

信用等级公告

联合〔2019〕2013号

联合资信评估有限公司通过对珠海华发集团有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持珠海华发集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“17 华发集团 MTN001”“17 华发集团 MTN002”“18 华发集团 MTN001”“19 华发集团 MTN001”“19 华发集团 MTN002”“19 华发集团 MTN003”和“19 华发集团 MTN004”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月十七日



珠海华发集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AAA

上次主体长期信用等级: AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 华发集团 MTN001 ¹	20.00 亿元	2022/12/08	AAA	AAA
17 华发集团 MTN002	40.00 亿元	2022/12/20	AAA	AAA
18 华发集团 MTN001	10.00 亿元	2021/12/13	AAA	AAA
19 华发集团 MTN001	10.00 亿元	2024/01/16	AAA	AAA
19 华发集团 MTN002	15.00 亿元	2024/01/23	AAA	AAA
19 华发集团 MTN003	10.00 亿元	2024/04/23	AAA	AAA
19 华发集团 MTN004	15.00 亿元	2022/04/30	AAA	AAA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2019 年 7 月 17 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	337.20	352.10	477.64	565.09
资产总额(亿元)	1891.63	2284.79	2826.17	3028.77
所有者权益(亿元)	464.05	623.92	860.58	880.36
短期债务(亿元)	312.28	451.82	630.69	696.65
长期债务(亿元)	632.12	698.85	683.05	788.42
全部债务(亿元)	944.40	1150.67	1313.73	1485.08
营业收入(亿元)	321.37	441.55	532.79	158.98
利润总额(亿元)	30.98	49.69	56.16	18.48
EBITDA(亿元)	54.43	72.15	82.86	--
经营性净现金流(亿元)	185.88	104.48	110.62	5.36
营业利润率(%)	17.56	17.56	16.77	16.76
净资产收益率(%)	4.47	5.54	4.73	--
资产负债率(%)	75.47	72.69	69.55	70.93
全部债务资本化比率(%)	67.05	64.84	60.42	62.78
流动比率(%)	199.56	195.53	182.43	187.87
经营现金流动负债比(%)	23.84	10.95	8.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.35	15.95	15.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.81	1.19	1.19	--

注: 1.2019 年一季度财务数据未经审计; 2.已将其他流动负债中有息部分调入短期债务, 将长期应付款中应付融资租赁款调入长期债务核算; 3.已将应付债券中一年内到期部分自长期债务调整至短期债务核算

¹ “17 华发集团 MTN001” 及 “17 华发集团 MTN002” 为可续期中期票据, 表中到期兑付日为首个赎回日

评级观点

珠海华发集团有限公司(以下简称“公司”)是珠海市人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“珠海市国资委”)直属的以城市运营、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, 公司继续保持其在经营规模、品牌影响力、多元化发展等方面的优势, 收入规模持续扩大。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司房地产及土地一级开发业务易受宏观调控影响、大宗商品批发板块利润水平低、债务规模较大及存在一定短期支付压力等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来, 受益于粤港澳大湾区城市群发展、港珠澳大桥贯通、横琴自由贸易区建设等国家支持政策的叠加, 珠海市作为唯一陆域与香港、澳门连接的城市, 将在深化粤港澳合作中发挥更为重要的作用。公司作为珠海市的龙头企业, 面临良好的发展机遇, 综合竞争力有望进一步增强。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA, “17 华发集团 MTN001” “17 华发集团 MTN002” “18 华发集团 MTN001” “19 华发集团 MTN001” “19 华发集团 MTN002” “19 华发集团 MTN003” 和 “19 华发集团 MTN004” 的信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内, 珠海市整体经济稳定发展, 财政实力不断增强, 为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司是珠海市 16 家市属国企中的龙头企业, 其城市运营、房地产开发、金融产业和产业投资等核心业务稳居珠海市第一位。

分析师：赵传第 许狄龙

邮箱：lianhe@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
人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

3. 受益于房地产及大宗商品批发业务规模的增加，跟踪期内公司营业收入快速增长，金融业务收入及投资收益对公司利润形成了良好补充。

关注

1. 公司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，收益实现具有一定的不确定性。
2. 随着业务规模不断扩张，跟踪期内公司有息债务规模持续增长，整体债务负担较重。

声 明

一、本报告引用的资料主要由珠海华发集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

珠海华发集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于珠海华发集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围均无变化。截至2019年3月底，公司注册资本11.20亿元，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”）为公司唯一股东及实际控制人（详见附件1-1）。

截至2018年底，公司资产总额2826.17亿元，所有者权益860.58亿元（含少数股东权益547.53亿元）；2018年，公司实现营业收入532.79亿元，利润总额56.16亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额3028.77亿元，所有者权益880.36亿元（含少数股东权益559.96亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入158.98亿元，利润总额18.48亿元。

公司住所：珠海市拱北联安路9号；法定代表人：李光宁。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“17 珠海集团 MTN001”“17 珠海集团 MTN002”“18 珠海华发 MTN001”“19 珠海集团 MTN001”“19 珠海华发 MTN002”“19 珠海集团 MTN003”和“19 珠海华发 MTN004”，债券余额合计 120.00 亿元，详情见表 1。其中，“17 珠海集团 MTN001”和“17 珠海集团 MTN002”为可续期中期票据，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。跟踪期内，“18 珠海华发 MTN001”

