

跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1556号

珠海金融投资控股集团有限公司：

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

珠海金融投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

珠海金融投资控股集团有限公司公开发行的“19 珠控 01”和“19 珠纾 02”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十一日

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>

珠海金融投资控股集团有限公司 公司债券2019年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
19 珠控 01	25.00 亿元	5 年	AAA	AAA	2019/3/4
19 珠纾 02	20.00 亿元	5(3+2) 年	AAA	AAA	2019/3/19

担保方：珠海华发集团有限公司

担保方式：不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据

发行人-珠海金控

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	331.99	395.99
所有者权益（亿元）	160.92	188.70
长期债务（亿元）	43.50	28.88
全部债务（亿元）	139.45	160.85
营业收入（亿元）	4.54	8.13
净利润（亿元）	6.37	8.33
EBITDA（亿元）	8.85	14.02
经营性净现金流（亿元）	-52.00	61.99
净资产收益率（%）	4.73	4.77
自有资产负债率（%）	49.39	49.71
全部债务资本化比率（%）	46.43	46.02
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	3.39	3.20
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.20	0.31

担保方-华发集团

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

注：1、本报告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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对珠海金融投资控股集团有限公司（以下简称“珠海金控”或“公司”）的跟踪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，受股东支持力度很大；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；跟踪期内，公司资本实力保持较好水平，盈利水平大幅增长，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”）作为综合类证券公司，2018 年，各项业务稳步发展，尤其是自营及投行业务发展较好，资产流动性及资本充足性保持较好水平。

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仍较高，易受市场波动的影响；同时，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，经营状况有望保持稳定。

“19 珠控 01”和“19 珠纾 02”担保方珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）资本实力雄厚，跟踪期内保持营业收入快速增长，具有很强的竞争力，其提供的不可撤销连带责任保证担保对“19 珠控 01”和“19 珠纾 02”信用水平提升显著。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；同时维持“19 珠控 01”和“19 珠纾 02”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. 公司作为珠海市国资委旗下金融及产业投资平台，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和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；跟踪期内，公司保持了区域内及行业内的较强竞争优势。

2. 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；2018年，其各项业务稳步发展，尤其是自营及投行业务发展较好，资本实力充足。

3. 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。跟踪期内，华发集团保持资本实力雄厚，具有很强竞争力，其所提供的担保对“19珠控01”和“19珠纾02”信用状况仍具有显著的积极影响。

关注

1. 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仍较高，易受监管政策和证券市场波动的影响。

2. 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，存在一定的短期偿债压力。

分析师

陈 凝

电话：010-85172818

邮箱：chen@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）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

珠海金融投资控股集团有限公司（以下简称“珠海金控”或“公司”）成立于 2012 年 7 月，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 2018 年 1 月 17 日出具的《关于珠海格力集团有限公司将持有的珠海金融投资控股集团有限公司 1.46% 的股权协议转让至珠海华发集团的处理意见》（珠国资〔2018〕10 号），同意格力集团启动协议转让持有公司 1.46% 股权至华发集团。目前该事项已进入珠海市国资委最终审批流程，该事项不影响公司实际控制人及控股股东地位。截至 2018 年末，公司注册资本 68.45 亿元，第一大股东为华发集团，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。

截至 2018 年末，公司股东华发集团持有公司股权无质押情况。

表 1 截至 2018 年底公司股东持股情况（单位：%）

序号	股东名称	持股比例
1	珠海华发集团有限公司	48.81
2	珠海华发综合发展有限公司	42.26
3	珠海市免税企业集团有限公司	6.40
4	珠海格力集团有限公司	1.46
5	珠海公交巴士有限公司	1.07
	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 2018 年底，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、信息技术管理部及金融科技部等职能部门，纳入合并范围的一级子公司有 38 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 3 家。截至 2018 年底，公司合计拥有员工 1,468 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。

公司注册地址：横琴金融产业服务基地 5 号楼；法定代表人：李光宁。

二、跟踪债券概况

本报告所跟踪债券包括“19 珠控 01”和“19 珠纾 02”，规模合计 45.00 亿元，均在深圳证券交易所挂牌交易，均为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；均由珠海华发集团有限公司提供全额不可撤销连带责任担保。

根据《珠海金融投资控股集团有限公司公司债券年度报告（2018 年）》信息显示，“19 珠控 01”募集资金用途为拟将 10 亿元用于偿还有息负债，14.9 亿元用于补充营运资金；截至 2019 年 4 月底，公司已将 24.9 亿元募集资金全部使用完毕，其中 10.1 亿元用于偿还珠海华发综合发展有限公司、工商银行等有息负债，14.8 亿元用于补充营运资金，剩余余额为 0 亿元，资金用途与募集说明书约定用途一致。“19 珠纾 02”募集资金用途为拟用于支持优质上市公司及其股东融资，缓解上市公司及其股东流动性压力（包括但不限于设立专项股权投资基金、专项资管计划等各种方式）；截至 2019 年 4 月底，公司已将扣除承销费后的全部募集资金 19.952 亿元用于纾困资管计划，募集资金余额为 0 亿元，募集资金用途与募集说明书约定一致。

