

信用等级公告

联合〔2020〕1472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 01/19 华发债”“19 华发集团 MTN001”“19 华发集团 MTN002”“19 华发集团 MTN003”“19 华发集团 MTN004”“19 华发集团 MTN005”“19 华发集团 MTN006”和“19 华发集团 MTN007”“19 华发集团 MTN008A”“19 华发集团 MTN008B”“20 华发集团 01/20 华发债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告



珠海华发集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果:

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
17 华发集团 MTN001 ¹	AAA	稳定	AAA	稳定
17 华发集团 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华发集团 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华发债/ 19 华发集团 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华发集团 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华发集团 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华发集团 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华发集团 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华发集团 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华发集团 MTN006	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华发集团 MTN007	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华发集团 MTN008A	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华发集团 MTN008B	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华发债/ 20 华发集团 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 华发集团 MTN001	20 亿元	20 亿元	2022/12/08
17 华发集团 MTN002	40 亿元	40 亿元	2022/12/20
18 华发集团 MTN001	10 亿元	10 亿元	2021/12/13
19 华发债/ 19 华发集团 01	10 亿元	10 亿元	2029/11/04
19 华发集团 MTN001	10 亿元	10 亿元	2024/01/16
19 华发集团 MTN002	15 亿元	15 亿元	2024/01/23
19 华发集团 MTN003	10 亿元	10 亿元	2024/04/23
19 华发集团 MTN004	15 亿元	15 亿元	2022/04/30
19 华发集团 MTN005	10 亿元	10 亿元	2024/09/27
19 华发集团 MTN006	10 亿元	10 亿元	2024/11/06

¹ “17 华发集团 MTN001” “17 华发集团 MTN002” “19 华发集团 MTN007” “19 华发集团 MTN008A” 和 “19 华发集团 MTN008B” 为永续期中期票据，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、金融服务和实业投资为四大核心业务,商贸服务、现代服务等多种产业并举发展的综合性企业集团,在经营规模、品牌影响力、多元化发展等方面具有显著优势。跟踪期内,公司各项业务稳步发展,营业收入快速增长。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政策影响、债务负担较重及存在较大资本支出压力等因素对其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,公司面临良好的发展机遇,综合竞争力有望进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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 华发债/19 华发集团 01” “19 华发集团 MTN001” “19 华发集团 MTN002” “19 华发集团 MTN003” “19 华发集团 MTN004” “19 华发集团 MTN005” “19 华发集团 MTN006” 和 “19 华发集团 MTN007A” “19 华发集团 MTN008A” “19 华发集团 MTN008B” 和 “20 华发债/20 华发集团 01” 的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 华发集团 MTN007	10 亿元	10 亿元	2022/12/06
19 华发集团 MTN008A	8 亿元	8 亿元	2022/12/11
19 华发集团 MTN008B	2 亿元	2 亿元	2024/12/11
20 华发债/20 华发集团 01	10 亿元	10 亿元	2030/01/17

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 06 月 08 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评价结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	1	
			企业管理	1	
			经营分析	1	
财务风险	F2	现金流	资产质量	2	
			盈利能力	1	
			现金流量	1	
		资本结构		3	
		偿债能力		3	
调整因素和理由				调整子集	
--				--	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

优势

- 跟踪期内，受益于多重政策利好，珠海市经济和财政实力持续增强，公司发展的外部环境良好。
- 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、金融产业和实业投资等核心业务稳居珠海市第一位。
- 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

- 公司房地产开发和土地一级开发业务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。
- 公司在建项目拟投资规模较大，存在较大资本支出压力。
- 随着业务规模不断扩张，跟踪期内公司息债务规模持续增长，整体债务负担较重。

分析师：许狄龙 唐 嵩

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
 中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	352.10	477.64	645.43	926.94
资产总额(亿元)	2284.79	2826.17	3618.40	4117.11
所有者权益(亿元)	623.92	860.58	1070.67	1116.32
短期债务(亿元)	451.82	630.69	633.69	825.60
长期债务(亿元)	698.85	683.05	965.98	1174.81
全部债务(亿元)	1150.67	1313.73	1599.67	2000.41
营业收入(亿元)	441.55	532.79	792.69	199.57
利润总额(亿元)	49.69	56.16	73.67	18.15
EBITDA(亿元)	72.15	82.86	101.66	--
经营性净现金流(亿元)	104.48	110.62	218.28	60.73
现金收入比(%)	113.44	122.11	122.08	108.78
营业利润率(%)	17.56	16.77	14.35	12.41
净资产收益率(%)	5.54	4.73	4.72	--
资产负债率(%)	72.69	69.55	70.41	72.89
全部债务资本化比率(%)	64.84	60.42	59.91	64.18
流动比率(%)	195.53	182.43	190.99	191.26
速动比率(%)	62.39	62.40	71.05	79.52
经营现金流动负债比(%)	10.95	8.69	13.87	--
现金短期债务比(倍)	0.78	0.76	1.02	1.12
EBITDA 利息倍数(倍)	1.19	1.19	1.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.95	15.86	15.73	--
公司本部				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	163.76	301.61	434.27	535.15
所有者权益(亿元)	74.04	87.22	128.29	139.10
全部债务(亿元)	86.97	210.77	300.35	389.96
营业收入(亿元)	0.83	0.89	1.68	0.00
利润总额(亿元)	3.14	1.40	8.19	-1.90
资产负债率(%)	54.79	71.08	70.46	74.01
全部债务资本化比率(%)	54.02	70.73	70.07	73.71
流动比率(%)	104.89	103.81	101.23	112.93
经营现金流动负债比(%)	-13.19	-65.99	3.80	--

注：1. 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、其他非流动负债中有息部分调入长期债务计算；2. 2020 年一季度报表未经审计