“19 珠海集团 MTN001”“19 珠海华发 MTN002”“19 珠海集团 MTN003”和“19 珠海华发 MTN004”均尚未到付息日，“17 珠海集团 MTN001”和“17 珠海集团 MTN002”均已按时足额支付跟踪期内利息。

表 1 跟踪评级债券概况（亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
17 华发集团 MTN001	20.00	2017/12/08	5+N	6.50
17 华发集团 MTN002	40.00	2017/12/20	5+N	6.70
18 华发集团 MTN001	10.00	2018/12/13	3	4.05
19 华发集团 MTN001	10.00	2019/01/16	5	4.10
19 华发集团 MTN002	15.00	2019/01/23	5	4.26
19 华发集团 MTN003	10.00	2019/04/23	5	4.93
19 华发集团 MTN004	15.00	2019/04/30	3	4.28
合计	120.00	--	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“17 珠海集团 MTN001”“17 珠海集团 MTN002”“18 珠海华发 MTN001”“19 珠海集团 MTN001”“19 珠海华发 MTN002”“19 珠海集团 MTN003”和“19 珠海华发 MTN004”募集资金均用于偿还有息债务或置换有息债务，截至 2019 年 3 月底，募集资金均已按计划使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比

实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，

第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增

速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将进一步放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国

GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业分析和区域环境

1. 城市基础设施建设

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号

文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家

也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方

政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》(财金〔2019〕10 号)	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信综合整理

行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发

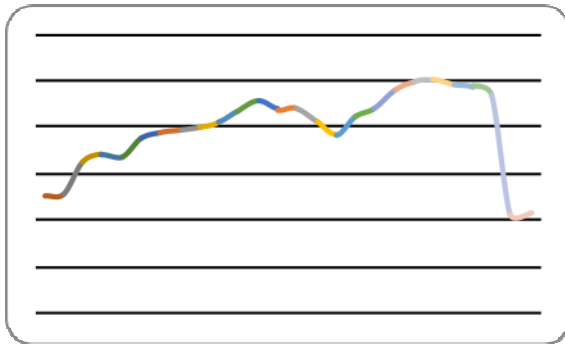
达国家 80% 的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 房地产开发

延续 2017 年以来房地产市场的严控形势，2018 年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别

化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图1 2017年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

房地产投资开发方面，2018年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2018

年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成交量10.55亿平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。进入2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出让金总额为41773亿元，同比增长2%，较2017年增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018年1~9月，房地产开发企业开发资金12.19万亿元，同比增长7.8%，较2017年同期下降0.2个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的33.31%和33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长11.4和16.3个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的14.80%、0.04%和14.38%。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资

也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

政策环境

2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3~5年内热点

城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018年7月31日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。但同样在2018年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7月太原宣布取消二手房限售，12月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住销

售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在 2018 年 12 月 13 日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018 年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

3. 珠海市经济环境

区域经济与财政实力

根据《2018 年珠海市国民经济和社会发展统计公报》，珠海市全年实现地区生产总值（GDP）2914.74 亿元，同比增长 8.0%，增速分别高出全国、广东省 1.4 个和 1.2 个百分点，增速居广东省首位。分产业看，第一产业增加值 50.09 亿元，增长 1.2%，对 GDP 增长的贡献率为 0.3%；第二产业增加值 1433.82 亿元，增长 12.6%，对 GDP 增长的贡献率为 78.5%；第三产业增加值 1430.83 亿元，增长 3.5%，对 GDP 增长的贡献率为 21.2%。三次产业的比例 1.7：49.2：49.1。

2018 年，珠海市固定资产投资 1858.57 亿元，比上年增长 20.7%。其中，房地产开发投资 787.09 亿元，增长 18.2%；交通运输、仓储和邮政业投资 211.90 亿元，同比下降 15.4%，水利、环境和公共设施管理业投资 206.74 亿元，同比增长 45.8%。

财政收支方面，2018 年，珠海市实现一般公共预算收入 331.47 亿元，同比增长 5.4%；其中税收收入 260.28 亿元（占比 78.52%），增长 8.9%。税收收入以增值税、企业所得税等为主，一般公共预算收入质量好。同期，珠海市一般公共预算支出 572.52 亿元，增长 15.9%；教育、科学技术、文化体育和传媒、医疗卫生、

社会保障和就业、节能环保、城乡社区事务、农林水事务、住房保障等九项民生支出合计 400.31 亿元，同比增长 13.0%，占全市一般公共预算支出的 69.9%。

土地市场

根据 Wind 资讯数据，2018 年珠海市土地成交 75 宗，合计面积 405.35 万平方米，成交宗数较 2017 年减少 121 宗，成交面积下降 43.31%；全年土地出让金额 230.07 亿元，同比下降 46.31%；全年成交土地中住宅及商服类土地面积占比 25.22%，成交价占比 61.22%。

根据《珠海市 2018 年预算执行情况与 2019 年预算草案的报告》，2018 年，珠海市实现政府性基金预算收入 386.39 亿元，同比下降 0.7%；完成政府性基金预算支出 334.21 亿元，同比增长 4.7%。

房地产市场

2018 年，受粤港澳大湾区规划等因素影响，珠海市房地产投资总额持续上升，主要体现在土地购置费的提升；同期，珠海市商品房新开工面积、竣工面积、销售面积和销售额等均同比快速下降，系国家加大对房地产行业的管控所致。