截至本评级报告出具日，以上债券均未到首次付息日。

表2 本报告跟踪债券相关情况（单位：亿元，%，年）

简称	债券代码	债券余额	票面利率	期限	起息日	到期日
19 珠控 01	112850.SZ	25.00	4.59	5	2019-01-28	2024-01-28
19 珠纾 02	112871.SZ	20.00	4.19	5（3+2）	2019-03-19	2024-03-19

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

三、运营环境

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. 证券行业分析

证券行业严监管和证券市场低迷的环境下，2018 年证券公司收入水平延续下降趋势，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成；传统业务高度依赖市场行情，业绩承压；信用业务风险暴露但 11 月以来有所缓解，主动管理能力为资管业务核心竞争力；2019 年一季度，证券公司业绩有所好转。

2018 年，证券行业延续严监管趋势，行业监管积极出台政策引导证券公司规范经营和业务转型，防范和化解金融风险；证监会进一步强化了对证券公司的现场检查力度，证券公司罚单激增；截至 2018 年底，证监会及其派出机构已对 40 家券商开出 58 份行政监管措施或行政处罚书，较 2017 年全年 4 张罚单大幅增加；58 张罚单中，29 张罚单涉及合规风控问题，另有 9 张罚单涉及债券承销业务，8 张涉及并购重组类处罚且罚没款金额较大，投行业务为重点监管范畴。

2018 年以来，证券市场股债分化，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，而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%，债券投资收益减缓自营业务降幅；受市场行情和监管政策等多方面因素影响，证券公司业绩明显下滑；从收入结构来看，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，自营业务收入占比进一步增加至 30%以上，超过经纪业务成为第一大业务收入来源，投行和经纪业务收入占比下降，资管和信用业务占比变动不大。经纪、自营业务与证券市场关联度较高，收入水平有所下降且面临较高市场风险；信用业务

规模收缩，股票质押业务风险暴露但 11 月以来随着纾困资金的逐步到位有所缓解，主动管理能力成为资管业务核心竞争力。根据中国证券业协会统计，证券公司未经审计财务报表显示，截至 2018 年底，131 家证券公司总资产为 6.26 万亿元，较 2017 年底增加 1.95%；净资产为 1.89 万亿元，较 2017 年底增加 2.16%，净资本为 1.57 万亿元，较 2017 年底变动不大，资本实力保持稳定。2018 年，131 家证券公司中，106 家公司实现盈利，全年实现营业收入 2,662.87 亿元，全年实现净利润 666.20 亿元，分别同比减少 14.47%和 41.04%，降幅较 2017 年分别扩大 9.39 和 32.57 个百分点，经营业绩大幅下滑。截至 2019 年 3 月底，131 家证券公司总资产为 7.05 万亿元，较 2018 年底增加 12.62%；净资产为 1.94 万亿元，较 2018 年底增加 2.65%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年增加 3.18%。2019 年一季度，131 家证券公司中，119 家公司实现盈利，实现营业收入 1,018.94 亿元，实现净利润 440.16 亿元，分别同比增长 54.47%和 86.83%，经营业绩大幅改善。

2019 年，资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司业务转型加速行业集中度提升，证券行业“强者恒强”的局面凸显；资本市场利好政策有利于改善证券公司经营环境，但国际形势复杂化、证券市场震荡走势难以改善等不利因素依然存在，需对中小证券公司保持关注。

2018 年，证券公司经营业绩受市场和政策影响呈现较大下滑态势，资管新规的落地、佣金率的探底、业务同质化的加剧以及传统业务牌照红利的渐失将倒逼证券公司业务转型，预计 2019 年机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点，随着核心竞争力转向资本实力、风险定价能力、金融科技运用，将加速证券行业集中度的提升；而《证券公司分类监管规定》也进一步突出监管导向，加分指标方面有利于大型综合券商通过自身雄厚的资本实力、良好的投研能力以及跨境业务能力等获得加分优势；由此，证券公司行业格局会进一步分化，证券行业“强者恒强”的局面将进一步凸显，中小证券公司面临竞争更加激烈。

自 2018 年 10 月国务院金融稳定发展改革委员会召开会议以来，资本市场改革持续释放积极信号，包括并购重组、再融资松绑、设立科创板试点注册制、中金所对股指期货交易安排进一步松绑等；2018 年 12 月，中央政治局会议强调稳中求进工作总基调，再次提出“六个稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）将成为 2019 年我国经济工作的主要方向，并首次提出“提振市场信心”；同时，随着纾困资金的落地，股票质押业务风险有所缓解，证券公司政策环境或有所改善。但是，中美贸易战引发的国际形势复杂化、我国经济下行压力较大以及资本市场振幅加剧、市场信心短期内难以恢复等不利因素依然存在，证券公司盈利仍具有较大不确定性。若市场或政策出现超预期的不利情况，需关注受市场影响较大、资本实力较弱且股东背景一般的中小证券公司信用风险将加大的情况。

总体看，资本市场改革和行业监管将推动证券公司加速转型，行业集中度将进一步提升；同时，中小券商经营压力加大，需对中小券商保持关注。

2. 珠海市区域经济情况

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）（以下简称“珠三角《规划纲要》”），明确珠海为珠江口西岸的核心城市。2018 年，珠海市全市实现地区生产总值 2,914.74 亿元，同比增长 8.0%。其中，第一产业增加值 50.09 亿元，增长 1.2%，对地区生产总值增长的贡献率为 0.3%；第二产业增加值 1,433.82 亿元，增长 12.6%，对地区生产总值增长的贡献率为 78.5%；第三产业增加值 1,430.83 亿元，增长 3.5%，对地区生产总值增长的贡献率为 21.2%。三次产业的比例为 1.7：49.2：49.1。