评级历史：

债项名称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 华发债/20 华发集团 01	AAA	AAA	稳定	2019/12/12	赵传第、 许狄龙、 唐嵩	城市基础设施投资企业信用评级 方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用 评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
19 华发集团 MTN008B	AAA	AAA	稳定	2019/09/25	赵传第、 许狄龙、 唐嵩	城市基础设施投资企业信用评级 方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用 评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
19 华发集团 MTN008A	AAA	AAA	稳定	2019/09/25	赵传第、 许狄龙、 唐嵩	城市基础设施投资企业信用评级 方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用 评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
19 华发集团 MTN007	AAA	AAA	稳定	2019/09/19	赵传第、 许狄龙、 唐嵩	城市基础设施投资企业信用评级 方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用 评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
19 华发集团 MTN006	AAA	AAA	稳定	2019/09/19	赵传第、 许狄龙、 唐嵩	城市基础设施投资企业信用评级 方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用 评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
19 华发集团 MTN005	AAA	AAA	稳定	2019/09/18	赵传第、 许狄龙、 唐嵩	城市基础设施投资企业信用评级 方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用 评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
19 华发债/19 华发集团 01	AAA	AAA	稳定	2019/08/21	赵传第、 许狄龙、 唐嵩	城市基础设施投资企业信用评级 方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用 评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
19 华发集团 MTN004	AAA	AAA	稳定	2019/04/10	赵传第、 许狄龙	城市基础设施投资企业主体信用 评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型 （2016 年）	阅读全文
19 华发集团 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/01/08	赵传第、 许狄龙	城市基础设施投资企业主体信用 评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型 （2016 年）	阅读全文
19 华发集团 MTN003	AAA	AAA	稳定	2018/09/05	赵传第、 许狄龙	城市基础设施投资企业主体信用 评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型 （2016 年）	阅读全文
19 华发集团 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018/09/05	赵传第、 许狄龙	城市基础设施投资企业主体信用 评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型 （2016 年）	阅读全文
18 华发集团 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/09/05	赵传第、 许狄龙	城市基础设施投资企业主体信用 评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型 （2016 年）	阅读全文
17 华发集团 MTN002	AAA	AAA	稳定	2017/11/28	赵传第、 许狄龙	基础设施建设投资企业信用分析 要点（2015 年）	阅读全文
17 华发集团 MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/09/19	赵传第、 许狄龙	基础设施建设投资企业信用分析 要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 2020 年跟踪评级报告

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、主体概况

跟踪期内,公司股权结构和经营范围均无变化。截至 2020 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”)为公司唯一股东和实际控制人(详见附件 1-1)。

截至 2019 年底,公司资产总额 3618.40 亿元,所有者权益 1070.67 亿元(其中少数股东权益 694.68 亿元);2019 年,公司实现营业收入 792.69 亿元,利润总额 73.67 亿元。

截至 2020 年 3 月底,公司资产总额 4117.11 亿元,所有者权益 1116.32 亿元(其中少数股东权益 724.52 亿元);2020 年 1—3 月,公司实现营业收入 199.57 亿元,利润总额 18.15 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,公司由联合资信评级的存续债券 14 只,债券余额合计 180.00 亿元,详情见表 1。其中,“17 珠海集团 MTN001”“17 珠海集团 MTN002”“19 珠海华发 MTN007”“19 珠海华发 MTN008A”和“19 珠海华发 MTN008B”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,公司已按时足额支付了“17 珠海集团 MTN001”“17 珠海集团 MTN002”“18 珠

海华发 MTN001”“19 华发债/19 华发集团 01”“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”等债券的当期利息,其他存续债券尚未到付息日。

表 1 跟踪评级债券概况(单位: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 华发债/19 华发集团 01	10.00	2019/11/04	5+5	4.43
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
19 华发集团 MTN005	10.00	2019/09/27	5	4.21
19 华发集团 MTN006	10.00	2019/11/06	5	4.39
19 华发集团 MTN007	10.00	2019/12/06	3+N	4.57
19 华发集团 MTN008A	8.00	2019/12/11	3+N	4.54
19 华发集团 MTN008B	2.00	2019/12/11	5+N	5.30
20 华发债/20 华发集团 01	10.00	2020/01/17	5+5	4.05
合计	180.00	--	--	--

资料来源:联合资信根据公开资料整理

“19 华发债/19 华发集团 01”募集资金部分用于智谷圆芯广场(二期)的项目建设,“20 华发债/20 华发集团 01”募集资金部分用于珠海发展投资基金(有限合伙),剩余债券募集资金均用于偿还有息债务或置换有息债务和补充营运资金;截至 2020 年 3 月底,募集资金均已按计划使用完毕;智谷圆芯广场(二期)的项目正在建设中。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来,在世界大变局加速演变更趋明显,国际动荡源和风险点显著增多,全球经济增长放缓的背景下,中国经济增速进一步下滑,消费价格上涨结构性特征明显,财政收支缺口扩大,就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济

增速继续下行,全年 GDP 同比增长 6.1% (见下表),为 2008 年国际金融危机以来之最低增速;其中一季度累计同比增长 6.4%,前二季度累计同比增长 6.3%,前三季度累计同比增长均为 6.2%,逐季下滑态势明显。2020 年一季度,受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击,GDP 同比增长-6.8%,是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016 - 2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注: 1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率,规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率,GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中,2016—2017 年为城镇登记失业率,2018 年开始为城镇调查失业率,指标值为期末数

数据来源: 联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态,对外贸易总额同比减少,2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年,社会消费品零售总额同比增长 8.0%,较上年下滑 1.0%,其中网上零售额 10.6 万亿元,同比增长 16.5%。全国固定资产投资(不含农户)同比增长 5.4%,比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看,制造业投资增速为 3.1%,比上年低 6.4 个百分点;基础设施投资增速为 3.8%,与上年持平;房地产投资增速为 9.9%,比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%,比上年低 4.0 个百分点;国有投资增速为 6.8%,比上年高 4.9 个百分点。2019 年,货物进出口总额

31.54 万亿元,同比增长 3.4%,增速比上年回落 6.3 个百分点。其中,出口增长 5.0%,进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元,同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%,对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元,增长 10.8%。2020 年一季度,社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额(不含农户)和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%,三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落,服务业较快发展,2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年,国民经济第一产业、第二产业和第三

产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术

支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，

大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动

减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国

宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，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快速健康发展、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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先

后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作

为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3 2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
			低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，

部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 房地产行业

（1）行业概况

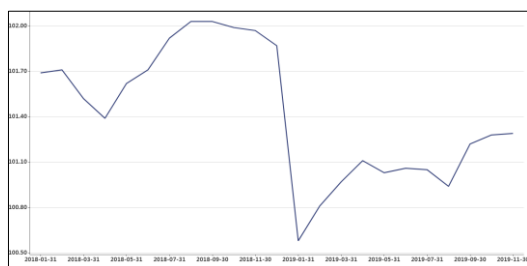
2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地

产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图 1 2018 年 - 2019 年 11 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较于 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2

月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

（2）土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；

资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20%的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00%的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1—3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春

行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 4 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18	24004.52	14.46	25228.77	14.13
利用外资	168.19	0.11	107.98	0.07	175.72	0.10
自筹资金	50872.22	32.60	55830.65	33.64	58157.84	32.56
其他资金	79770.46	51.12	86019.74	51.83	95046.26	53.21
其中：定金及预收款	48693.57	31.20	55418.17	33.39	61359.00	34.35
个人按揭	23906.31	15.32	23705.89	14.28	27281.00	15.27
合 计	156052.62	100.00	165962.89	100.00	178608.59	100.00

资料来源：联合资信 Wind 资料整理

（3）政策环境

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9

月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。（具体政策内容见下表）

表 5 2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制

2019年7月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019年9月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019年11月	央行	强调“因城施策”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见下表）

险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见下表）

表6 2019年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019年5月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019年7月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019年7月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019年8月	银保监会	银保监会决定在32个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019年9月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

