。2024年，珠海市实现税收收入292.87亿元，下降2.4%。同期，珠海市一般公共预算支出648.39亿元，同比下降3.5%；珠海市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为73.28%，自给率同比有所提升。

四、控股产业布局及子公司概况

1 业务构成

公司已形成城市产业、金融产业和科技产业三大产业集群。2022—2024年，商贸物流、房地产开发业务收入先升后降及城市运营业务收入持续下滑致公司收入波动下降；公司综合毛利率持续下降，处于较低水平。

2022—2024年，受商贸物流、房地产开发业务收入先升后降及城市运营业务收入持续下滑影响，公司营业总收入波动下降；房地产开发、金融投资及城市运营业务毛利率水平下滑致公司综合毛利率水平持续下滑，处于较低水平。2024年，公司营业总收入

入同比下降 13.41%；除商贸物流和科技产业毛利率有所上涨外，各主要业务板块毛利率同比均有所下降，公司综合毛利率下降幅度较上年有所扩大。

分业务看，由于房地产行业景气度不佳，公司 2024 年房地产开发收入规模同比下滑 18.89%至 2022 年水平；结转房地产项目成本增加以及近年来房地产市场低迷，产品价格走低，导致毛利率持续下滑。受商业地产及住宅项目收入下滑影响，公司城市运营板块收入持续下滑，毛利率波动下滑。商贸物流收入是公司主要收入来源，但受限于行业特征和盈利模式，近年来利润率维持在低水平。随着战略性投资并购光库科技和方正科技等公司，公司科技产业收入规模持续提升；毛利率水平受益于新增控股产业盈利水平改善波动上升。金融业务收入及毛利率持续下滑，毛利率水平保持高位，全牌照业务格局逐步完善。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比上升 30.53%，主要系房地产开发业务收入规模增加所致；综合毛利率同比变动不大。

图表 1 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商贸物流	703.48	44.63%	0.95%	757.72	43.13%	0.75%	692.75	45.54%	0.98%	209.76	44.59%	0.79%
房地产开发	567.84	36.02%	20.62%	683.50	38.90%	17.74%	554.39	36.44%	13.57%	156.50	33.27%	7.38%
城市运营	189.31	12.01%	34.41%	182.54	10.39%	37.51%	146.69	9.64%	24.53%	55.73	11.85%	36.24%
金融投资	26.88	1.71%	82.93%	23.80	1.35%	79.36%	18.69	1.23%	72.19%	4.34	0.92%	74.58%
现代服务	36.08	2.29%	11.00%	34.60	1.97%	15.25%	36.61	2.41%	15.18%	11.15	2.37%	4.65%
科技产业	24.14	1.53%	18.60%	45.69	2.60%	13.52%	45.89	3.02%	22.90%	12.34	2.62%	19.69%
其他业务	28.63	1.81%	5.39%	29.02	1.66%	15.24%	26.21	1.72%	19.87%	20.56	4.38%	8.88%
合计	1576.36	100.00%	14.03%	1756.87	100.00%	13.10%	1521.23	100.00%	10.04%	470.38	100.00%	8.81%

注：其他业务收入包括代理业务、广告业务、工程管理等；尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2 重要子公司

公司各主要板块由下属发债子公司运营，华发综合发展和华发股份是公司资产、负债、收入和利润的主要构成，华发科技和华发投控是公司利润的重要补充。

公司各业务板块主要由下属子公司运营，主要经营主体均为发债企业。其中，城市运营业务和商贸物流业务集中于重要子公司珠海华发综合发展有限公司（以下简称“华发综合发展”）；现代服务业务由华发物业服务有限公司（以下简称“华发物业服务”）及庄臣控股运营；房产开发业务主要由华发股份负责运营；金融产业由珠海华发投资控股集团有限公司（以下简称“华发投控”）和珠海华发集团财务有限公司（以下简称“华发财务”）负责运营；科技产业业务主要由华发科技负责运营。城市运营、商贸物流业务主体华发综合发展及房产开发业务主体华发股份是公司资产、负债、收入及净利润的主要来源；华发投控及华发科技是公司利润的重要补充。

图表 2 • 公司下属主要经营主体 2024 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业简称	所属业务板块	持股比例	是否上市/发债	资产总额	负债总额	所有者权益	营业总收入	净利润	经营活动产生的现金流量净额
华发股份	房地产开发	29.59%	上市、发债	4202.95	2953.07	1249.88	599.92	14.05	159.00
华发综合发展	城市运营、商贸物流、现代服务	98.51%	发债	2175.08	1458.62	716.46	582.82	24.06	62.35
华发投控	金融投资	99.37%	发债	850.68	347.96	502.72	27.45	11.53	26.42
华发科技	科技产业	85.69%	发债	561.11	222.87	338.24	56.47	8.34	6.38
合并口径	--	--	--	7292.85	5563.19	1729.66	1521.23	21.15	211.92
公司本部	--	--	--	1672.14	1348.22	323.92	7.50	4.31	9.55

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司是珠海市国有资产授权经营并重点发展的大型企业集团之一，已形成科技产业、金融产业、城市产业三大产业集群，以基础设施和城市运营、房地产开发、金融服务和科技产业为核心业务，在经营规模、区域地位、品牌影响力和多元化发展等方面具有显著优势。

2020 年初，珠海市人民政府印发了《珠海州市属国有企业重组整合方案》，按照加大国有资本布局结构战略性调整、推动优质资源向优势企业集中、理顺部分企业产权关系的改革思路进行国有资本战略性调整和重组，将珠海州市属国有企业纳入五大国资板块，公司作为其中基础设施和城市运营、现代金融、高端服务业、战略新兴产业四大国资板块的主要经营主体，被赋予珠海科技投资与产业发展核心企业、珠海城市建设与城市更新核心企业与珠海金融产业创新发展核心企业三大定位，区域地位显著。

战略新兴产业方面，公司作为珠海市战略新兴板块的主体企业，是珠海市产业升级和助力粤澳深度合作的重要引擎，重点围绕新能源、半导体集成电路、生物医药及大健康、华发集团现有业务产业链上下游等方向开展财务投资与战略投资，华发科技位列母基金周刊“2024 产业投资 100 强”榜单第 8 位、核心投资平台华金资本位列清科 2023 年“中国私募股权投资机构 50 强”第 15 位，珠海发展投资基金（以下简称“珠海基金”）连续五年登榜“中国政府引导基金 30 强”，主要投资平台全部登榜行业细分奖项 30 强；基础设施和城市运营方面，公司房产开发业务在珠海市场占有率常年排第一，城市片区综合开发面积占珠海市比重近 90%，华发股份连续 5 年保持千亿销售规模，2024 年销售规模位列克而瑞销售榜单第 10 位；现代金融方面，华发投控基本涵盖了全金融牌照，是珠海市现代金融板块的主体企业。

2 人员素质

公司高管专业能力强，从业及管理经验与公司产业布局匹配度高；员工整体文化素质、专业及年龄构成能够满足公司经营发展需要。

截至 2025 年 5 月底，公司董事及高级管理人员合计 10 人。

谢伟先生，男，1974 年出生，本科学历，硕士学位。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，珠海铎创投资担保有限公司投行业务部总监，华发股份董事局秘书，公司总经理助理，珠海市金融投资控股有限公司副总经理等职务；现任公司党委书记、董事长、副总经理，华发投控董事长、总裁，华金证券股份有限公司董事长。

胡传伟先生，男，1984 年出生，本科学历，CFA。曾任横琴金融投资集团有限公司助理总裁、副总经理，珠海格力集团有限公司副总裁、董事、总裁等职务。现任公司董事、总经理。

截至 2025 年 3 月底，公司拥有在职员工共 26239 人（不含庄臣控股、维业股份、光库科技、方正科技、珠海九洲控股集团有限公司（以下简称“九洲控股”）和迪信通）。从教育程度来看，硕士研究生及以上人员占 11.40%，本科人员占 40.70%，大专及以下人员占 47.90%。从年龄构成来看，30 岁及以下员工占 25.40%，31~50 岁占 63.20%，50 岁以上占 11.40%。从专业构成来看，管理、专业及支持类占 60.50%，技能操作类人员占 39.50%。

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信管理平台《企业信用记录》，截至 2025 年 5 月 7 日，华发集团本部无未结清不良信贷信息记录；存在 8 笔已结清关注类贷款，根据珠海农村商业银行股份有限公司（以下简称“珠海农商行”）出具的情况说明：上述贷款被列入关注主要系华发集团为珠海农商行关系人，华发集团的关联贷款属于关系人贷款，珠海农商行根据《农村合作金融机构信贷资产风险分类指引》（银监发〔2006〕23 号）规定将关系人发放的贷款列为关注类，上述款项均已正常收回。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2025 年 6 月 8 日，联合资信未发现公司本部有严重失信行为、被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

六、管理分析

1 法人治理

公司已建立规范的法人治理结构。

法人治理方面，公司设立了股东会、董事会和经营管理层，实际运行情况良好。公司董事中，职工董事由公司职工（代表）大会选举产生，董事会设董事长 1 人，可设置副董事长，由珠海市国资委任命；总理由董事会决定聘任或者解聘；公司不设监事会、监事，由董事会审计与风险控制委员会行使相关职权。

2 管理水平

公司制定了健全的内部管理制度，综合管理水平高。

华发集团内设战略运营与科创管理中心、战略投资管理部、资本管理中心、人力资源管理中心、信息管理中心、资金管理中心、财务管理中心、内控管理中心、品牌管理中心、审计管理中心、总经办和安委办等职能部门，部门设置能够满足日常管理需要，管理架构与战略和规模相匹配。公司严格执行国家及行业的相关规范，制定了较为完备的内部控制制度，包括财务管理、预算管理、采购管理、投资管理、融资管理和担保管理等制度。对子公司的管理方面，公司对控股子公司的财务、重大投资、人事等方面工作实行统一管理。公司各职能部门对子公司相关业务和管理进行指导、服务和监督，对控股子公司战略发展情况进行全程跟踪；财务管理中心定期取得并审阅各子公司的月度、季度、半年度及年度财务报告，对财务政策、资金监管、收支情况进行系统管理。

资金管理方面，华发股份独立运作，非上市公司垂直化管理由公司的资金部门管控，资金归集按照不同监管部门要求做不同的管理。公司制定了《珠海华发集团有限公司资金内部调拨管理办法》，适用于集团公司及全资子公司、控股子公司（不含上市公司）。集团公司资金调拨范围为各公司之间以及公司内部不同账户之间的资金划转。集团公司资金内部调拨的牵头管理部门为资金管理中心，集团财务管理中心及各公司财务职能部门是资金内部调拨的执行及协作部门。各公司原则上须在华发财务开立一般结算账户，供公司日常结算与资金归集使用。对于计划内用款，实行优先审批原则，对于计划外用款，资金内部调拨发起部门应根据公司的业务需求和资金情况提前向集团资金管理中心提出申请。集团财务管理中心或各公司财务职能部门应及时按照资金内部调拨的审批意见进行资金划转，并跟踪落实资金到位情况。

七、重大事项

1 华灿光电非公开发行股份

华灿光电非公开发行股份引入新股东，公司不再将其纳入合并范围。

2021 年 5 月 9 日，华灿光电公告《关于公司控股股东和实际控制人变更的提示性公告》显示，华发科技通过定增及协议转让的方式成为华灿光电控股股东，华灿光电实际控制人为珠海市国资委。

2022 年 11 月 28 日，华灿光电公告《关于华灿光电通过向特定对象发行股票方式引入京东方的意见》（珠国资〔2022〕236 号）（以下简称“意见”），意见主要为同意华灿光电向京东方科技集团股份有限公司（以下简称“京东方”）定向发行 20.84 亿元，同意公司向京东方出具关于不谋求华灿光电实际控制权的承诺函。此外，New Sure Limited 与京东方签订了《股份表决权管理协议》，拟将其持有的华灿光电全部股份 56817391 股的表决权、提名权及其附属权利，不可撤销地委托给京东方行使及管理。上述事项完成后，京东方将持有华灿光电 23.08% 的股份，控制 26.60% 的表决权；公司将持有华灿光电 19.13% 的股份，及相应表决权，华灿光电实际控制人由珠海市国资委变更为北京电子控股有限责任公司。截至 2023 年 8 月 14 日，上述事项已完成工商变更。

华灿光电从事化合物光电半导体材料与电器件的研发、生产和销售业务，主要产品为 LED 外延片及全色系 LED 芯片，为国内第二大 LED 芯片供应商，国内最大显示屏芯片供应商。截至 2024 年底，华灿光电资产总额 126.58 亿元，所有者权益 69.33 亿元；2024 年，华灿光电实现营业收入 41.26 亿元，利润总额-7.56 亿元，亏损较上年有所收窄。

2 参与北大方正集团有限公司重组

公司代表珠海市国资委参与北大方正集团有限公司重组事宜，受让重组后新方正集团 28.50% 的股权。

2021年1月19日，公司收到北大方正集团有限公司（以下简称“方正集团”）管理人通知，确定由公司代表珠海市国资委与中国平安保险（集团）股份有限公司（以下简称“平安集团”）、深圳市特发集团有限公司（以下简称“特发集团”）组成联合体作为方正集团重整投资者。2021年4月30日，管理人与重整投资者签订《重整投资协议》，以此为基础制定重整计划的草案，该草案提交方正集团债权人会议表决，并经人民法院裁定批准后生效。

根据公开信息，新方正集团已于2021年10月设立完成。重整计划执行完毕后，新方正集团的股权结构为：中国平安人寿保险股份有限公司（以下简称“平安人寿”）设立的SPV持股约66.51%、公司（代表珠海国资）设立的SPV持股约28.50%（公司对新方正集团实际持有股权比例约为13.97%）、债权人组成的持股平台（合伙企业）持股约4.99%，平安人寿设立的SPV为新方正集团的控股股东。2022年12月27日、28日重整投资人已支付全部D期和E期投资款（合计约488亿元），对于债权已获确认的债权人，方正集团等重整主体已基本完成清偿。

公司所代表的珠海投资主体为华发集团、珠海格力集团有限公司、珠海大横琴集团有限公司、珠海科技创业投资有限公司，各方出资比例为49.00%、29.00%、20.00%和2.00%。截至2025年3月底，公司已出资约101亿元受让对应新方正集团股权，分三期支付，其中约40亿元为自有资金，其余资金已通过银团贷款等形式融资。

总体看，新方正集团规模较大且业务多元，重组周期预计较长，重组思路为保留医疗板块等优质资产持续经营，其余资产分批处置。联合资信将关注此项交易后续进展及投资回收情况。