2018 年末，珠海市中外资银行业金融机构本外币各项存款余额 7,542.91 亿元，比年初增长 8.9%；中外资银行业金融机构本外币各项贷款余额 5,238.24 亿元，比年初增长 9.0%。银行业金融机构本年利润（税后）108.57 亿元，增长 10.6%。2018 年末，全市共有上市公司 28 家（境内），市价总值 4,006.43 亿元，比上年末减少 20.8%。上市公司通过证券市场筹集资金 155.37 亿元，同比增长 6.3%。在深沪两市上市的企业 28 家，较上年末新增 1 家。在境外上市的企业共 9 家，较上年末新增 2 家。基金管理公司 3 家。截至 2018 年末，全市共有 59 家证券营业部，同比增加 2 家；证券公司分公司 4 家，期货公司 3 家，下辖 3 家期货营业部；证券、期货从业人员 878 人，同比减少 64 人，下降 6.7%。2018 年全市证券经营机构股票、基金、债券成交总额 12,580.65 亿元，同比减少 1,048.57 亿元，下降 7.7%。其中，股票成交总额 6,311.99 亿元，同比减少 1,889.88 亿元，下降 23.0%。证券业资产总额 52.67 亿元，同比减少 5.52 亿元，下降 9.5%。

总体看，2018 年，珠海市经济保持较快发展，为公司的业务经营提供了良好的外部环境。

四、管理与内控

内控架构和制度方面，2018 年，公司内控架构无变化；公司完成 43 项制度的新增和修订，进一步加强公司内控管理；其中，新增了《战略管理办法》、《经营分析管理办法》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露管理制度》、《股权投资管理办法》、《珠海市国资委派驻市管企业财务总监联签制度实施细则》、《公司风险管理政策》等制度；修订了《考勤休假管理办法》、《总经理工作细则和非工程类交易采购管理办法》、《关于贯彻落实“三重一大”决策制度意见的实施细则》等制度。

2018 年，公司董事和高管无变化；2018 年 11 月，公司原职工监事李微欢、田丰离任，由李云峰、肖瑶担任公司职工监事。

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。2018 年，华金证券分类评级由 2017 年的 CCC 提高至 BBB，内控管理水平有所提升。

总体看，跟踪期内，公司内控架构无变化，但新增和修订了内控制度，进一步加强公司内控管理；公司董事、高管及监事变动不大，公司整体内控管理保持稳定。

五、经营分析

1. 经营概况

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。2018 年，受益于证券及其他业务收入增长，公司实现营业收入 8.13 亿元，同比增长 79.25%；随着收入增长以及投资收益增加，公司实现净利润 8.33 亿元，同比增长 30.87%。

从收入构成来看，2018 年，证券期货业务收入主要以证券业务收入为主，仍是公司最大收入来源，但因其他业务收入增长较快影响，收入占比下降至 51.84%，实现收入 4.22 亿元，同比增长 54.44%，主要是子公司华金证券收入增长所致；子公司珠海发展投资基金（有限合伙）于 2018 年纳入合并范围，其形成的结构性存款利息收入带动公司其他业务收入大幅增长，2018 年其他业

务收入 1.43 亿元，同比增长 2,336.81%，占比增长至 17.61%，成为公司第二大收入来源；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；交易平台收入和普惠金融业务收入均有所增长，但收入占比较为稳定，分别为 6.23%和 6.62%；受 2018 年收取财务顾问费项目减少影响，公司财务顾问收入大幅下降 58.50%至 0.34 亿元，占比下降至 4.24%。

2018 年，公司实现投资收益 15.48 亿元，同比增长 45.71%，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；其中，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%。2018 年，投资收益对营业利润贡献度为 165.79%，较上年下降 11.21 个百分点，但贡献度仍很高。

表 3 公司营业收入和投资收益情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
证券及期货业务	2.73	60.16	4.22	51.84
交易平台	0.31	6.93	0.51	6.23
普惠金融	0.30	6.67	0.54	6.62
财务顾问	0.83	18.32	0.34	4.24
基金管理业务	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	0.06	1.30	1.43	17.61
营业收入合计	4.54	100.00	8.13	100.00
投资收益	10.62	--	15.48	--

资料来源：公司年报，联合评级整理

总体来看，2018 年，公司营业收入大幅增长，收入构成仍以证券业务为主，但其他业务收入对营业收入贡献度提升，同时新增资管业务成为公司收入重要补充；投资收益对利润水平仍具有较高贡献度；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。

2. 业务运营

（1）证券业务

业务概况

公司证券板块由华金证券负责运营，公司持有华金证券 78.43%的股权；截至 2018 年末，华金证券注册资本 34.50 亿元；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，受益于投资银行业务及自营业务的较好发展，华金证券营业收入同比增长 62.67%至 5.61 亿元。从收入构成来看，自营业务形成的投资收益（含公允价值变动损益）仍为华金证券

