

信用等级公告

联合[2019] 758 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拟发行的2019年度第四期中期票据的信用状况进行综合分析和评估,确定珠海华发集团有限公司主体长期信用等级为AAA,珠海华发集团有限公司2019年度第四期中期票据的信用等级为AAA,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年四月十日



珠海华发集团有限公司

2019 年度第四期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据发行规模: 15 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

募集资金用途: 偿还有息债务

评级时间: 2019 年 4 月 10 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
现金类资产(亿元)	195.50	336.09	351.20	491.56
资产总额(亿元)	1575.05	1891.63	2284.79	2592.52
所有者权益(亿元)	376.82	464.05	623.92	786.16
短期债务(亿元)	310.03	312.28	451.82	582.44
长期债务(亿元)	615.81	632.12	698.85	682.81
全部债务(亿元)	925.84	944.40	1150.67	1265.25
营业收入(亿元)	211.03	321.37	441.55	217.19
利润总额(亿元)	15.42	30.98	49.69	30.33
EBITDA(亿元)	40.21	54.43	72.15	--
经营性净现金流(亿元)	10.44	185.88	104.48	66.34
营业利润率(%)	19.46	17.56	17.56	18.37
净资产收益率(%)	2.17	4.47	5.54	--
资产负债率(%)	76.08	75.47	72.69	69.68
全部债务资本化比率(%)	71.07	67.05	64.84	61.68
流动比率(%)	223.18	199.56	195.94	191.80
经营现金流动负债比(%)	1.82	23.84	10.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.03	17.35	15.95	--

注: 1. 2018 年半年度财务数据未经审计; 2. 已将拆入资金和其他流动负债中有息部分调入短期债务, 将长期应付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。

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

评级观点

珠海华发集团有限公司(以下简称“华发集团”或“公司”)作为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“珠海市国资委”)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, 在经营规模、品牌影响力、多元化发展等方面具备显著优势。近年来, 公司资产及收入规模持续增长, 盈利能力得到提升。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、大宗商品贸易业务利润水平低、债务规模较大和存在一定的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。华发集团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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 近年来, 珠海市整体经济和财政实力不断增强; 同时, 受益于多重政策支持利好, 公司面临良好的外部发展环境。
2. 公司是珠海市 16 家市属国企中的龙头企业, 为竞争型商业类企业, 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; 同时, 公司积极开拓全国及海外市场, 境内外跨区域经营

协同发展。

3. 受益于房地产、大宗商品贸易及土地一级开发收入的增加，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，盈利能力得到增强。

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. 受行业特征和业务模式影响，公司大宗商品贸易板块利润水平低。
3. 公司业务规模不断扩张，有息债务规模较大，存在一定的短期支付压力。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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 2019 年度第四期中期票据信用评级报告

一、主体概况

珠海华发集团有限公司（以下简称“公司”或“华发集团”）成立至今已有三十多年历史，现直接隶属于珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”），为国有资产授权经营单位。截至2018年6月底，公司注册资本和实收资本均为111978.97万元，珠海市国资委为公司唯一股东及实际控制人。

公司目前已形成以城市运营、房产开发、金融产业、产业投资为四大核心主业，以商贸服务、文体教育及现代服务等为综合配套业务的“4+2”业务格局。公司经营范围：房地产开发经营（凭资质证书经营）；房屋出租；轻工业品、黑金属等商品的出口和轻工业品、仪器仪表等商品的进口（具体按粤经贸进字【1993】254号文经营），保税仓储业务（按海关批准项目），转口贸易（按粤经贸进字【1995】256号文经营）；建筑材料、五金、工艺美术品、服装、纺织品的批发、零售；项目投资及投资管理。

截至2018年6月底，公司纳入合并范围控股或全资子公司共349家。公司控股上市公司3家，分别为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”，2018年6月底公司直接和间接合计持股比例27.75%）、华金国际资本控股有限公司（前身为“卓智控股有限公司”，股票代码：HK.0982，2018年6月底公司间接持股比例36.88%）和珠海华金资本股份有限公司（原力合股份有限公司，股票代码：SZ.000532，以下简称“华金资本”，2018年6月底公司间接持股比例28.46%，控制不合并）。目前公司本部内设战略运营管理中心、人力资源管理中心、战略并购管理中心、资本管理中心等职能

部门（见附件1-2）。

截至2017年底，公司资产总额2284.79亿元，所有者权益623.92亿元（含少数股东权益374.27亿元）；2017年，公司实现营业收入441.55亿元，利润总额49.69亿元。

截至2018年6月底，公司资产总额2592.52亿元，所有者权益786.16亿元（含少数股东权益475.76亿元）；2018年1~6月，公司实现营业收入217.19亿元，利润总额30.33亿元。

公司住所：珠海市拱北联安路9号；法定代表人：李光宁。

二、本期中期票据概况

公司已于2018年注册总额度为25亿元的中期票据（中市协注【2018】MTN691号），本期计划在注册额度内发行2019年度第四期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模15亿元，期限3年，按年付息，到期一次性还本，募集资金用于偿还有息债务。

三、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。

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。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，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，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。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；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

四、行业分析和区域环境

1. 土地一级开发行业

土地一级开发是资金密集型行业，在一级开发过程中，征地补偿、房屋拆迁、土地平整、基础设施配套等都需要投入大量资金，而且资金需求量主要集中在征用土地和房屋拆迁等前期。当开发完成的土地不能马上投入市场或者一时未能转让时，土地会产生持有成本，积压资金，降低资金流动性。储备机构要继续“吸进土地”，开发企业要实现资金周转，从而形成进一步融资需求。因此，资金是土地一级开发的瓶颈和成功的关键因素之一。现行的土地一级开发融资模式有以下四种：土地储备机构直接安排融资，并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体直接融资，土地储备机构本身或委托其他担保机构承担担保责任；土地开发主体自行安排融资并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体专门成立项目公司，由项目公司直接进行融资，一级开发主体提供担保责任。

2017年，全国300个城市共推出土地27600宗，同比减少1%，推出土地面积111907万平方米，同比增加8%；其中，住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）8950宗，同比增加12%，推出土地面积41258万平方米，同比增加22%；商办类用地4524宗，同比减少12%，推出土地面积12572万平方米，同比减少8%。整体看，土地供应总量略有上升，但住宅类用地与商办类用地供应呈反向变化。

从各类用地的供求结构来看,2017年住宅类与商办类用地占比与2016年基本持平,合计占比为约为48%,工业用地仍占半数;出让金方面,受宅地价格上扬影响,住宅类用地出让金占比较2016年增加约4个百分点,达82%,商办类及工业用地占比为分别下降3个及2个百分点,合计为17%。

从成交价格来看,2017年全国300个城市成交楼面均价为2374元/平方米,同比上涨26%;其中,住宅类用地(含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地)成交楼面均价为4069元/平方米,同比上涨23%;商办类用地成交楼面均价为2401元/平方米,同比上涨19%。从出让金金额来看,2017年,全国300个城市土地出让金总额为40623亿元,同比增长38%;其中,住宅用地(含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地)出让金总额为33264亿元,同比增长45%;商办类用地出让金总额为5222亿元,同比增长14%。

从土地溢价率看,2017年,全国300个城市土地平均溢价率29%,较去年下降14个百分点。其中住宅类用地(含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地)平均溢价率34%,较去年下降21个百分点;商办类用地平均溢价率13%,较去年下降1个百分点。

分城市来看,2017年,一线城市土地供应持续放量,供地面积同比增幅领先,成交量及出让金随之上涨,但受调控政策影响,楼面均价及溢价率较去年有所下滑。北京、广州全年土地出让金涨幅明显,上海、深圳则同比下滑。二线城市坚持“分类调控、因城施策”,土地供应与成交面积与去年基本持平,土地出让金近成交均价同比涨幅较去年明显收窄,溢价率各季度均同比下降,土地市场总体趋稳。三四线城市内部热度分化,部分靠近经济发达城市群核心,承接外溢需求,拉动整体土地供求升温。

一级土地开发市场具有明显的区域性,与当地房地产市场的发展情况、区域政策、区域

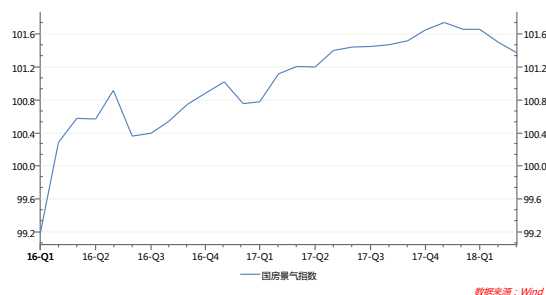
经济和财政实力等因素高度相关,从事全国性一级土地开发的企业较少,主要是地方性业务为主,且有较为明确的区域划分。资金瓶颈也是制约一级土地开发的关键,近年由于拆迁成本的不断提高以及资金长期占用(受行政审批和拆迁成本等不确定因素影响,导致项目实际执行时间超出预期),给一级土地开发企业带来资金压力,融资能力未来将成为土地一级开发的关键要素。

总体来看,2017年全国土地供需总量较上年有所回升,出让金大幅增长,但不同城市有所分化;受调控政策影响,土地溢价率整体下降,但土地作为不可再生的稀缺资源,长期内将保持升值趋势,而土地综合开发业务也相应具有稳定的发展前景。

2. 房地产开发行业

2016年下半年,房价不断攀升,投资性购房需求旺盛,同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度,资本大量涌入房地产市场,“十一”期间,21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策,调控城市短期价格已出现环比回落,调控效果初步显现,但随着各地政策时效性逐渐降低,房价上涨的压力并未持续减弱。2017年以来,调控政策进一步升级,因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化。整体来看,在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下,房地产市场处于温和降温阶段。

图1 2016年以来国房景气指数(频率:月)



资料来源: Wind资讯

2017年,房地产开发投资规模仍呈较快增

长,增速较上年基本持平,全年房地产开发投资10.98万亿元,同比增长7.00%;其中住宅投资7.51万亿元,同比增长9.40%,增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米,同比增长7.00%,其中住宅新开工面积12.81亿平方米,同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米,同比增长3.00%,增速较上年有所回落;其中住宅施工面积为53.64亿平方米,同比增长2.90%,增幅较上年上升1.00个百分点。总体看,2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长,但企业实际开工意愿明显减弱,施工进度有所减缓。

房地产销售方面,2017年在房地产严控政策的影响下,销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米,同比增长7.70%,增速较上年下降14.80个百分点;共实现销售额13.37万亿元,同比增长13.70%,增速较上年下降21.20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,2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%,较2016年增速下降11.57个百分点,价格增速明显回落。整体看,2017年以来,在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下,商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

房地产供求与信贷环境

2016年,在全国去库存政策的指导下,地方政府继续减少土地推出量,全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米,同比下降9.0%,整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑,共成交8.59亿平方米,同比下降3%。虽然成交量下滑,土地价格却快速攀升,各类土地成交出让金2.90万亿元,同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米,同比上涨40%,平均溢价率为43.13%,较2015年提高26.91个百分点,热点一二线城市地王频出。2017年,全国300城市土地供应小幅回升,热点