3 控股方正科技

华发科技作为方正科技重整投资主体，通过参与破产重整控股方正科技 23.50% 股权，实现控股。

2022年11月24日，方正科技集团股份有限公司（股票代码：600601.SH，股票简称“*ST方科”，以下简称“方正科技”）发布重整公告称，其控股股东由方正信息产业有限责任公司（以下简称“方正信息产业”）变更为珠海华发焕新方科投资企业（有限合伙）（以下简称“焕新方科”，由华发科技间接持股100.00%，方正科技实际控制人变更为珠海市国资委。公告显示，2022年9月份，北京市第一中级人民法院裁定受理方正科技重整；10月27日，方正科技管理人发布《关于确定重整投资者的公告》，确定华发科技为方正科技重整投资者，并签署了《重整投资协议》。根据《重整投资协议》约定，华发科技支付重整投资款合计人民币20亿元（5.4亿元用于按协议和重整计划的规定收购PCB子公司对方正科技享有的普通债权中债权金额约17.73亿元的部分，并全部豁免；13.9亿元用于按照协议和重整计划的规定支付重整费用和共益债务、清偿各类债权；0.7亿元拟或在低效资产处置过程中使用），对应重整后方正科技29.99%的股份比例。华发科技指定焕新方科受让占重整后方正科技总股本23.50%的股份；胜宏科技（惠州）股份有限公司（以下简称“胜宏科技”，股票代码300476.SZ）取得重整后方正科技5.49%的股份，对应交易作价为3.66亿元，剩余股份由华发科技在重整计划执行结束前指定给其他主体。此外，华发科技、焕新方科与胜宏科技签署了《一致行动协议》，权益变动完成后，焕新方科将持有方正科技股权的23.50%，其与胜宏科技以及其他受让主体为一致行动人，合计持股占方正科技总股本的29.99%，焕新方科将成为方正科技控股股东。截至2023年3月底，上述变更已完成。

从主营业务来看，方正科技的业务涵盖生产和销售PCB产品、互联网接入服务、IT系统集成及解决方案等。从业务协同角度来看，华发科技直接或间接持股华灿光电、光库科技、北京国电高科科技有限公司等PCB需求领域公司，有利于方正科技PCB业务拓客及业务延伸，进一步促进其协同效应。

截至2024年底，方正科技资产总额70.69亿元，所有者权益41.16亿元，2024年营业收入为34.82亿元，利润总额为2.78亿元，同比大幅增长89.18%。

4 接收九洲控股

公司拟无偿接收珠海九洲控股集团有限公司。

2024年1月31日，公司发布了《珠海华发集团有限公司关于收到控股股东无偿划转国有股权的通知的公告》，主要内容为：近期，公司收到珠海市国资委将九洲控股整体无偿划转至华发集团的通知（《关于将珠海九洲控股集团有限公司整体无偿划转至珠海华发集团有限公司的通知》（珠国资〔2024〕24号））。根据通知，珠海市国资委将九洲控股整体无偿划转至华发集团，作为华发集团下属二级企业管理。目前各方正在有序推进清产核资、交接划转等各项整合工作。根据珠海市人民政府国有资产监督管理委员会《关于明确整合过渡期间九洲集团由华发集团代管的意见》（珠国资〔2025〕18号），同意公司在整合过渡期间（自2024年1月31日至2025年6月30日），对九洲集团进行代管，在代管期内，原则上不得改变九洲集团既定经营方向及基本财务政策。

九洲控股成立于 1988 年 7 月，实际控制人为珠海市国资委，主营业务为运输、商品销售（油品销售）、旅游及餐饮服务、房地产开发等。截至 2024 年底，九洲控股资产总额 380.08 亿元，所有者权益 85.32 亿元；2024 年，九洲控股实现营业收入 140.81 亿元，净利润-10.32 亿元，主要由房地产开发业务造成。

八、经营分析

1 业务经营分析

（1）房地产开发业务

华发股份深耕珠海市场，重点布局核心一、二线城市，2022—2024 年，华发股份结转收入规模有所波动，盈利能力持续下降；新开工面积及签约销售面积持续下降，销售主要由高能级城市贡献，与城市聚焦战略相匹配，但低能级城市去化压力大，若高能级城市未能及时补货，未来可能面临一定的销售下行压力。随着在建项目推进，华发股份面临较大资本支出压力，且市场需求尚未回暖，房地产业务未来去化情况有待关注，此外，华发股份合作开发规模较大，需关注行业下行期合联营项目开发运营情况。

华发集团房地产开发业务主要由华发股份负责，华发综合发展从事少部分经营性房地产开发业务。华发股份于 2004 年 2 月在上海证券交易所上市，拥有较为独立的经营权。2024 年华发股份营业收入同比下降 16.84%，利润总额同比下降 66.59%。2025 年 1—3 月，华发股份实现收入 184.84 亿元，利润总额为 4.07 亿元，同比下降 30.91%，主要系当期财务费用较上年同期增加、同时投资收益较上年同期减少所致。

2022—2024 年，华发股份分别实现营业收入 591.90 亿元、721.45 亿元和 599.92 亿元。其中，房地产销售收入分别为 567.84 亿元、683.50 亿元和 557.19 亿元。业务毛利率方面，2022—2024 年华发股份房地产销售板块毛利率持续下降，2024 年为 14.31%，同比下降 3.67 个百分点。

华发股份主要开发产品为住宅。区域拓展上，华发股份扎根珠海，确保珠海龙头地位的同时，加大对上海、深圳、武汉、南京、杭州、成都、苏州、广州等高能级城市的投资布局；采取聚焦战略，持续深耕粤港澳大湾区、长三角区域、京津冀协同发展区域以及长江经济带等核心城市群；项目拓展以核心城市、核心地段的城区盘为主；拓展方式多元化，除公开市场竞买外，还有合作开发、项目并购、城市更新等多种方式。

华发股份合作开发规模较大，合作对象以国企和央企为主，但仍需关注行业下行期的合作方风险。此外，华发股份与部分出险的民营房企接洽，对部分现存合作项目及旧改项目完成收购，华发股份在项目尽调及风险化解方面具有一定经验，但仍需关注收购项目中的法律风险以及信用瑕疵等。

2022—2024 年，华发股份新开工面积持续下降。2024 年，由于房地产行业景气度较低，需求端持续遇冷，华发股份新开工面积同比大幅下降 53.80%，竣工面积同比下降 5.13%。截至 2024 年底，华发股份在建项目规模较大，能够保证未来的销售需求，在“保交楼”政策下，预计未来一段时期内，华发股份仍将维持较大规模的开发建设支出。

图表 3 • 华发股份房地产开发业务指标

项目名称	2022 年	2023 年	2024 年
新开工面积（万平方米）	285.70	204.75	94.59
竣工面积（万平方米）	660.39	514.93	488.53
期末在建面积（万平方米）	1407.42	1189.08	835.63
签约销售面积（万平方米）	400.90	399.40	369.61
签约销售金额（亿元）	1202.41	1259.90	1054.44
签约销售均价（万元/平方米）	3.00	3.15	2.85

资料来源：联合资信根据华发股份年度报告及提供资料整理

销售方面，2022—2024 年，受房地产行业景气度持续下行影响，华发股份签约销售面积持续下降，受益于加大对高能级城市的投资，销售均价保持高位波动，签约销售金额先升后降。2024 年，由于房地产市场仍未企稳，华发股份全口径签约销售面积和签约销售金额均有所下滑，同时由于上海签约销售金额的下降以及房价的普遍下行，签约销售均价较 2023 年下降 16.31%。分区域看，2024 年华发股份房地产销售收入中珠海大区占 23.69%，华南大区（不含珠海）占 30.42%，华东大区占 43.79%，北方大区占 2.10%，前十大城市合计占 88.49%，销售集中度较 2023 年进一步提高（2023 年为 86.13%）。

近年来，华发股份采取城市聚焦战略，加大对上海、广州、深圳、北京、杭州、成都等高能级城市的投资布局。2022—2024 年，

华发股份获取土地金额分别为 272.69 亿元、308.91 亿元和 18.08 亿元；楼面均价分别为 3.07 万元/平方米、1.08 万元/平方米和 1.20 万元/平方米。2022 年，华发股份加大对以上海为中心的长三角区域投资力度，城市能级提升明显，带动楼面均价同比大幅增长；2023 年，华发股份并表口径共获取 23 个项目，其中上海 5 个、杭州 4 个、南京和成都各 3 个，由于当年获取的上海项目以郊区为主，楼面均价较 2022 年下降明显；2024 年，华发股份量入为出，在房地产市场未明显好转的情况下，并表口径拿地金额同比大幅下降，2024 年全口径共获取 6 个项目，其中上海 1 个，广州 1 个，成都 3 个，西安 1 个，楼面均价同比有所提升。

截至 2024 年底，华发股份未售土地储备 1213.74 万平方米，土地储备较充足，剩余土地储备主要分布在华南、华东和珠海，一二线城市土地储备占比 75.39%，但仍有一定体量的土地储备位于三线及以下城市，在行业景气度尚未恢复的情况下，需关注低能级城市项目的去化情况。此外，从土地储备前十大城市来看，华发股份前十大城市土地储备占 78.37%，集中度较高，且在鄂州和湛江等低能级城市有较大规模的土地储备，后续去化情况值得关注。

（2）城市运营业务

城市运营板块以土地一级开发和经营性项目开发为主，未来投资规模大，存在较大的资本支出压力；随着土地一级开发项目逐渐完成，未来收入实现将依赖经营性项目的出售和出租。2022 年以来，公司经营性地产业务项目销售收入规模持续下滑，业务毛利率波动下降。此外，公司土地储备规模较大，区位优势。

华发集团城市运营板块业务主要由华发城市运营投资控股有限公司（华发综合发展下属子公司，以下简称“华发城市运营”）负责，业务内容包括产业园区及城市片区开发、城市综合体建设、城市更新、建筑设计、市政设施及保障房建设等，项目布局从横琴十字门中央商务区为代表的区域开发扩展到高新、金湾、斗门、香洲、高栏港等珠海多个区域。城市运营板块已形成平台公司（即华发城市运营）+区域公司两级架构，平台公司统一负责策划推广、研究发展、工程管理、公建设计管理、规划市政设计、招采管理、成本管理、招商及资产运营管理等职能，区域公司负责管理片区内项目建设。

华发城市运营经政府授权自筹资金从事片区土地一级开发、基础设施建设、市政设施及保障房等的建设工作，同时，利用土地储备开发商业类地产项目。华发城市运营营业收入来源主要包括三部分：①土地一级开发收益分成；②经营性项目房地产开发收入；③代建业务收入；④建筑设计收入。未来，经营性房地产开发项目和建筑设计将成为城市运营板块收入的主要来源。

图表 4 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司城市运营板块收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
一级土地开发	11.30	5.97%	7.24%	--	--	--	--	--	--	--	--	--
商业地产及住宅	119.49	63.12%	51.51%	115.80	63.44%	56.03%	66.36	45.24%	41.53%	43.49	78.03%	43.87%
建筑设计服务	52.84	27.91%	5.30%	62.90	34.46%	4.44%	70.34	47.95%	8.16%	10.99	19.72%	5.55%
代建业务	2.37	1.25%	-56.47%	1.30	0.71%	-46.32%	6.38	4.35%	0.07%	0.22	0.40%	-36.51%
其他	3.31	1.75%	39.50%	2.54	1.39%	54.58%	3.61	2.46%	74.10%	1.03	1.85%	57.67%
合计	189.31	100.00%	34.41%	182.54	100.00%	37.51%	146.69	100.00%	24.53%	55.73	100.00%	36.24%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

①土地一级开发

业务模式方面，公司土地一级开发业务由珠海市国土部门经报市政府批准后，珠海市人民政府授权公司对片区进行土地一级开发，开发用地不注入公司。

2021 年 10 月起，富山工业园土地一级开发与斗门一河两岸项目开发转为委托代建模式。目前，公司开展的土地一级开发项目包括十字门中央商务区项目、金湾航空新城核心区项目、保税区二期项目、高新区北围项目和珠海北站 TOD 项目。针对上述项目，华发集团分别与珠海市财政局、珠海金湾区人民政府、珠海市保税区管理委员会、珠海（国家）高新技术产业开发区管理委员会等签订土地一级开发协议/合作开发协议，公司负责上述 5 个珠海核心区域的土地一级开发、市政基础设施建设等任务，资金自行筹集。资金平衡方面，采用两种模式，第一种为委托方将开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入（扣除相关税费后）等资金按一定比例返还给公司；第二种为项目开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入在扣除应上缴费用并优先偿还公司所支付的土地一级开发成本后，公司可获得土地增值收益的一定比例作为土地一级开发收益。截至 2025 年 3 月，珠海北站 TOD 项目已完成竣工结算，金湾航空新城核心区项目协商政府后续工程安排，高新区北围项目根据政府安排正在推进新建信息北路涉铁段项目的建设。

2023 年起，公司未实现一级土地开发收入主要原因为根据政府安排，出让的存量用地宗数和面积减少，且出让用地位于非核心区域，价值略低，此外，公司在一级开发业务的财务确认模式⁷受房地产市场低迷影响更加谨慎。2022—2024 年及 2025 年一季度，土地一级开发业务分别获得回款 0 亿元、5.84 亿元、0.39 亿元和 0 亿元。截至 2024 年底，公司应收珠海市金湾区财政局和珠海保税区管理委员会业务款分别为 21.77 亿元和 8.13 亿元。

图表 5 • 华发城市运营土地出让情况（单位：宗、万平方米、亿元、%）

业务板块	十字门中央商务区			珠海北站 TOD			保税区二期			高新区北围		
	2021 年	2023 年	2024 年	2022 年	2023 年	2024 年	2022 年	2023 年	2024 年	2022 年	2023 年	2024 年
土地出让数量	1	--	--	1	--	--	3	1	--	6	--	--
出让面积	4.40	--	--	13.84	--	--	13.17	7.01	--	63.10	--	--
分成收入	1.80	--	--	2.15	--	--	1.60	0.00	--	0.00	--	--
结转开发成本	0.45	--	--	0.00	--	--	0.94	0.00	--	0.00	--	--
开发收益	1.35	--	--	2.15	--	--	0.66	0.00	--	0.00	--	--
毛利率（%）	75.11	--	--	100.00	--	--	41.11	--	--	--	--	--

注：珠海北站 TOD 项目由公司参股的珠海城际轨道实业有限公司（未纳入公司合并范围的项目公司，持股比例 24.95%）负责，公司只获取该项目的分成收益，故毛利率为 100%
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年 3 月底，华发城市运营主要在建土地一级开发项目计划总投资 205.42 亿元，已完成投资 151.99 亿元，未来还需投资 53.43 亿元。