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

最大收入来源，2018 年该项业务发展较好，收入同比增长 44.40%至 4.89 亿元，但因投行业务手续费净收入增加较多影响，其收入占比下降至 87.09%。2018 年，华金证券实现投资银行手续费净收入 1.64 亿元，为 2017 年的 2.90 倍，收入占比增长至 29.14%，成为华金证券第二大收入来源，主要系华金证券 2018 年投资银行债券业务资格放开加之 2017 年收入基数较低所致；2018 年，华金证券经纪业务、资管业务收入规模保持稳定，但占比分别下滑至 5.60%和 5.75%；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。

表 4 华金证券营业情况（单位：亿元，%）

业务类型	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	1.37	39.69	2.40	42.81
其中：经纪业务手续费净收入	0.30	8.74	0.31	5.60
投资银行业务手续费净收入	0.56	16.37	1.64	29.14
资产管理业务手续费净收入	0.31	8.90	0.32	5.75
投资咨询业务手续费净收入	0.20	5.68	0.13	2.31
利息净收入	-1.33	-38.67	-1.74	-31.03
投资收益（含公允价值变动损益）	3.38	98.10	4.89	87.09
其他	0.03	0.87	0.06	1.13
合计	3.45	100.00	5.61	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。2018 年，华金证券未有新设网点；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。2018 年，受市场成交低迷影响，华金证券代理买卖证券交易额有所下滑，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%；佣金率较 2017 年的 0.38%下降至 0.36%，处于行业平均水平。2018 年，华金证券代销金融产品净收入由 2017 年的 53.68 万元增长至 553.41 万元；华金证券经纪业务手续费净收入同比增长 4.34%至 0.31 亿元。

表5 华金证券代理买卖证券情况（单位：亿元，%）

证券种类	2017 年		2018 年	
	代理金额	市场份额	代理金额	市场份额
股票	973.68	0.04	846.35	0.05
债券	0.57	--	12.84	--
基金	11.47	0.01	67.10	0.03
其他	--	--	2.16	--
合计	985.72	--	928.44	--

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。

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导致其债券承销业务受影响较大，2017 年未有债券业务，仅一笔 IPO 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；无股权类、新三板等业务。2018 年，受益于债券承销业务的较好发展，华金证券实现投资银行手续费净收入 1.64 亿元，同比增长 189.62%。截至 2018 年底，华金证券股权类储备项目 9 个，债权类储备项目 74 个，其中 8 个已通过监管部门审核，项目储备较好。

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。2018 年，华金证券投资规模有所减少，截至 2018 年末，投资规模为 67.77 亿元，较年初减少 19.66%，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；投资结构仍以债券投资为主，期末占比为 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，目前没有出现违约情况。2018 年，华金证券实现投资收益（含公允价值变动收益）4.89 亿元，同比增长 44.40%，主要来自固收类业务。

表 6 华金证券证券投资情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年末		2018 年末	
	规模	占比	规模	占比
债券	81.29	96.37	62.41	92.09
股票	1.75	2.07	2.24	3.30
基金	0.00	0.00	0.46	0.68
信托计划	0.72	0.85	2.00	2.95
资管计划	0.60	0.71	0.66	0.98
合计	84.35	100.00	67.77	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。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%，主要来自定向业务的下降；资管业务结构仍以定向业务为主，期末占比下降 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 22.10 个百分点至 41.47%。2018 年，华金证券实现资产管理手续费净收入 0.32 亿元，同比变动不大，主要来自定向资产管理业务。

表 7 华金证券资产管理业务情况（单位：亿元，万元）

项目	2017 年		2018 年	
	管理规模	收入	管理规模	收入
集合理财	9.62	250.19	14.97	255.43

定向理财	521.66	2,452.97	376.72	2,626.79
专项理财	29.35	368.49	69.39	346.33
合计	560.63	3,071.65	461.08	3,228.55
其中：主动管理规模	90.96		135.16	
被动管理规模	469.67		325.92	

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，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%；2018 年，实现融资融券利息收入 0.40 亿元，同比增长 42.86%。股票质押业务方面，截至 2018 年末，股票质押业务规模 8.05 亿元，较年初增长 13.70%；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。

从风险情况来看，截至 2018 年末，华金证券融资融券业务有 2 笔违约项目，涉及融资本金 0.69 亿元，其中一笔已偿还合约负债，另一笔提交价值 0.42 亿元三板股票担保，合计计提减值准备 0.0013 亿元；股票质押业务发生违约项目 1 笔，融资本金 0.70 亿元，计提减值准备 0.0035 亿元。

表 8 信用交易业务情况表（单位：户，亿元）

项目	2017 年	2018 年
融资融券账户数目	1,140	1,520
融资融券余额	4.39	8.75
融资融券利息收入	0.28	0.40
股票质押业务余额	7.08	8.05
股票质押业务利息收入	0.32	0.59

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，2018 年，华金证券营业收入有所增长，收入结构仍以投资收益为主，但因投资银行业务发展较好，其占比有所提高；经纪、资管、信用业务发展较为稳定；联合评级也关注到华金证券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；同时需关注华金证券信用业务违约项目的后续处置回收情况。

（2）证券以外的其他业务

期货业务

珠海金控于 2014 年通过旗下珠海铎创全资收购华金期货；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。

资管业务

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”）、珠海铨创投资管理有限公司（以下简称“珠海铨创”）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。珠海铨创成立于 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。