城市增供稳定市场预期,拉动成交量及出让金上涨,楼面均价涨幅较去年有所收窄,平均溢价率同比下降。2017年,全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米,同比增长8%;土地成交量9.50亿平方米,同比增长8%;土地成交出让金4.06万亿元,同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米,同比增长26%,增速有所放缓;平均溢价率为29%,较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看,一线城市土地供应持续放量,成交量及出让金随之上涨,但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑;二线城市调控深化,土地供求降至低位,土地市场总体趋稳;三四线城市内部热度分化,部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求,拉动整体土地供求升温。

地价高企伴随限购、限贷政策,为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住房和城乡建设部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》(以下简称“《通知》”),要求合理安排住宅用地供应,对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模,去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示,各地要建立购地资金审查制度,确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的,取消土地竞买资格,并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况,灵活确定竞价方式,包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等,坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况,严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看,2017年房地产开发企业(单位)实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资(包括

对外借款、外商直接投资、外商其他投资等)、自筹资金(以股权融资为主)和其他资金(以销售回款和债券融资为主)构成。2017年,房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元,占比为16.18%;利用外资168.19亿元,占比为0.11%;其他资金79770.46亿元,占比为51.12%;自筹资金50872.22亿元,占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看,2017年以来,随着金融去杠杆力度的推进,证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件,房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台,标志房地产调控加码。2017年,其他资金增速降至8.60%,比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄,海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年,利用外资增速明显提升,2017年,利用外资同比增速为19.80%,较2016年同期上升72.40个百分点。

行业竞争

2017年,在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下,销售额超过百亿元的房企达144家,较上年增加13家,销售额共计8.21万亿元,市场份额超过60%,行业集中度快速提升。2017年,部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机,在重点一线城市市场严控的环境下,抢占具有发展潜力的二、三线市场份额,寻求发展机遇。与此同时,2017年房地产企业收并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势,在目前土地价格增长、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下,行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势,与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

政策环境

2016年9月末以来,北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、

惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策,重新启动限购限贷,提高市场监管等执行层面的要求和规范。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策,主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”,首次提出“长效机制”:要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位,综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段,加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制,既抑制房地产泡沫,又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币,微观信贷政策要支持合理自住购房,严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策,根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任,房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应,提高住宅用地比例,盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能,带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法,加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿,规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月,40余个城市或地区,出台或升级了限购限贷政策,一线城市北京和广州再次升级政策执行力度,二套房界定标准提升,二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市,由于近期房价涨幅过大,也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日,中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场,坚持政策连续性和稳定性,加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面,2017年7月,住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的

大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

3. 珠海市区域环境

区域经济与财政实力

近年来，珠海市区域经济水平持续增强。

根据2015~2017年《珠海市国民经济和社会发展统计公报》，近三年，珠海市分别实现地区生产总值（GDP）2025.41亿元、2226.37亿元和2564.73亿元，同比增幅分别为10.0%、8.5%和9.2%，增速波动下降，但仍高于全国平均水平。2017年珠海市GDP总额居广东省第10位。分产业看，2017年，珠海市第一产业增加值45.53亿元，增长4.1%，对GDP增长的贡献率为0.8%；第二产业增加值1288.75亿元，增长11.6%，对GDP增长的贡献率为63.2%；第三产业增加值1230.45亿元，增长6.9%，对GDP增长的贡献率为36.0%。三次产业的比例由2015年的2.3:49.7:48.0调整为2017年的1.8:50.2:48.0。珠海市人均GDP水平逐年增长，2017年为14.91万元，按平均汇率折算为2.21万美元。

近三年珠海市固定资产投资规模持续扩大，2017年为1662.02亿元，比上年增长19.6%。其中，房地产开发投资666.12亿元，增长3.9%；交通运输、仓储和邮政业投资266.41亿元，同比增长116.2%，水利、环境和公共设施管理业投资152.03亿元，同比增长35.4%。

财政收支方面，2015~2017年，珠海市分别实现一般公共预算收入269.96亿元、292.37亿元和314.38亿元，同比增速分别为17.2%、12.4%和10.4%（2016及2017年为可比口径，下同）。2017年珠海市一般公共预算收入中税收收入239.05亿元（占比76.04%），增长6.6%。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。2017年，珠海市一般公共预算支出493.89亿元，增长18.4%；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354.29亿元，同比增长24.7%，占全市一般公共预算支出的71.7%。

根据珠海市政府公开数据：2018年，珠海市实现地区生产总值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%；第二产业增加值 1433.82 亿元，增长 12.6%；第三产业增加值 1430.83 亿元，增长 3.5%。2018 年，珠海市完成固定资产投资 1858.57 亿元，同比增长 20.7%，增速居全省首位；其中，完成工业投资 252.60 亿元，同比增长 4.8%；完成基础设施投资 462.84 亿元，同比增长 8.4%；完成房地产开发投资 787.09 亿元，同比增长 18.2%；完成民间投资 864.07 亿元，同比增长 27.3%。2018 年，珠海市完成一般公共预算收入 331.47 亿元，同比增长 5.4%；其中税收收入 260.28 亿元，同比增长 8.9%，占地方一般公共预算收入的 78.5%。完成一般公共预算支出 572.6 亿元，同比增长 16.0%；其中教育医疗等九项民生支出 399.9 亿元，同比增长 12.9%，占一般公共预算支出的比重为 69.8%。珠海市整体经济发展及财力水平持续向好。

土地市场

根据 Wind 资讯数据：2017 年珠海市土地成交 196 宗，合计面积 715.07 万平方米，宗数较 2016 年增加 111 宗，成交面积同比增长 42.33%。全年土地出让金额 428.49 亿元，同比增长 93.15%；全年成交住宅类用地 31 宗，成交面积 136.23 万平方米，成交金额 308.95 亿元，单位土地成交价格同比下降 26.93%，楼面均价同比下降 21.83%至 10232.66 万元/m²。

土地市场成交量提升带动珠海市基金预算收入快速增长。根据《珠海市 2017 年预算执行情况与 2018 年预算草案的报告》，2017 年，珠海市实现政府性基金预算收入 389.08 亿元（其中，国有土地使用权出让收入 374.33 亿元），同比增长 16.8%；完成政府性基金预算支出 321.32 亿元（其中：国有土地使用权出让收入安排的支出 309.24 亿元），同比下降 2.6%。

2018 年，珠海市共成交土地 75 宗、成交面积 405.35 万平方米，同比分别减少 121 宗、下降 43.31%；成交总价 230.07 亿元，同比下降 46.31%。2018 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%。

房地产市场

2017 年，受土地购置费增加、办公楼及商业营业用房投资增长带动，珠海市房地产投资总额小幅上升，但投资占比最大的住宅投资额同比有所下降。2017 年，珠海市新开工面积、施工面积及竣工面积指标同比均有不同程度增长，但同期销售面积快速下降，年末待售面积有所上升。

表 1 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	2016 年	2017 年	同比变化率
房地产开发投资	641.03	666.12	3.9
其中：商品房住宅投资	449.50	425.22	-5.4
办公楼投资	50.62	89.70	77.2
商业营业用房投资	61.12	72.10	18.0
商品房施工面积	2643.88	3253.98	23.1
其中：住宅	1725.35	1908.85	10.6
商品房新开工面积	676.94	1006.98	48.8
其中：住宅	455.33	527.90	15.9
商品房竣工面积	360.93	422.80	17.1
其中：住宅	309.50	280.07	-9.5
商品房销售面积	653.15	509.65	-22.0
其中：住宅	596.61	420.28	-29.6
商品房待售面积	159.37	167.09	4.8
其中：住宅	72.70	66.77	-8.2
本年购置土地面积	118.24	63.12	-46.6
土地购置费	183.51	201.68	9.9

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2018 年，珠海市房屋施工面积 3419.18 万平方米，同比增长 5.1%，竣工面积 267.06 万平方米，同比下降 36.8%；实现房屋销售面积 301.58 万平方，同比下降 40.8%，期末房屋待售面积为 188.05 万平方米，同比增长 12.5%。

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。

整体看,近年来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,为公司经营提供了良好的外部环境。未来,受益于多重政策支持利好,公司发展空间广阔。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年6月底,珠海市国资委持有公司100%股权,是公司的实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是珠海市国有资产授权经营并重点发展的大型企业集团之一。根据《珠海市内属国有企业功能界定与分类管理实施意见》,华发集团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。目前珠海市由国资委履行出资人职责的市属企业有16家。公司与格力集团是16家市属国企中的龙头企业。华发集团目前形成了涵盖城市运营、房产开发、金融产业、产业投资、商贸服务等业务的多元化格局,其城市运营、房地产开发、金融产业和产业投资等核心业务居珠海市第一。

政府支持方面,2015~2016年,公司分别获得珠海市国资委增资款80433.21万元、18800.00万元,计入“资本公积”;此外,2016年公司将之前年度珠海市国资委投资款转增实收资本11978.97万元,资本实力进一步增强。

3. 人员素质

截至本报告出具日,公司共有董事、监事

及高级管理人员12人。

李光宁先生,1971年出生,硕士研究生学历,毕业于中山大学世界经济专业;现任公司党委副书记、总经理、董事,兼任珠海金控董事长、华发股份董事局主席等职务。

谢伟先生,1974年出生,大学本科学历,毕业于中南财经政法大学经济法专业;现任公司常务副总经理、董事、战略投资管理中心主任,兼任珠海金控总经理、华金资本副董事长等职务。

截至2018年6月底,公司拥有在职员工共15760人。从教育程度来看,硕士研究生及以上人员占比9.2%,本科人员占比33.8%,大专及以下人员占比57%。从年龄构成来看,30岁及以下员工占比39.2%,30~50岁占比53.8%,50岁以上占比7%。从专业构成来看,管理人员占比9.6%,技术人员占比6.3%,生产人员及其他占比84.1%。

总体看,公司高管在公司任职时间较长,具备多年行业从业经历和丰富的管理经验;员工整体文化素质、专业及年龄构成能够满足公司经营发展需要。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(2012 银行版)(机构信用代码:G10440401000391600),截至2019年4月4日,公司本部无未结清不良信贷信息记录;存在8笔已结清关注类贷款,根据珠海农村商业银行股份有限公司(以下简称“珠海农商行”)出具的情况说明:上述贷款被列入关注主要系华发集团为珠海农商行关系人,华发集团的关联贷款属于关系人贷款,珠海农商行根据《农村合作金融机构信贷资产风险分类指引》(银监发【2006】23号)规定将关系人发放的贷款列为关注类,目前上述款项均已正常收回。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(2012 银行版)(机构信用代码:G1044040100876200Z),截至2019年4月4

日，子公司珠海金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《企业信用报告》（2012 银行版）（机构信用代码：G1044040200004890E），截至 2019 年 4 月 4 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《企业信用报告》（2012 银行版）（机构信用代码：G4404010004022773），截至 2019 年 4 月 4 日，子公司珠海华发综合发展有限公司无已结清及未结清不良信贷信息记录。