3. 珠海市经济环境

跟踪期内，珠海市经济水平和财政实力持续增强，土地及房地产市场整体呈平稳发展趋势，公司经营面临良好的外部环境。未来，受益于多重政策利好，公司发展空间广阔。

（1）区域经济及财政实力

根据《珠海市国民经济和社会发展统计公报》，2019年珠海市全年实现地区生产总值（GDP）3435.89亿元，同比增长6.8%。分产业看，第一产业增加值57.36亿元，增长1.9%，对GDP增长的贡献率为0.48%；第二产业增加

值1528.73亿元，增长4.6%，对GDP增长的贡献率为33.06%；第三产业增加值1849.79亿元，增长9.2%，对GDP增长的贡献率为66.46%。三次产业的比例1.7：44.5：53.8。珠海市人均地区生产总值达17.55万元，按平均汇率折算为2.54万美元。

2019年，珠海市固定资产投资1971.88亿元，比上年增长6.1%。其中，房地产开发投资893.36亿元，增长13.5%。分产业看，第二产业投资290.84亿元，增长15.2%；第三产业投资1679.54亿元，增长4.6%。工业投资291.68

亿元，增长 15.5%，工业投资中的制造业投资 199.90 亿元，增长 9.0%。

财政收支方面，2019 年珠海市实现一般公共预算收入 344.49 亿元，同比增长 3.9%；其中税收收入 284 亿元（占比 82.44%），增长 9.1%。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 615.74 亿元，增长 7.5%；教育、科学技术、文化旅游体育和传媒、卫生健康、社会保障和就业、节能环保、城乡社区、农林水、住房保障等九项民生支出合共 436.1 亿元，同比增长 8.9%，占全市一般公共预算支出的 70.8%。珠海市财政自给率为 55.95%，自给率一般。

2020 年一季度，珠海市地区生产总值为 703.46 亿元，下降 9.2%，主要系新冠肺炎疫情影响。其中，第一产业增加值为 14.47 亿元，下降 6.9%；第二产业增加值为 253.39 亿元，下降 20.7%；第三产业增加值为 435.59 亿元，增长 0.7%。固定资产投资额 366.33 亿元，下降 8.9%；一般公共预算收入完成 99.3 亿元，增长 0.3%；一般公共预算支出累计完成 159.2 亿元。

（2）土地市场

根据 Wind 资讯数据，2019 年，珠海市土地市场在 2018 年遇冷后有所回暖，全年土地成交 83 宗，同比增加 8 宗；成交面积 524.22 万平方米，同比增长 29.33%；土地出让金额 457.19 亿元，同比增长 98.72%；成交土地中住宅及商服类土地面积占比 52.26%，成交价占比 95.55%，占比均较上年大幅提升。

（3）房地产市场

2019 年，珠海市延续国家严控房地产的政策，当年新开工面积同比快速下降，但受粤港澳大湾区规划等因素持续影响，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；同时，珠海市商品房施工面积、销售面积、竣工面积和待售面积同比均呈现不同程度增长。

表 7 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	2018 年	2019 年	同比变化率
房地产开发投资	787.09	893.36	13.5
商品房施工面积	3419.18	3646.11	6.6
其中：住宅	1904.62	1922.19	0.9
商品房新开工面积	598.28	345.93	-42.2
其中：住宅	287.71	345.93	20.2
商品房竣工面积	267.06	301.57	12.9
其中：住宅	189.17	170.10	-10.1
商品房销售面积	301.58	437.61	45.1
其中：住宅	220.75	386.72	75.2
商品房待售面积	188.05	281.15	49.5
其中：住宅	93.39	154.77	65.7
本年购置土地面积	9.78	104.45	968.0
土地购置费	295.02	349.23	18.4

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4）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。

六、基础素质分析

公司以城市运营、房产开发、金融服务和实业投资为核心业务，在经营规模、品牌影响力和多元化发展等方面具有显著优势。

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《珠海市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（现更名为“珠海华发投资控股有限公司”，以下简称“华发投控”，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、金融产业和实业投资等核心业务板块居珠海市第一。

公司目前已形成以城市运营、房产开发、金融产业、实业投资为四大核心主业，以商贸服务、现代服务等为综合配套业务的“4+2”业务格局。公司城市运营业务、商贸服务和现代服务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”），其中城市运营业务由其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，商贸服务业务由其子公司珠海华发商贸控股有限公司（以下简称“华发商贸”）及华发集团子公司香港华发投资控股有限公司（以下简称“香港华发”）负责，现代服务业务由其子公司珠海华发现代服务投资控股有限公司负责；此外，房产开发业务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”）负责运营，金融产业由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，实业投资业务主要华金国际和华金资本负责运营，文体教育业务由珠海华发文教旅游产业发展有限公司负责运营。

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》（授信机构版），截至 2020 年 5 月 19 日，子公司华发投控无已结清及未结清不良信贷信息记录。

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》（授信机构版），截至 2020 年 4 月 27 日，子公司华发股份无已结清及未结清不良信贷信息记录。

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》（授信机构版），截至 2020 年 4 月 30 日，子公司华发综合发展无已结清及未结清不良信贷信息记录。

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

华发集团目前已形成以城市运营、房产开发、金融产业、实业投资为四大核心主业，以商贸服务、现代服务等为综合配套业务的“4+2”业务格局；跟踪期内，华发集团营业收入快速增长，但综合毛利率有所下降。

2019 年，公司实现营业收入 792.69 亿元，同比增长 48.78%，主要系房地产销售收入和大宗商品批发收入快速增长带动；受毛利率较高的土地一级开发收入占比下降及物业服务业务毛利率下降等因素综合影响，公司综合毛利率为 18.55%，同比下降 2.16 个百分点。

分业务看，2019 年受项目开发规模不断扩大影响，公司房地产销售收入同比增长 30.29% 至 317.55 亿元，占营业收入比重为 40.06%；业务毛利率维持在较高水平，为 30.29%。土地一级开发收入同比下降 8.55% 至 44.57 亿元，主要系土地出让面积下降等因素导致；业务毛利率 69.22%，同比提升 10.04 个百分点，主要系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同所致。土地一级开发业务及房地产开发业务作为传统核心产业，是公司利润的主要来源及可持续发展的重要支撑。大宗商品批发收入是公司第一大收入来源，受限于行业特征和盈利模式，利润率维持在低水平；2019 年，公司持续扩大有色金属的贸易规模，实现大宗商品批发收入 363.05 亿元，同比增长 81.73%；业务毛利率为 0.26%。金融业务作为公司核心突破板块发展迅速，全牌照业务格局逐步完善；2019 年，公司实现金融收入 14.72 亿元，同比增长 20.39%；业务毛利率为 72.97%。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 199.57 亿元，同比增长 25.53%，主要来自于房地产销售收入、大宗商品批发收入和物业服务收入的增加；综合毛利率 15.88%，同比下降 4.95 个百分点，主要系土地一级开发业务毛利率下降