表 3 珠海市主要房地产开发和销售指标
(单位：亿元、万平方米、%)

项目	2017 年	2018 年	同比变化率
房地产开发投资	666.12	787.09	18.2
商品房施工面积	3253.98	3419.18	5.1
其中：住宅	1908.85	1904.62	-0.2
商品房新开工面积	1006.98	598.28	-40.6
其中：住宅	527.90	287.71	-45.5
商品房竣工面积	422.80	267.06	-36.8
其中：住宅	280.07	189.17	-32.5
商品房销售面积	509.65	301.58	-40.8
其中：住宅	420.28	220.75	-47.5
商品房待售面积	167.09	188.05	12.5
其中：住宅	66.77	93.39	39.9
本年购置土地面积	63.12	9.78	-84.5
土地购置费	201.68	295.02	46.3

资料来源：联合资信根据公开资料整理

未来发展

《广东省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》明确提出了珠海市的定位为珠江西岸核心城市，要求进一步强化珠海作为珠江西岸核心城市的辐射、服务功能。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唯一连接的城市，再次迎来重大发展机遇，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。

总体看，跟踪期内珠海市经济水平和财政实力持续增强，土地、房地产受政策调控影响较大；未来，受益于多重政策支持利好，公司发展空间广阔。

六、基础素质分析

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。根据《珠海州市属国有企业功能界定与分类管理实施意见》，公司与控股子公司珠海金融投资控股集团有限公司（以下简称“珠海金控”，为珠海市国资委直管企业）被认定为竞争型商业类企业。目前，公司系珠海市由珠海市国资委履行出资人职责的市属龙头企业，城市运营、房地产开发、金融产业和产业投资等核心业务板块居珠海市第一。

根据中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G10440401000391600），截止2019年4月4日，公司正常类未结清贷款32笔，无未结清和已结清的不良信贷记录，信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制和管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司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，公司实现营业收入532.79亿元，同比增长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；受房地产开发业务等毛利率下降影响，公司综合毛利率为20.71%，同比下降0.38个百分点。

分业务看，跟踪期内除土地一级开发业务外，公司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年公司实现房地产销售收入228.00亿元，同比增长18.94%，占营业收入比重为42.79%；房地产销售业务毛利率水平较高，为28.02%。同期，公司实现土地一级开发收入48.73亿元，同比下降4.51%，主要系当期出让土地单价较低；毛利率变动主要系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同，2018年为59.18%。城市运营、房地产开发作为传统核心产业，是公司利润的主要来源及可持续发展的主要支撑，收入占比和毛利率处于较高水平。公司大宗商品批发业务是仅次于房地产开发业务的第二大收入来源，受限于行业特征和盈利模式，利润率低、盈利能力弱。2018年，公司扩大电解铜等有色金属的贸易规模，大宗商品批发业务实现收入199.77亿元，同比增长22.03%；大宗商品批发业务毛利率0.32%，同比变动较小。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，全牌照业务格局逐步完善；收入来源包括利息收入、手续费及佣金收入、顾问咨询费和担保收入等，业务规模持续扩大，收入水平持续提升；2018年，公司金融板块实现收入9.98亿元，毛利率68.92%。此外，公司汽车销售板块营收保持稳定，物业服务板块在公司持续的培育下收入大幅增长，但上述业务对收入和利润贡献小。

2019年1—3月，公司实现营业收入158.98亿元，综合毛利率为20.83%。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1、主营业务收入	432.49	97.95	22.26	519.34	97.48	20.36
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	2.07	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	6.56	1.49	-11.73	8.21	1.54	0.10
2、其他业务收入	9.06	2.05	13.90	13.44	2.52	34.34
合计	441.55	100.00	22.09	532.79	100.00	20.71

资料来源：公司提供

注：1.金融类业务收入主要包括利息净收入、顾问咨询费、手续费及佣金收入和担保业务收入等；2.其他主营业务收入包括物业服务、汽车销售和文体教育收入等；3.其他业务收入包括租赁收入、服务费收入、广告收入和停车费收入等；4.合计数不等于分项之和系四舍五入

2. 业务经营分析

房地产开发

公司房地产开发业务主要由珠海华发实业股份有限公司（股票代码：SH.600325，以下简称“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，作为公司合并范围内的上市子公司，拥有较为独立的经营权。

2018 年，华发股份实现营业收入 236.99 亿元，同比增长 18.80%；其中房地产销售收入为 226.61 亿元，同比增长 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（2018 年毛利率为 21.55%）和华中地区（毛利率为 18.42%）收入占比提升所致。

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。

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同比增长 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 1004.23 万平方米，同比增长 40.38%；年内竣工面积 178.57 万平方米。

表 5 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	1004.23
合同销售面积	133.76	194.87
合同销售金额	310.17	582
合同销售均价	2.32	2.99