六、管理分析

1. 法人治理结构

为了规范公司的组织和行为，保护出资人、公司和利益相关者的合法权益，根据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，公司制定了《公司章程》，建立了如下法人治理结构：

公司不设股东会，珠海市国资委行使股东会职权和国资监管职权，具体包括审批公司经营方针、发展策略、中长期规划、公司主业定位及其调整，任免非职工代表担任的董事、监事，推荐总经理人选，委派财务总监，决定高级管理人员职数，审批公司年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案，审批公司及其具有实际控制权的下属企业按章程规定范围内的增加注册资本、发行债券、国有产权变动等职责。

公司设董事会，由 7 人组成，设职工董事 1 名，由公司职工（代表）大会选举产生；非职工董事由珠海市国资委委派。董事会设董事长 1 人，由珠海市国资委任免，可设置副董事长，由珠海市国资委选派。董事每届任期三年，任期届满，连选可以连任。董事会对珠海市国资委负责，行使执行股东决定并向股东报告工作，制定公司发展战略和中长期发展规划、年

度财政预算方案、利润分配方案，决定公司及其具有实际控制权的下属企业间接融资事项、对全资子公司担保事项等职权。

公司设监事会，对珠海市国资委负责，履行监督检查企业贯彻执行有关法规制定和国资委意见或规定情况，监督检查董事、经营班子成员履职情况、检查公司财务状况等职责。监事会由 5 人组成，设监事会主席 1 人，由珠海市国资委委派，另外监事会中职工监事人数不少于三分之一，由公司职工代表大会民主选举产生。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事每届任期三年，任期届满，连选可连任。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责，公司总经理为公司的法定代表人；设其他高级管理人员若干名，由董事会按照有关规定聘任或解聘。

目前公司董事会成员 6 人，原董事徐荣先生由于退休不再担任公司董事，珠海市国资委正在斟酌公司空缺董事名单，并将尽快委派到位。联合资信将持续关注公司空缺董事到位情况。

2. 管理水平

公司本部拥有战略运营管理中心、战略并购管理中心、人力资源管理中心、财务管理中心、资金管理中心、总经办、总务部等职能部门，部门设置能够满足日常管理需要。公司严格执行国家及行业的相关规范，制定了较为完备的内部控制制度，包括财务管理、预算管理、采购管理、招标采购行为管理、经营计划管理、人力资源管理等制度。

财务管理方面，公司制定了《珠海华发集团有限公司财务管理制度汇编》，从融资管理、担保管理、采购管理、固定资产管理等多个方面进行了规定。

预算管理方面，公司制定了财务预算管理的有关规定，由财务部具体负责公司的预算编制和管理工作，包括公司预算编制的内容及程序、预算的执行与控制、年终决算、预算执行情况的考评等。公司总经理是预算编制的总负

责人，公司财务总监或财务部经理是预算编制和执行的具体负责人，具体负责落实财务预算编制方针，组织编制财务预算，协助总经理协调处理财务预算编制和执行过程中的问题。

投资管理方面，公司为集团/全资子公司的战略性股权投资业务、财务性股权直接投资业务和基金投资业务制定了统一的投资管理办法，公司指定相关职能部门组织实施投资项目的可行性分析和评估，制定投资计划按权限上报公司总经理办公会、董事会审议，对于超过权限的还需上报股东珠海市国资委审议；原已通过审批的项目，如果在实施推进过程中，其关键指标与原申报材料相比有较大的差异、或者所涉及的资金超出原估算额度的，须重新审核。参股、合营公司根据其公司治理结构，参考公司的投资管理办法制定相关业务制度；华发股份等控股上市公司则按照上市公司监管制度和其相关管理制度执行。

融资管理方面，公司对外融资按照《珠海华发集团有限公司融资管理暂行办法》执行，以防范融资风险，降低融资成本，实现国有资产保值增值目标。办法适用于集团公司及全资子公司、控股子公司，上市公司及其控股公司除外。办法规定，公司董事会负责融资活动审批，资金管理部负责对外融资管理，财务管理部负责对外融资核算，内审室负责对外融资监督，部门各司其职做好融资的日常管理，同时密切关注和防范融资风险。办法还对融资审批及流程、融资日常管理、融资风险管理、融资档案管理做了详细规定。

担保管理方面，为了加强公司对担保业务的管理和控制，降低风险，避免损失，结合公司实际情况，制定《珠海华发集团有限公司担保管理办法》。办法规定，公司原则上只对所

属全资或控股企业提供担保；需要公司提供担保的下属单位必须向公司总经办提交申请，并须经公司董事会批准；担保申请批准后，总经办将有关批文转发资金管理部，由资金管理部负责办理相关担保手续；公司及下属子公司对外提供担保，必须经公司董事会审批，如按规定需报珠海市国资委审批的应在获得批准后才能办理；资金管理部负责建立担保台账，及时掌握担保信息，追踪和监控担保责任的履行和风险控制。

采购管理方面，公司制定了《非工程类采购等交易行为管理制度》，对采购范围、采购流程等方面进行了规范。

总体看，公司已建立较为健全的法人治理结构及整套管理制度，并不断完善内部管理系统，综合管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营概况

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。2015~2017年，公司营业收入逐年增长，年均复合增幅为44.65%，主要系房地产和大宗商品批发业务收入快速增长带动；2017年，公司实现营业收入441.55亿元，同比增长37.40%。

受毛利率水平较低的大宗商品批发业务收入占比上升、房地产开发业务毛利率波动下降等因素影响，公司近三年综合毛利率有所下降，分别为24.45%、22.25%和22.09%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年			2017年			2018年1-6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1、主营业务收入	206.10	97.67	24.88	312.87	97.35	22.39	432.49	97.95	22.26	211.21	97.25	20.57

房地产销售	78.37	37.14	30.31	125.51	39.05	33.28	191.70	43.41	28.31	89.79	41.34	25.52
土地一级开发	39.04	18.50	48.99	43.09	13.41	45.47	51.03	11.56	68.51	19.93	9.17	78.00
金融类业务	7.29	3.45	99.95	7.34	2.28	99.91	7.47	1.69	70.12	4.06	1.87	64.47
大宗商品批发	71.73	33.99	0.97	123.51	38.43	0.45	163.70	37.07	0.29	83.33	38.37	0.51
汽车销售	2.26	1.07	7.87	3.34	1.04	6.98	4.77	1.08	8.73	2.14	0.99	10.84
物业服务	2.44	1.16	14.25	2.91	0.91	18.70	5.57	1.26	16.44	7.90	3.64	11.86
其他主营业务	4.97	2.36	-2.21	7.18	2.23	0.53	8.24	1.87	0.14	4.06	1.87	18.81
2、其他业务收入	4.93	2.33	6.39	8.50	2.65	17.14	9.06	2.05	13.90	5.98	2.75	36.80
合计	211.03	100.00	24.45	321.37	100.00	22.25	441.55	100.00	22.09	217.19	100.00	21.02

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、担保业务收入等；2.其他主营业务收入包括文体教育收入等；3.其他业务收入包括租赁收入、服务费收入、广告收入、停车费收入等；4.合计数不等于分项之和系四舍五入所致。

分业务看，近三年公司各主要业务收入规模均呈上升趋势。2015~2017年，受交付房屋结转的销售收入增加影响，公司房地产销售收入年均复合增长56.39%，2017年为191.70亿元，同比增长52.73%，占营业收入比重为43.41%；公司房地产业务保持较高的毛利率水平，2017年同比下降4.97个百分点至28.31%，主要系毛利较低的项目结转比重较大影响。近三年，受益于土地出让规模的扩大，公司土地一级开发收入年均复合增长14.33%，2017年，公司实现土地一级开发收入51.03亿元，同比增长18.43%，毛利率波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所致。城市运营、房产开发作为公司传统核心产业，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。大宗商品批发业务是仅次于房地产业务的公司第二大收入来源，受限于行业特征和盈利模式，利润率低、盈利能力弱。2017年，公司扩大电解铜等有色金属贸易规模，大宗商品批发业务实现收入163.70亿元，同比增长32.54%，同期公司大宗商品批发业务毛利率水平同比下降主要系行业竞争加剧、公司控制贸易风险调整产品种类所致。近年来，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、担保收入等，业务规模不断扩大，收入水平持续提升；2017年公

司金融板块实现收入7.47亿元，毛利率水平同比下降系公司本年将金融板块利息收入和成本分开列示、之前年度按净收入列示所致。汽车销售、物业服务等配套板块在公司持续的培育下保持收入增长趋势，但对收入和利润贡献小。

2018年1~6月，受大宗商品批发、房地产销售等收入增加影响，公司实现营业收入217.19亿元，同比增长55.24%；同期，公司综合毛利率为21.02%，同比下降3.33个百分点，主要系房地产销售业务毛利率下降及利润水平较低的商贸业务占比上升所致。

2. 业务经营分析

(1) 房地产开发

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，截至2018年6月底，华发集团对其持股比例为27.75%。华发股份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。

2015~2017年，华发股份分别实现营业收入83.08亿元、132.99亿元和199.17亿元，年均复合增长54.83%；其中房地产销售收入分别为78.27亿元、125.40亿元和190.08亿元，年均复合增长55.84%。分区域看，珠海地区是公司近三年房地产收入的主要来源；2017年华发股份房地产销售收入中珠海地区占比79.07%，

两广地区(中山、广州、南宁)占比 9.83%，山东地区(威海)占比 7.58%，辽宁地区(沈阳、大连、盘锦)占比 2.99%，内蒙古地区(包头)占比 0.53%。毛利率方面，2017 年华发股份房地产板块毛利率为 28.60%，较上年减少 4.69 个百分点，主要系珠海地区毛利率水平(2017 年为 33.31%)下降所致。2018 年 1~6 月，华发股份实现营业收入 94.29 亿元，同比增长 34.07%；毛利率为 25.25%，较上年下降主要系结转项目利润水平较低所致。

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，住宅项目占比高。区域布局方面，华发股份继续推进“珠海为战略大本营，北京、上海、广州、武汉、苏州、南京、大连等重要一线城市及二线城市为发展重点”的战略布局。目前华发股份项目主要分布在珠海、上海、武汉、广州、苏州、南京、中山、威海。

受益于近年来项目储备的增加，华发股份近三年项目开发步伐不断加快，新开工、竣工及期末在建面积呈上升趋势。2017 年华发股份新开工面积 220.47 万平方米（主要集中在珠海、武汉、威海、苏州等），同比下降 6.35%；但随着在建项目的持续投入及新增部分 2016 年未纳入合并范围的项目，期末在建面积 715.35 万平方米，同比大幅增长 26.10%，年内竣工面积 215.28 万平方米，同比增长 61.19%。2018 年 1~6 月，华发股份新开工面积 202.46 万平方米，期末在建面积 796.78 万平方米。