及受疫情影响会展业务毛利率下降。

表 8 公司营业收入构成与毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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
房地产开发	228.00	42.79	28.02	317.55	40.06	30.29	88.07	44.13	26.41
土地一级开发	48.73	9.15	59.18	44.57	5.62	69.22	8.12	4.07	57.87
大宗商品批发	199.77	37.50	0.32	363.05	45.80	0.26	89.12	44.66	0.29
物业服务	17.81	3.34	19.64	21.10	2.66	11.71	5.59	2.80	10.57
汽车销售	4.58	0.86	9.28	4.29	0.54	7.32	0.44	0.22	14.91
金融业务	12.23	2.30	68.85	14.72	1.86	72.97	3.42	1.71	70.22
酒店会展服务	4.05	0.76	14.04	5.09	0.64	15.88	0.43	0.21	-50.23
其他业务	17.61	3.30	23.04	22.33	2.82	21.22	4.37	2.19	14.19
合计	532.79	100.00	20.71	792.69	100.00	18.55	199.57	100.00	15.88

注：金融业务收入包括利息收入、手续费及佣金收入及其他金融收入等；其他业务收入包括文体教育收入、租赁收入、服务费收入、广告收入和停车费收入等；合计数不等于分项之和系四舍五入

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2. 业务经营分析

（1）房地产开发

跟踪期内，华发股份持续深耕珠海市场，布局核心一、二线城市，具有广泛的市场影响力和较高的品牌认知度；但在建项目较多，在建面积较大，面临较大资本支出压力；此外，联合资信关注到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。

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，拥有较为独立的经营权。

2019 年，华发股份实现营业收入 331.49 亿元，同比增长 39.87%；其中，房地产销售收入 317.35 亿元，同比增长 40.04%。分区域看，珠海地区占比 19.07%，华南地区（不含珠海）占比 24.99%，华东地区占比 20.66%，华中地区占比 27.36%，山东地区占比 7.09%，北方地区占比 0.83%；珠海地区作为公司发展战略大本营仍是房地产销售收入的重要来源之一，但占比不断下降，华南地区、华中地区及华中地区占比大幅提升，已反超珠海地区。业务毛利率方面，2019 年华发股份房地产销售板块毛利率为 30.31%，同比提升 2.36 个百分点，主要系毛利率较高的华南地区收入占比提升、山东地区和华东地区当年结转收入项目拿地时间

较早地价较低及当地房价上升较快导致。2020 年一季度，华发股份实现营业收入 90.34 亿元，同比增长 34.73%；综合毛利率 25.78%，同比下降 5.67 个百分点。

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。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、南京、杭州、成都、苏州、郑州、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 40 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持续加快，新开工面积、期末在建面积大幅提升。2019 年，华发股份新开工面积同比增长 26.67%至 650.61 万平方米，主要集中在武汉、珠海、中山和天津等；随着在建项目的持续投入，期末在建面积 1367.02 万平方米，同比增长 36.13%；年内竣工面积 279.66 万平方米。2020 年一季度，华发股份新开工面积 156.24 万平方米，竣工面积 25.24 万

平方米，期末在建面积 1498.04 万平方米。

表 9 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	2018 年	2019 年
新开工面积	513.64	650.61
竣工面积	178.57	279.66
期末在建面积	1004.23	1367.02
合同销售面积	194.87	395.91
合同销售金额	582	922.73
合同销售均价	2.99	2.33

资料来源：联合资信根据华发股份年度报告整理

销售方面，随着项目开发步伐不断加快，竣工及开启预售的项目不断增加，跟踪期内华发股份销售业绩快速提升。2019 年，华发股份实现签约销售面积 395.91 万平方米，同比增长 103.17%，签约销售额 922.73 亿元，同比增长 58.54%，但销售均价下降至 2.33 万元/平方米，与不同城市的房地产价格不同有较大关联。2020 年一季度，华发股份实现合同销售金额 152.48 亿元，合同销售面积 58.02 万平方米。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，新进驻南京、苏州等城市。得益于全国化布局战略的加快实施，华发股份销售业绩快速增长；华东地区签约销售 375.21 亿元，占比 40.66%；其次为珠海区域，实现签约销售 256.21 亿元，占比 27.76%；华南区域和华中区域分别完成签约销售 103.06 亿元和 80.89 亿元，为次重点区域；北方区域和山东区域合计实现签约销售 87.18 亿元。从销售结构来看，公司业务布局趋于合理，有效避免了因市场单一带来的风险。

土地储备方面，截至 2019 年底华发股份共拥有 34 个项目的土地储备，规划计容面积 697.48 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、杭州为核心，土地储备占比 54.02%；华南粤港澳大湾区区域以珠海、中山、

江门为核心，土地储备占比 33.93%；华北区域以北京、烟台、威海为核心，土地储备占比 12.05%。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。

(2) 城市运营

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；同时，联合资信关注到公司在建自营项目投资规模较大，未来收益实现受出售进度及出租情况影响存在不确定性，资金回收周期较长。

华发集团城市运营板块业务主要由华发城市运营负责，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。

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

技术产业开发园区管理委员会、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。

2019 年，华发城市运营实现土地一级开发收入 44.57 亿元，同比下降 8.55%，收入主要来自金湾航空新城及富山工业园等项目；同期，华发城市运营土地一级开发业务毛利率 69.22%，同比提升 10.04 个百分点，主要系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同；2019 年，华发城市运营土地一级开发业务获得回款 11.40 亿元，回款情况较差。

表 10 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	
	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年
土地出让数量	5	0	2	7	2	1	1	3
出让建筑面积	34.96	0.00	26.81	87.10	23.87	3.08	3.60	14.00
分成收入	12.00	0.00	5.48	25.58	2.14	0.29	7.76	9.54
结转开发成本	2.00	0.00	1.62	2.94	0.96	0.22	3.94	2.03
开发收益	10.00	0.00	3.85	26.03	1.18	0.07	3.82	1.97
毛利率	83.12	0.00	70.36	89.85	55.20	25.34	49.23	49.23
项目	珠海北站 TOD		斗门一河两岸		富山工业园			
	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年		
土地出让数量	8	4	1	0	5	1		
出让建筑面积	32.65	23.61	4.17	0.00	83.62	18.41		
分成收入	9.33	5.53	2.39	0.00	9.65	8.54		
结转开发成本	0.00	0.00	2.39	0.00	8.96	7.91		
开发收益	9.33	5.53	0.00	0.00	0.69	0.63		
毛利率	100.00	100.00	0.00	0.00	7.10	7.41		

资料来源：公司提供

截至 2020 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 366.60 亿元，已完成投资 182.96 亿元。2020 年 4—12