保理业务

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 2.00 亿元。该公司主要开展商业保理业务。

创新金融业务

珠海金控大力发展创新金融业务，业务平台包括横琴知交中心，珠海金控持股 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”），珠海金控持股 49.00%；珠海产交中心，珠海金控持股 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，为珠海金控全资子公司，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。

金融租赁业务

珠海金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”），珠海金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。

普惠金融

珠海金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。

珠海金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，珠海金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 9 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

珠海铎创	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

银行业务

珠海金控对银行板块的投资均为参股，银行板块对珠海金控具有重要战略意义。

银行业务板块中，珠海金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。

珠海金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。

珠海金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”）和珠海铎创分别持有华润银行 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%。

总体看，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补充。

3. 未来发展

公司未来将坚持“一核两翼四体系”的战略目标。“一核”是指以服务实体经济为核心宗旨。“两翼”中一翼是指通过做优、做强现有核心牌照业务，实现规模高质量增长；另一翼是指通过择机布局主流新牌照及上下游牌照，完成金融全牌照布局。“四体系”是指通过打造业务协同体系、金融科技体系、资本运作及并购体系、战略管控体系，助力公司实现管理提升再上新台阶。

在发展目标上，力争到 2020 年形成以证券和资产管理为核心的金融控股格局，竞争性业务行业排名大幅提升，2~3 家金融子公司实现上市，成为湾区领先金融控股集团”。

业务布局方面，做优、做强华金证券、不动产基金及资产管理等现有业务，同时寻求外部成熟企业并购机会；加大对横琴人寿的扶持力度，培育其发展成为公司的战略金融业务；积极推动华通金租、华发财务公司实现稳定增长；重点梳理华金期货的战略规划；着力发展担保、小贷等

普惠金融业务，打造普惠金融生态体系。

区域布局方面，以“立足珠海、面向全国、走向世界”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。

总体看，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。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留审计意见。2018 年，公司合并范围新增子公司 4 家，减少子公司 1 家。根据财政部于 2018 年 6 月发布了《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），公司根据相关要求按照一般企业财务报表格式（适用于尚未执行新金融准则和新收入准则的企业）编制财务报表并相应追溯重述了比较报表。本报告 2017 年财务数据选取 2018 年审计报告期初和上期数据。整体看，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。

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。

2. 资产质量

2018 年，公司资产总额有所增长，截至 2018 年末，公司合并资产总额 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占比高转变为非流动资产占比较高，2018 年末非流动资产占比为 57.51%。

流动资产

截至 2018 年末，公司流动资产合计 168.24 亿元，较年初变动不大，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。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 8.26 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；以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产较年初减少 10.62%至 40.86 亿元，主要是子公司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

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和持有至到期投资的增长；期末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。

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，主要是子公司珠海铎创投资管理有限公司投资 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

² 数据来源：华金证券 2018 年审计报告。

³ 由于其他合伙人认缴资本尚未到位，目前子公司珠海铎创投资管理有限公司占合伙企业 100%实缴份额。

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；公司未对可供出售金融资产计提减值准备。

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，主要是子公司分别出资 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、珠海华发股份实业有限公司售房尾款收益权系列产品和珠海华发股份实业有限公司购房尾款收益权 ABS 产品所致；公司未对持有至到期投资计提减值准备。

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。

总体看，2018 年，随着投资规模的增加，公司资产规模有所增长，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。

3. 负债及所有者权益

负债

2018 年，公司负债规模有所增长，截至 2018 年末，公司负债合计 207.29 亿元，较年初增长 21.17%；负债结构仍以流动负债为主且占比进一步提高，流动负债占比为 85.68%。

截至 2018 年末，公司流动负债 177.61 亿元，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。

截至 2018 年末，公司卖出回购金融资产款较年初减少 50.76%至 34.01 亿元，主要是子公司华金证券减少债券质押式卖出回购所致；期末全部为债券质押式卖出回购；公司应付账款较年初增加 68.59%至 14.88 亿元，主要是合并结构化主体形成的其他金融负债增加所致；公司其他应付款较年初大幅增长 442.94%至 93.06 亿元，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；其他流动负债较年初增加 138.73%至 12.03 亿元，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；截至 2018 年末，随着长期借款减少，公司非流动负债较年初下降 33.04%至 29.68 亿元，其中长期借款为 28.88 亿元。

有息债务方面，随着公司发行短期融资券和华金证券发行短期收益凭证，公司全部债务规模有所增加，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；债务结构仍以短期债务为主且占比进一步增加至 82.05%；2018 年，公司自有资产负债率⁴和资产负债率呈小幅上升趋势，分别为 49.71%和 52.35%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈下降趋势，2018 年末分别为 46.02%和 13.27%，公司杠杆水平适中。公司于 2019 年 1 月和 3 月分别发行公司债券“19 珠控 01”和“19 珠纾 02”，规模合计 45.00 亿元，债券发行后，公司债务负担将有所加重，杠杆水平提高。

从债务期限结构来看，截至 2018 年底，公司债务主要集中在一年内和 2~3 年到期，占比分别为 79.13%和 11.62%，存在一定短期偿债压力，需要公司加强流动性管理。

⁴ 自有资产负债率=自有负债/自有资产×100%；自有资产=资产总额-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=负债总额-代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额。