表 3 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
新开工面积	219.72	235.42	220.47	202.46
竣工面积	106.05	133.56	215.28	112.79
期末在建面积	451.53	567.31	715.35	796.78
合同销售面积	79.77	167.68	133.76	110.55
合同销售金额	133.00	357.25	310.17	253.17
合同销售均价	1.67	2.13	2.32	2.29

资料来源：公司提供

销售方面，2015 年华发股份签约销售面积同比略有减少，但受销售均价大幅增长带动，签约销售金额同比增长 65.53%至 133 亿元。销售区域上仍以珠海市为主，同时还有中山、广州及沈阳等地的项目。2016 年华发股份实现签约销售面积 167.68 万平方米，较 2015 年增长 110.20%；实现签约销售金额 357.25 亿元，较 2015 年增长 168.61%。从销售价格上看，得益于战略布局的优化和部分城市房地产市场发展的契机，公司 2016 年销售均价大幅增长至 2.13 万元/平方米。销售区域上仍以珠海市为主，同时还有中山、上海、武汉、大连等地的项目。2017 年，华发股份灵活调整营销策略，在确保珠海市场平稳去化的基础上，上海、广州、武汉等核心城市实现重点突破，当期实现签约销售面积 133.76 万平方米，签约销售额 310.17 亿元，受限购调控政策影响，同比均有所下降；得益于战略布局的优化和部分城市房地产市场发展的契机，公司 2017 年销售均价持续上升，为 2.32 万元/平方米。销售区域方面，华南区域（珠海、中山、广州、南宁）实现签约销售 134.39 亿元，其中珠海实现签约销售 69.01 亿元，占总签约销售金额的 22.25%；华东区域（上海、苏州）实现签约销售 60.32 亿元，在华东地区打响了品牌知名度，其中上海签约销售额达到 51.06 亿元，占总签约销售金额的 16.46%；华中区域（武汉）实现签约销售 89.29 亿元，占总签约销售金额的 28.79%，成为公司新的利润贡献点。在深耕珠海市场的基础上，实现了核心城市的重点突破，推动公司市场格局的显著优化和全面发展。2018 年 1~6 月，华发股份实现签约销售金额 253.17 亿元，同比增长 66.75%；其中：华南区域（含珠海、广州、中山、南宁）销售突破 149 亿元，占销售总额的 58.88%，同比增幅明显；华东区域销售金额 43.51 亿元、华中区域销售金额 40.92 亿元，合计占销售总额的 33.35%，销售金额稳步增长；其余区域实现销售 19.68 亿元。

公司通过公开竞购、合作开发、城市更新等多种方式，在继续深耕上海、武汉、广州、苏州等已布局城市的基础上，成功开辟南京、佛山、嘉兴等市场，并不断深化新进城市的项目储备，扩大公司的品牌影响力，开启公司新一轮的投资布局。目前公司与华润置地、泰禾集团等房地产企业合作开发 10 个房地产项目。2017 年，公司城市更新工作稳步推进。珠海区域，珠海广昌项目顺利动工，湾仔银坑村项目拆迁工作正式启动；上海闵行区浦江镇召稼楼特色小镇、青浦区徐泾城中村改造、北京廊坊旧城改造等异地更新项目也已全面展开，佛山、中山城市更新工作已稳步推进。

土地储备方面，2017 年，华发股份通过合作开发和公开竞买土地等方式新增土地储备计容建筑面积合计 274.79 万平方米（权益面积），同比增长 514.47%；购地支出 230.57 亿元，同比增长 798.21%，主要分布于武汉、南京、珠海、威海、佛山等 8 个城市。截至 2017 年底，华发股份共拥有 47 个项目的土地储备，待开发面积合计 419.33 万平方米，规划计容面积 873.45 万平方米，项目储备充足。以土地面积算，截至 2017 年底，前五大城市（南京、武汉、珠海、威海、沈阳）占地面积占总土地储备面积 73.06%，集中度高。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。2018 年 1~6 月，华发股份通过合作开发和公开竞买土地等方式新增土地储备权益计容建筑面积 83.17 万平方米，购地支出 80.42 亿元，分布于武汉、苏州、无锡、青岛、大连等。截至 2018 年 6 月底，华发股份土地储备建筑面积为 1044.17 万平方米。

总体看，近年来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。公司在建项目主要集中在武汉、珠海等一二线核心城市，项目储备主要集中在南京、武汉、珠海等，部分项目位于东北地区。同时，

联合资信注意到公司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。

（2）城市运营

华发集团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“华发城运”）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。目前，城市运营板块已形成平台公司（即华发城运）+区域公司两级架构，平台公司统一负责策划推广、研究发展、工程管理、公建设计管理、规划市政设计、招采管理、成本管理、招商及资产运营管理等职能，区域公司负责管理片区内项目建设。

公司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。公司城市运营板块的收入来源包括三部分：①土地一级开发收益分成；②经营性项目经营收益（租金、酒店收入等）；③土地储备未来转让收入。经营性项目收益回收周期较长，公司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，公司开展的土地一级开发项目包括十字门中央商务区项目、金湾航空新城核心区项目、保税区二期项目、高新区北围项目、富山产业新城项目等。

珠海十字门中央商务区建设控股有限公司（以下简称“十字门公司”）主要负责十字门中央商务区 5.77 平方公里（其中，湾仔片区 2.28 平方公里，横琴片区 3.49 平方公里）的土地一级开发、市政基础设施建设、重点项目建设及招商引资等工作。根据《珠海十字门中央商务区土地一级开发协议》和《珠海十字门中

中央商务区土地一级开发操作办法》，十字门公司负责按年度制定实施土地一级开发计划，土地出让后，珠海市财政局按土地功能不同，从土地出让金中扣除相关税费后再将剩余的等额资金按确定的相应比例拨付十字门公司作为收益。

珠海华金开发建设有限公司（以下简称“华金公司”）具体负责对珠海金湾区航空新城核心区约 3.8 平方公里的土地一级开发和市政基础设施建设，根据华发集团与珠海金湾区人民政府签订的《珠海金湾区航空新城开发战略合作框架协议》，开发资金由华发集团负责筹集，相关投资支出由核心区开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入等额资金优先偿还，投资收益由管理费和一定比例的可出让经营性用地的土地增值收益等额资金来实现。

珠海华保开发建设有限公司（以下简称“华保公司”）具体负责对珠海市保税区二期范围内 2.3 平方公里的土地一级开发和市政道路工程建设。根据华发集团与保税区管委会签订的《珠海市保税区二期土地一级开发合作协议》，开发资金由华发集团负责筹集，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保公司所支付的土地一级开发成本后，华保公司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。

子公司珠海华发高新建设控股有限公司与珠海（国家）高新技术产业开发区管理委员会签订《珠海高新区北围土地一级开发协议》，负责对珠海高新区北围项目约 8.6 平方公里土地的一级开发和市政道路、绿化景观、桥梁、围填海等市政基础设施建设。项目投资资金将通过珠海华发高新建设控股有限公司自有资金和银行借款等方式统筹解决。未来公司将根据市场的需求，分批出让北围的住宅、商住及工业用地。项目经营性用地的土地出让金

收入在扣除应上缴省、市费用后，剩余作为区级土地出让分成；区级土地出让分成由珠海（国家）高新技术产业开发区管理委员会提取一定比例资金后，剩余部分等额资金全额拨付给项目公司。

珠海富山工业园投资开发有限公司（原珠海华富开发建设有限公司）负责对珠海市斗门区富山产业新城起步区土地一级开发项目（开发面积 2.5 平方公里）和起步区以外（147.5 平方公里）的市政基础设施项目。根据华发集团与珠海市富山工业园管理委员会签订的《富山产业新城合作开发协议》及补充协议，项目的开发资金由华发集团负责筹集，投资收益由固定投资补偿和投资增值收益来实现。其中，固定投资补偿以项目开发建设成本为基数计提一定比例作为固定投资补偿。投资增值收益是在开发范围内可出让用地出让后，政府以与土地出让收入（扣除应上缴省、市政策性缴纳税金等费用后）等额的财政资金支付公司项目开发建设总成本及固定投资补偿，余额部分等额资金即为投资增值收益。投资增值收益双方按一定比例进行分配。

随着土地出让规模的增加，近三年，公司土地一级开发收入年均复合增长 14.33%。2017 年，公司实现土地一级开发收入 51.03 亿元，同比增长 18.43%，主要来自十字门中央商务区、金湾航空新城、高新区北围及保税区二期项目；受平均土地出让价格上涨及返还的土地增值收益增加影响，公司土地一级开发业务毛利率水平大幅上升至 68.51%。2017 年公司土地一级开发业务获得回款 50 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现土地一级开发收入 19.93 亿元，出让地块主要来自毛利率水平较高的十字门中央商务区，带动整体毛利率水平进一步上升至 78.00%。公司其他一级土地开发项目尚处于开发建设期，尚未产生收入。

表 4 公司土地出让情况（单位：宗、万平方米、亿元、%）

项目	十字门中央商务区	金湾航空新城
----	----------	--------

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
土地出让数量	5	2	5	2	2	7	3	2
出让建筑面积	63.34	16.88	45.50	27.03	40.25	70.45	31.60	26.81
分成收入	22.46	6.71	12.80	9.86	15.72	15.59	13.42	5.11
结转开发成本	5.58	1.72	4.73	2.76	13.47	5.78	5.12	1.62
开发收益	16.88	4.99	8.07	7.10	2.25	9.81	8.31	3.49
毛利率	75.16	74.37	63.05	72.01	14.31	62.92	61.92	68.30
项目	保税区二期				高新区北围			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
土地出让数量	--	5	5	--	2	5	5	--
出让建筑面积	--	10.34	25.11	--	21.70	39.47	50.80	--
分成收入	--	1.78	3.18	--	0.87	19.01	21.63	--
结转开发成本	--	1.83	3.09	--	0.87	14.16	3.13	--
开发收益	--	-0.05	0.09	--	0.00	4.85	18.50	--
毛利率	--	-2.81	2.83	--	0.00	25.51	85.53	--

资料来源：公司提供

注：1. 合计数不等于分项之和系四舍五入所致；2. 2018 年上半年数据为主要区域土地出让情况。

目前公司主要在建土地一级开发项目如下表所示，估算总投资 779.00 亿元，截至 2018 年 6 月底已投资 139.69 亿元，累计获得土地出

让收入 217.52 亿元。2018~2020 年，公司土地一级开发业务预计分别投资 34.90 亿元、40.60 亿元和 46.00 亿元。

表 5 截至 2018 年 6 月底公司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	截至 2018 年 6 月底已投资	未来投资计划		
				2018 年	2019 年	2020 年
十字门中央商务区片区开发项目	5.77	84.00	62.25	3.10	6.00	6.00
金湾航空新城片区开发项目	3.80	35.00	30.84	2.40	1.40	1.40
保税区二期片区开发项目	2.30	20.00	9.23	4.60	1.20	1.60
高新区北围片区开发项目	8.60	140.00	21.34	3.30	2.00	2.00
富山产业新城片区开发项目	150.00	500.00	16.03	21.50	30.00	35.00
合计	170.47	779.00	139.69	34.90	40.60	46.00