月、2021 年和 2022 年，公司土地一级开发业务预计分别投资 12.39 亿元、20.35 亿元和 20.73 亿元。

表 11 截至 2020 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	开发面积	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
				2020 年	2021 年	2022 年
十字门中央商务区	5.77	81.60	65.03	3.06	3.50	4.50
金湾航空新城	3.80	35.00	32.47	0.72	0.85	0.96
保税区二期	2.30	20.00	12.60	0.32	3.00	3.20
高新区北围	8.60	140.00	28.76	0.59	2.00	2.50
富山产业新城	150.00	60.00	30.75	5.44	7.00	4.00

斗门一河两岸	10.00	20.00	8.24	1.44	2.00	3.50
珠海北站 TOD	1.46	10.00	5.11	0.82	2.00	2.07
合计	181.93	366.60	182.96	12.39	20.35	20.73

注：部分项目计划总投资规模随项目进展有调整
资料来源：公司提供

根据公司提供的预测，2020—2024 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及时点与预测可能会出现一定的差异。

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（二期）、富山智选小镇生活中心、高新北围智谷圆芯及富山科创中心等项目，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，建设完工对外出租、出售或运营，未来以经营性收入来平衡资金投入。截至 2020 年 3 月底，华发城市运营自营项目计划总投资 154.58 亿元，已完成投资 49.40 亿元，未来仍需投入 105.18 亿元，投资规模较大。

表 12 截至 2020 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		
				2020 年 4—12 月	2021 年	2022 年
会展商务组团（二期）	27.50	43.50	10.33	5.57	15.00	12.60
蓝湾智岛总部基地中心（二期）	7.80	7.48	4.15	0.47	2.83	0.00
高新北围智谷圆芯	21.53	21.20	5.20	2.16	8.84	5.00
圣博立科创园	10.52	8.80	1.07	1.64	3.49	0.00
富山智选小镇生活中心	46.17	28.40	6.64	2.06	10.24	9.46
富山科创中心	12.80	11.80	2.54	0.29	4.00	4.97
富山产业服务中心	8.40	6.70	3.50	2.00	1.20	0.00
华发四季峰景一期	6.86	14.00	11.82	0.53	1.65	0.00
华发四季峰景二期	6.20	12.70	4.15	0.53	5.00	3.02
合计	147.78	154.58	49.40	15.25	52.25	35.05

注：部分项目计划总投资规模随项目进展有调整
资料来源：公司提供

（3）土地储备

除一级土地开发外，截至 2020 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 52 宗、占地面积合计 218.52 万平方米、计容建筑面积 538.88 万平方米的土地使用权，账面价值 168.35 亿元，土地性质包括住宅、商业和公寓。

（3）金融业务

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；同时，公司金融业务尚处于培育期，市场竞争力较弱；受强监管、合规趋严的影响，公司风控团队有待补充，风控能力有待提升。

华发集团金融板块经营主体主要是华发投控和华发财务。

公司金融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、其他金融收入等及对外投资所获取的投资收益。跟踪期内，随着金融业务逐渐成熟带动金融业务收入不断增长，2019 年为 14.72 亿元，其中利息收入 7.53 亿元、手续费及佣金收入 3.18 亿元、其他

金融收入 4.01 亿元。

公司投资收益主要系参股华润银行、珠海农商行及华通金租等获得的股权投资收益、持有和处置债券、基金、资管/信托计划等所得。2019 年，公司实现投资收益 21.73 亿元，其中持有至到期投资在持有期间的投资收益（主要来自信托收益）0.31 亿元，权益法核算的长期股权投资收益 10.85 亿元，持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益 5.04 亿元，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（交易性金融资产）在持有期间的投资收益 4.02 亿元。

（4）大宗商品批发

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。

公司大宗商品批发业务主要由华发商贸和香港华发负责。

跟踪期内，公司主要贸易品种仍为有色金属，2019 年占比超过 90%；同期，公司实现大宗商品批发收入 363.05 亿元，同比增长 81.73%，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下降至 27.12%，集中度较上年大幅下降（2018 年为 43.11%）。2019 年，公司大宗商品批发业务毛利率 0.26%，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。

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 2019 年度合并财务报表，致同会计师事务所（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 2020 年一季度财务数据未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的子公司 580 家。2019 年，公司合并范围内新增子公司 153 家，其中通过非同一控制下企业合并取得子公司 10 家，无偿划入子公司 4 家，其余均为新设立子公司。2020 年 1—3 月，公司新增纳入合并范围子公司 20 家，其中通过非同一控制下企业合并取得子公司 4 家，其余为新设子公司。上述合并范围变化主要系华发股份新设房地产项目公司导致，对公司财务数据可比性影响较小。

截至 2019 年底，公司资产总额 3618.40 亿元，所有者权益 1070.67 亿元（其中少数股东权益 694.68 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 792.69 亿元，利润总额 73.67 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 4117.11 亿元，所有者权益 1116.32 亿元（其中少数股东权益 724.52 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 199.57 亿元，利润总额 18.15 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产构成以存货、货币资金等流动资产为主，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。

2019 年底，公司资产总额 3618.40 亿元，较 2018 年底增长 28.03%，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 83.09%。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科 目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	2321.90	82.16	3006.42	83.09	3473.42	84.37
货币资金	349.35	12.36	451.76	12.49	641.53	15.58
存放同业及其他金融机构款项	78.39	2.77	78.49	2.17	170.14	4.13
交易性金融资产	40.86	1.45	81.72	2.26	85.01	2.06
预付款项	54.64	1.93	66.04	1.83	80.26	1.95
其他应收款	54.12	1.92	44.03	1.22	46.80	1.14
存货	1527.66	54.05	1888.06	52.18	2029.35	49.29
其他流动资产	152.92	5.41	266.65	7.37	290.68	7.06
非流动资产	504.26	17.84	611.99	16.91	643.68	15.63
可供出售金融资产	114.74	4.06	102.54	2.83	107.63	2.61
长期股权投资	180.44	6.38	235.62	6.51	247.98	6.02
投资性房地产	47.71	1.69	75.88	2.10	75.88	1.84
固定资产	92.50	3.27	90.36	2.50	89.58	2.18
资产总额	2826.17	100.00	3618.40	100.00	4117.11	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

2019 年底，公司流动资产 3006.42 亿元，较 2018 年底增长 29.48%。其中，货币资金较 2018 年底增长 29.32%至 451.76 亿元，主要由银行存款（占比 91.92%）及存放中央银行法定存款准备金（占比 4.60%）组成；存放同业及其他金融机构款项 78.49 亿元，较 2018 年底变化不大，全部为存放境内银行同业款项；交易性金融资产 81.72 亿元，较 2018 年底增长 99.99%，主要系债券投资增加导致；预付款项 66.04 亿元，较 2018 年底增长 20.88%，主要为预付郑州市、杭州市、武汉市、成都市等地国土相关部门的土地出让金；应收账款较 2018 年底增长 109.94%至 58.93 亿元，其中应收珠海市金湾财政局及珠海市富山工业园管理委员会款项分别占比 43.55%和 26.07%，集中度高；其他应收款 44.03 亿元，较 2018 年底下降 18.66%，主要由应收土地竞买保证金和往来款项构成；其他流动资产较 2018 年底增长 74.37%至 266.65 亿元，主要由拆出款项及其他（202.57 亿元）、预交税费（48.27 亿元）和委托贷款（9.91 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，其中开发成本