图表 6 • 截至 2025 年 3 月底华发城市运营主要在建土地一级开发项目情况（单位：平方公里、亿元）

项目名称	开发面积	总投资	已投资
十字门中央商务区	5.77	86.00	81.54
金湾航空新城	3.80	35.00	31.95
保税区二期	2.30	25.09	10.11
高新区北围	8.60	59.33	28.39
合计	20.47	205.42	151.99

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

②经营性项目

华发城市运营开发的经营性项目主要包括会展商务组团、横琴国际金融中心大厦、横琴金融产业基地、高新区北围智谷园芯和富山智选小镇生活中心等项目，建筑类型涉及写字楼、酒店、会议中心、SOHO 办公、商务公寓等。华发城市运营利用自有资金拿地开展项目建设，建设完工对外出售或运营，未来以经营性收入来平衡资金投入。

截至 2025 年 3 月底，华发城市运营在售经营性项目累计销售面积 178.25 万平方米，累计销售金额 629.16 亿元。2024 年，华发城市运营商业地产及住宅收入同比大幅下滑 42.69%；2025 年 1—3 月，华发城市运营商业地产及住宅收入同比增长 43.48%，有所改善。

图表 7 • 截至 2025 年 3 月底公司城市运营板块经营性项目销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	已完成投资	可供出售面积	已销售面积	已销售金额	累计确认收入
珠海国际金融中心	15.13	40.00	13.96	5.43	15.98	--
横琴国际金融中心	13.55	33.10	12.27	9.74	45.45	42.47
四季峰景（北九）	84.21	108.83	79.91	48.81	154.56	125.13
横琴片区金融岛项目（横琴府）	43.78	77.32	36.40	18.80	92.50	92.43
横琴片区岛西项目（横琴湾）	72.39	82.25	65.31	20.25	93.12	81.88
横琴片区金融街项目（横琴荟）	37.71	57.50	32.89	21.09	99.77	23.61

⁷ 2023 年，保税区二期项目出让土地 1 宗，出让用地的建筑面积为 7.01 万平方米，为住宅用地；该项目尚未确认土地一级开发收入，主要系保税区二期的规划正在调整，项目的一级开发总投资和分成收益存在变化，经与政府协商，后续该项目的一级开发回款暂不超过已投资金额，待项目整体竣工结算后，再与公司确认最终的分成收益。2024 年，根据政府安排，公司一级开发相关用地没有出让，收到 2023 年保税区二期出让用地的部分回款约 0.39 亿元，暂未确认收入。

湾玺壹号	18.80	19.57	18.56	14.76	52.83	--
香山湖畔苑	18.00	39.86	8.56	5.01	19.84	--
琴澳悦玺苑	4.40	7.35	4.40	2.16	6.39	--
珠海湾	59.10	56.12	58.11	2.71	6.55	--
合计	367.07	521.90	330.37	148.76	586.99	365.52

注：*合计数与华发城市运营经营性项目确认总收入不一致系尾差影响四舍五入所致；部分在售项目尚未竣工，故暂未确认收入；部分已售罄或规模较小的项目未纳入表格统计
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 8 • 截至 2025 年 3 月底公司城市运营板块主要在建经营性项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
横琴片区金融岛项目（横琴府）	127.91	77.32
横琴片区岛西项目（横琴湾）	178.97	82.25
横琴片区金融街项目（横琴荟）	97.01	57.50
四季峰景（北九）	219.80	108.83
琴澳悦玺苑	10.69	7.35
湾玺壹号	54.59	19.57
东澳岛酒店	9.02	7.38
北山区域城市更新项目	151.00	42.71
城市之心核心区城市更新项目	193.50	49.33
香山湖畔苑	55.00	39.86
香山湖壹号	79.15	35.58
南湾壹号苑	16.90	7.36
珠海湾（裕华聚酯项目）	187.08	56.12
深湾荟（北围 45-46T）	25.31	14.28
琴澳湾花园	28.69	15.87
观澜四季	77.71	38.69
斗门“渔光互补”集中式光伏项目	18.38	12.44
合计	1530.71	672.44

注：部分项目计划总投资规模随项目进展有调整；尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2025 年 3 月底，公司城市运营板块主要在建项目（含土地一级开发及经营性项目开发）总投资约 1736.13 亿元，已投资 824.43 亿元，尚需投资 911.70 亿元，存在较大资本性支出压力。

经营性项目储备方面，除一级土地开发外，截至 2025 年 3 月底公司通过招拍挂的形式取得了位于十字门中央商务区、横琴新区、保税区、高新区、富山、阳江等 57 宗、占地面积合计 282.26 万平方米、计容建筑面积 781.66 万平方米的土地使用权，账面价值 475.97 亿元，土地性质包括住宅、商业、办公、酒店和会展等。2025 年 3 月，珠海市政府已完成对公司 5 宗土地的收储，总占地面积约 21.2 万 m²，计容建面合计约 60.8 万 m²，收储价格约 33.16 亿元。

③委托代建

公司委托代建项目分为两种模式。第一种模式下，珠海华金开发建设有限公司（以下简称“华金公司”）接受珠海联港投资控股有限公司（珠海市金湾区国有企业）和珠海航展有限公司（珠海市属航空产业园国有企业）的委托，承接金湾航空城产业服务中心和珠海航展中心配套服务设施提升项目的代建。华金公司负责项目的组织实施、建设指挥及项目资金的筹措，项目建成后移交，委托方向公司支付项目建设成本及代建管理费（项目建设成本的一定比例）。上述项目已建设完毕并移交，累计完成投资 12.22 亿元。2022—2024 年，华金公司分别确认上述项目代建收入 0.28 亿元、0.28 亿元和 0.37 亿元，分别收到回款 0.30 亿元（含税）、0.30 亿元（含税）和 0.40 亿元（含税）。第二种模式下，政府与公司签订相关委托代建协议，委托公司及下属子公司进行项目综合建设，开发用地及开发资金均来源于政府，公司无需筹资。项目建设完毕后，政府与公司进行成本核算和验收结算，公司根据实际工程进度收取委托代建管理费用。

截至 2025 年 3 月底，公司主要在建代建项目计划总投资 112.70 亿元，已完成投资 85.81 亿元，开发资金均来源于政府，公司无需筹资。

图表 9 • 截至 2025 年 3 月底公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目	建设期间	自有资金比例	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
					2025 年	2026 年	2027 年
富山产业新城	2021-2025	--	25.11	23.73	1.03	0.35	--
斗门“一河两岸”	2021-2026	--	7.51	5.74	0.44	0.70	0.63
湖心新城基础设施建设项目	2022-2026	--	10.00	6.14	1.09	1.70	1.00
横琴子期中学	2023-2026	--	4.23	2.74	0.58	0.91	--
珠海市北区水质净化厂二期及地面公共服务设施工程	2023-2026	--	17.11	4.12	1.92	3.00	5.00
动力电池生产基地建设项目	2022-2025	--	8.50	8.39	0.16	--	--
中山大学珠海校区	2018-2025	--	40.24	34.95	0.76	--	--
合计	--	--	112.70	85.81	5.98	6.66	6.63

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

④建筑设计服务

公司建筑设计收入主要来自于维业股份，主要为大型房地产、政府机构、大型企业、高档酒店等提供装饰设计和施工服务。维业股份承接的项目包括公共建筑装饰、住宅精装修及建筑装饰设计等，涵盖大型场馆、星级酒店、商业综合体、文教体卫设施、交通基础设施等公共建筑和普通住宅、高档别墅等建筑，拥有建筑装饰施工设计等多项专业壹级、甲级资质，以及多类工程施工承包一级资质。

2024 年，公司实现合并口径建筑设计收入 70.34 亿元，毛利率为 8.16%。2024 年，维业股份实现营业总收入 117.66 亿元（与公司合并口径建筑设计收入差额系内部关联交易抵消所致），同比下滑 24.23%，利润总额为 0.60 亿元，同比下降 9.06%，主要系应收账款计提的减值损失较上期增加所致。

（3）金融投资

公司金融投资业务涵盖证券、资管、交易平台、普惠金融、商业保理、期货等，并参股银行、融资租赁等金融机构。近年来，金融投资业务收入较为稳定且可持续贡献投资收益。公司金融投资业务尚处于发展期，随着监管、合规政策趋严，风控能力有待提升。

华发集团金融投资板块经营主体主要是华发投控和华发财务。

2012 年 7 月，华发投控在珠海横琴新区设立，经多年发展已成为综合性金融投资控股集团，业务涵盖证券、资管、交易平台、普惠金融、商业保理、期货等。截至 2025 年 3 月底，旗下管理型牌照包括华金证券、华金资管、华金期货、华发财务公司、华金国际证券，此外，华发集团还参股了包括珠海华润银行股份有限公司（以下简称“华润银行”）、珠海农商行、厦门国际银行股份有限公司（以下简称“厦门国际银行”）、横琴华通金融租赁有限公司（以下简称“华通金租”）、珠海横琴人寿保险有限公司等金融机构，持有并处置债券、基金、资管/信托计划等，每年可获得稳定的投资收益。

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

公司金融投资板块收益包括计入营业收入的手续费及佣金收入、利息收入、其他金融收入、对外投资所获取的投资收益及金融资产公允价值变动损益。2022—2024 年华发集团金融投资收入规模较为稳定。2024 年，公司金融收入包括利息收入 4.46 亿元、手续费及佣金收入 2.95 亿元和其他金融收入 11.27 亿元。2022—2024 年，华发投控分别实现投资收益 12.84 亿元、9.42 亿元和 12.63 亿元。

（4）科技产业

公司科技产业以华发科技为主体快速发展，主要围绕新能源、半导体集成电路、生物医药及大健康三大行业开展产业投资和运营，承担区域招商引资责任，引进并培育优质企业落地珠海，板块收入规模持续提升。

公司利用自身产业与资金优势，成立科技产业集群，以华发科技为核心平台，截至 2025 年 3 月末，投资主体包括华金资本（持股比例 28.45%，未纳入合并范围）、英飞尼迪投资控股集团有限公司（持股比例 61.67%，未纳入合并范围）和珠海科技创业投资有限公司等。华发科技已形成产业运营、产业投资、产业招商协同联动的战略格局：运营主要围绕新能源、半导体集成电路、生物医药及大健康三大行业。

产业运营方面，公司锁定新能源、半导体、医疗健康等核心赛道及现有业务产业链上下游等方向，通过内生式增长和外延式并购，推动实体产业布局。目前，华发科技战略控股企业 6 家，包括 2 家上市公司（光库科技及方正科技）；战略参股企业 14 家，包括上市公司高景太阳能股份有限公司（以下简称“高景太阳能”）、上海爱旭新能源股份有限公司（以下简称“爱旭股份”）等。

产业投资方面，公司以华金资本、英飞尼迪、珠海科创投、珠海基金等四大投资平台为主体，重点布局高端制造、医疗健康、互联网与新兴科技、消费升级等新兴产业领域。截至 2025 年 3 月末，已累计投资海内外 400 多家行业领军企业和高成长性创新企业，110 家已上市或过会。

产业招商方面，公司主要为珠海引进并培育优质制造业产业企业，围绕现代产业体系，公司依托多元化业务格局以及全国化布局优势，通过圈层招商、投引招商、地图招商、链式招商、渠道招商和服务招商等方式构建招商体系，以及集投融资服务、专业服务、物流及营销服务、公共服务、物业服务等“五位一体”的综合服务体系。截至 2025 年 3 月底，公司已引进奕斯伟半导体材料、京东方华灿 Micro LED 项目、高景太阳能、爱旭股份等产业立柱项目；5.0 产业新空间招引项目共 114 个，华发科创产业园招引项目 218 个，重点围绕光伏、储能、半导体、生物医药等战略性新兴产业，累计招引培育产业项目超 500 个。

截至 2024 年底，华发科技合并口径资产总额为 561.11 亿元，所有者权益合计为 338.24 亿元；2024 年营业收入 56.47 亿元，利润总额为 10.35 亿元（投资收益 12.15 亿元）。截至 2025 年 3 月末，华发科技本部主要所持 A 股上市公司股权市值约为 96.81 亿元，均未质押。

图表 10 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司科技产业板块收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电子器件销售及服务	22.96	95.12%	18.58%	44.79	98.04%	14.19%	45.29	98.70%	24.19%	11.95	96.85%	22.57%
信息技术服务	0.89	3.69%	26.51%	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其他	0.29	1.19%	-4.01%	0.90	1.96%	-20.11%	0.60	1.30%	-74.19%	0.39	3.15%	-68.98%
合计	24.14	100.00%	18.60%	45.69	100.00%	13.52%	45.89	100.00%	22.90%	12.34	100.00%	19.69%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

①基金管理与投资

公司积极通过与外部机构成立股权投资管理基金的方式进行项目投资，重点布局高端制造、医疗健康、互联网与新兴科技等新兴产业领域，覆盖全生命周期产业投资体系。

2017 年 7 月份，根据珠海市政府《市政府常务会议决定事项通知》（珠办会函[2017]57 号），决定组建珠海基金。珠海基金母基金规划设立总规模 200 亿元，已分期设立一、二期基金，由珠海发展投资基金管理有限公司（华发投控子公司）担任基金管理人。截至 2025 年 3 月末，珠海基金一期已签署合伙协议或投资协议的子基金及项目共计 32 个，基金及项目总规模 1013.30 亿元，其中珠海基金一期认缴出资 104.86 亿元，社会资本方认缴出资 908.44 亿元，子基金认缴规模放大倍数为 9.66 倍。珠海基金二期已签署合伙协议或投资协议的产业类子基金及项目共计 12 个，基金总规模 262.08 亿元，其中珠海基金认缴出资 27.04 亿元，社会资本方认缴出资 235.04 亿元，子基金认缴规模放大倍数为 9.69 倍。

截至 2025 年 3 月末，珠海基金一期累计取得投资收益 110075.87 万元，珠海基金二期累计取得投资收益 224.27 万元。产业投资基金合作伙伴包括 IDG 资本、华金资本、弘晖资本、鲲鹏资本等一线投资机构，重点布局高端制造、医疗健康、人工智能等产业方向。

②电子器件销售及服务

公司电子器件销售及服务经营主体主要为方正科技、光库科技、华灿光电（现已出表）以及珠海华冠科技股份有限公司。2023 年起，受益于新并表方正科技收入的贡献，公司电子器件销售及服务业务板块收入同比大幅增长。

采购方面，光库科技采购内容主要包括光学材料和机械件，其中光学材料主要为光纤及各类光学元件（主要包括晶体、法拉第片、滤波片等）；采购模式主要包括批量采购、定量采购即物料需求计划采购及零星采购等方式；生产及物料控制部门每月初根据