表 10 截至 2018 年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	127.27	79.13
1~2 年	13.71	8.53
2~3 年	18.69	11.62
3~5 年	1.17	0.73
5 年以上	-	-
合计	160.85	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，2018 年，公司负债规模小幅增长，债务结构以短期为主且占比进一步增长，杠杆水平适中；但公司一年以内到期债务占比高，存在集中兑付压力，需关注公司流动性情况。

所有者权益

2018 年，公司股东权益规模有所增长；截至 2018 年末，公司所有者权益 188.70 亿元，较年初增长 17.26%，主要是少数股东权益规模增长；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，所有者权益稳定性较好。

总体看，2018 年，公司所有者权益有所增加，所有者权益结构稳定性较好，但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。

4. 华金证券资本充足性

2018 年，华金证券净资本规模保持稳定，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，华金证券风险覆盖率、资本杠杆率均较年初变动不大；净稳定资金率和流动性覆盖率较年初有所下降，上述指标均优于高于行业预警水平，整体风险可控。

表 11 华金证券风险控制指标情况表（单位：亿元，%）

项目	2017 年末	2018 年末	监管标准	预警标准
核心净资本	35.14	35.47	--	--
附属净资本	-	-	--	--
净资本	35.14	35.47	--	--
净资产	39.75	40.09	--	--
各项风险资本准备之和	13.22	13.88	--	--
表内外资产总额	87.99	83.84	--	--
风险覆盖率	265.75	255.56	≥100	≥120
资本杠杆率	39.93	42.31	≥8	≥9.6
流动性覆盖率	400.92	321.76	≥100	≥120
净稳定资金率	159.31	142.01	≥100	≥120
净资本/净资产	88.39	88.47	≥20	≥24

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，华金证券资本实力保持稳定，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。

5. 盈利能力

2018 年，受益于证券及其他业务收入增长，公司营业收入有所增长，实现营业收入 8.13 亿元，同比增长 79.25%。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。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，2018 年，公司期间费用总额 11.08 亿元，同比增长 43.72%，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。

从投资收益来看，2018 年，公司实现投资收益 15.48 亿元，同比增长 45.71%，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珠海铎创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%。2018 年，投资收益对营业利润贡献度为 165.79%，较上年下降 11.21 个百分点，但贡献度仍很高。

从各项盈利指标来看，2018 年，受益于营业收入及投资收益的增长，公司净利润同比增长 30.87% 至 8.33 亿元；受利润规模增长影响，公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率均呈上升趋势，2018 年分别为 3.82%、3.76% 和 4.77%，公司盈利能力尚可。

总体看，2018 年，公司收入和利润规模均实现增长，盈利水平有所提升，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。

6. 现金流分析

经营活动现金流方面，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；投资活动现金流方面，2018 年，公司投资活动现金流由净流入转为净流出，主要公司及子公司投资股权、基金等投资支付的现金较多所致；筹资活动方面，公司筹资活动现金流仍保持净流入态势但净流入额有所减少，主要是收到其他与筹资活动有关的现金减少所致。

表 12 公司现金流情况表（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流净额	-52.00	61.99
投资活动现金流净额	33.73	-68.86
筹资活动现金流净额	26.77	6.58
期末现金及现金等价物余额	84.73	84.45

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

总体看，公司经营现金流为净流入态势，投资活动较多导致投资活动现金流为净流出，融资渠道通畅。

7. 偿债能力

从偿债能力指标看，2018 年，受流动负债增加较快影响，公司流动比率和速动比率有所下降，期末分别为 0.95 倍和 0.90 倍；同期，受短期债务规模增加影响，公司现金短期债务比下降至 0.93 倍，公司短期偿债能力尚可。2018 年，受益于利润总额增长，公司 EBITDA 为 14.02 亿元，同比增长 58.54%，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；EBITDA 利息倍数为 3.20 倍，有所下降，EBITDA 全部债务比上升至 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 2018 年底，公司无对外担保情况。截至 2018 年底，公司无重大诉讼情况。

截至 2018 年末，公司获得主要贷款银行的授信余额为 33.50 亿元，额度已全部使用。

根据查询日期为 2019 年 5 月 14 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。

总体看，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。

七、跟踪债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年底，公司所有者权益规模为 188.70 亿元，为公司“19 珠控 01”和“19 珠纾 02”剩余本金合计（45.00 亿元）的 4.19 倍，公司所有者权益规模对债券的覆盖程度高，能够对“19 珠控 01”和“19 珠纾 02”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 14.02 亿元，为债券本金合计（45.00 亿元）的 0.31 倍，公司盈利对“19 珠控 01”和“19 珠纾 02”的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金净流入 61.99 亿元，为跟踪债券本金合计（45.00 亿元）的 1.38 倍，公司经营活动现金净流量对公司债券的覆盖程度较好。

综合以上分析，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“19 珠控 01”、“19 珠纾 01”和“19 珠纾 02”的偿还能力很强。

八、担保方信用风险分析

公司发行的“19 珠控 01”和“19 珠纾 02”均由华发集团提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