资料来源：联合资信根据华发股份年度报告整理

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，推动公司销售业绩再创历史新高，实现签约销售面积 194.87 万平方米，同比增长 45.69%，签约销售额 582 亿元，同比增长 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%，进一步巩固大本营地位；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，在公司已进入的城市中，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 年底，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。公司在深耕珠海市场的基础上，成功布局华南、华中、华东、华北等经济较为发达地区的一二线城市及辐射的三四线城市。其中：华中地区、华东地区以武汉、上海、南京、杭州为核心，土地储备占比 46.95%；华南粤港澳大湾区区域以珠海、广州、深圳为核心，土地储备占比 29.81%；华北区域以北京、青岛、威海为核心，土地储备占比 8.75%；其他区域占比 14.49%。区域布局进一步优化。华发股份在建和储备房地产项目投资规模大，一方面为公司未来销售收入提供支撑，另一方面也为公司带来了一定的资金压力。

总体看，跟踪期内公司房地产板块投资及

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公司未来收入提供了有力保障；在建和储备项目主要集中在武汉、珠海等一二线核心城市。同时，房地产业务易受区域房地产市场行情、宏观调控及房地产政策等影响，未来收入及利润或将有所波动。

城市运营

公司城市运营板块主要由珠海华发综合发展有限公司（以下简称“华发综合发展”）下属子公司华发城市运营投资控股有限公司（以下简称“华发城市运营”）负责，业务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、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。

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包括三部分：①土地一级开发收益分成；②经营性项目经营收益（租金、酒店收入等）；③土地储备未来转让收入。经营性项目收益回收周期较长，华发城市运营主要通过土地出让收入分成及土地转让收入来实现资金平衡。

（1）土地一级开发

目前，华发城市运营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。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、珠海市保税区管委会、珠海（国家）高新技术产业开发区管理委员会、珠海市富山工业园管理委员会和珠海市斗门区人民政府等签订土地一级开发协议/合作开发协议，由华发城市运营负责上述 7 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，资金由华发城市运营负责筹集，上述政府机构对华发城

市运营主要通过以下两种方式进行补偿：①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）等额资金按一定比例返还给华发城市运营；②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华发城市运营所支付的土地一级开发成本后，华发城市运营可获得土地增值收益的一定比例等额资金作为土地一级开发收益。

珠海北站 TOD 项目系由珠海城际轨道实业有限公司与珠海市国土资源局签订协议，采用上述第二种模式进行收益分成；华发城市运

营作为珠海城际轨道实业有限公司参股股东，可获得其分红和超额收益分配。

2018 年，华发城市运营实现土地一级开发收入 48.73 亿元，同比下降 4.51%，主要系当期出让土地单价较低；当期土地一级开发收入主要来自十字门中央商务区、高新区北围、珠海北站 TOD 等项目；同期，华发城市运营土地一级开发业务毛利率 59.18%，同比有所下降，主要系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同。2018 年，华发城市运营土地一级开发业务获得回款 43.00 亿元。

表 6 华发城市运营土地出让情况（单位：宗、万平方米、亿元、%）

项目	十字门中央商务区		保税区二期		金湾航空新城		高新区北围	
	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
土地出让数量	5	5	5	2	3	2	6	1
出让建筑面积	45.50	34.96	25.11	23.87	31.60	26.81	60.36	3.60
分成收入	12.80	12.00	3.18	2.14	13.42	5.48	15.98	7.76
结转开发成本	4.73	2.00	3.09	0.96	5.12	1.62	3.13	3.94
开发收益	8.07	10.00	0.09	1.18	8.31	3.85	12.85	3.82
毛利率	63.05	83.12	2.69	55.20	61.87	70.36	80.40	49.23
项目	高新区 TOD		斗门一河两岸		富山工业园			
	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年		
土地出让数量	5	8	--	1	--	5		
出让建筑面积	18.75	32.65	--	4.17	--	83.62		
分成收入	5.65	9.33	--	2.39	--	9.65		
结转开发成本	0.00	0.00	--	2.39	--	8.96		
开发收益	5.65	9.33	--	0.00	--	0.69		
毛利率	100.00	100.00	--	0.00	--	7.10		

资料来源：华发综合发展提供
注：合计数不等于分项之和系四舍五入所致

截至 2018 年底，华发城市运营主要在建土地一级开发项目计划总投资 369.00 亿元，已完成投资 163.18 亿元。2019—2021 年，公司

土地一级开发业务预计分别投资 18.28 亿元、22.40 亿元和 22.50 亿元。

表 7 截至 2018 年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	开发面积	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
				2019 年	2020 年	2021 年
十字门中央商务区	5.77	84.00	63.00	2.00	4.00	4.50
金湾航空新城	3.80	35.00	32.40	0.60	1.00	1.00
保税区二期	2.30	20.00	12.60	0.00	4.40	3.00
高新区北围	8.60	140.00	24.40	2.50	4.00	4.00
富山产业新城	150.00	60.00	19.70	11.10	5.00	6.00

斗门一河两岸	10.00	20.00	6.85	1.08	2.00	2.00
珠海北站 TOD	1.46	10.00	4.23	1.00	2.00	2.00
合计	181.93	369.00	163.18	18.28	22.40	22.50

资料来源：华发综合发展提供

根据公司提供的预测，2019—2023 年，十字门中央商务区等七个存量项目预计可获得土地出让收入分成近 200 亿元。但联合资信同时注意到，由于土地出让面积和出让价格受宏观经济和政策调控的影响较大，公司土地出让分成返还的实际金额与预测金额可能会出现一定的差异，项目后期持续投入资金来源的稳定性有一定的风险。