以房地产项目为主，此外包括部分市政项目、土地开发成本。2019 年底，公司存货 1888.06 亿元，较 2018 年底增长 23.59%；其中，开发成本 1576.42 亿元，较 2018 年底增加 276.92 亿元，主要系新开工项目及在建项目持续投入所致，开发成本中较上年末增加较多的项目包括武汉华发中城荟、杭州九龙仓华发天荟、北京华发中央公园、湛江华发新城花园、上海泗泾 17-01 项目等；开发产品 274.44 亿元，较 2018 年底增加 81.59 亿元，主要新增完工项目包括广州华发尚座花园、珠海华发山庄、武汉华发首府、珠海华发首府等。

2019 年底，公司非流动资产 611.99 亿元，较 2018 年底增长 21.36%。其中，可供出售金融资产 102.54 亿元，较 2018 年底减少 12.20 亿元，主要系可供出售债务工具减少；长期股权投资 235.62 亿元，较 2018 年底增长 30.58%，主要系增加金融类及房地产类参股子公司的投资；投资性房地产 75.88 亿元，较 2018 年底增长 59.06%，主要系写字楼、商业配套以及长租公寓等资产增加所致；固定资产 90.36 亿元，较 2018 年底变化不大，主要为房屋及建筑物。

表 14 2019 年底公司主要对外投资情况
(单位: 亿元、%)

被投资单位	金额	持股比例	会计科目
珠海华润银行股份有限公司	38.66	21.02	长期股权投资
上海华泓钜盛房地产开发有限公司	29.71	50.00	长期股权投资
珠海工智股权投资基金(有限合伙)	15.45	20.36	可供出售金融资产
珠海农智股权投资基金(有限合伙)	15.44	20.25	可供出售金融资产
珠海华金资本股份有限公司	13.81	27.46	长期股权投资
横琴华通金融租赁有限公司	8.05	35.00	长期股权投资
厦门国际银行股份有限公司	7.80	2.38	可供出售金融资产
珠海农村商业银行股份有限公司	6.92	9.90	长期股权投资
IDG 成长基金	6.32	10.81	可供出售金融资产
珠海市润海投资有限责任公司	6.09	38.38	长期股权投资

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

2020年3月底, 公司资产总额4117.11亿元, 较2019年底增长13.78%, 主要系融资资金沉淀、华发财务加大银行授信提款额度和债券发行额度以补充流动性对房地产开发持续投入导致, 资产构成变化不大。

截至 2020 年 3 月底, 公司受限资产账面价值合计 739.20 亿元, 受限比例 17.95%, 以存货、货币资金、固定资产和投资性房地产为主。

3. 负债和所有者权益

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, 其中少数股东权益占比较大; 跟踪期内公司有息债务规模持续增长, 整体债务负担较重。

所有者权益

2019 年底, 公司所有者权益 1070.67 亿元, 2018 年底增长 24.41%。其中, 实收资本 11.20 亿元, 较 2018 年底未发生变化; 资本公积 174.83 亿元, 较 2018 年底增长 13.33%, 主要系①华发股份及华发城市运营引进少数股东, 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; ②按权益法核算的长期股

权投资导致资本公积增加; ③珠海市国资委无偿将珠海市创业引导基金有限公司 50%股权划入; 其他权益工具 131.91 亿元, 主要为公司发行的永续中期票据和永续期信托计划等; 少数股东权益 694.68 亿元, 较 2018 年底增长 26.88%, 主要系华发股份吸收少数股东投资及发行永续债券。

2020 年 3 月底, 公司所有者权益 1116.32 亿元, 较 2019 年底增长 4.26%, 主要系华发综合发展发行永续期公司债“20 华综 Y1”及华发股份少数股东权益增加等原因导致。

负债

2019 年底, 公司负债总额较 2018 年底增长 29.62%至 2547.74 亿元, 流动负债和非流动负债分别占比 61.78%和 38.22%。

2019 年底, 公司流动负债 1574.10 亿元, 较 2018 年底增长 23.67%。其中, 短期借款 189.30 亿元, 较 2018 年底增长 7.80%, 以保证借款(71.47 亿元)、信用借款(67.34 亿元)和抵押借款(50.47 亿元)为主; 应付账款 123.01 亿元, 较 2018 年底增长 77.67%, 主要系房地产开发业务扩张导致未结算工程及材料款增加; 预收款项 595.70 亿元, 较 2018 年底增长 46.01%, 主要系上海静安府、沈阳华发新城、苏州姑苏院子、苏州太仓院子等项目开启预售导致(预收房款期末余额合计 579.39 亿元); 其他应付款较 2018 年底增长 28.45%至 163.76 亿元, 主要由往来及拆借款(96.11 亿元)、土地增值税准备金(33.24 亿元)、代收款(11.92 亿元)等构成; 一年内到期的非流动负债 256.80 亿元, 主要为一年内到期的长期借款(占 63.02%)和一年内到期的应付债券(占 35.17%); 其他流动负债 122.98 亿元, 较 2018 年底增长 11.09%, 主要由超短期融资券(78.40 亿元)、美元境外私募债(20.78 亿元)和短期收益凭证(14.79 亿元)等构成, 已将其中有息部分调整至短期债务计算。

2019 年底, 公司非流动负债 973.64 亿元, 较 2018 年底增长 40.54%。其中, 长期借款

524.19 亿元，主要为保证借款、抵押借款和信用借款等；应付债券 410.82 亿元，较 2018 年底增加 101.82 亿元，主要系华发集团及华发股份、华发投控发行中期票据、公司债和美元债所致；其他非流动负债 30.62 亿元，系华发股份发行的租赁住房资产支持专项计划、购房尾款资管计划和商业地产抵押贷款支持票据，均为有息债务，已调整至长期债务计算。

2020 年 3 月底，公司负债总额 3000.79 亿元，较 2019 年底增长 17.78%，主要系通过银行借款和超短期融资券融资所致，负债结构变化不大。2020 年 3 月底，公司新增合同负债 539.94 亿元，系将构成合同关系的预收房款自预收款项调整转入所致。

2019 年底，公司全部债务 1599.67 亿元，较 2018 年底增长 21.77%，其中长期债务占比 60.39%。2020 年 3 月底，公司全部债务 2000.41 亿元，较 2019 年底增长 25.05%，其中长期债务占比 58.73%。