前 3-12 个月材料消耗情况制定材料的库存目标，对于连续发生使用超过 3 个月的原材料，实行安全库存制度进行批量采购，对于连续发生使用不超过 3 个月的原材料光库科技根据生产计划、手持订单及库存量，确定采购计划，即按照生产进度需求进行采购；2024 年，光库科技前五大供应商采购额占年度采购总额比例为 16.53%，集中度较低。方正科技主要采购产品为板料和金盐等，采购模式主要包括批量采购、定量采购即物料需求计划采购及零星采购等方式，结算方式主要为票据和银行电汇；2024 年，方正科技前五大供应商采购额占年度采购总额比例为 40.84%，集中度一般。

销售方面，光库科技销售整体采用“直销为主、少量经销”模式，国内市场全部采用直销模式，国外市场销售采用“直销为主，少量经销”的模式，与经销商均已签署经销协议；光库科技销售部门负责制定公司销售计划，开发新客户、维护老客户及取得订单，当客户发生采购需求时，销售部人员及时反馈给公司研发、工程、生产、采购等各部门，进行技术可行性评估和经济可行性评估，评估通过后编制报价单并向客户报价，客户审核通过报价及样品验证后，根据光库科技产能、价格及质量等因素向公司确定订单数量；2024 年，光库科技前五大客户销售额占年度销售总额比例为 38.12%，集中度一般。方正科技 PCB 主要销售产品为印刷电路板，分为境内销售、境外销售，主要服务于全球各电子领域的中高端客户，以银行电汇方式结算为主；2024 年，方正科技前五大客户销售额占年度销售总额比例为 48.61%，集中度较高。

（5）商贸物流

公司商贸物流业务为营业收入提供了重要支撑，但盈利能力弱。

华发集团商贸物流板块由珠海华发商贸控股有限公司（以下简称“华发商贸”）和迪信通负责，具体业务包括大宗商品批发业务和移动通信设备及配件业务。

①大宗商品批发业务

2022—2024 年和 2025 年一季度，公司分别实现大宗商品批发收入 566.30 亿元、584.80 亿元、513.83 亿元和 164.04 亿元；同期，受行业特性和业务模式影响，公司大宗商品批发业务毛利率维持在低水平，分别为 0.33%、0.25%、0.32%和 0.21%。大宗商品批发业务主要由华发商贸和香港华发运营，贸易品种涵括钢材、燃料油、化工产品、铜矿石、有色金属等。受下游客户需求及公司风控要求等影响，近年公司主要贸易品种转变为有色金属和铜矿石。截至 2024 年底，华发商贸总资产 169.36 亿元，所有者权益 18.91 亿元；2024 年实现营业收入 381.83 亿元，净利润 1.51 亿元。

公司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。公司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。

从上下游及结算方式看，公司贸易双方均为行业中规模较大企业，信誉度较高，结算方式根据实际客户情况及交易品种不同有一定差异。2024 年，公司商品批发业务前五大供货商采购金额占比 32.55%，集中度较上年有所上升（2023 年为 28.90%），结算方式主要为货到付现款（对国内上游供货方）及 90 天信用证结算（对进口贸易中国外供货方）。下游销售商方面，华发商贸根据下游客户信用等级不同通常给予 45~60 天的账期或采取现款结算，香港华发大宗商品批发多以 60 天和 90 天信用证结算。2024 年，公司商品批发业务前五大销售商销售金额占比合计 45.87%，集中度较上年增加 7.79 个百分点。

②移动通信设备及配件

公司移动通信设备及配件业务收入的经营主体为迪信通，主营业务为销售及分销移动通讯设备及配件以及提供增值服务。

移动通信设备及配件业务采购模式为总部“集采”（由总部几个主体统一向上游供应商采购，然后分给子公司零售或批发）和子公司“地采”（各地子公司向当地上游供应商直接采购）相结合；结算方式主要为现款，部分存在账期或票据；销售和结算模式为批发业务，主要对加盟商分销和第三方客户分销，加盟商分销结算根据不同情况有不同信用额度，第三方客户分销基本为先款后货，无账期。

2022—2024 年及 2025 年一季度，公司分别实现移动通信设备及配件业务收入 133.14 亿元、167.68 亿元、177.45 亿元和 45.65 亿元；同期，毛利率分别为 3.33%、2.43%、2.86%和 2.85%。

（6）现代服务

现代服务板块经营整体保持稳定，丰富了公司业务多样性。

公司现代服务板块主要由华发物业服务及庄臣控股负责，包括生产型服务业、城市生活型服务业与综合型服务业，涵盖物业服务、酒店管理及会展服务等多项业务。

图表 11 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司现代服务板块收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物业管理	32.38	89.73%	12.21%	27.41	79.23%	11.94%	29.30	80.03%	11.30%	9.45	84.74%	1.15%
会展业务	0.31	0.86%	-218.23%	1.07	3.09%	3.25%	0.91	2.49%	-52.49%	0.19	1.69%	-78.09%
酒店业务	3.08	8.54%	17.09%	4.89	14.12%	34.75%	4.97	13.57%	45.30%	1.40	12.53%	43.39%
其他	0.31	0.87%	51.91%	1.23	3.56%	22.17%	1.43	3.91%	33.23%	0.12	1.04%	-42.02%
合计	36.08	100.00%	11.00%	34.60	100.00%	15.25%	36.61	100.00%	15.18%	11.15	100.00%	4.65%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

华发物业服务负责的服务范围包括现场服务、楼宇接收服务、保洁清洁服务、安全秩序维护、设施设备运行维护、园林规划施工与绿化保养、安防智能化设计施工、物业管理业务咨询、顾问服务等，业务遍及珠海、广州、武汉、北京等二十余个大中城市。华发物业管理的物业可以分为华发集团内部项目物业及外部项目物业。内部项目物业是指华发集团或其下属子公司持有的商业和住宅物业，以及对外承接管理的政府机关和市政设施等，物业管理费由物业管理公司直接向业主收取。华发集团内部物业一般直接由华发物业负责管理，外部物业一般通过竞标等方式取得，结算方式包括月结、半年结和年结。

庄臣控股自 1979 年开始在香港提供清洁环卫服务，为香港环境卫生服务龙头企业，在香港各主要地区提供广泛的环境卫生服务，包括提供楼宇清洁服务、公园及康乐中心清洁服务、街道清洁服务、院校清洁服务及其他清洁服务，主要客户涵盖康文署、食环署等政府职能单位以及香港大学等商业客户。

2 未来发展

公司发展战略清晰，未来通过转型发展，经营实力有望进一步提升。

“十四五”时期，在深化国企改革、粤港澳大湾区规划落实、珠海及横琴粤澳深度合作区加速发展等众多利好支撑下，公司将深入贯彻党的二十大精神，坚持高质量发展硬道理，聚焦珠海科技投资与产业发展核心企业、珠海城市建设与城市更新核心企业和珠海金融产业创新发展核心企业“三大定位”，全力以赴推动科技、城市、金融三大集群纵深发展，努力成为“具有世界格局的科技创新、产业引领的世界 500 强企业”。

九、财务分析

公司提供了 2022—2024 年财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对 2022—2023 年财务报告进行了审计，广东中诚信会计师事务所（特殊普通合伙）⁸对 2024 年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2022 年，公司新增纳入合并范围子公司 119 家，减少子公司 36 家，其中注销子公司 29 家。2023 年，公司新增纳入合并范围子公司 182 家，减少子公司 71 家，其中注销子公司 29 家；2024 年，公司新增纳入合并范围子公司 311 家，其中通过非同一控制下企业合并取得子公司 13 家，其余主要系新设子公司；减少子公司 51 家，其中注销子公司 33 家。2025 年 1—3 月，公司新增子公司 30 家，减少子公司 21 家。上述合并范围变化主要系华发股份新设或注销房地产项目公司，对公司财务数据可比性影响较小。

1 资产质量

2022—2024 年末，公司资产规模波动增长，构成以存货及货币资金等流动资产为主；公司整体资产质量良好，但需关注房地产市场低迷对库存去化，以及受限资产规模较大对资产流动性的影响。

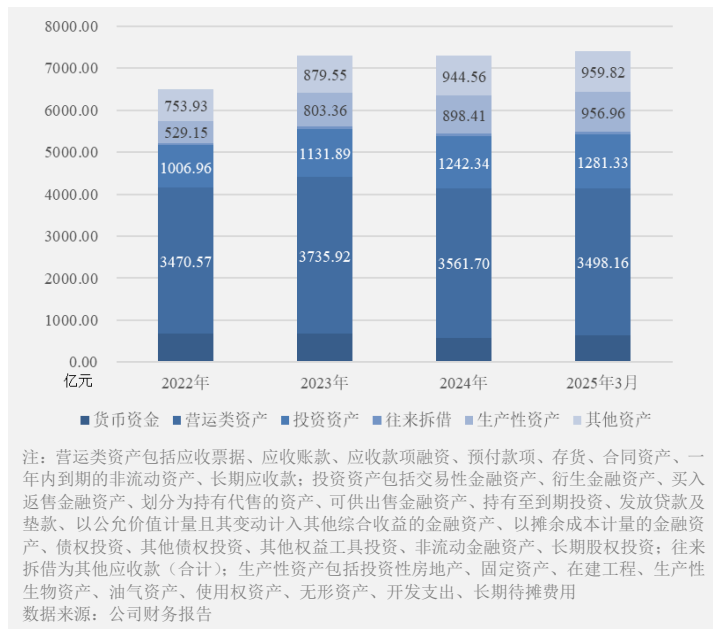
2022—2024 年末，随着各主营业务板块持续发展，公司资产规模波动增长，年均复合增长率为 5.89%。截至 2024 年底，公司总资产为 7292.85 亿元，较上年底变动不大，主要包括货币资金、房地产项目及投资类资产等。截至 2024 年底，公司存货主要由开发成本（以房地产项目为主，此外包括部分市政项目、土地开发成本）、开发产品、出租开发产品及库存商品等构成，较上年底减少 4.93%，其中，拿地力度下降致开发成本账面价值较上年底减少 530.13 亿元至 2277.89 亿元；开发产品较上年底增加 351.49 亿

⁸ 根据公司 2025 年 2 月 14 日披露的公告，公司原审计机构致同会计师事务所（特殊普通合伙）任期届满，经过公司公开选聘，聘用广东中诚信会计师事务所（特殊普通合伙），本次审计机构变更已履行相关决策程序，属于公司正常经营活动范围。

元至 1011.64 亿元，主要由珠海本地、长三角地区及二线城市的地产项目构成，去化压力加大；存货跌价准备/合同履约成本减值准备余额 32.98 亿元，较上年底增加 12.52 亿元，主要由开发产品与开发成本形成。公司其他流动资产主要由拆出款项及其他（492.78 亿元）和预交税费（138.72 亿元）构成，较上年底略有减少，主要由华发股份向合营企业、联营企业以及合作方拆出资金构成。公司投资类资产主要由债务工具投资、权益工具投资、出资有限合伙企业的份额、对金融类及房地产类参股公司等构成，能够形成较为稳定的投资收益。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额和构成较 2024 年底变化不大。

图表12 • 公司各类资产变化情况（单位：亿元）



图表13 • 2024年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占总资产比例	受限原因
货币资金	78.98	1.08%	承兑汇票保证金、存放中央银行款项、定期存单、监管账户保证金等
存货	917.65	12.58%	借款抵押
固定资产	61.50	0.84%	借款抵押、为有限产权的人才住房
投资性房地产	349.63	4.79%	借款抵押
其他	45.77	0.63%	借款抵押等
合计	1453.53	19.93%	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益规模保持稳定，少数股东损益占比大，权益稳定性较弱。

2022—2024 年末，公司所有者权益保持稳定，年均复合增长 1.31%。截至 2024 年底，公司所有者权益 1729.66 亿元，较上年底下降 1.30%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 30.53%，少数股东权益占比为 69.47%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 9.78%、10.78%、0.26%和 1.93%，所有者权益结构稳定性较弱。2022—2024 年末，公司其他权益工具分别为 135.66 亿元、117.00 亿元和 127.07 亿元，主要为公司发行的永续中期票据和可续期信托计划等。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 1720.57 亿元，较上年底变化不大。

（2）负债

2022—2024 年末，公司有息债务规模持续增长，整体债务负担很重。

2022—2024 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 7.45%；公司全部债务年均复合增长 7.93%。截至 2024 年底，公司全部债务为 3491.55 亿元，占同期末负债总额的 62.76%，其中金融机构借款约占 59.89%、债券及资产证券化约占 32.55%、其他约占 7.56%。担保结构方面，信用债务、保证债务和抵押债务分别占 39.27%、37.77%和 21.35%。2022—2024 年末，公司合同负债分别为 908.47 亿元、1017.02 亿元和 928.76 亿元，主要为预收售房款（2024 年底余额为 910.92 亿元）。

从债务指标来看，截至 2025 年 3 月底，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 76.77%、67.83%和 56.82%；若将公司发行的永续债（其他权益工具）计入有息债务，截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率（调整后）和全部债务资本化比率（调整后）分别为 78.91%和 70.80%，债务负担很重。债务期限结构方面，同期末，公司 1 年以内、1~2 年和 2~3 年分别占 37.61%、19.06%和 14.32%。

3 盈利能力

2022—2024 年，公司营业总收入波动下降，利润构成以经营性利润和投资收益为主，2024 年，投资收益成为公司的核心利润来源。总体看，公司盈利能力非常强。

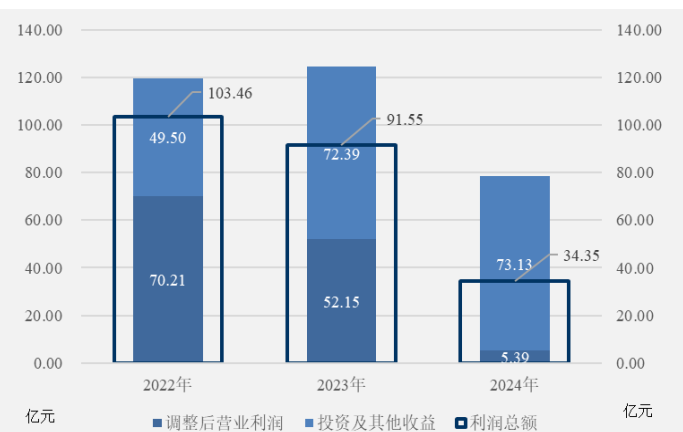
2022—2024 年，公司营业总收入波动下降，年均复合下降 1.76%，经营性利润受到毛利率下滑及期间费用增加的共同影响，持续下降。2024 年，公司经营性利润占利润总额比例由上年的 56.96% 下滑至 15.69%，金融及产业投资等形成的投资收益成为利润总额的主要来源（占利润总额比例为 127.33%），具有较强的可持续性；公允价值变动收益（占利润总额比例为 56.49%）主要为按公允价值计量的投资性房地产和其他非流动金融资产公允价值变动收益，同比下降 46.27%，可持续性一般；资产减值损失同比略有增长，主要为发生存货跌价损失 17.88 亿元，系房地产行业下行压力较大，公司对部分存货计提了跌价准备所致；信用减值损失同比增长 102.03%，主要系通和发股份坏账准备增加所致。