（2）经营性项目

华发城市运营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、横琴创意谷及蓝湾智岛总部基地中心二期项目，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，建设完工对外出租、出售或运营，未来以经营性收入来平衡资金投入。截至 2019 年 3 月底，华发城市运营自营项目计划总投资 162.88 亿元，已投资 48.12 亿元，未来仍需投入 114.76 亿元，投资规模较大。

表 8 截至 2019 年 3 月底华发城市运营主要在建经营性项目投资情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	计划总投资	已完成投资	计划投资额		
				2019 年	2020 年	2021 年
横琴国际金融中心大厦	20.00	35.00	24.76	2.05	8.19	--
会展商务组团（二期）	27.50	43.50	6.37	3.08	10.00	10.00
蓝湾智岛总部基地中心（二期）	7.77	7.48	2.33	2.00	3.15	--
高新北围智谷圆芯	19.90	21.20	3.50	2.20	7.00	8.50
圣博立科创园	6.80	8.80	0.58	0.92	5.00	2.30
富山智选小镇生活中心	48.30	28.40	6.29	0.47	10.00	11.64
富山科创中心	12.80	11.80	2.20	0.75	5.00	3.85
富山产业服务中心	8.40	6.70	2.09	0.90	3.71	--
合计	151.47	162.88	48.12	12.37	52.05	36.29

资料来源：华发综合发展提供

总体看，华发城市运营自营项目未来投资规模较大，租金收入、运营收入等实现受出租率、租金水平、运营水平等因素影响大且回收周期较长，未来资金平衡主要依赖土地一级开发收入返还、土地增值及转让带来的收益。

（3）土地储备

除一级土地开发外，2010—2015 年，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。

总体看，公司城市运营板块项目储备充足，未来投资规模大，资金平衡依赖的土地分成及土地转让收入受经济环境和政策影响存在一定不确定性；但考虑到公司储备用土地获取时间较早，近年来珠海市土地价格不断攀升，目前实际价值较高。

金融及产业投资

公司金融板块经营主体主要是珠海金控和珠海华发集团财务有限公司（以下简称“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，及公司对外投资所获取的投资收益。

2018年，公司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（主要来自华金证券股份有限公司），其他金融业务收入2.97亿元。

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，全牌照业务格局逐步完善，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

公司大宗商品批发业务主要由华发综合发展下属子公司珠海华发商贸控股有限公司和香港华发投资控股有限公司负责。

跟踪期内，公司主要贸易品种仍为有色金属，2018年占比84.11%，其他为铜精矿、钢材、化工产品等；同期，公司实现大宗商品批发收入199.77亿元，同比增长22.03%，主要系扩大电解铜等有色金属贸易规模；前五大贸易产品收入合计占大宗商品批发收入的比重上升至43.11%，集中度高。2018年，公司大宗商品批发业务毛利率0.32%，同比变动不大。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水平低。

跟踪期内，公司大宗商品批发规模持续增长；但公司大宗商品批发板块整体毛利率水平低，对公司整体盈利贡献小。

3. 未来发展

“十三五”时期，在深化国企改革、粤港澳大湾区规划落实、珠海及横琴自贸区加速发展等众多利好因素支撑下，华发集团作为珠海市的龙头企业，面临着“再出发”的发展机遇。公司将以“创新驱动、战略引领、深化改革、提质增效”为总体思路，以打造千亿华发为战略目标，到2020年，实现营业收入突破千亿元，打造上市公司集群，冲刺世界500强的目标。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了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；公司提供的2019年一季度财务数据未经审计。

2018年，公司根据财政部《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》的要求编制财务报表，财务报表的列报发生变更，公司已对可比期间的数据进行追溯调整。2018年，公司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，公司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年底，公司拥有纳入合并范围的子公司407家，其中一级子公司10家。公司合并范围变化主要系华发股份新设房地产项目公司导致，合并范围变化对公司财务数据可比性影响较小。

截至2018年底，公司资产总额2826.17亿元，所有者权益860.58亿元（其中少数股东权益547.53亿元）；2018年，公司实现营业收入532.79亿元，利润总额56.16亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额3028.77亿元，所有者权益880.36亿元（其中少数股东权益559.96亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入158.98亿元，利润总额18.48亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额2826.17亿元，同比增长23.69%，主要来自流动资产的增加；从构成看，流动资产是公司资产总额的主要组成部分，2018年底占比为82.16%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年	2018年	2019年3月
----	-------	-------	---------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1869.81	81.84	2321.90	82.16	2537.49	83.78
货币资金	215.91	9.45	349.35	12.36	380.32	12.56
存货	1270.49	55.61	1527.66	54.05	1628.03	53.75
其他流动资产	104.91	4.59	152.92	5.41	181.58	6.00
非流动资产	414.99	18.16	504.26	17.84	491.28	16.22
可供出售金融资产	80.74	3.53	111.74	4.06	84.74	2.80
长期股权投资	146.70	6.42	180.44	6.38	186.42	6.16
资产总额	2284.79	100.00	2826.17	100.00	3028.77	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产方面，2018 年底公司流动资产 2321.90 亿元，同比增长 24.44%。其中，货币资金同比增长 61.81% 至 349.35 亿元，系对外融资和房地产销售回款，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，同比下降 7.31%，全部为存放境内银行同业；其他应收款 54.12 亿元，同比增长 166.99%，主要系来自应收土地竞买保证金的增加；其他流动资产同比增长 52.38% 至 152.92 亿元，主要系华发股份向合营、联营企业拆出资金增加，年末其他流动资产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。