2019 年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率分别为 70.41%和 47.43%，分别较 2018 年底上升 0.86 个和 3.18 个百分点；全部债务资本化比率为 59.91%，较 2018 年底下降 0.51 个百分点。2020 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 72.89%、64.18%和 51.28%，分别较 2019 年底上升 2.48 个、4.27 个和 3.85 个百分点。

表 15 公司债务情况（单位：亿元、%）

项 目	2018年	2019年	2020年3月
短期债务	630.69	633.69	825.60
长期债务	683.05	965.98	1174.81
全部债务	1313.73	1599.67	2000.41
长期债务资本化比率	44.25	47.43	51.28
全部债务资本化比率	60.42	59.91	64.18
资产负债率	69.55	70.41	72.89

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）计入有息债务后，2020 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 76.41%和 68.84%。考虑到公司负债中包含规模较大的预收售房款，公司实际负债水平低于上述指标值。

4. 盈利能力

跟踪期内，受益于房地产销售收入及大宗商品贸易收入等的增加，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。

2019 年，公司实现营业收入 792.69 亿元，同比增长 48.78%；同期，营业成本同比增长 52.84%，增幅大于营业收入；受此影响，公司营业利润率同比下降 2.42 个百分点至 14.35%。

2019 年，公司期间费用 61.98 亿元，同比增长 18.81%。其中，管理费用 35.31 亿元，同比增长 30.33%；财务费用 11.72 亿元，同比下降 20.98%，主要受益于利息收入增加。同期，公司期间费用率为 7.82%，同比下降 1.97 个百分点。

非经常性损益方面，2019 年，公司实现投资收益 21.73 亿元，其中按权益法核算的长期股权投资实现投资收益 10.85 亿元，主要来自华润银行等；交易性金融资产在持有期间取得的投资收益 4.02 亿元，主要来自持有的债券、理财产品等；持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益 5.04 亿元，主要为持有的股权投资基金、债券投资等；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。同期，公司利润总额 73.67 亿元，同比增长 31.17%。

从盈利指标看，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.73%和 4.72%，同比分别下降 0.12 个和 0.01 个百分点。

表 16 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项 目	2018年	2019年
营业收入	532.79	792.69
投资收益	18.24	21.73
营业利润	55.76	73.67
利润总额	56.16	14.35
营业利润率	16.77	2.73

总资产收益率	2.85	4.72
净资产收益率	4.73	792.69

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020年1—3月，公司实现营业收入199.57亿元，相当于2019年全年营业收入的25.18%；利润总额18.15亿元；营业利润率为12.41%，较2019年下降1.94个百分点。

5. 现金流

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。

经营活动方面，跟踪期内，随着大宗商品贸易量的提升和房地产销售规模的扩大，公司经营活动现金流入量快速增长，2019年为1053.34亿元，同比增长44.13%，其中销售商品、提供劳务收到的现金967.72亿元。同期，公司现金收入比为122.08%，收入实现质量保持在较高水平。2019年，公司经营活动现金流出量835.07亿元，同比增长34.65%，主要系房地产、土地一级开发等项目投入规模增加以及贸易业务扩张所致。同期，公司经营活动净现金流表现为净流入，为218.28亿元。

投资活动方面，2019年，公司投资活动现金流入130.54亿元，主要由收回投资收到的现金115.18亿元构成。同期，公司投资活动现金流出同比增长26.96%至575.02亿元。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金255.97亿元，投资支付的现金317.56亿元，同比增长46.29%，主要系对股权、债权等投资规模加大所致。2019年，公司投资活动现金流净额为-444.48亿元，受土地储备及自有房建类项目支出、对外投资支出等规模大影响，投资活动持续表现为大幅净流出。

2019年，公司筹资活动前现金流量净额为-226.20亿元，受土地储备及对外投资等规模较大影响，筹资活动前资金缺口持续保持较大规

模。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入1435.42亿元，同比增长17.09%，主要系通过银行借款、发行债券及少数股东增资等渠道筹资。同期，公司筹资活动现金流出1115.11亿元，同比增加260.37亿元，主要系偿还债务本息支付的现金规模增加所致。2019年，公司筹资活动现金流量净额为320.31亿元。

表 17 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项 目	2018年	2019年
经营活动现金流入量	730.81	1053.34
经营活动现金流出量	620.18	835.07
经营活动现金净流量	110.62	218.28
投资活动现金净流量	-358.72	-444.48
筹资活动现金净流量	371.32	320.31
现金收入比	122.11	122.08

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020年1—3月，公司经营活动现金净流入60.73亿元，投资活动现金净流出126.43亿元，筹资活动现金流量净额为318.51亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，长期偿债能力指标一般，考虑到公司是珠海市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，融资渠道畅通，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2019年底公司流动比率和速动比率分别为190.99%和71.05%，公司流动资产中存货占比高，导致速动比率偏低；2020年3月底，上述指标分别为191.26%和79.52%，较2019年底有所提高。2019年，公司经营现金流动负债比为13.87%，经营活动净现金流对流动负债保障能力较弱；考虑到流动负债中预收售房款较多，公司实际偿债能力强于指标值。2020年3月底，公司现金短期债务比为1.12倍，短期偿债能力指标较强。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司

EBITDA为101.66亿元，全部债务/EBITDA为15.73倍，EBITDA利息倍数为1.36倍，长期偿债能力指标一般。

截至2020年3月底，公司共获得金融机构授信额度2661.48亿元，尚未使用1578.11亿元，间接融资渠道畅通。另外，公司控股4家主板上市公司，直接融资渠道畅通。

截至2020年3月底，公司对外担保余额42.44亿元，担保比率3.80%。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20.64亿元，为关联方珠海正汉置业有限公司提供担保余额1.49亿元，为关联方珠海市碧海碧桂园房地产开发有限公司提供担保余额7.73亿元；华发集团为华金资本提供担保余额2.70亿元，为珠海容闯学校提供担保余额1.00亿元。总体看，公司担保比率较低，或有负债风险可控。

7. 母公司财务分析

公司资产及业务主要集中于子公司，母公司收入规模小，利润主要来自投资收益；所有者权益中永续债规模较大，母公司实际债务负担重。

2019年底，母公司资产总额434.27亿元，主要为长期股权投资、其他应收款和货币资金；所有者权益128.29亿元，其中永续债131.91亿元；负债总额305.99亿元，主要为短期借款及发行的债券。2019年，母公司实现营业收入1.68亿元，利润总额8.19亿元，利润主要来自投资收益。2019年底，母公司资产负债率为70.46%，全部债务资本化比率为70.07%，考虑所有者权益主要为永续债，实际债务负担很重。