资料来源：公司提供

根据公司提供的预测，2018~2022 年，十字门中央商务区等五个项目预计出让土地面积共计 1281.86 万平方米，预计可获得土地出让收入分成 306.34 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。

表 6 公司土地一级开发未来收入分成预测情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年		2022 年	
	出让面积	收入分成	出让面积	收入分成	出让面积	收入分成	出让面积	收入分成	出让面积	收入分成
十字门中央商务区片区开发项目	90.04	33.20	23.96	8.63	43.59	16.74	--	--	--	--
金湾航空新城片区开发项目	44.16	13.70	51.72	9.08	17.80	6.28	13.51	5.61	--	--
保税区二期片区开发项目	48.77	8.52	68.08	12.67	72.63	13.08	57.72	8.51	--	--

高新区北围片区开发项目	9.96	6.02	29.56	10.45	19.97	12.59	43.19	15.89	73.10	4.00
富山产业新城片区开发项目	70.00	8.23	96.00	14.09	127.00	27.78	149.00	42.97	132.10	28.30
合计	262.93	69.67	269.32	54.92	280.99	76.47	263.42	72.98	205.20	32.3

资料来源：公司提供

经营性项目

公司自营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。公司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2018年6月底，公司自营项目计划总投资198.98亿元，已投资129.16亿元，未来仍需投入69.82亿元，投资规模仍较大。

表7 截至2018年6月底公司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	占地面积	总建筑面积	总投资	截至2018年6月底已投资	计划投资额		
					2018年	2019年	2020年
会展商务组团（一期）	20.00	70.40	87.00	87.00	0.30	--	--
横琴国际金融中心大厦	1.84	20.00	43.00	19.10	5.60	7.20	12.10
横琴金融产业基地	20.00	8.80	8.00	7.35	0.63	--	--
横琴创意谷	10.00	13.70	10.00	9.34	0.01	--	--
会展商务组团（二期）	5.18	27.50	43.50	4.74	1.50	8.00	15.00
蓝湾智岛总部基地中心二期	1.95	7.77	7.48	1.63	1.40	3.20	1.40
合计	58.97	148.17	198.98	129.16	9.44	18.40	28.50

资料来源：公司提供

珠海十字门中央商务区会展商务组团（一期）项目位于十字门中央商务区北区，主要建设内容为珠海国际会议中心、国际展览中心、国际甲级写字楼、五星级酒店、超五星级酒店、商务公寓及商业等设施。项目用地于2010年4月通过招拍挂方式取得。正式运营后收入来源包括会展收入、酒店收入和写字楼租售收入等。目前，会展商务组团（一期）中展览中心、会议中心已于2014年10月正式开业，喜来登酒店、公寓式酒店已于2015年投入运营，330米高的标志性塔楼（上部为瑞吉酒店、下部为甲级写字楼）核心筒已建成封顶，幕墙已施工完毕，正在进行内部装修，预计于2018年9月建成并投入运营。

会展商务组团（二期）项目总建筑面积约27.5万平方米，其中地上18.1万平方米、地下9.4万平方米，建筑功能包含会展、办公和商业，

二期项目将进一步发展扩大会展功能优势。会展商务组团（二期）项目于2015年下半年开展设计工作，于2017年初动工，目前正进行桩基础工程施工，预计2021年建成。

横琴国际金融中心大厦位于十字门中央商务区中心区域，功能为国际甲级写字楼、商务公寓及商业服务设施。项目用地是公司通过招拍挂的方式于2009年11月取得，于2013年8月启动基坑开挖与支护工程，主体结构施工于2015年下半年进行，水电安装及室内外工程已于2016年末逐步展开，项目预计2019年建成投产。未来收入来源包括写字楼、公寓及商业的出售和出租收入。

横琴金融产业服务基地是珠海市政府落实横琴开发国际战略的重要举措，是横琴开发国际战略实施以来第一个投入运营的产业园区项目，总用地面积约20万平方米，总建筑

面积约 8.8 万平方米，预计总投资约 8.0 亿元；共分三期建设，分别为一期横琴金融产业服务基地、二期横琴金融产业创新基地及三期横琴金融产业发展基地。其中，一期、二期已完工运营，三期拟建 13 栋现代化建筑，目前 11 栋办公楼已完工，剩余 2 栋预计于 2018 年内完工。

横琴创意谷项目是十字门公司的全资子公司珠海华发华宏开发建设有限公司与横琴新区管委会合作开发建设的中小企业创新创业基地，并通过企业办公、SOHO 办公、商务公寓的建设，为基地提供商务与配套需求。项目收入包括各功能区的租金及横琴新区提供的补偿金。由于项目投资规模大、建设标准高，且扶持中、小、微企业准入条件及租金政策有优惠，根据《横琴创新产业基地合作框架协议》，合作期满后，横琴新区将对项目提供合理的补偿金，金额不低于本项目的建设成本费用及合理收益。横琴创意谷项目已基本完工。

蓝湾智岛总部基地中心二期为公司 2017 年新增项目，主要位于珠海市高新区前湾二路，总建筑面积 77691 平方米，以建设普通办公和酒店式办公为主，辅以商业裙楼底商。项目于 2017 年 9 月 28 日启动基坑开挖与支护工程，主体结构施工于 2018 年下半年进行，项目预计 2020 年建成投产，未来收入来源包括写字楼、公寓及商业的出售和出租收入。

土地储备

除房地产开发和土地一级开发外，截至 2018 年 6 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、保税区等占地面积合计 149.82 万平方米、计容建筑面积 431.57 万平方米的土地的使用权；通过增资方式获得珠海市海润房地产开发有限公司 5 块土地（占地面积合计 16.93 万平方米，计容建筑面积 59.01 万平方米）使用权。公司将土地储备以成本法计入“存货”科目。目前公司所持上述储备土地主要用于抵押融资，未来将择机进行开发或转让。随着横琴新区政策性利好及

十字门片区基础设施建设的不断完善，公司所持土地储备增值空间较大。

整体看，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。

（3）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（截至 2018 年 6 月底华发集团及其旗下子公司合计持股比例 84.23%）和珠海华发集团财务有限公司（以下简称“华发财务”）。

珠海金控成立于 2012 年，定位为珠海及横琴新区营运国有金融资产、进行产业投资的核心平台。通过新设或收购等方式，珠海金控已初步形成覆盖证券、期货、金融租赁、保险、基金、各类收益权交易平台、担保、小贷、小额再贷等多个领域，布局深圳、香港、北京、上海、天津等核心金融城市的综合性金融投资控股集团。截至 2017 年底，珠海金控旗下参控股金融机构 15 家、准金融机构 8 家、类金融机构 62 家。按业务类型可分为核心金融业务、创新金融业务和配套金融业务三大类。目前公司正在申请消费金融、公募基金牌照，已基本实现金融产业全牌照布局（除信托牌照外）。此外，华发集团还参股了包括珠海华润银行、珠海农村商业银行、厦门国际银行、华通金融租赁、横琴人寿等核心金融机构，持有并处置债券、基金、资管/信托计划等，每年可获得稳定的投资收益。

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

公司金融板块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、利息净收入等，及公司对外投资所

获取的投资收益。2015~2017 年，华发集团金融类业务分别实现营业收入 7.29 亿元、7.34 亿元和 7.47 亿元，以利息净收入和手续费及佣金收入为主，近三年两者合计占比均超过 85%。2017 年，公司金融板块营业收入中利息净收入 5.64 亿元（主要来自华发财务），手续费及佣金收入 1.23 亿元（主要来自华金证券）。

公司投资收益主要系参股华润银行、珠海农商行、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。2015~2017 年，公司分别实现投资收益 11.62 亿元、13.07 亿元和 10.69 亿元，2017 年同比下降主要系信托等投资减少导致持有至到期投资在持有期间的投资收益下降所致。2015~2017 年公司投资收益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）分别为 9.34 亿元、4.56 亿元和 0.70 亿元；权益法核算的长期股权投资收益分别为 0.38 亿元、4.08 亿元和 6.07 亿元；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 0.84 亿元、2.16 亿元和 1.88 亿元。

2018 年 1~6 月，华发集团金融类业务实现营业收入 4.06 亿元，相当于 2017 年全年的 54.35%；同期，公司实现投资收益 11.71 亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益 7.83 亿元（主要来自华发股份联营企业及华润银行），持有至到期投资在持有期间的投资收益 1.71 亿元，可供出售金融资产持有期间的投资收益 1.31 亿元。

华发集团利用自身产业和资金优势，成立产业投资板块，经营主体包括华金资本（持股比例 28.46%）、英飞尼迪投资控股集团有限公司（持股比例 49.00%）和珠海科技创业投资有限公司（实际控制人珠海市国资委，委托公司经营）等；同时，公司也积极通过与外部机构成立股权投资管理基金的方式进行项目投资。公司已累计完成投资项目超 200 个，包含深圳优必选、博纳影业、云洲智能等多个

“独角兽”项目，累计投资超过 160 亿元。2017 年 7 月，珠海市政府决定组建珠海发展投资基金，基金总规模 100 亿元，其中公司认缴出资 26.8 亿元，子公司珠海金控出资 42.2 亿元，其余资金来自格力集团和横琴金融投资集团。珠海发展投资基金由珠海金控全资子公司担任基金管理人，并纳入公司合并报表。截至 2018 年 7 月底，珠海发展投资基金母基金已到位资金 64.97 亿元¹，已投决审议通过子基金 18 支（其中已实缴出资子基金 6 支，已实缴 26.33 亿元）。未来，珠海发展投资基金将作为珠海市产业和基础设施领域投资母基金，根据政府引导、市场化运作的原则，通过基金的引导放大效应，在经济转型升级、结构调整等方面发挥作用。

未来随着国家推动金融服务业实体经济及金融市场的进一步发展，公司有望利用下属金融全牌照平台进一步做大、做强，发挥行业协同效益，业务领域和利润水平不断提高。联合资信同时注意到珠海金控下属证券、期货、金融租赁、人寿保险等牌照业务尚处于培育期，竞争力偏弱；同时，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。

（4）配套服务板块

商贸服务

华发集团商贸服务板块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（以下简称“华发商贸”）及其下属的珠海华发汽车销售有限公司（以下简称“华发汽车”）、香港华发投资控股有限公司负责，具体业务包括大宗商品批发和汽车销售。

① 大宗商品批发

公司大宗商品批发业务采取以销订购的经营模式，待下游客户有实际订单后，再向上游供货商购货。公司在按照下游客户的要求找

¹ 珠海金控（代珠海市财政）42.2 亿元已全部到位，横琴金融投资集团（代横琴新区财政）10 亿元已全部到位，华发集团根据实缴通知到位 7.08 亿元，格力集团根据实缴通知到位 5.29 亿元，珠海基金管理公司根据实缴通知到位 3000 万元，深圳华金瑞盈根据实缴出资 1000 万元已协议转让给珠海珠海基金管理公司（转让后珠海基金管理公司占比 1%）。