公司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，2018 年底为 1527.66 亿元，同比增长 20.24%。其中，开发成本 1299.50 亿元，同比增加 151.16 亿元，主要系新开工项目及在建项目持续投入，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；年末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。开发产品净值 192.85 亿元，同比增加 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。

2018 年底，公司非流动资产 504.26 亿元，同比增长 20.38%。其中，可供出售金融资产 114.74 亿元，同比增加 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，同比增长 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；固定资产同比增长 9.81% 至 92.50 亿元，累计计提折旧 16.48 亿元，主要由房屋及建筑物（占 92.23%）构成。

2018 年底，公司受限资产账面价值合计 588.07 亿元，受限比例 20.81%，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。

2019 年 3 月底，公司资产总额 3028.77 亿元，较上年底增长 7.17%，主要来自房地产开发板块新开工项目及在建项目持续投入。

跟踪期内，公司资产总额进一步增长，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；总体看，公司整体资产质量较好，但受限资产规模较大，对流动性产生一定影响。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 860.58 亿元，同比增长 37.93%。其中，实收资本 11.20 亿元，同比未发生变化；其他权益工具 91.80 亿元，同比增加 19.80 亿元，主要为公司从兴业国际信托和交银国际信托取得的永续期债²；资本公积同比增加 35.98 亿元至 154.26 亿元，主要系①华发综合发展引进少数股东，投资价款与按少数股东持股比例相对应享受的相关子公司可辨认净资产份额之间的差额导致资本公积增加 33.38 亿元；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华发股份对十字门城建增资形成同一控制下企业合并，由于持股比例不同，增加资本公积 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；少数股东权益同比增加 173.26 亿元至 547.53 亿元，主要系华发综合发展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。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 880.36 亿元，较去年底增长 2.30%，主要来自华发股份少数股东权益的提升。

跟踪期内，受永续债发行、少数股东权益及留存收益增加影响，所有者权益规模快速增长；总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比较大，稳定性一般。

² 2018 年 12 月 26 日，公司与兴业国际信托有限公司签订永续期债权投资合同，新发行永续债 10 亿元，初始债权投资期限为 36 个月，公司有权于借款（债权投资）初始期限届满之前 30 个工作日书面通知兴业国际信托有限公司该期借款进入周期存续期，继续续期 24 个月，初始固定利率 7.5%。2018 年 12 月 20 日，公司与交银国际信托有限公司签订永续期债权投资合同，新发行永续债 10 亿元人民币，初始债权投资期限为 24 个月，公司有权于借款（债权投资）初始期限届满之前 30 个工作日书面通知交银国际信托有限公司该期借款进入周期存续期，继续续期 12 个月，初始固定利率 7.1%。

负债

2018 年底，公司负债总额 1965.59 亿元，同比增长 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，公司流动负债比重逐年提升，2018 年底为 64.75%。

流动负债方面，2018 年底，公司流动负债 1272.78 亿元，同比增长 33.37%。其中，短期借款 175.61 亿元，同比增长 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；预收款项同比增长 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房款增加（预收房款期末余额合计 385.43 亿元）；其他应付款为 127.49 亿元，同比增长 16.41%，主要来自往来款的增加；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；其他流动负债同比增长 36.40%至 110.71 亿元，主要为公司本部、华发综合发展、珠海金融投资控股集团有限公司发行的超短期融资券 95.00 亿元，以及华金-华发股份购房尾款资产支持专项计划优先 A 级和优先 B 级合计 8.50 亿元。

非流动负债方面，2018 年底，公司非流动负债 692.80 亿元，同比小幅下降 1.95%。其中，长期借款 374.00 亿元，同比下降 15.27%，长期借款以保证借款、抵押借款等为主；应付债券 309.00 亿元，同比增长 24.49%，主要系公司本部及华发综合发展、香港华发投资控股有限公司、华发股份发行公司债、中期票据及美元债等。

有息债务方面，将其他流动负债中的超短期融资券、资产支持证券和长期应付款中售后回租融资款等有息部分调整至全部债务后，2018 年底公司全部债务同比增长 14.17%至 1313.73 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。2018 年底，公司资产负债率、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%，同比分别下降 3.14 个、4.42 个和 8.58 个百分点。

表 10 公司债务情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017年	2018年	2019年3月
短期债务	451.82	630.69	696.65
长期债务	698.85	683.05	788.42
全部债务	1150.67	1313.73	1485.08
长期债务资本化比率	52.83	44.25	47.25
全部债务资本化比率	64.84	60.42	62.78
资产负债率	72.69	69.55	70.93

资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

将公司及下属子公司发行的永续债(其他权益工具)和权益性金融工具(少数股东权益)等计入有息债务后, 公司债务规模及债务指标有所提升, 但短期债务中包含规模较大的预收售房款。

随着业务规模不断扩张, 跟踪期内公司有息债务规模持续增长, 整体债务负担较重。

4. 盈利能力

2018 年, 公司实现营业收入 532.79 亿元, 同比增长 20.66%; 同期, 营业成本同比增长 22.80%, 增幅大于营业收入; 受此影响, 公司营业利润率同比下降 0.79 个百分点至 16.77%。