2020年3月底，母公司资产总额535.15亿元，所有者权益139.10亿元；2020年1—3月，母公司实现营业收入44.36万元，利润总额-1.90亿元。

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

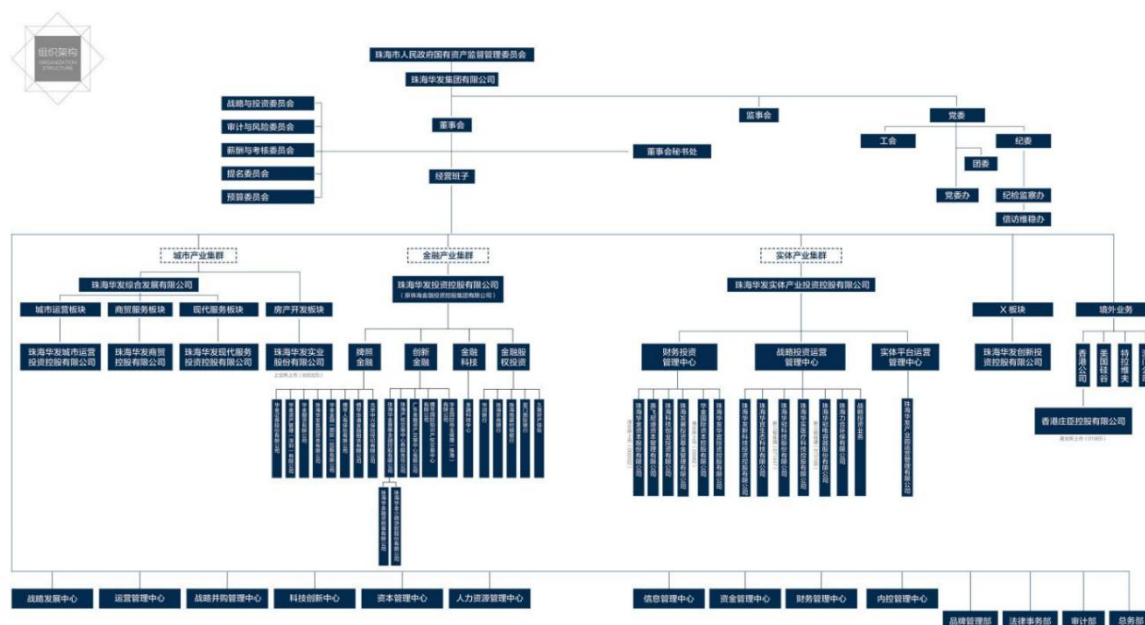
余额合计180.00亿元。2019年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额及EBITDA分别为存续期内债券余额合计的5.85倍、1.21倍和0.56倍。公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对存续期内债券余额合计的保障能力较好。

从存续债券的到期日或赎回日来看，“17华发集团MTN001”“17华发集团MTN002”“19华发集团MTN007”和“19华发集团MTN008A”为可续期中期票据，发行规模合计68.00亿元，公司有权于2022年行使赎回权；“19华发集团MTN004”发行规模15.00亿元，将于2022年到期；未来公司的单年最高偿债金额为83.00亿元。2019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12.69倍、2.63倍和1.22倍。公司经营活动现金流入量对单年最高偿债金额保障能力很好，经营活动现金流量净额及EBITDA对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华发债/19华发集团01”“19华发集团MTN001”“19华发集团MTN002”“19华发集团MTN003”“19华发集团MTN004”“19华发集团MTN005”“19华发集团MTN006”“19华发集团MTN007”“19华发集团MTN008A”“19华发集团MTN008B”和“20华发债/20华发集团01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图和组织结构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	352.10	477.64	645.43	926.94
资产总额（亿元）	2284.79	2826.17	3618.40	4117.11
所有者权益（亿元）	623.92	860.58	1070.67	1116.32
短期债务（亿元）	451.82	630.69	633.69	825.60
长期债务（亿元）	698.85	683.05	965.98	1174.81
全部债务（亿元）	1150.67	1313.73	1599.67	2000.41
营业收入（亿元）	441.55	532.79	792.69	199.57
利润总额（亿元）	49.69	56.16	73.67	18.15
EBITDA（亿元）	72.15	82.86	101.66	--
经营性净现金流（亿元）	104.48	110.62	218.28	60.73
财务指标				
销售债权周转次数（次）	31.97	21.38	14.25	--
存货周转次数（次）	0.29	0.30	0.38	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.21	0.25	--
现金收入比（%）	113.44	122.11	122.08	108.78
营业利润率（%）	17.56	16.77	14.35	12.41
总资本收益率（%）	3.00	2.85	2.73	--
净资产收益率（%）	5.54	4.73	4.72	--
长期债务资本化比率（%）	52.83	44.25	47.43	51.28
全部债务资本化比率（%）	64.84	60.42	59.91	64.18
资产负债率（%）	72.69	69.55	70.41	72.89
流动比率（%）	195.53	182.43	190.99	191.26
速动比率（%）	62.39	62.40	71.05	79.52
经营现金流动负债比（%）	10.95	8.69	13.87	--
现金短期债务比（倍）	0.78	0.76	1.02	1.12
全部债务/EBITDA（倍）	15.95	15.86	15.73	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.19	1.19	1.36	--

注：1. 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、其他非流动负债中有息部分调入长期债务计算；2. 2020 年一季度财务报表未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.55	32.09	83.27	162.84
资产总额（亿元）	163.76	301.61	434.27	535.15
所有者权益（亿元）	74.04	87.22	128.29	139.10
短期债务（亿元）	48.41	163.97	189.55	249.26
长期债务（亿元）	38.56	46.80	110.80	140.70
全部债务（亿元）	86.97	210.77	300.35	389.96
营业收入（亿元）	0.83	0.89	1.68	0.00
利润总额（亿元）	3.14	1.40	8.19	-1.90
EBITDA（亿元）	9.90	8.64	19.56	--
经营性净现金流（亿元）	-6.75	-110.14	7.38	-0.26
财务指标				
销售债权周转次数（次）	88.14	37.01	40.19	--
存货周转次数（次）	0.30	0.04	0.37	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	128.91	26.25	137.44	161.34
营业利润率（%）	49.97	90.43	62.34	31.35
总资本收益率（%）	6.12	2.87	4.52	--
净资产收益率（%）	4.24	1.60	6.38	--
长期债务资本化比率（%）	34.25	34.92	46.34	50.29
全部债务资本化比率（%）	54.02	70.73	70.07	73.71
资产负债率（%）	54.79	71.08	70.46	74.01
流动比率（%）	104.89	103.81	101.23	112.93
速动比率（%）	102.81	103.17	100.68	112.50
经营现金流动负债比（%）	-13.19	-65.99	3.80	--
现金短期债务比（倍）	0.47	0.20	0.44	0.65
全部债务/EBITDA（倍）	8.79	24.41	15.36	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	1.21	1.75	--

注：1. 已将其他流动负债中超短期融资券调入短期债务；2. 2020 年一季度财务报表未经审计

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	
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+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

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