图表14 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入	1576.36	1756.87	1521.23
毛利润	221.20	230.17	152.76
期间费用	104.96	120.71	117.73
投资收益	35.30	24.97	43.73
公允价值变动收益	7.73	36.12	19.40
利润总额	103.46	91.55	34.35
营业利润率（%）	11.11	9.84	8.09
总资本收益率（%）	2.24	1.87	1.19
净资产收益率（%）	4.22	2.99	1.22

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表15 • 2022—2024年公司利润构成及变化趋势（单位：亿元）



注：调整后营业利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-税金及附加-期间费用；投资及其他收益=其他收益+投资净收益+汇兑收益+净敞口套期收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

4 现金流

公司经营活动现金流净额波动下滑，收入实现质量持续下滑，经营获现能力一般；受购地支出以及对外投资规模较大影响，投资活动持续大幅净流出，筹资活动前流动资金缺口较大，对筹资活动依赖较高。

2022—2024 年，公司经营活动现金流净额维持净流入。2024 年，受房地产开发业务拖累，公司经营活动现金流净额同比大幅下滑；现金收入比持续下滑，经营获现能力一般；2022—2024 年，受土地储备及自有房建类项目支出、对外投资支出等维持在较大规模影响，公司投资活动持续表现为大幅净流出，且明显大于经营活动现金净流入规模，加之债务偿还金额逐年快速增长，公司对外融资需求较大；公司主要依赖于银行借款、债券发行来弥补资金缺口，需持续关注资本市场及融资监管政策变化。公司现金及现金等价物净增加额持续为负，但现金及现金等价物余额（2024 年底为 509.01 亿元）仍保持较高水平。

图表16 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	2112.97	2095.10	1685.39	454.14
经营活动现金流出小计	1650.33	1496.41	1473.47	396.32
经营现金流量净额	462.64	598.68	211.92	57.82
投资活动现金流入小计	343.71	434.14	308.80	62.72
投资活动现金流出小计	1151.01	1449.99	697.83	112.46
投资活动现金流量净额	-807.29	-1015.85	-389.02	-49.74
筹资活动前现金流量净额	-344.65	-417.16	-177.11	8.07
筹资活动现金流入小计	2191.56	2644.06	2467.70	697.63
筹资活动现金流出小计	1912.48	2250.12	2365.32	641.57
筹资活动现金流量净额	279.08	393.94	102.38	56.06

现金收入比	124.79%	109.84%	102.53%	91.90%
现金及现金等价物净增加额	-63.49	-25.23	-74.28	64.04

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

5 偿债指标

公司偿债指标表现较好，或有负债风险可控，融资渠道通畅。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	181.50	159.13	156.35
	速动比率（%）	63.51	53.02	52.37
	经营现金/流动负债（%）	17.09	18.08	6.60
	经营现金/短期债务（倍）	0.50	0.50	0.17
	现金短期债务比（倍）	0.82	0.62	0.52
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	158.11	157.29	94.86
	全部债务/EBITDA（倍）	18.96	21.28	36.81
	经营现金/全部债务（倍）	0.15	0.18	0.06
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.13	1.06	0.68
	经营现金/利息支出（倍）	3.29	4.04	1.52

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从偿债指标看，公司流动资产对流动负债的保障程度较好，现金类资产对短期债务保障能力一般，考虑到流动负债中预收售房款较多，公司实际偿债能力强于指标值；EBITDA、经营现金可对利息支出形成较好覆盖。整体看，公司偿债指标表现较好。

截至 2025 年 3 月底，公司对外担保余额 184.65 元，被担保方主要为公司关联方，或有负债风险可控。

截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

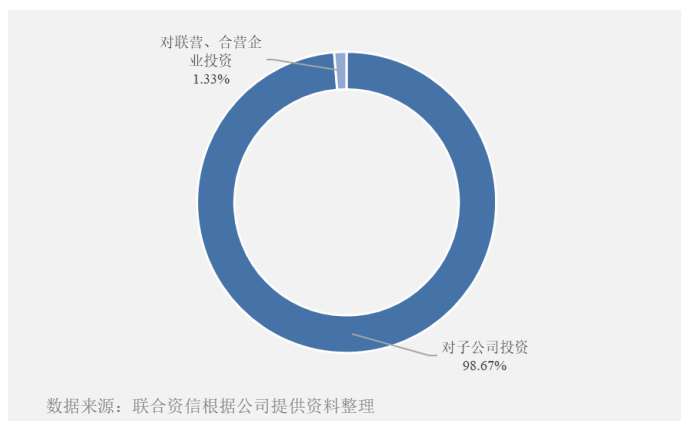
截至 2025 年 3 月底，公司获得银行授信总额 5158.51 亿元，尚未使用额度 2564.42 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司直接或间接控股多家上市公司，直接融资渠道畅通。

6 公司本部财务分析（母公司）

公司资产及业务主要集中于子公司，本部收入规模小，利润主要来自投资收益；公司本部承担部分融资职能，资金主要用于下属公司业务发展，本部实际债务负担很重。

截至 2024 年底，公司本部资产主要为子公司及联营企业股权、以及对子公司的资金拆借。其中，货币资金 55.14 亿元；长期股权投资 1040.99 亿元，较上年底增长 0.90%；其他应收款 446.01 亿元（主要为对子公司的统借统还款）。

图表18 • 2024年末公司本部长期股权投资构成



图表19 • 2024年末公司本部其他应收款前五情况

（单位：亿元）

单位名称	账龄	金额	占其他应收款总额比例
客商一	1 年以内、1-2 年、2-3 年、3-4 年	172.15	39.70%
客商二	1 年以内、1 至 2 年	91.61	21.12%
客商三	1 年以内	46.32	10.68%
客商四	1 年以内、1-2 年	44.22	10.20%
客商五	1 年以内	28.40	6.55%
合计	--	382.70	88.25%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司本部利润主要来源于投资净收益。2024 年，公司本部实现营业总收入 7.50 亿元，净利息支出（利息费用-利息收入）为 27.38 亿元，投资收益为 23.55 亿元，利润总额为 2.60 亿元。

图表 20 • 2022—2024 年公司本部取得投资收益收到的现金情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
取得投资收益收到的现金	6.58	15.20	11.09

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 21 • 2022—2024 年公司本部投资收益表现（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
成本法核算的长期股权投资收益	6.26	2.69	22.33
权益法核算的长期股权投资收益	0.73	0.84	0.30
处置长期股权投资产生的投资收益	19.04	34.84	0.89
持有其他非流动金融资产期间取得的投资收益	0.10	0.20	0.02
处置其他非流动金融资产取得的投资收益	--	2.74	0.01
合计	26.13	41.31	23.55

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 年底，公司本部全部债务为 1123.40 亿元，占合并口径全部债务的 32.17%。其中，短期债务占全部债务的 47.44%；全部债务资本化比率 77.62%。截至 2025 年 3 月底，公司本部所有者权益 328.68 亿元，其他权益工具（永续债）130.67 亿元，实际债务负担很重。

偿债能力方面，2024 年，公司本部经营活动现金净流入 9.55 亿元，取得投资收益收到的现金 11.09 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 8.46 亿元（主要为子公司支付给本部的利息），无法覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 53.11 亿元，存在一定利息支付压力。截至 2024 年底，公司本部现金短期债务比为 0.11 倍；长期来看，截至 2024 年底，公司本部现金类资产、应收子公司统借还款及股权类资产合计对本部全部债务可形成一定保障，债务偿还依赖再融资。考虑到公司设立有财务公司，并有集团内资金调拨机制，公司本部在资金调用方面具有一定弹性。

十、ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为国企的社会责任，治理结构和内控制度健全。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司积极推动绿色低碳融入业务和运营管理全流程，建设环境友好型和资源节约型企业，并通过重点投资绿色产业、扩大绿色租赁资金投入规模等方式推动绿色实体产业发展；此外，公司大力布局光伏新能源赛道，致力于打造全国新能源产业领先企业。

社会方面，公司设置了合理完善的员工激励机制和培养体系，人员稳定性尚可；公司参与多项珠海市重大城市基础设施建设，在新兴科技领域投资规模显著，对于促进地方经济产业发展具有重要作用，社会贡献度很高。

治理方面，公司战略规划清晰，法人治理结构完善，内部规章制度和内控制度健全。

十一、外部支持

1 支持能力

政府支持能力较强。

珠海市是中国五个经济特区之一，享有独特的政策优势。近年来，珠海市区域经济实力持续增强。根据《珠海市国民经济和社会发展统计公报》及《珠海市经济运行简况》，2022—2024 年，珠海市分别实现地区生产总值（GDP）4045.45 亿元、4233.22 亿元和 4479.06 亿元，同比增速分别为 2.3%、3.8%和 3.5%。分产业看，2024 年，其中，第一产业增加值 73.61 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 1904.93 亿元，同比增长 4.9%；第三产业增加值 2500.52 亿元，同比增长 2.4%。

2024 年，珠海市实现一般公共预算收入 475.16 亿元，实现税收收入 292.87 亿元。同期，珠海市一般公共预算支出 648.39 亿元，珠海市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 73.28%，自给率同比有所提升。截至 2024 年末，珠海市政府债务余额 1519.92 亿元，其中专项债务余额 1183.06 亿元，一般债务余额 336.86 亿元。整体看，珠海市政府具有较强的综合实力。

2 支持可能性

公司作为珠海市基础设施和城市运营、现代金融、高端服务业、战略新兴产业四大国资板块的主要经营主体，区域地位显著。近年来，公司获得珠海市国资委在资产注入等方面的有力支持，政府支持可能性很大。

公司作为珠海市基础设施和城市运营、现代金融、高端服务业、战略新兴产业四大国资板块的主要经营主体，区域地位显著。

2021 年起，珠海市国资委先后以货币资金形式向公司增加资本金人民币 158 亿元，公司资本实力有所提升。

2022 年 6 月 7 日，公司将以珠海市国资委投入的增资款形成的资本公积 151.94 亿元全部转为注册资本，公司注册资本变更为 169.20 亿元，所有者权益稳定性得到提升。

2024 年 1 月，珠海市国资委将九洲控股整体无偿划转至公司，作为公司下属二级企业管理，进一步提升公司资产实力。

总体看，公司的国资背景、区域职能定位以及部分业务的专营性特征有利于其持续获得政府支持。

十二、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司个体信用等级为 aa，考虑到政府支持，外部支持提升 2 个子级，公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-2 珠海华发集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	760.47	747.17	651.18	701.21
应收账款（亿元）	97.66	106.48	104.32	107.41
其他应收款（亿元）	57.86	69.04	62.30	67.92
存货（亿元）	3194.95	3512.95	3339.78	3232.95
长期股权投资（亿元）	548.44	557.77	624.94	623.27
固定资产（亿元）	177.71	223.00	234.82	236.69
在建工程（亿元）	70.46	39.96	37.64	40.03
资产总额（亿元）	6504.04	7296.49	7292.85	7406.03
实收资本（亿元）	169.20	169.20	169.20	169.20
少数股东权益（亿元）	1119.18	1234.79	1201.66	1175.83
所有者权益（亿元）	1685.25	1752.48	1729.66	1720.57
短期债务（亿元）	923.70	1206.77	1246.71	1364.63
长期债务（亿元）	2073.84	2139.94	2244.84	2263.93
全部债务（亿元）	2997.53	3346.71	3491.55	3628.56
营业总收入（亿元）	1576.36	1756.87	1521.23	470.38
营业成本（亿元）	1355.16	1526.69	1368.47	428.95
其他收益（亿元）	4.79	6.96	5.01	0.67
利润总额（亿元）	103.46	91.55	34.35	9.55
EBITDA（亿元）	158.11	157.29	94.86	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1967.20	1929.75	1559.65	432.30
经营活动现金流入小计（亿元）	2112.97	2095.10	1685.39	454.14
经营活动现金流量净额（亿元）	462.64	598.68	211.92	57.82
投资活动现金流量净额（亿元）	-807.29	-1015.85	-389.02	-49.74
筹资活动现金流量净额（亿元）	279.08	393.94	102.38	56.06
财务指标				
销售债权周转次数（次）	10.19	11.09	9.35	--
存货周转次数（次）	0.45	0.46	0.40	--
总资产周转次数（次）	0.26	0.25	0.21	--
现金收入比（%）	124.79	109.84	102.53	91.90
营业利润率（%）	11.11	9.84	8.09	6.38
总资本收益率（%）	2.24	1.87	1.19	--
净资产收益率（%）	4.22	2.99	1.22	--
长期债务资本化比率（%）	55.17	54.98	56.48	56.82
全部债务资本化比率（%）	64.01	65.63	66.87	67.83
资产负债率（%）	74.09	75.98	76.28	76.77
流动比率（%）	181.50	159.13	156.35	151.92
速动比率（%）	63.51	53.02	52.37	54.21
经营现金流动负债比（%）	17.09	18.08	6.60	--
现金短期债务比（倍）	0.82	0.62	0.52	0.51
EBITDA 利息倍数（倍）	1.13	1.06	0.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	18.96	21.28	36.81	--

注：1. 华发集团 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算；3. 合并口径长期应付款、其他非流动负债中有息部分已计入长期债务计算；4. 2022—2025 年 3 月底，所有者权益中其他权益工具分别为 135.66 亿元、117.00 亿元、127.0 亿元和 127.83 亿元，未纳入有息债务核算

资料来源：联合资信根据华发集团提供资料整理

附件 1-3 珠海华发集团有限公司主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+存放同业及其他金融机构款项+结算备付金+应收货币保证金+应收质押保证金+应收结算担保金+衍生金融资产+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据+吸收存款及同业存放+卖出回购金融资产+向中央银行借款

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 2-1 珠海华发实业股份有限公司主体信用分析

一、主体概况

珠海华发实业股份有限公司（以下简称“公司”）前身系珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）的全资子公司珠海经济特区华发房地产公司。2004 年 2 月，公司在上海证券交易所上市（股票简称：“华发股份”，证券代码：600325.SH）。截至 2025 年 3 月底，公司总股本 27.52 亿元，控股股东为华发集团，实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”）。

公司主营业务为房地产开发，按照联合资信行业分类标准划分为房地产行业。

截至 2024 年底，公司内设财务管理中心、人力资源中心、投资拓展中心及资金管理中心等多个职能部门，员工总数 1.53 万人，合并范围内公司 792 家。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 4202.95 亿元，所有者权益 1249.88 亿元（含少数股东权益 1052.44 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 599.92 亿元，利润总额 19.62 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 4124.51 亿元，所有者权益 1242.68 亿元（含少数股东权益 1040.36 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 184.84 亿元，利润总额 4.07 亿元。