1. 华发集团主体概况

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

华发集团经营范围：房地产开发经营（凭资质证书经营）；房屋出租；轻工业品、黑金属等商品的出口和轻工业品、仪器仪表等商品的进口（按粤经贸进字（1993）254 号文经营），保税仓储业务（按海关批准项目），转口贸易（按粤经贸进字（1995）256 号文经营）；建筑材料、五金、工艺美术品、服装、纺织品的批发、零售；项目投资及投资管理。

截至 2018 年末，华发集团合并资产总额 2,826.17 亿元，负债合计 1,965.59 亿元，所有者权益 860.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益 313.05 亿元。2018 年，华发集团实现合并营业收入 532.79 亿元，净利润 40.68 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 12.89 亿元；经营活动产生的

现金流量净额 110.62 亿元，现金及现金等价物净增加额 123.13 亿元。

华发集团注册地址：珠海市拱北联安路 9 号；法定代表人：李光宁。

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

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

表 13 华发集团营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

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

资料来源：华发集团审计报告

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

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

（2）房地产开发板块

华发集团房地产开发业务主要由华发股份负责。华发股份于 2004 年 2 月在上海证券交易所上市。华发股份拥有房地产一级开发资质，作为华发集团合并范围内的上市子公司，拥有较为独立的经营权。

华发股份经营模式以自主开发销售为主，并稳步推进合作开发等多种经营模式，主要开发产品为住宅、车库及商铺。区域布局方面，目前华发股份投资布局聚焦于粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区，围绕“立足珠海、面向全国”的发展思路，形成以珠海为战略大本营，北京、上海、广州、深圳、武汉、苏州、南京、大连等一线城市及重点二线城市为发展重点的战略布局。目前华发股份业务已拓展至全国近 30 个主要城市，形成了珠海、华南、华东、华中、北

方、山东 6 大区域以及北京公司的“6+1”区域布局。

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

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

表 14 华发股份房地产开发业务指标（单位：万平方米，亿元，万元/平方米）

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

资料来源：华发集团提供

注：2017 年与 2018 年数据由于统计口径不同，存在一定差异

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

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

总体看，跟踪期内华发集团房地产板块投资及销售情况保持良好发展态势，较大规模的预收

账款及项目储备为华发集团未来收入提供了有力保障。华发集团在建项目主要集中在武汉、珠海、南京等一二线核心城市，项目储备主要集中在武汉、珠海等，部分项目位于东北地区。同时，联合评级注意到华发集团未来销售情况易受区域房地产市场行情、宏观调控及房地产政策等影响，未来收入及利润或将有所波动。

城市运营

华发集团城市运营板块主要由华发综合负责运营。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%。华发综合收入仍主要来源于以大宗商品批发为主的商贸物流板块以及以土地一级开发业务为主的城市运营板块。

跟踪期内，华发综合土地及开发业务模式仍采用授权形式，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，但毛利率水平均较低，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。

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。

金融及产业投资

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

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

出售金融资产等期间取得的投资收益 4.31 亿元，系参股厦门国际银行股份有限公司和持有的基金等产生的收益。

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

大宗商品批发

华发集团商贸服务板块由华发综合负责。

采购方面，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较上年增加，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。

总体看，华发综合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。

3. 华发集团财务分析

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

2018 年，华发集团根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》以及《关于 2018 年度一般企业财务报表格式有关问题的解读》的要求编制财务报表，财务报表的列报发生变更，华发集团已对可比期间的数据进行追溯调整。2018 年，华发集团合并范围新增子公司 133 家；其中，通过非同一控制下企业合并取得子公司 32 家，其余系新设子公司；同期，华发集团不再纳入合并范围子公司 6 家，其中注销子公司 5 家，出售子公司 1 家。截至 2018 年末，华发集团拥有纳入合并范围的子公司 407 家。跟踪期内，华发集团合并范围变化主要系华发股份新设房地产项目公司导致，合并范围变化对华发集团财务数据可比性影响较小。

（1）资产质量

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

流动资产

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

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

非流动资产

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

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

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

总体看，跟踪期内，华发集团资产总额不断增长，资产构成以存货、货币资金等流动资产为主，符合其房地产开发及土地一级开发为主业的特征。华发集团整体资产质量较好。但受限资产规模较大，对华发集团流动性产生一定影响。

（2）负债及所有者权益

负债

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

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

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

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

截至 2018 年末, 华发集团长期借款 374.00 亿元, 较年初下降 15.27%, 长期借款以保证借款、抵押借款等为主。华发集团应付债券 309.00 亿元, 较年初增长 24.49%, 主要系华发集团本部及下属子公司华发综合、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, 将华发集团发行的超短期融资券(“其他流动负债”)、资产支持证券和售后回租融资款(“长期应付款”)等有息部分计入债务。截至 2018 年末, 华发集团全部债务较年初增长 14.17%至 1,313.73 亿元, 其中长期债务占比下降至 51.99%, 系一年内到期的非流动负债、短期借款增加及超短期融资券发行所致。截至 2018 年末, 华发集团资产负债率、全部债务资本化及长期债务资本化比率分别为 69.55%、60.42%和 44.25%, 较年初分别下降 3.14 个百分点、4.42 个百分点和 8.58 个百分点。

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

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

所有者权益

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

截至 2018 年末, 华发集团其他权益工具 91.80 亿元, 较年初增加 19.80 亿元, 主要为华发集团从兴业国际信托和交行国际信托取得的永续期债; 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。