到适合的货源后，华发商贸风控委员会为其做风险评估，根据实际情况确定账期、额度；华发商贸通过比价或谈判确定货源价格，并与上下游协商达成一致后，签订贸易合同，锁定货物价格及数量，风险相对较小。

受下游客户需求及公司风控要求等影响，近年来公司主要贸易品种有所变化：2015年，公司大宗商品贸易产品以燃料油、铜矿石、LCD液晶屏等为主，毛利率水平处于近三年以来的最高水平；2016年，公司新增有色金属（电解铜）贸易，不再开展钢材贸易业务，适度缩减化工产品贸易规模；2017年，公司主动收缩风险较高的燃料油等业务，扩大有色金属（电解铜）贸易规模。2015~2017年，公司分别实现大宗商品批发收入71.73亿元、123.51亿元和163.70亿元，年均复合增长51.07%；前五大贸易产品收入合计占大宗商品贸易收入的比重波动上升，2017年为85.60%，产品集中度较高；同期，公司大宗商品批发业务毛利率持续下降，2017年为0.29%，降幅较大，主要系有色金属（电解铜）业务毛利率较低所致。2018年1~6月，公司实现大宗商品贸易批发收入83.33亿元，同比增长90.87%，业务毛利率为0.51%；主要贸易品种仍为电解铜、铜矿石。受行业特性和业务模式影响，公司大宗商品贸易业务毛利率水平低。

从上下游及结算方式看，公司贸易双方均为行业中规模较大企业，信誉度较高，结算方式根据实际客户情况及交易品种不同有一定差异。2017年，公司前五大供货商采购金额占比55.93%，集中度较上年略有下降（2016年为58.78%），结算方式主要为货到付现款（对国内上游供货方）及90天信用证结算（对进口贸易中国外供货方）。下游销售商方面，华发商贸根据下游客户信用等级不同通常给予45~60天的账期或采取现款结算。2017年，公司前五大销售商销售金额占比合计40.00%，受贸易规模增加及风控影响集中度较2016年下降20.36个百分点。

总体看，近年来公司大宗商品贸易规模快速增长；同时，公司通过调整贸易品种、提高现款结算比例等防控贸易风险；但公司大宗商品贸易板块整体毛利率水平低，对公司整体盈利贡献小。

②汽车销售

华发集团汽车销售业务由华发商贸下属子公司华发汽车负责。目前，华发汽车合计拥有4家店面，其中本部店面以进口汽车的销售和维修为主，3家分公司分别经营上海大众、斯柯达和雪佛兰三个品牌的汽车销售和维修业务。2015年华发汽车收购珠海德和天成汽车有限公司后将其更名为珠海华发天成汽车有限公司，经营上汽荣威品牌。2016年，珠海华发天成汽车有限公司获得广汽传祺的特许经营权，改为专营广汽传祺。2016年华发汽车新成立广州铎发汽车贸易有限公司一家子公司，具体负责平行进口车业务。除进口车向国内代理或分销商购买外，公司其余汽车向生产厂家直接购买。汽车采购的结算方式主要为现金结算和大众金融融资购车。汽车销售主要以零售客户为主，一般以现金结算，并有少量定金。2015~2017年公司汽车销售分别实现收入2.26亿元、3.34亿元和4.77亿元，年均复合增长45.36%。

文体教育及现代服务

华发集团文化教育业务主要由珠海华发文教旅游产业发展有限公司（以下简称“华发文教”）负责，现代服务业务主要由华发综合发展下属的珠海华发现代服务投资控股有限公司（以下简称“现代服务公司”）负责。业务范围涵盖公益类业务（文化、体育、教育、会展）及商业类业务（酒店管理、物业服务、人力资源管理、清洁）。

2017年文体教育板块实现收入1.27亿元，主要来自教育服务、体育运营、演出收入等；现代服务板块收入以物业管理收入为主。目前华发物业进行物业管理的物业包括公司及下属子公司持有的商业和住宅物业，以及对外承

接管理的物业，物业面积超过 2000 万平方米。近年来，公司物业管理收入持续增长，2017 年实现收入 5.57 亿元，同比增长 91.34%。2018 年 1~6 月，公司物业收入大幅增长，主要系合并庄臣有限公司所致。

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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2016 年度合并财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）珠海分所审计，2017 年度合并财务报表已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年半年度财务数据未经审计。

合并范围方面：2015 年公司合并范围新增子公司 42 家，其中 38 家为新设子公司（期末净资产合计 59.74 亿元），4 家为收购所得（期末净资产合计 15.09 亿元）。2016 年公司新增纳入合并范围的控股子公司 29 家，其中 27 家为新设公司，2 家为非同一控制下企业合并，新增控股子公司期末净资产合计 22.80 亿元。2017 年公司合并范围新增子公司 51 家，其中 43 家为新设子公司（期末净资产合计 53.65 亿元），7 家为非同一控制下企业合并所得（期末净资产合计 58.07 亿元），1 家为无偿划拨（净资产 0.49 亿元）；不再纳入合并的控股子公司 6 家。截至 2017 年底，

公司合并范围包括子公司 295 家（其中华发股份下属子公司 165 家）。2018 年 1~6 月，公司合并范围新增子公司 54 家，不再纳入合并范围的子公司 3 家。总体看，近三年及一期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 2017 年底，华发集团资产总额 2284.79 亿元，所有者权益 623.92 亿元（含少数股东权益 374.27 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 441.55 亿元，利润总额 49.69 亿元。

截至 2018 年 6 月底，华发集团资产总额 2592.52 亿元，所有者权益 786.16 亿元（含少数股东权益 475.76 亿元）；2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 217.19 亿元，利润总额 30.33 亿元。

华发集团业务主要集中在下属子公司。截至 2017 年底，华发集团母公司资产总额 163.76 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 74.04 亿元，主要为公司本部发行的永续债。负债总额 89.72 亿元，主要为长短期借款。2017 年，华发集团母公司实现营业收入 0.83 亿元，利润总额 3.14 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。2017 年底，华发集团母公司资产负债率为 54.79%，全部债务资本化比率为 54.01%，考虑所有者权益主要为永续债（72 亿元），实际债务负担较重。

2. 资产质量

近年来，随着经营规模的扩大，华发集团资产总额快速增长，三年复合增长率为 20.44%。2017 年底，华发集团资产总额 2284.79 亿元，同比增长 20.78%，主要系存货、其他流动资产、长期股权投资、可供出售金融资产等增长所致。从构成看，流动资产一直是华发集团资产总额的主要组成部分，2017 年底占比为 81.84%。公司主要资产构成见下表。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1279.66	81.25	1556.24	82.27	1869.81	81.84	2139.25	82.52
货币资金	107.85	6.85	209.59	11.08	215.91	9.45	344.79	13.30
存放同业款项	70.35	4.47	78.90	4.17	84.57	3.70	110.05	4.24
预付款项	31.17	1.98	49.08	2.59	63.71	2.79	17.81	0.69
存货	947.68	60.17	1071.80	56.66	1270.49	55.61	1431.78	55.23
其他流动资产	41.47	2.63	46.04	2.43	104.91	4.59	119.29	4.60
非流动资产	295.39	18.75	335.39	17.73	414.99	18.16	453.28	17.48
可供出售金融资产	11.08	0.70	52.98	2.80	80.74	3.53	123.87	4.78
长期股权投资	84.19	5.35	101.24	5.35	146.70	6.42	161.64	6.23
固定资产	29.43	1.87	98.40	5.20	84.23	3.69	87.27	3.37
资产总额	1575.05	100.00	1891.63	100.00	2284.79	100.00	2592.52	100.00

资料来源：公司财务报表

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增幅为 20.88%。2017 年，受房地产项目持续投入及华发股份向关联方拆出资金增加影响，公司流动资产同比增长 20.15%至 1869.81 亿元；主要由存货、货币资金、其他流动资产等构成。

2015~2017 年，公司货币资金逐年增加，年均复合增幅为 41.49%。2017 年底，公司货币资金同比小幅增长 3.01%至 215.91 亿元，主要由银行存款（占比 93.57%）及存放中央银行法定存款准备金（占比 5.50%）组成；年末受限货币资金 26.17 亿元（受限比重 12.12%），主要为保证金、质押存单及存放中央银行法定存款准备金。

2015~2017 年，公司存放同业款项年均复合增长 9.64%，2017 年底为 84.57 亿元，同比增长 7.19%，全部为存放境内银行同业。

公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要是公司购买的债券和股票投资（以债券为主），2017 年底账面余额为 45.71 亿元，同比增长 10.59%，主要系债券投资增加所致。

2015~2017 年，公司应收账款波动下降，2017 年底为 19.35 亿元，同比增长 171.19%，主要因应收土地出让收益分成及应收货款增加，年末公司应收账款主要为应收珠海市金湾

区财政局（6.37 亿元）和珠海市横琴新区管理委员会财政局（2.93 亿元）的土地收益分成款；前五名欠款单位占比合计 65.37%，账龄均在 1 年以内。

2015~2017 年，公司预付款项持续上升，年均复合增长 18.07%。2017 年底，公司预付款项同比增长 29.82%至 63.71 亿元，主要系预付武汉市、珠海市等的土地出让金增加所致。

公司存货主要由开发成本、开发产品及出租开发产品等构成，近三年年均复合增长 15.79%；2017 年底公司存货同比增长 18.54%至 1270.49 亿元；其中，开发成本 1148.33 亿元，同比增加 172.69 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南京华铎 G29 项目、武汉华发首府、上海七宝生态商务区项目、南京华曜 G35 项目、佛山亲仁路项目、嘉兴鹭栖庭院*1 等。公司存货中开发成本以房地产项目为主，此外还有部分一级土地开发成本。2017 年底公司存货中开发产品净值 96.77 亿元，同比增加 21.57 亿元，主要新增完工项目包括珠海华发峰景湾花园、广州荔湾荟项目、南宁华发四季等。年末计提存货跌价准备 402.08 万元。

2015~2017 年，公司其他流动资产年均复合增长 59.05%，2017 年底为 104.91 亿元，同

比增长 127.83%，主要系华发股份向合营、联营企业拆出资金增加所致。年末其他流动资产主要由拆出款项及其他（79.62 亿元）、预交税费（16.01 亿元）构成。

2015~2017 年，公司非流动资产年均复合增长 18.53%。2017 年底公司非流动资产同比增长 23.73%至 414.99 亿元，主要系长期股权投资、可供出售金融资产和无形资产增长带动。构成主要以长期股权投资、固定资产、可供出售金融资产为主。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产快速增长，2017 年底为 80.74 亿元，同比增加 27.76 亿元，主要系可供出售债务工具增加及增加对珠海知行并进文化产业投资基金、珠海英飞尼迪创业投资基金（有限合伙）、IDG 成长基金等成本计量的权益工具所致。年末公司可供出售金融资产中可供出售债务工具 55.34 亿元，同比增加 23.08 亿元，采用公允价值计量；可供出售权益工具 25.41 亿元，其中按公允价值计量的系公司认购的“和谐并购安华私募投资基金”，年末公允价值变动 1.56 亿元（账面价值 3.31 亿元），按成本法计量的权益工具系公司参与设立的投资基金、参股的投资企业，投资金额较大的包括 IDG 成长基金（4.31 亿元）、珠海知行并进文化产业投资基金（4.00 亿元）、珠海英飞尼迪创业投资基金（有限合伙）（3.21 亿元）、厦门国际银行股份有限公司（3 亿元）等，以股权投资和金融类企业为主。