公司注册地址：广东省珠海市昌盛路 155 号；法定代表人：郭凌勇。

二、宏观经济和政策环境分析

2025 年上半年出口拉动国民经济向好，工业产品价格探底。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，适时适度降准降息，采取多种措施治理内卷，创新推出债券市场“科技板”，增强金融对服务消费支持。面对风高浪急的关税冲突，始终坚持对等反制，取得资本市场稳定、经济快速增长的良好开局。

2025 年上半年，随着消费及专项债等宏观政策协同发力、新质生产力加快培育、出口市场抢抓窗口期，市场需求稳步回暖。就业形势总体稳定，国民经济延续回升向好态势，但二季度受政策边际效益递减、工业品价格降幅扩大等影响，经济增长动力略显疲态。信用环境方面，5 月 7 日央行等三部委联合发布一揽子金融支持政策，采取降准降息、增设结构性货币政策工具、创设科创债券风险分担工具等方式稳经济。6 月，央行打破惯例两度提前公告并实施 1.4 万亿元买断式逆回购操作。

下半年，国际贸易体系不确定性仍未消除，政策协同效应急需强化。随着基数升高，三、四季度经济增速较二季度或将有所回落，当前经济压力因素仍较多，经济增长仍需持续性积极有为的宏观政策呵护。下阶段，宏观政策或将持续推进扩内需、“反内卷”工作，采取多种举措稳外贸，货币政策将维持适度宽松基调，降准降息仍有一定操作空间，存量与新增结构性工具的使用节奏将加快。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年上半年报）》](#)。

三、行业分析

2024 年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计 2025 年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计 2025 年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。完整版房地产行业分析详见[《2025 年房地产行业分析》](#)。

四、基础素质分析

1 竞争实力

华发股份项目主要分布在一二线核心城市，2022 年以来销售规模保持一定韧性，销售规模较大，同时 2022 年以来主要在核心城市获取项目，土地成本尚可，有一定盈利空间，股东支持力度大，融资渠道畅通，再融资能力较强。

规模方面，华发股份拥有房地产一级开发资质，在珠海地区市场占有率常年处于龙头地位，品牌知名度较高。2024 年，华发股份全口径签约销售金额 1054.44 亿元，克而瑞排名第 10。

区域分布方面，华发股份在深耕珠海的基础上，逐步向外拓展，业务聚焦于粤港澳大湾区、长三角区域、京津冀协同发展区域以及长江中下游区域，以经济带核心城市为依托，对周边卫星城市进行渗透。华发股份拿地方式以招拍挂为主，旧改以及收并购为辅，合作开发规模较大，产品主要包括刚需及改善型住宅。华发股份土地储备主要分布在华南、华东和珠海，其中一二线城市土地储备占比 75.39%，剩余土地储备主要分布在鄂州、湛江、中山和江门等三线及以下城市，三线及以下城市在当前房地产市场环境下面临的去化压力大。从土地储备城市分布看，华发股份前十大城市土地储备面积占比为 78.37%，其中珠海、深圳、武汉、鄂州和湛江分别占 17.59%、11.77%、11.03%、9.18 和 6.31%，华发股份在鄂州和湛江有较大规模的土地储备，去化情况值得关注。

项目质量方面，公司土地储备中高能级项目主要为 2021 年以来获取。2022—2023 年，华发股份项目拓展聚焦于长三角和大湾区一二线城市，主要包括上海、珠海、南京、徐州、无锡、苏州、惠州和广州等城市，2022 年华发股份抓住窗口期，加大对以上海为核心的长三角区域拿地力度，当年在上海获取 6 个项目，楼面均价大幅提升；2023 年以来华发股份进一步聚焦上海、广州、深圳、北京、杭州和成都等高能级城市，全口径共获取项目 23 个，其中上海 5 个、杭州 4 个、南京和成都各 3 个。2024 年，华发股份共获取 6 个项目，其中上海 1 个，广州 1 个，成都 3 个，西安 1 个。整体看，公司拿地成本尚可，有一定的盈利空间。

再融资能力方面，华发股份作为华发集团的主要房地产开发平台，获得的股东支持力度大，融资渠道畅通，但平均融资成本在国企中偏高，2024 年为 5.22%，融资渠道构成较为多元，再融资能力较强。

2 信用记录

华发股份过往债务履约良好。

根据华发股份提供的中国人民银行《企业信用记录》（中征码：4404010000163038），截至 2025 年 7 月 21 日，华发股份本部未结清和已结清信贷信息中无不良或关注类信贷记录。

根据华发股份过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，截至本报告出具日，联合资信未发现华发股份存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现华发股份本部被列入全国失信被执行人名单，华发股份在国家企业信用公示系统、资本市场违法违规失信记录平台、重大税收违法失信案件以及信用中国中无不良记录。

五、管理分析

1 法人治理

华发股份法人治理较完善。

华发股份履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事局独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。根据公司最新章程，公司不设监事会，审计委员会行使监事会职权。

2 管理水平

华发股份内部管理制度较为健全，整体管理运作情况良好。

华发股份根据所处行业、经营方式以及华发股份业务具体情况，建立健全了相应的内部控制制度。

投资管理方面，城市公司负责其区域范围内土地信息收集（已进驻的城市）或由投资拓展部派专人负责土地信息收集（未进驻的目标城市），编制《项目简报》向投资拓展部报告，由投资拓展部对地块进行深入调研，撰写项目可行性研究报告后，上报华发股份投资管理工作小组审议，并根据授权范围上报股东大会或董事局批准后实施竞拍，资金管理部负责准备资金，由参与地块竞买的华发股份财务部门负责按《出让合同》的约定完成付款工作。

资金管理方面，华发股份资金管理的决策机构为华发股份资金管理工作小组，工作职责是为华发股份各项业务提供资金保障的前提下，确保现金流充裕，财务收支结算顺畅，资产状况健康可持续性发展，并利用各种投融资渠道和理财工具，提高华发股份资金使用效率和收益，其主要工作内容分为经营管理、工程项目和信贷融资等三部分。

六、重大事项

非公开发行股票有助于增加权益性资金，改善华发股份资产负债表。

2022 年 12 月 6 日，华发股份公告称，拟向包括华发集团在内的不超过三十五名的特定投资者非公开发行股票不超过 63500 万股（含），拟募集资金不超过 60.00 亿元，用于项目建设以及补充流动资金，发行对象均以现金认购。其中华发集团参与认购金额不超过 30.00 亿元，且认购数量不低于本次非公开发行实际数量的 28.49%。截至 2023 年 11 月 2 日，华发股份已完成向特定对象发行股票，净募集资金 50.42 亿元，有助于改善华发股份资产负债表。本次定增完成后，华发股份总股本为 27.52 亿元，华发集团仍为华发股份控股股东，直接持有华发股份的股权比例由 24.20%上升至 26.34%。

七、经营分析

1 经营概况

2022—2024 年，华发股份营业总收入波动下降，受房地产业务毛利率持续下降影响，华发股份综合毛利率呈下行趋势。2025 年一季度，公司综合毛利率进一步下行至 8.85%。

2022—2023 年，由于房地产业务结转规模增长，华发股份营业总收入保持增长，2024 年以来，由于房地产行业景气度下降，华发股份结转收入同比下降明显，营业总收入同比有所下降。从收入构成看，华发股份房地产业务收入占比均在 90%以上，主营业务突出。其他业务主要是与房地产开发相关的装饰、代理、设计、广告、工程管理、物业相关服务、房屋租赁收入以及体育健身等收入，整体业务规模不大。从毛利率看，2022—2024 年，由于结转房地产项目成本增加以及近年来房地产市场低迷，产品价格走低，华发股份房地产业务毛利率持续下降，受此影响，华发股份综合毛利率亦持续走低。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 184.84 亿元，同比增长 164.05%，综合毛利率下降至 8.85%。

图表 1 • 2022—2024 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发与销售	567.84	93.94%	20.25%	683.50	94.74%	17.98%	557.19	92.88%	14.31%
其他业务	36.63	6.06%	18.65%	37.95	5.26%	20.88%	42.73	7.12%	14.38%
合计	604.47	100.00%	20.15%	721.45	100.00%	18.14%	599.92	100.00%	14.32%

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

2 业务经营分析

（1）土地储备

2022—2023 年，华发股份在房地产行业下行期仍保持了较大的拿地力度，加大对核心城市项目的获取力度，有利于去化，但仍需关注行业下行期大规模拿地带来的去化压力，2024 年华发股份拿地力度大幅下降。华发股份土地储备较充足，整体区域分布较好，但个别低能级城市存量项目销售去化以及合作方风险仍值得关注。

近年来，华发股份在深耕珠海的基础上积极向华东、华中和华南等珠海以外地区扩张，虽然房地产行业景气度在低位徘徊，华发股份仍保持了较大的拿地力度，土地投资金额维持高位，2024 年由于销售回款下降，公司拿地力度下降明显。2025 年 1—3 月，公司仅在成都获取 1 个项目。华发股份合作开发规模较大，合作方以国企和央企为主，但仍需关注行业下行期合作方风险。

图表 2 • 公司土地储备获取情况

年份	建筑面积（万平方米）	土地出让金额（亿元）	楼面均价（万元/平方米）
2022 年	88.82	272.69	3.07
2023 年	287.86	308.91	1.08
2024 年	33.76	94.11	2.79

注：公司土地储备口径为并表口径数据；尾数差异系四舍五入导致；楼面均价=土地出让金额/建筑面积
数据来源：公司提供

截至 2024 年底，公司合并口径未售土地储备 1213.74 万平方米，土地储备较充足。公司土地储备主要分布在华南、华东和珠海，其中一二线城市⁹土地储备占比 75.39%，剩余土地储备主要分布在鄂州、湛江、中山和江门等三线及以下城市，三线及以下城市在当前房地产市场环境下面临的去化压力大。从土地储备城市分布看，公司前十大城市土地储备面积占比为 78.37%，其中珠海、深圳、武汉、鄂州和湛江分别占 17.59%、11.77%、11.03%、9.18 和 6.31%，公司在鄂州和湛江有较大规模的土地储备，去化情况值得关注。

图表 3 • 截至 2024 年底公司剩余可售项目情况

区域	剩余可售面积（万平方米）	占比
北方区域	121.04	9.97%
华东区域	206.49	17.01%
华南区域	672.70	55.42%
珠海区域	213.51	17.59%
总计	1213.74	100.00%

注：1. 表中数据为并表口径，未开发土地储备剩余可售面积以计容建筑面积代替，包括长租公寓和商业项目；2. 尾数差异系四舍五入所致；3. 珠海区域包括：珠海；华东区域包括：北京、杭州、嘉兴、南京、南通、宁波、上海、绍兴、苏州、天津、温州、无锡、西安、徐州、义乌、常熟和太仓；华南区域包括：成都、鄂州、佛山、广州、惠州、江门、昆明、南宁、清远、汕尾、深圳、武汉、宜昌、湛江、长沙、中山和重庆；北方区域包括：包头、大连、青岛、沈阳、威海、烟台和郑州
资料来源：公司提供，联合资信整理

（2）项目开发建设

华发股份新开工和竣工面积持续下降，期末在建面积较大，带来一定的开发建设支出压力。

从项目开发看，2022—2024 年，由于房地产行业景气度持续在低位徘徊，需求端持续遇冷，加之华发股份新获取项目建筑面积规模较小，新开工面积持续下降。竣工面积虽持续下降，但仍保持在较大规模。截至 2025 年 3 月底，华发股份期末在建面积 767.80 万平方米。华发股份在建项目规模大，带来一定的开发建设支出压力。

图表 4 • 华发股份房地产项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
新开工面积	285.70	204.75	94.59	0.00
竣工面积	660.39	514.93	488.53	12.72

注：上表口径为并表口径，尾数差异系四舍五入导致
资料来源：华发股份年报及公司公告

（3）房地产销售情况

随着华发股份土地储备城市能级的提升，签约销售均价持续增长，签约销售金额基本稳定，表现出较强的销售韧性。但销售贡献城市集中在高能级城市，未来面临一定的补货压力，而低能级城市去化压力较大。2024 年，由于行业景气度下行，华发股份销售规模同比下降明显，若高能级城市未能及时补货，未来销售下行压力较大。2025 年 7 月政府收储深圳前海文旅冰雪世界商业用地有利于改善公司流动性。

从签约销售情况看，2022—2023 年，华发股份签约销售面积持续下降，虽然房地产行业景气度仍在底部徘徊，但受益于华发股份加大对高能级城市的投资，销售均价提升，签约销售金额基本平稳。2024 年，受行业景气度下行影响，华发股份销售金额 1054.44 亿元，同比下降 16.31%。2025 年 1—3 月，公司全口径签约销售金额 294.9 亿元，同比增长 45%。2025 年 7 月 29 日公司公告，政府收储了深圳前海冰雪世界项目未建商业用地，收储金额为 44.05 亿元，该商业用地账面价值为 58.41 亿元。该地块收储有利于公司盘活存量土储，增强公司流动性。

图表 5 • 华发股份房地产项目销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
签约销售面积	400.90	399.38	369.61	108.2
签约销售金额	1202.41	1259.88	1054.44	294.9
签约销售均价	3.00	3.15	2.85	2.73

注：华发股份房地产项目销售数据为全口径数据；尾数差异系四舍五入导致
资料来源：华发股份提供，2025 年 1—3 月数据来自公司公告

⁹ 一线城市包括北京、上海、广州和深圳；二线城市包括大连、长沙、青岛、沈阳、烟台、郑州、天津、西安、杭州、南京、绍兴、苏州、无锡、武汉、徐州、义乌、成都、佛山、惠州、昆明、南宁、重庆和珠海；三线及以下城市包括包头、威海、常熟、鄂州、太仓、江门、汕尾、湛江和中山。

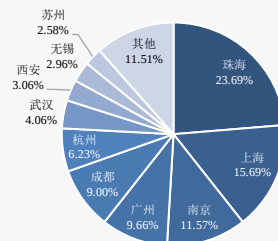
销售区域方面，2022—2024 年，华东区域销售贡献增幅较大，主要系 2022 年以来华发股份在长三角区域获取的项目逐步上市所致。从城市销售金额来看，2024 年华发股份前十大城市合计占 88.49%，集中度较高，与华发股份高能级城市聚焦战略相匹配，但土地储备中存量三四线城市仍占有一定规模，对销售贡献较小。华发股份低能级城市项目面临的销售去化压力较大，若高能级城市未能及时补货，华发股份销售下行压力较大。