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

（3）盈利能力

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

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

2018 年，华发集团实现投资收益 18.24 元，受益于金融及产业投资板块的快速成长，投资收益已成为华发集团利润的重要补充。从构成看，2018 年华发集团投资收益中：权益法核算的长期股权投资收益 9.09 亿元，主要来自华润银行等；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益 2.26 亿元，主要来自华发集团持有的债券、股票等；持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益 4.31 亿元，主要为华发集团持有的资管计划、债券投资等。2018 年，华发集团实现利润总额 56.16 亿元，较上年增长 13.04%。

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

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

（4）现金流

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

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

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

总体看，近年来，受房地产、土地一级开发业务回款增多及商贸板块规模扩大带动，华发集团经营活动现金流入规模呈上升趋势，收入实现质量保持较高水平；华发集团较大规模的购地支

出、对外投资等使得投资活动持续净流出，投资活动支出依赖筹资活动来平衡。

（5）偿债能力

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

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

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

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

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

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

4. 债权保护效果

以 2018 年底财务数据测算（本评级报告跟踪债券剩余本金规模为 45.00 亿元），剩余本金规模 45.00 亿元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 1.59%和 5.23%。2018 年华发集团实现营业收入 532.79 亿元，对剩余本金保障倍数为 11.84 倍，考虑到华发集团业务多元化，资本实力雄厚，其担保对于珠海金控债券剩余本金信用水平提升显著。

九、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，受股东支持力度很大；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；跟踪期内，公司资本实力保持较好水平，盈利水平大幅增长，杠杆水平适中；公司主要子公司华金证券作为综合类证券公司，2018 年，各项业务稳步发展，尤其是自营及投行业务发展较好，资产流动性及资本充足性保持较好水平。

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仍较高，易受市场波动的影响；同时，一年内到期债务占比高，存在一定集中兑付压力。

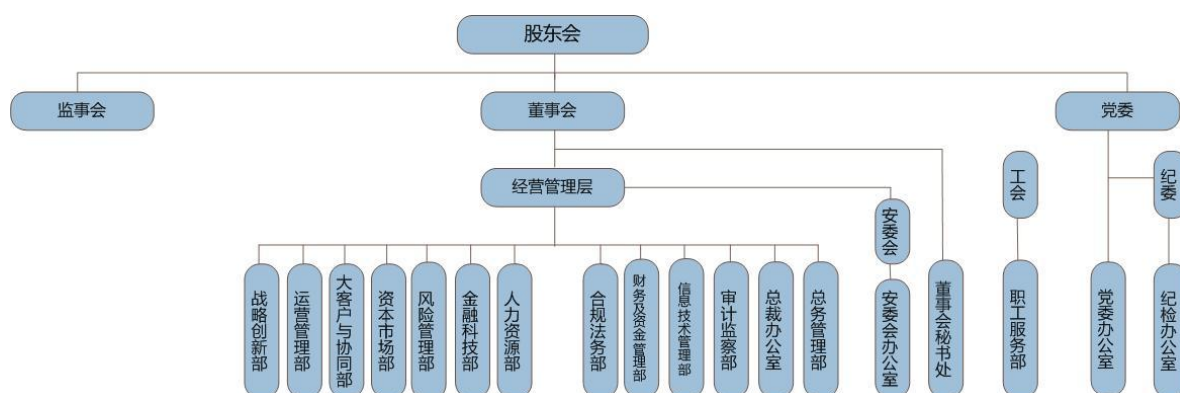
随着公司战略的稳步推进及资本实力的进一步增强，未来公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，经营状况有望保持稳定。

“19 珠控 01”和“19 珠纾 02”担保方华发集团资本实力雄厚，跟踪期内保持营业收入快速

增长，具有很强的竞争力，其提供的不可撤销连带责任保证担保对“19 珠控 01”和“19 珠纾 02”信用水平提升显著。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；同时维持“19 珠控 01”和“19 珠纾 02”的债项信用等级为 AAA。

附件 1 截至 2018 年末珠海金融投资控股集团有限公司 组织结构图



附件 2 珠海金融投资控股集团有限公司主要财务指标

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	331.99	395.99
所有者权益（亿元）	160.92	188.70
短期债务（亿元）	95.95	131.97
长期债务（亿元）	43.50	28.88
全部债务（亿元）	139.45	160.85
营业收入（亿元）	4.54	8.13
净利润（亿元）	6.37	8.33
EBITDA（亿元）	8.85	14.02
经营性净现金流（亿元）	-52.00	61.99
总资本收益率（%）	3.45	3.82
总资产报酬率（%）	2.84	3.76
净资产收益率（%）	4.73	4.77
营业利润率（%）	45.69	55.86
费用收入比（%）	169.88	136.21
自有资产负债率（%）	49.39	49.71
全部债务资本化比率（%）	46.43	46.02
长期债务资本化比率（%）	21.28	13.27
EBITDA 利息倍数（倍）	3.39	3.20
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.09
流动比率（倍）	1.35	0.95
速动比率（倍）	1.30	0.90
经营现金流动负债比率（%）	-41.03	34.91
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.20	0.31

附件 3 珠海华发集团有限公司主要财务指标

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

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 本报告将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%
自有资产负债率	自有负债 / 自有资产 × 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
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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。