2015~2017 年，公司长期股权投资年均复合增长 32.00%。2017 年底为 146.70 亿元，同比增长 44.90%，主要系增加对南京华崧房地产开发有限公司、珠海市香洲区碧珠碧桂园房地产开发有限公司等房地产合营及联营企业，珠海华金阿尔法三号股权投资基金合伙企业（有限合伙）、华金东方一号基金合伙企业（有限合伙）等基金投资和珠海华润银行股份有限公司、珠海市润海投资有限责任公司等金融类参股企业的投资。2017 年底，公司投资金额较大的长期股权投资包括珠海华润银行股份有限

公司（28.39 亿元）、上海华泓钜盛房地产开发有限公司（22.30 亿元）、华金资本（13.51 亿元）等金融及产业投资类、房地产及代建市政项目公司²。

2018 年 6 月底，公司资产总额 2592.52 亿元，较上年底增长 13.47%，主要系存货、货币资金、可供出售金融资产等增加所致；资产构成仍以流动资产为主，期末流动资产比重为 82.52%，较上年底略有上升。2018 年 6 月底，公司存货 1431.78 亿元，较上年底增加 161.29 亿元，主要系项目工程投入增加所致；预付账款较上年末下降 72.04%，主要系预付土地出让金减少。2018 年 6 月底，公司非流动资产较上年末增长 9.23%至 453.28 亿元，主要系增加债券及股权投资导致可供出售金融资产、长期股权投资较上年末增长所致。

2018 年 6 月底，公司受限资产账面价值合计 558.58 亿元，以存货、长期股权投资、货币资金、固定资产和投资性房地产为主，另有少部分应收账款、无形资产及在建工程；受限资产账面价值占资产总额的 21.55%。

总体看，随着经营规模的扩大，公司资产总额不断增长，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。公司整体资产质量较好。但受限资产规模较大，对公司流动性产生一定影响。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

受永续债发行、子公司少数股东权益增长及留存收益增加等因素影响，2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增幅为 28.68%；2017 年底公司所有者权益同比增长 34.45%至 623.92 亿元。从构成看，所有者权益中少数股东权益占 59.99%，资本公积占

² 公司长期股权投资包括珠海情侣海岸建设有限公司、阳江华阳投资控股有限公司、珠海华发连湾保障房建设有限公司等从事市政基础设施和保障房的项目公司，因项目所需资金由财政承担，公司不享有经营收益和承担经营风险，因此不纳入合并报表。

18.96%、其他权益工具占 11.54%。

2017 年底公司实收资本 11.20 亿元，2016 年同比增长系根据珠国资【2016】256 号《关于修改华发集团公司章程的批复》，公司将资本公积 1.20 亿元转增实收资本。

公司少数股东权益规模较大，主要是合并华发股份所致。2016 年少数股东权益同比增长 17.87%，主要来自华发股份少数股东权益增加。2017 年，公司少数股东权益同比增加 151.65 亿元至 374.27 亿元，主要系：①因审计报告分类，公司将子公司综合发展发行的永续债计入少数股东权益（期末金额为 87.69 亿元，2016 年底为 69.69 亿元，体现在“其他权益工具”科目）；②公司合并华发股份、华金证券等，少数股东增资及留存收益增加带动少数股东权益增加；③因对珠海发展投资基金（有限合伙）并表而增加的少数股东权益（期末余额 43.36 亿元）。

2015~2017 年，公司其他权益工具分别为 28.00 亿元、69.69 亿元和 72.00 亿元，其中 2015~2016 年主要为子公司综合发展发行的永续中票（2017 年将其调入少数股东权益），2017 年底为公司本部发行的两期永续中票（17 华发集团 MTN001、17 华发集团 MTN002）和对中海信托股份有限公司 12 亿元的可续期债³。

2018 年 6 月底，公司所有者权益 786.16 亿元，较上年底增加 162.24 亿元，主要系资本公积及少数股东权益增加所致。所有者权益构成较上年底变化不大。2018 年 6 月底，公司资本公积较上年末增加 52.75 亿元，主要系子公司华发综合发展引入少数股东（珠海工智股权投资基金（有限合伙）及珠海农智股权投资基金（有限合伙））的投资，投资价款与按持股比例相对应享受的可辨认净资产份额之间的差额增加资本公积溢价。少数股东权益较上年末增长 101.49 亿元，主要系吸收少数股东投资

及少数股东收益增长所致。

总体看，公司所有者权益以少数股东权益和资本公积为主，稳定性一般。受永续债发行、少数股东权益及留存收益增加影响，所有者权益规模呈上升趋势。

负债

2015~2017 年，公司负债总额快速增长，年均复合增幅为 17.73%。2017 年底，公司负债总额同比增长 16.34%至 1660.87 亿元，主要系公司对外借款及房地产预售增多影响。从构成看，受预收款项等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，2017 年底为 57.46%。

2015~2017 年，公司流动负债年均复合增长 29.01%；2017 年底为 954.29 亿元，同比增长 22.37%，主要系短期借款、预收款项、卖出回购金融资产款及其他流动负债增加所致。流动负债以预收款项（占 31.00%）、短期借款（占 14.76%）、一年内到期的非流动负债（占 13.49%）、应付账款（占 7.15%）为主。

2015~2017 年，公司短期借款波动下降，2017 年底为 140.84 亿元，同比增长 154.71%，以保证借款、信用借款和抵押借款为主。

公司流动负债中预收款项占比较高，主要为华发股份预收房款。2015~2017 年，公司预收款项大幅增长，年均复合增幅为 86.54%；2017 年底，公司预收款项同比增长 17.89%至 295.87 亿元，主要系武汉华发外滩首府、上海静安府、武汉华发四季等项目预收房款增加（预收房款期末余额合计 279.95 亿元）及公司收到珠海高新技术产业开发区发展改革和财政局拨付的土地一级开发款项（4.02 亿元）。

2017 年底公司卖出回购金融资产款同比增长 65.56%至 69.07 亿元，主要系交易所质押式回购及银行间质押式卖出回购增多影响，期末卖出回购金融资产标的物均为债券。公司其他流动负债主要为发行的超短期融资券，2017 年底同比增加 21.13 亿元至 81.16 亿元。

2015~2017 年，公司非流动负债年均复合

³ 2017 年 12 月，公司与中海信托股份有限公司签订可续期债权投资合同，累计发行永续债 12 亿元，初始债权投资期限为 24 个月，公司有权于借款（债权投资）初始期限届满之日前 30 个工作日书面通知中海信托股份有限公司该期借款进入周期存续期，继续续期 24 个月，初始固定利率 6.40%。

增长 6.34%，2017 年底，公司非流动负债为 706.58 亿元，同比增长 9.09%，主要来自长期借款及应付债券的增加；从构成看，以长期借款（占比 62.47%）和应付债券（35.13%）为主。

2015~2017 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 2.27%；2017 年底，公司长期借款 441.40 亿元，同比增长 9.32%，以抵押借款、保证借款等为主。

2015~2017 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增幅为 30.64%。2017 年底，公司应付债券 248.21 亿元，同比增加 21.83 亿元，主要系华发股份发行中期票据及子公司铨兴投资控股有限公司发行美元债券所致。

公司长期应付款为华发物业资产支持证券和售后回租融资款，2017 年底为 9.24 亿元，同比减少 1.30 亿元。

将公司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后，近三年公司全部债务逐年增长，年均复合增幅为 11.48%，2017 年底公司全部债务同比增长 21.84% 至 1150.67 亿元，其中短期债务占 39.27%，长期债务占 60.73%；受 2017 年短期借款、卖出回购金融资产款增加及超短融发行影响，短期债务比重有所上升，但债务结构仍以长期债务为主。受所有者权益快速增长影响，近三年公司资产负债率、全部债务资本化及长期债务资本化比率均呈下降趋势，2017 年底分别为 72.69%、64.84% 和 52.83%。

表 9 公司债务情况（单位：亿元、%）

项 目	2015年	2016年	2017年	2018年 6月
短期债务	310.03	312.28	451.82	582.44
长期债务	615.81	632.12	698.85	682.81
全部债务	925.84	944.40	1150.67	1265.25
资产负债率	76.08	75.47	72.69	69.68
全部债务资本化比率	71.07	67.05	64.84	61.68
长期债务资本化比率	62.04	57.67	52.83	46.48

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

将公司发行的永续债调入债务后，2017 年底，公司有息债务规模为 1310.36 亿元，同比增长 29.22%，资产负债率（调整永续债后）及全部债务资本化比率（调整永续债后）分别为 79.68% 和 73.84%，同比略有上升。考虑到公司负债中预收账款规模较大，公司实际负债水平轻于上述指标值。

2018 年 6 月底，公司负债总额较上年底增长 8.76% 至 1806.36 亿元，主要系一年内到期的非流动负债、短期借款、预收款项增加所致。2018 年 6 月底，公司全部债务较上年底增长 9.96% 至 1265.25 亿元，其中长期债务占比 53.97%，比重较上年末有所下降。截至 2018 年 6 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 69.68%、61.68% 和 46.48%，受所有者权益增加影响较上年底均有所下降。将永续债调入债务核算后，公司 2018 年 6 月底全部债务（含永续）增至 1424.73 亿元，全部债务资本化比率（含永续）增至 69.45%，债务负担有所上升。

总体看，受少数股东权益增长、永续债发行及留存收益增加影响，公司所有者权益规模稳步增长。同期，随着经营规模的扩大及房地产预收款项的增加，公司负债总额逐年增加，债务规模较大，债务负担较重。

4. 盈利能力

受房地产开发、大宗商品批发和土地一级开发业务等收入增长影响，2015~2017 年，公司营业收入快速增长，年均复合增幅为 44.65%；2017 年，公司实现营业收入 441.55 亿元，同比增长 37.40%；受收入增长影响，近三年公司营业成本年均复合增长 46.89%，成本增速高于营业收入增速，2017 年营业成本为 344.01 亿元。公司营业利润率有所下降，2017 年为 17.56%。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项 目	2015年	2016年	2017年
-----	-------	-------	-------

营业收入	211.03	321.37	441.55
投资收益	11.62	13.07	10.69
营业利润	15.15	30.56	49.61
利润总额	15.42	30.98	49.69
营业利润率	19.46	17.56	17.56
总资本收益率	2.28	2.79	3.00
净资产收益率	2.17	4.47	5.54

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

近三年公司期间费用逐年上升，2017 年为 40.02 亿元，同比小幅增长 3.82%，主要系人员数量增长及职工薪酬提升带动管理费用增加所致；近三年公司财务费用逐年下降，主要受益于公司平均融资成本下降、经营管控的提升及利息收入增加。2017 年，公司期间费用率为 9.06%。