图表 6 • 2024 年华发股份销售区域分布

区域	销售金额（亿元）	占比
北方区域	22.18	2.10%
华东区域	461.73	43.79%
华南区域	320.76	30.42%
珠海区域	249.77	23.69%
总计	1054.44	100.00%

资料来源：华发股份财务报告，联合资信整理

图表 7 • 2024 年销售金额占比前十大城市情况



资料来源：华发股份财务报告，联合资信整理

3 经营效率

公司存货周转率和总资产周转率波动下降。

从经营效率指标看，2022—2024 年，公司存货周转次数分别为 0.21 次、0.23 次和 0.20 次；总资产周转次数分别为 0.16 次、0.17 次和 0.14 次。2024 年由于结转收入下降，公司经营效率有所下降。

4 未来发展

公司未来将持续加大对高能级城市核心区域投资，有利于公司去化。

未来公司将实施精品战略升级，持续优化产品品质，提升产品技术标准，将科技智慧融入未来住宅产品之中。业务管控上，围绕精细化管理要求，不断完善各业务条线制度流程建设，通过分级授权机制和审批流程权限的优化调整，理顺“总部-区域-城市”权责关系，夯实“三级管控”架构基础，系统梳理各职能公司权责关系。区域拓展上，扎根珠海，确保珠海的龙头地位；加大对上海、广州、深圳、北京、杭州和成都等高能级城市的投资布局，开拓其他一线及二线重点城市的市场；采取聚焦战略，持续深耕粤港澳大湾区、长三角区域、京津冀协同发展区域以及长江经济带等核心城市群；项目拓展以核心城市、核心地段的城区盘为主；拓展方式多元化，除公开市场竞买外，强化合作开发、项目并购、城市更新等多种方式。

八、财务分析

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对华发股份 2022—2024 年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。公司合并范围变动主要为项目子公司，财务数据可比性较强。

1 资产质量

华发股份资产规模波动下降，流动资产占比高，存货规模大，且已完工产品占比大幅提升，当前房地产行业仍面临较大的下行压力，需关注其去化情况，加之存货跌价准备计提比例较低，未来面临一定的存货减值压力；截至 2024 年底，华发股份货币资金大幅下降，且合作开发规模较大，合作方虽以央国企为主，但仍需关注行业下行期可能带来的风险传染。

2022—2024 年末，华发股份资产总额波动增长，以存货为主的流动资产占比高。华发股份货币资金持续下降，截至 2024 年底，华发股份货币资金较上年底下降 28.31%，主要系华发股份销售回款大幅下降，而建设开发支出仍保持在较大规模，货币资金持续消耗所致，货币资金中受限 6.40 亿元。华发股份存货有所波动，2024 年华发股份拿地力度大幅下降，截至 2024 年底，华发股份存货较上年底下降 9.85%，其中开发产品占 35.50%，较 2023 年底上升 13.16 个百分点，去化压力加大，2024 年华发股份对存货计提跌价准备 15.55 亿元，期末累计计提存货跌价准备 29.40 亿元，当前核心一二线城市房地产市场有望企稳，但三线及以下城市库存仍较大，华发股份有部分存量项目位于三四线城市，未来仍有一定的存货减值压力。其他流动资产主要为合作开发项目往来款项，2021 年以来持续增长，华发股份合作方以华润置地、招商蛇口和厦门建发等央国企为主。随着合作开发规模扩大，对合联营企业

投资增加以及权益法下确认的投资收益的波动，华发股份长期股权投资保持增长趋势。华发股份将部分存货如商业和公寓等转入投资性房地产科目计量，投资性房地产以公允价值模式进行后续计量，2022 年以来持续增长，截至 2023 年底，华发股份投资性房地产较上年底增长 64.62%，其中 2023 年由存货转入投资性房地产的金额为 96.96 亿元，2024 年华发股份出租房地产的租金收入为 7.85 亿元，对投资性房地产的估值支持一般。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额较上年底下降 1.87%，资产构成变动不大。

图表 8 • 华发股份主要资产情况（单位：亿元）

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	3517.03	87.14%	3871.06	85.70%	3490.34	83.04%	3412.72	82.74%
货币资金	532.92	13.20%	463.20	10.25%	332.06	7.90%	324.68	7.87%
存货	2435.53	60.35%	2750.32	60.89%	2479.50	58.99%	2401.82	58.23%
其他流动资产	487.25	12.07%	610.62	13.52%	618.43	14.71%	628.83	15.25%
非流动资产	518.95	12.86%	645.93	14.30%	712.61	16.96%	711.79	17.26%
长期股权投资	252.19	6.25%	252.46	5.59%	280.25	6.67%	279.94	6.79%
投资性房地产	167.73	4.16%	276.11	6.11%	298.51	7.10%	299.68	7.27%
资产总额	4035.99	100.00%	4516.99	100.00%	4202.95	100.00%	4124.51	100.00%

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据华发股份财务报告整理

截至 2024 年底，华发股份受限资产情况如图表 9 所示，总体看华发股份资产受限程度一般。

图表 9 • 截至 2024 年底华发股份资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占对应资产的比例	受限原因
货币资金	6.40	1.93%	主要为各类保证金
存货	764.14	30.82%	借款设定抵押
固定资产	8.33	15.92%	借款设定抵押
投资性房地产	235.93	79.03%	借款设定质押
长期股权投资	3.68	1.31%	借款设定抵押
合计	1018.49	24.23%	--

注：尾数差异系四舍五入导致
资料来源：华发股份财务报告，联合资信整理

2 资本结构

（1）所有者权益

华发股份所有者权益波动增长，但少数股东权益占比高，权益稳定性有待提高。

2022－2024 年，华发股份所有者权益波动增长。截至 2023 年底，华发股份所有者权益较上年底增长 20.64%，主要系华发股份定向增发以及少数股东权益增加所致。截至 2024 年底，华发股份所有者权益 1249.88 亿元，较上年底下降 5.10%，主要系资本公积和少数股东权益下降所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 15.80%，少数股东权益占比为 84.20%，所有者权益结构稳定性有待提高。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 1242.68 亿元，较上年底略有下降，主要系少数股东权益下降所致。

（2）负债

随着开发规模的扩大，华发股份负债总额波动增长。全部债务波动下降，但融资成本偏高。截至 2024 年底，华发股份债务规模有所下降，债务期限结构较合理，集中偿付压力一般。

2022－2024 年，华发股份负债总额波动增长，流动负债占比较高。经营性负债方面，华发股份应付账款波动下降，2024 年底较上年底下降 29.51%，主要系华发股份新开工力度大幅下降，而竣工面积仍保持较大规模，工程款结算较多所致。往来及拆借款

和土地增值税的增长带动其他应付款（合计）持续增长，截至 2024 年底，华发股份其他应付款（合计）主要由往来及拆借款（占 80.81%）和土地增值税准备金（占 13.21%）构成。

截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底下降 2.41%，流动负债占比有所下降，非流动负债中的长期借款和应付债券较上年底均有所增长。

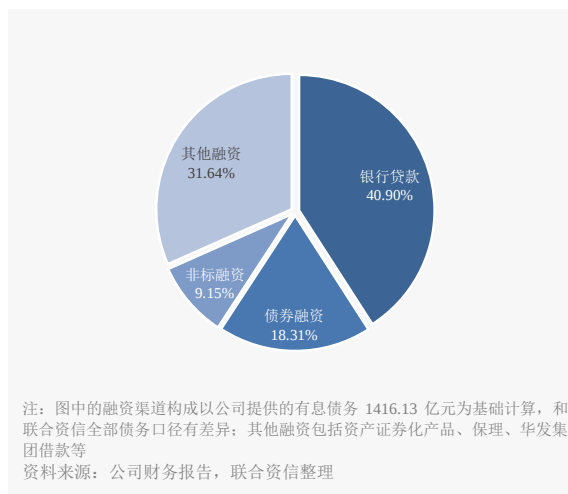
图表 10 • 华发股份主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	1749.19	59.41%	1987.64	62.11%	1750.02	59.26%	1626.30	56.43%
应付账款	334.35	11.36%	412.50	12.89%	290.78	9.85%	279.97	9.72%
其他应付款（合计）	233.94	7.95%	282.13	8.82%	316.86	10.73%	284.77	9.88%
一年内到期的非流动负债	253.74	8.62%	248.05	7.75%	200.41	6.79%	179.13	6.22%
合同负债	803.95	27.31%	930.18	29.07%	812.70	27.52%	754.86	26.19%
非流动负债	1195.07	40.59%	1212.36	37.89%	1203.05	40.74%	1255.53	43.57%
长期借款	825.84	28.05%	820.13	25.63%	793.82	26.88%	833.77	28.93%
应付债券	232.88	7.91%	214.64	6.71%	224.86	7.61%	239.00	8.29%
其他非流动负债	124.26	4.22%	164.01	5.13%	170.38	5.77%	168.10	5.83%
负债总额	2944.27	100.00%	3200.00	100.00%	2953.07	100.00%	2881.83	100.00%

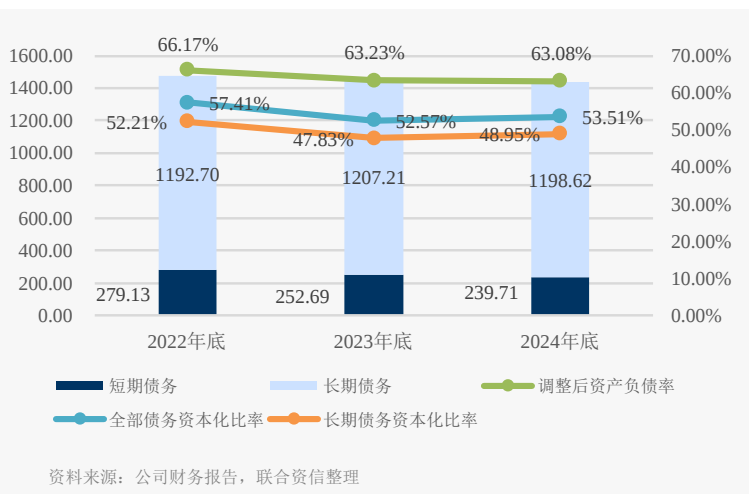
注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据华发股份财务报告整理

图表 11 • 截至 2024 年底公司债务构成



图表 12 • 公司杠杆情况（亿元）



2024 年华发股份平均融资成本为 5.22%，融资成本在国企中相对偏高。有息债务方面，2022—2024 年底华发股份全部债务持续下降，截至 2024 年底，全部债务¹⁰1438.33 亿元，较上年底下降 1.48%；融资渠道方面，截至 2024 年底，以公司提供的有息债务为基础计算，银行贷款占 40.90%。2022—2024 年底，华发股份调整后资产负债率持续下降，全部债务资本化比率由于所有者权益下降，2024 年有所增长，债务负担尚可。从债务期限结构来看，公司债务期限结构较为合理，集中偿付压力不大。

图表 13 • 截至 2024 年底华发股份有息债务期限分布情况

项目	1 年内	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4~5 年	5 年以上	合计
偿还金额（亿元）	227.19	390.47	262.66	137.71	151.72	246.38	1416.13
占比	16.04%	27.57%	18.55%	9.72%	10.71%	17.40%	100.00%

注：上表中债务不含应付利息、应付票据和租赁负债，故和联合资信债务口径有所差异，应付债券按到期日计算

资料来源：华发股份提供

¹⁰ 联合资信的全部债务在公司有息债务基础上，还包括租赁负债和应付票据。

3 盈利能力

华发股份营业总收入波动下降，毛利率的持续下降以及存货跌价准备削弱了华发股份盈利能力，利润总额呈下降趋势，投资收益波动较大。华发股份 2022 年以来获取的项目土地成本尚可，有一定盈利空间，但当前房地产行业未见明显好转，未来毛利率存在进一步下降可能，华发股份盈利能力可能进一步下滑。

2022—2024 年，华发股份营业总收入波动下降，随着综合毛利率的下降以及资产减值损失的增加，华发股份利润总额持续下降，2024 年利润总额同比下降 66.59%。2025 年 1—3 月，华发股份实现营业总收入 184.84 亿元，同比增长 164.05%，利润总额 4.07 亿元，同比下降 30.91%，增收不增利主要系华发股份综合毛利率下滑所致。华发股份 2022 年以来获取的项目土地成本尚可，有一定的盈利空间，但全国房地产市场企稳仍需时间，未来毛利率可能进一步下降。

期间费用方面，2022—2024 年，华发股份期间费用波动下降，2024 年期间费用为 37.61 亿元，同比下降 11.09%，主要系销售费用下降所致。

非经常性损益方面¹¹，华发股份投资收益波动较大，2023 年大幅下降主要系合联营企业投资收益下降所致，2024 年投资收益规模较大主要系权益法核算的长期股权投资收益大幅增长所致；2022—2024 年，受房地产市场整体不景气影响，全国房价普遍下行，华发股份计提的资产减值损失规模逐年增长，考虑到华发股份仍有部分存货位于三四线城市，未来仍有一定的减值压力。

盈利指标方面，随着毛利率持续下行以及资产减值增加，华发股份营业利润率、总资本收益率和净资产收益率持续下降。

图表 14 • 华发股份盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	604.47	721.45	599.92	184.84
营业成本	482.68	590.61	514.04	168.49
期间费用	39.58	42.30	37.61	9.20
资产减值损失	-7.60	-15.95	-18.40	0.00
投资收益	15.39	2.81	9.68	-0.28
利润总额	65.29	58.73	19.62	4.07
营业利润率（%）	15.82	14.33	10.58	7.44
总资本收益率（%）	2.34	1.72	1.00	--
净资产收益率（%）	4.47	2.63	1.12	--

资料来源：华发股份财务报告，联合资信整理

4 现金流

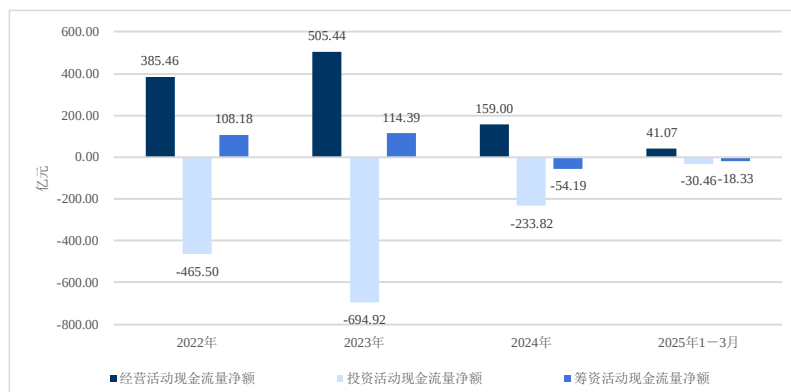
华发股份经营活动现金流持续净流入，但无法覆盖近年较大规模投拓及收购项目产生的投资活动净流出敞口，华发股份对外部融资有一定依赖。预计 2025 年仍将有一定的外部融资需求。