表 11 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017年	2018年
营业收入	441.55	532.79
投资收益	10.69	18.24
营业利润	49.61	55.76
利润总额	49.69	56.16
营业利润率	17.56	16.77
总资本收益率	3.00	2.85
净资产收益率	5.54	4.73

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

期间费用方面, 2018 年, 公司期间费用 52.17 亿元, 同比增长 30.37%。其中, 管理费用 27.09 亿元, 同比增长 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, 同比下降 3.52%, 主要受益于利息收入

增加。2018 年, 公司费用收入比为 9.79%, 同比提升 0.72 个百分点。

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

盈利指标方面, 2018 年, 公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.85% 和 4.73%, 同比分别下降 0.15 个和 0.81 个百分点。

2019 年 1—3 月, 公司实现营业收入 158.98 亿元, 利润总额 18.48 亿元。

总体看, 跟踪期内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, 华发集团整体盈利能力有待提升。

5. 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, 公司 2018 年经营活动现金流入量 730.81 亿元, 同比增长 25.91%, 其中销售商品、提供劳务收到的现金 650.59 亿元; 同期, 公司现金收入比 122.11%, 系预收售房款较多, 收入实现质量保持在较高水平。2018 年, 公司经营活动现金流出 620.18 亿元, 同比增长 30.31%, 主要系房地产、土地一级开发等项目投入增加。同期, 公司经营活动现金净流量 110.62 亿元。

表 12 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年
经营活动现金流入量	604.33	580.41	730.81
经营活动现金流出量	418.46	475.92	620.18

经营活动现金净流量	185.88	104.48	110.62
投资活动现金净流量	-103.58	-347.03	-358.72
筹资活动现金净流量	29.44	247.67	371.32
现金收入比	156.70	113.44	122.11

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流入94.20亿元，主要由收回投资收到的现金89.16亿元构成；同期，公司投资活动现金流出同比增长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，同比增长22.07%，主要系对股权、债权等投资规模加大。2018年，公司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，公司筹资活动现金流入1225.87亿元，同比增长28.90%，公司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凭证增加，2018年为19.35亿元。2018年，公司筹资活动现金流出同比增长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；同期，公司筹资活动现金流量净额371.13亿元。

2019年1—3月，公司经营活动现金净流量5.36亿元，投资活动现金净流量-95.02亿元，筹资活动现金净流量134.67亿元。

跟踪期内，受房地产板块及商贸板块规模扩大带动，公司经营活动现金流入规模快速增长，收入实现质量保持较高水平；公司较大规模的购地支出、对外投资等使得投资活动持续大幅净流出，对筹资活动依赖较强。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018年底，公司流动比率和速动比率分别为182.43%和62.40%；2019年3月底，上述指标分别为187.87%和67.33%，流动资产中存货占比高，

导致速动比率偏低。2018年，公司经营现金流动负债比为8.69%，经营活动净现金流对流动负债保障能力较弱。考虑到流动负债中不需要实际偿还的预收账款较多，公司实际偿债能力强于指标值。截至2019年3月底，公司现金类资产565.09亿元，对短期债务的覆盖倍数为0.81倍，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为82.86亿元，同比增长14.84%，与有息债务增幅基本一致，全部债务/EBITDA为15.86倍，EBITDA利息倍数为1.19倍。公司长期偿债能力指标一般。

截至2018年底，公司对外担保余额37.32亿元，担保比率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，公司为华金资本提供担保余额3.00亿元，公司为珠海容闳学校向交通银行珠海分行借款提供担保余额1.00亿元。总体看，公司担保比率较低，或有负债风险可控。

截至2018年底，公司共获得金融机构授信额度1816.35亿元，尚未使用824.67亿元，公司间接融资渠道畅通。另外，公司合并范围内拥有2家上市公司，控股非合并1家上市公司，直接融资渠道畅通。

总体看，公司是珠海市16家市属国企中的龙头企业，其城市运营、房地产开发、金融产业和产业投资等核心业务稳居珠海市第一位，资产质量较好，整体偿债能力极强。

7. 母公司财务分析

公司业务主要集中在下属子公司。截至2018年底，公司母公司资产总额301.61亿元，主要为其他应收款、长期股权投资和货币资金。所有者权益87.22亿元，主要为本部发行的永续债。负债214.39亿元，主要为长短期借款和本部发行的超短期融资券。2018年，公司

母公司实现营业收入 0.89 亿元，利润总额 1.40 亿元，利润主要来自投资收益，财务费用对利润形成一定侵蚀。2018 年底，公司母公司资产负债率为 71.08%，全部债务资本化比率为 70.73%，考虑所有者权益主要为永续债（91.80 亿元），实际债务负担较重。

十、存续债券偿还能力分析

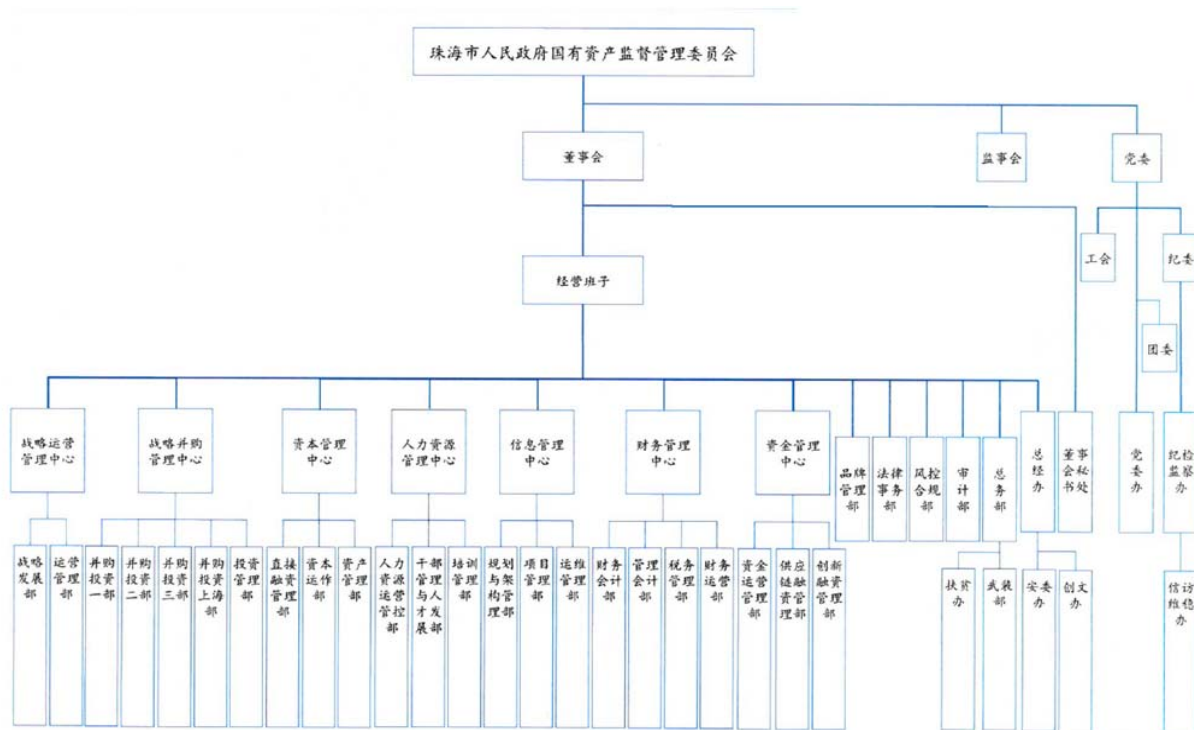
截至评级报告出具日，公司存续期内债券中“17华发集团MTN001”和“17华发集团MTN002”为永续期中期票据，发行规模合计 60.00 亿元，公司有权于 2022 年行使赎回权；“18华发集团MTN001”发行规模 10.00 亿元，将于 2021 年到期；“19华发集团MTN004”发行规模 15.00 亿元，将于 2022 年到期；“19华发集团MTN001”“19华发集团MTN002”和“19华发集团MTN003”发行规模 35.00 亿元，将于 2024 年到期。从存续债券的到期日或赎回日来看，未来公司的单年最高偿债金额为 75.00 亿元。

2018 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额及 EBITDA 分别为未来公司单年最高偿债金额的 9.74 倍、1.47 倍和 1.10 倍，公司经营活动现金流入量对未来公司的单年最高偿债金额保障能力较好。

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“17华发集团MTN001”“17华发集团MTN002”“18华发集团MTN001”“19华发集团MTN001”“19华发集团MTN002”“19华发集团MTN003”和“19华发集团MTN004”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权结构图和组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	337.20	352.10	477.64	565.09
资产总额(亿元)	1891.63	2284.79	2826.17	3028.77
所有者权益(亿元)	464.05	623.92	860.58	880.36
短期债务(亿元)	312.28	451.82	630.69	696.65
长期债务(亿元)	632.12	698.85	683.05	788.42
全部债务(亿元)	944.40	1150.67	1313.73	1485.08
营业收入(亿元)	321.37	441.55	532.79	158.98
利润总额(亿元)	30.98	49.69	56.16	18.48
EBITDA(亿元)	54.43	72.15	82.86	--
经营性净现金流(亿元)	185.88	104.48	110.62	5.36
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.71	31.97	21.38	--
存货周转次数(次)	0.25	0.29	0.30	--
总资产周转次数(次)	0.19	0.21	0.21	--
现金收入比(%)	156.70	113.44	122.11	113.26
营业利润率(%)	17.56	17.56	16.77	16.76
总资本收益率(%)	2.79	3.00	2.85	--
净资产收益率(%)	4.47	5.54	4.73	--
长期债务资本化比率(%)	57.67	52.83	44.25	47.25
全部债务资本化比率(%)	67.05	64.84	60.42	62.78
资产负债率(%)	75.47	72.69	69.55	70.93
流动比率(%)	199.56	195.53	182.43	187.87
速动比率(%)	62.12	62.39	62.40	67.33
经营现金流动负债比(%)	23.84	10.95	8.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.35	15.95	15.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.81	1.19	1.19	--

注：1.2019 年一季度财务数据未经审计；2.已将其他流动负债中有息部分调入短期债务，将长期应付款中应付融资租赁款调入长期债务核算；3.已将应付债券中一年内到期部分自长期债务调整至短期债务核算

附件 3 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	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
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	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×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%

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+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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	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	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	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	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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变