经营活动方面，2022—2023 年，随着华发股份加强销售回款管控，华发股份销售商品、提供劳务收到的现金分别为 707.32 亿元和 722.57 亿元，2024 年约三分之一的签约销售金额于 2024 年四季度完成加之合作项目回款拉长，华发股份销售回款金额为 499.78 亿元。2022—2024，华发股份经营活动现金流持续净流入。投资活动方面，华发股份将购地支出计入购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，2022—2023 年，华发股份保持较大力度的土地投资力度，投资活动现金净流出金额较大，2024 年由于房地产市场景气度持续下行，华发股份量入为出，拿地支出大幅下降，投资活动现金净流出规模大幅下降。2022—2024 年，华发股份筹资活动前现金流量分别为-80.04 亿元、-189.48 亿元和-74.82 亿元，华发股份经营活动现金不能覆盖投资支出，对外部融资有一定依赖。筹资活动方面，2022—2023 年，华发股份筹资活动现金流保持净流入，2024 年华发股份偿债金额较大，筹资活动现金净额转为净流出。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金流量保持净流入，投资活动现金因拿地以及合作开发仍为净流出，筹资活动小幅净流出。未来，在保交付下，2025 年华发股份建设支出预计仍将保持一定规模，而销售规模或仍将承压。截至 2024 年底，华发股份短期债务合计 239.71 亿元，仍将有一定的外部融资需求。

¹¹ 此处非经常性损益为联合资信口径，和公司年报有差异。

图表 15 • 华发股份现金流量情况



资料来源：华发股份财务报告，联合资信整理

5 偿债指标

华发股份短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可，考虑融资能力、融资渠道畅通和股东支持等，公司实际偿债能力很强。

图表 16 • 华发股份偿债指标

项目	指标	2022 年末/2022 年	2023 年末/2023 年	2024 年末/2024 年	2025 年 3 月末/2025 年 1-3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	201.07	194.76	199.45	209.85
	速动比率 (%)	61.83	56.39	57.76	62.16
	经营现金/流动负债 (%)	22.04	25.43	9.09	--
	经营现金/短期债务 (倍)	1.38	2.00	0.66	--
	现金短期债务比 (倍)	1.91	1.83	1.39	/
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	81.37	76.89	37.24	--
	全部债务/EBITDA (倍)	18.09	18.99	38.62	--
	经营现金/全部债务 (倍)	0.26	0.35	0.11	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	0.97	0.81	0.47	--
	经营现金/利息支出 (倍)	4.58	5.35	2.00	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据华发股份财务报告整理

从短期偿债指标看，2022—2024 年末，华发股份流动比率和速动比率波动下降，截至 2024 年底，现金短期债务比为 1.39 倍，考虑到预售监管资金和受限资金，现金短期债务比将更低，整体看华发股份短期偿债指标尚可。考虑到华发股份融资渠道畅通，债务续接能力较强，短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2022—2024 年，华发股份 EBITDA 持续下降，对利息支出和全部债务的覆盖程度较差，考虑到华发股份主要项目仍有一定的盈利空间，所有者权益对潜在减值的覆盖仍有一定的安全边际，长期偿债能力尚可。

对外担保方面，截至 2024 年底，除对购房者提供的担保外，华发股份对外担保 81.27 亿元，对外担保规模较大，需关注华发股份合作项目带来的或有负债风险。

未决诉讼方面，截至 2024 年底，公司不存在 1 亿元以上的重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2024 年底，公司共获得银行授信 3268.01 亿元，尚未使用受限 2474.20 亿元，间接融资渠道畅通，且华发股份为上市公司，2023 年完成定向增发，具备一定直接融资渠道。

6 公司本部财务分析

公司本部资产以其他应收款和长期股权投资为主，债务负担尚可。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 1743.66 亿元，较上年底增长 7.33%，主要由长期股权投资（占 53.67%，主要为持有的子公司股权）和其他应收款（占 39.46%，主要为与子公司的往来款）构成。债务规模 338.25 亿元，较上年底增长 12.67%。全部债务资本化比率为 60.40%，短期债务 46.05 亿元。截至 2024 年底，公司本部货币资金 33.73 亿元。

2024 年，公司本部实现营业总收入 14.20 亿元，利润总额 9.91 亿元，同期，公司本部投资收益为 17.60 亿元。现金流量方面，2024 年公司本部经营活动现金流量净额为-66.93 亿元，投资活动现金流量净额为-5.28 亿元，筹资活动现金流量净额为 30.39 亿元。

九、ESG 分析

公司积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度较完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为房地产企业，在项目建设中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。为降低对环境的影响，契合国家双碳政策导向，公司加强对施工现场扬尘、噪声、废水及废弃物排放的管理，加强施工过程污染防治，全面提升绿色施工管理水平，最大限度减少施工过程对环境的影响。2024 年，公司符合绿色建筑标准的项目共 16 个，新增绿色建筑面积 271.47 万平方米。2024 年，公司综合能耗 3.99 万吨标准煤，较上年下降 14.38%，无害废弃物产生量 11.00 万吨。

社会责任方面，公司为 2024 年度纳税信用 A 级纳税人，解决就业 1.53 万人，注重员工安全及公平雇佣，女性员工占比 39.59%，未发生重大安全事故。公司在采购管理和供应商管理方面制定了《华发股份招标采购管理制度》及相关采购工作实施指引，建立健全招采管理体系，并建立了供应商准入制度，上下游合同履行能力良好。公司积极响应政府政策，2024 年乡村振兴总投入 421.92 万元，2024 年公司对外捐赠总金额 3434.89 万元。

公司成立由董事局主席担任最高工作负责人的 ESG 工作领导小组，组建由战略运营管理中心牵头、各部门各单位协同配合的 ESG 工作小组，负责定期编发社会责任报告或 ESG 报告，ESG 信息披露质量较好，ESG 风险管理体系较完善。

十、外部支持

1 支持能力

控股股东华发集团综合实力强。

公司控股股东华发集团是珠海市国资委直属的以城市运营、房产开发、金融服务和产业投资为核心业务的综合性平台，平台层级及战略地位较高，实力雄厚，在融资增信等方面能够给予公司较大的支持。

2 支持可能性

华发集团在资金方面给予公司大力支持。

截至 2024 年底，华发集团财务公司给予公司授信额度 260 亿元，公司已使用额度为 50.83 亿元。2020—2021 年，华发集团旗下珠海华发城市运营投资控股有限公司（以下简称“华发城运”）、珠海城市建设集团有限公司（以下简称“华发城建”）以及公司对珠海市海川地产有限公司（以下简称“海川地产”，公司子公司）按股权等比例货币增资近 600 亿元，截至 2021 年底，资金已经全部到位。此外，华发集团及其子公司对公司的担保额度为 350 亿元，截至 2024 年底，公司向华发集团及其子公司拆入资金余额为人民币 122.10 亿元、美元 6.43 亿元。

十一、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，华发股份个体信用级别为 aa，考虑到控股股东华发集团在资金方面对公司支持力度大，外部支持提升 2 个子级，华发股份主体长期信用级别为 AAA，评级展望为稳定。

附件 2-2 珠海华发实业股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	533.20	463.42	332.27	324.92
应收账款（亿元）	12.31	12.48	15.46	19.36
其他应收款（亿元）	14.04	17.67	16.75	16.95
存货（亿元）	2435.53	2750.32	2479.50	2401.82
长期股权投资（亿元）	252.19	252.46	280.25	279.94
固定资产（亿元）	29.15	50.63	52.34	51.82
在建工程（亿元）	5.94	0.37	0.77	0.81
资产总额（亿元）	4035.99	4516.99	4202.95	4124.51
实收资本（亿元）	21.17	27.52	27.52	27.52
少数股东权益（亿元）	897.11	1095.23	1052.44	1040.36
所有者权益（亿元）	1091.72	1317.00	1249.88	1242.68
短期债务（亿元）	279.13	252.69	239.71	/
长期债务（亿元）	1192.70	1207.21	1198.62	/
全部债务（亿元）	1471.83	1459.89	1438.33	/
营业总收入（亿元）	604.47	721.45	599.92	184.84
营业成本（亿元）	482.68	590.61	514.04	168.49
其他收益（亿元）	0.46	0.73	0.36	0.10
利润总额（亿元）	65.29	58.73	19.62	4.07
EBITDA（亿元）	81.37	76.89	37.24	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	722.57	846.89	499.78	116.97
经营活动现金流入小计（亿元）	805.94	911.80	579.50	155.71
经营活动现金流量净额（亿元）	385.46	505.44	159.00	41.07
投资活动现金流量净额（亿元）	-465.50	-694.92	-233.82	-30.46
筹资活动现金流量净额（亿元）	108.18	114.39	-54.19	-18.33
财务指标				
销售债权周转次数（次）	66.52	58.11	42.93	--
存货周转次数（次）	0.21	0.23	0.20	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.17	0.14	--
现金收入比（%）	119.54	117.39	83.31	63.28
营业利润率（%）	15.82	14.33	10.58	7.44
总资本收益率（%）	2.34	1.72	1.00	--
净资产收益率（%）	4.47	2.63	1.12	--
长期债务资本化比率（%）	52.21	47.83	48.95	/
全部债务资本化比率（%）	57.41	52.57	53.51	/
资产负债率（%）	72.95	70.84	70.26	69.87
流动比率（%）	201.07	194.76	199.45	209.85
速动比率（%）	61.83	56.39	57.76	62.16
经营现金流动负债比（%）	22.04	25.43	9.09	--
现金短期债务比（倍）	1.91	1.83	1.39	/
EBITDA 利息倍数（倍）	0.97	0.81	0.47	--
全部债务/EBITDA（倍）	18.09	18.99	38.62	--

注：1. 华发股份 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 未获取华发股份 2025 年 3 月底债务调整数据，故不计算，华发股份其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务；3. “/” 未获取数据，“--” 表示不适用

资料来源：华发股份财务报告，联合资信整理

附件 2-3 珠海华发实业股份有限公司主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 × 100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债) / (资产总额-预收款项-合同负债) × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 3 本交易相关定义

1. 基础资产合格标准

根据本交易约定，就每一笔资产而言，必须在信托生效日、信托财产交付日符合以下全部条件：

- (1) 原始债权人及债务人均系根据中国法律在中国境内设立且合法存续的法人或其他机构；
- (2) 基础交易合同项下原始债权人具有签订基础交易合同时所需的资质、许可、批准和备案（如适用法律规定为必需）；
- (3) 原始债权人与债务人之间的基础交易真实、合法、有效，原始债权人与债务人双方签署的基础交易合同及其他相关法律文件适用法律为中国法律，且在适用法律下均合法及有效；并且，原始债权人在向保理商转让其享有的应收账款债权时，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权；基础资产中应收账款不包含未到期的保证金及预付款等；
- (4) 发起机构已根据应收账款转让合同的约定自行向原始债权人支付应收账款转让对价；
- (5) 原始债权人已经完全、适当履行基础交易合同项下的到期应尽的合同义务且债务人、共同债务人已通过《买方确认函》、《付款确认书》确认其对基础交易合同项下的应付款负有到期支付义务，并且不享有包括但不限于商业纠纷抗辩权；每笔资产具有明确的付款计划；
- (6) 债务人在基础交易合同项下不享有任何抗辩的权利（为避免疑义，前述抗辩的权利包括但不限于商业纠纷、债务人因原始债权人提供的产品或服务不符合约定的产品或服务要求或原始债权人逾期提供产品或服务等原因而对应付款主张扣减、减免或抵销的权利）。
- (7) 保理商为原始债权人提供的保理服务真实、合法、有效，保理商与原始债权人双方签署的应收账款转让合同及其他相关法律文件在适用法律下均合法及有效；并且，保理商向原始债权人受让其享有的应收账款债权后，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权；
- (8) 该笔应收账款债权的债权到期日应早于信托预期到期日，但晚于信托生效日；
- (9) 该笔应收账款债权上未设定抵押、质押等担保权利，亦无其他权利负担，但委托人因提供保理服务受让应收账款债权而通过中登网转让登记至其名下除外；
- (10) 基础交易合同及适用法律未对原始债权人转让应收账款债权作出禁止性或限制性约定；或者，在基础交易合同对原始债权人转让该债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就；
- (11) 应收账款转让合同及适用法律未对保理商受让应收账款债权后再行转让作出禁止性或限制性约定；或者，在应收账款转让合同对保理商再行转让该债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就；
- (12) 原始债权人已就其向保理商转让应收账款债权并最终将由保理商委托予信托的事宜向债务人发出书面通知并已取得债务人出具的《买方确认函》；共同债务人已出具《付款确认书》；
- (13) 华发确认函在适用法律下均合法、有效；
- (14) 基础资产不涉及国防、军工或其他国家机密；
- (15) 基础资产不涉及任何未决的诉讼、仲裁、执行或破产程序及未被采取任何查封、扣押、冻结等司法保全或强制措施，以致于对信托合法受让、持有基础资产或对基础资产的可回收性产生重大不利影响；
- (16) 同一应收账款转让合同项下尚未清偿的应收账款债权全部入池。

除上述条件外，基础资产池中原始债权人与债务人涉及关联交易的应收账款债权金额占入池应收账款债权总额的比重不超过 40%。（为避免疑义，前述关联交易系指存在关联关系的原始债权人与债务人之间的交易；关联关系依据截至信托财产交付日华发集团、华发股份已出具的最近一期年度审计报告显示的关联方认定。）

2. 信托终止事件

信托终止日：下列任一情形发生之日（如同时发生的，以较早发生者为准）：

- (1) 信托之信托目的已经无法实现或已经实现；
- (2) 发生不可抗力事件导致信托不能存续；
- (3) 信托被法院或仲裁机构依法撤销、被认定为无效或被判决终止；

(4) 相关监管部门依法命令终止信托；

(5) 资产支持票据持有人会议决议提前终止信托；

(6) 法定到期日届至；

(7) 信托财产（不含合格投资）全部变现完毕（因债务人和/或共同债务人于债务人还款日/共同债务人还款日向信托账户足额支付应收账款债权的未偿价款余额导致信托财产全部为现金的除外）；

(8) 资产支持票据的本金全部偿付完毕；

(9) 优先级票据的本金全部偿付完毕，次级票据持有人有权根据《信托合同》的约定书面要求提前终止信托；

(10) 出现适用法律规定应当终止信托的情形。

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 4-3 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和 C_{sf}。除 AAA_{sf} 级、CCC_{sf} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

各等级含义如下表所示。

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

评级协议委托方（以下简称“委托方”）或受托机构应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

本期债项如发生重大变化，或发生可能对本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，委托方或受托机构应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如委托方或受托机构不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。