2015~2017 年，公司分别实现投资收益 11.62 亿元、13.07 亿元和 10.69 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。从构成看，2017 年公司投资收益中：权益法核算的长期股权投资收益 6.07 亿元（主要来自华润银行、珠海润海投资等）、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 1.88 亿元（主要来自公司持有的债券、股票等）、持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益 1.53 亿元，2017 年投资收益同比下降 18.19%，主要系持有的资管计划等规模下降导致持有至到期投资在持有期间的投资收益规模减少所致。2015~2017 年公司利润总额年均复合增长 79.48%，2017 年为 49.69 亿元。

从盈利指标看，近三年公司总资本收益率和净资产收益率均逐年上升，2017 年分别为 3.00%、5.54%，盈利能力不断增强。

2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 217.19 亿元、同比增长 55.24%，主要系大宗商品贸易及房地产销售收入同比增加所致。营业利润率同比下降 1.26 个百分点至 18.37%。同期，公司实现投资收益 11.71 亿元，同比大幅增长 97.18%，主要系华发股份合营联营企业盈利增加带动权益法核算的长期股权投资收益增加所致。受投资收益增加带动，公司实现利润总

额 30.33 亿元，同比增长 88.83%。

综合来看，近年来，受益于房地产、大宗商品贸易及土地一级开发收入的增加，公司营业收入快速增长，金融业务收入和投资收益对公司利润形成了良好补充，总资本收益率和净资产收益率指标呈现较大提升。同时，联合资信也注意到，受大宗贸易板块利润水平较低等影响，近三年公司营业利润率有所下降。未来，随着公司土地一级开发、房地产及金融板块业务的逐步推进，公司未来盈利能力有望进一步增强。

5. 现金流

经营活动方面，2015~2017 年，随着房地产销售及土地一级开发板块回款增加、大宗商品贸易量的提升，公司经营活动现金流入量呈波动中快速增长趋势，年均复合增幅为 49.44%。2017 年，公司经营活动现金流入量 580.41 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 500.89 亿元；2015~2017 年公司现金收入比分别为 107.39%、156.70%和 113.44%，受预收房款及收入确认时点不一致影响有所波动，收入实现质量保持在较高水平。2015~2017 年，公司经营活动现金流出年均复合增长 38.13%，2017 年为 475.92 亿元，同比增长 13.73%，主要系房地产、土地一级开发等项目投入增加及资金往来拆出（支付其他与经营有关的现金）规模加大影响。近三年公司经营活动净现金流均表现为净流入，2017 年为 104.48 亿元。

表 11 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项 目	2015年	2016年	2017年
经营活动现金流入	259.89	604.33	580.41
经营活动现金流出	249.45	418.46	475.92
经营活动现金流量净额	10.44	185.88	104.48
投资活动现金流量净额	-217.72	-103.58	-347.03
筹资活动现金流量净额	245.72	29.44	247.67
现金收入比	107.39	156.70	113.44

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

投资活动方面，2015~2017 年，受收回投资收到的现金快速下降影响，公司投资活动现

金流入持续下降,年均复合减少 47.43%。2017 年,公司投资活动现金流入 26.34 亿元。近三年公司投资活动现金流出规模波动增长,年均复合增长 9.21%,主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金波动所致。2017 年,公司投资活动现金流出同比增长 110.51%至 373.38 亿元。其中,购建固定资产、无形资产等支付的现金 231.40 亿元,同比增长 123.61%,主要系华发股份购地支出增加;投资支付的现金 177.82 亿元,同比增长 148.61%,主要系对股权、债权等投资规模加大。公司 2015~2017 年投资活动现金流净额分别为 -217.72 亿元、-103.58 亿元和 -347.03 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。

2015~2017 年,公司筹资活动前现金流量净额分别为 -207.28 亿元、82.30 亿元和 -242.55 亿元。2016 年,受前期资本投入逐步进入收益期影响,公司经营活动现金流量净额大幅增加,加之投资活动支出规模下降,公司筹资活动前现金流量净额由负转正;2017 年,公司购地、对外投资、资金拆借等规模加大,筹资活动前资金缺口较上年明显扩大。

筹资活动方面,2015~2017 年,公司筹资活动现金流入持续增长,年均复合增幅为 4.48%;2017 年,公司筹资活动现金流入 951.06 亿元,同比变化不大,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同比快速下降主要系华金证券固收业务中借入法人账户透支资金减少所致。2015~2017 年,公司筹资活动现金流出年均复合增长 6.03%,2017 年,公司筹资活动现金流出同比下降 22.47%至 703.39 亿元,主要系华金证券法透资金业务减少导致支付其他与筹资活动有关的现金下降较快;2017 年公司偿还债务本息支付的现金规模同比小幅下降。2015~2017 年,公司筹资活动现金流量净额分别为 245.72 亿元、29.44 亿元和 247.67 亿元。

2018 年 1~6 月,公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为 66.34 亿元、-169.12 亿元和 241.12 亿元。其中经营活动现金流量净额较上年同期增长主要系房地产预收售楼回款较 2017 年同期增加所致;投资活动支出主要为购买土地支付的出让金和金融投资;筹资活动现金流入以取得借款收到现金和吸收投收到现金为主;同期,公司现金收入比为 121.03%,主要系当期收到较大规模房地产预售款所致。

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,公司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;公司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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2015~2017 年,公司流动比率持续下降,速动比率持续上升,2017 年底分别为 195.94%、62.80%;2018 年 6 月底,公司流动比率和速动比率分别为 191.80%和 63.43%。公司流动资产中存货占比高,导致速动比率偏低。2015~2017 年,公司经营现金流动负债比分别为 1.82%、23.84%和 10.95%,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 2018 年 6 月底,公司现金类资产 491.56 亿元,对短期债务的覆盖倍数为 0.84 倍。总体看,公司短期债务规模大,存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看,2015~2017 年,公司 EBITDA 逐年增长,年均复合增幅为 33.96%;同期,公司全部债务年均复合增长 11.48%,慢于 EBITDA 增速;受此影响,公司全部债务/EBITDA 逐年下降,2017 年为 15.95 倍。近年来,随着盈利能力的提升,公司 EBITDA 对全部债务的保障程度增强。整体看,

公司目前债务规模仍然较大，考虑到公司资产中土地、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公司的有力支持，公司整体偿债能力强。

截至 2018 年 9 月底，公司合并口径对外担保余额 22.54 亿元，相当于 2017 年底净资产的 3.61%。其中华发股份为关联方珠海琴发实业有限公司（以下简称“琴发实业”）提供担保余额 19.14 亿元，华发集团为关联方华金资本提供担保余额 3 亿元，华发股份为关联方珠海正汉置业有限公司提供担保余额 0.40 亿元。琴发实业由华发股份同珠海大横琴置业有限公司（珠海市横琴新区管理委员会 100%间接控股）共同出资成立，华发股份持股 60%，珠海大横琴置业有限公司持股 40%，公司合并口径对其不并表，主要从事珠海华发广场项目开发建设；华金资本为深交所上市企业，主要从事电子设备、投资与管理业务，2017 年底公司通过珠海金控持有其 28.46%的股权，对其控制不合并。整体看，公司担保比率较低，或有负债风险可控。

截至 2018 年底，公司合并口径共计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，具备直接融资渠道。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据计划发行规模为 15 亿元，相当于 2018 年 6 月底公司长期债务的 2.20%、全部债务的 1.19%，本期中期票据的发行对公司现有债务规模影响小。

2018 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 69.68%、61.68%和 46.48%。以 2018 年 6 月底财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，

预计本期中期票据发行后，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将分别上升至 69.85%、61.96%、47.02%。若同时将公司于 2018 年 7 月以来发行的债券 334.795 亿元⁴及公司计划发行的 2019 年度第三期中期票据（10 亿元）考虑在内，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 73.37%、67.40%，公司债务负担将有所加重。考虑到 2018 年 7 月以来发行的债券及本期中期票据筹集资金主要用于偿还债务，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据发行规模的 17.33 倍、40.29 倍和 38.69 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力很强；同期，公司经营活动净现金流分别为本期中期票据发行规模的 0.70 倍、12.39 倍和 6.97 倍，对本期中期票据保障能力强。公司 EBITDA 分别为本期中期票据本金的 2.68 倍、3.63 倍和 4.81 倍，EBITDA 对本期中期票据覆盖能力强。

公司于 2019 年 1 月发行“19 华发集团 MNT001”（10 亿元，5 年期）及“19 华发集团 MNT002”（15 亿元，5 年期），并计划于 2019 年发行第三期中期票据（10 亿元，5 年期）及本期中票票据，若 2019 年度第三期中期票据与本期中期票据成功发行，上述债券将于 2024 年集中兑付（合计 50 亿元）。2017 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 2024 年集中兑付金额 50 亿元的 11.61 倍、2.09 倍和 1.44 倍。

总体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

⁴ 包括：公司本部发行的 9 支（超）短期融资券（金额合计 85 亿元，截至本报告出具日其中 30 亿元已到期）、3 支中期票据（金额合计 35 亿元），华发综合发展发行的 4 支（超）短期融资券（金额合计 40 亿元）及 1 支公司债券（20 亿元），华发股份发行的 2 支中期票据（金额合计 25 亿元）、3 支公司债券（合计 30.295 亿元）及 ABS 产品（合计 9.50 亿元），珠海金控发行的 2 支（超）短期融资券（金额合计 10 亿元）、1 支公司债（25 亿元）及 1 支纾困专项债券（20 亿元），香港华发发行的 35 亿元境外美元债。

十、结论

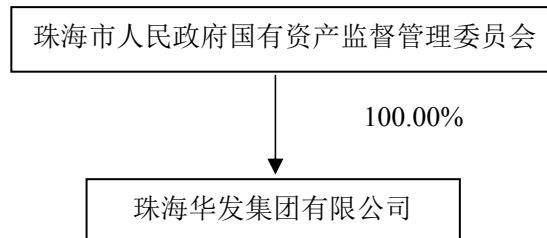
公司作为珠海市国资委直属的以城市运营、房产开发、金融服务和产业投资为四大核心业务，商贸服务、文体教育及现代服务等多种产业并举发展的综合性企业集团，在经营规模、品牌影响力、多元化发展等方面具备显著优势。近年来，受益于房地产、大宗商品贸易及土地一级开发收入的增加，公司营业收入快速增长，金融业务收入和投资收益对公司利润形成良好补充。公司资产总额不断增长，整体资产质量较好。受少数股东权益增长、永续债发行及留存收益增加影响，公司所有者权益规模稳步增长。同期，随着经营规模的扩大及房地产预收款项的增加，负债总额逐年增加，债务规模较大。

近年来，珠海市持续增强的经济水平和财政实力为公司发展提供了良好的外部环境。未来受益于粤港澳大湾区城市群发展等一系列国家级支持政策的叠加、公司土地一级开发和房地产项目的逐步推进、金融板块和产业投资板块的稳步发展，公司收益与投融资规模将实现动态平衡。

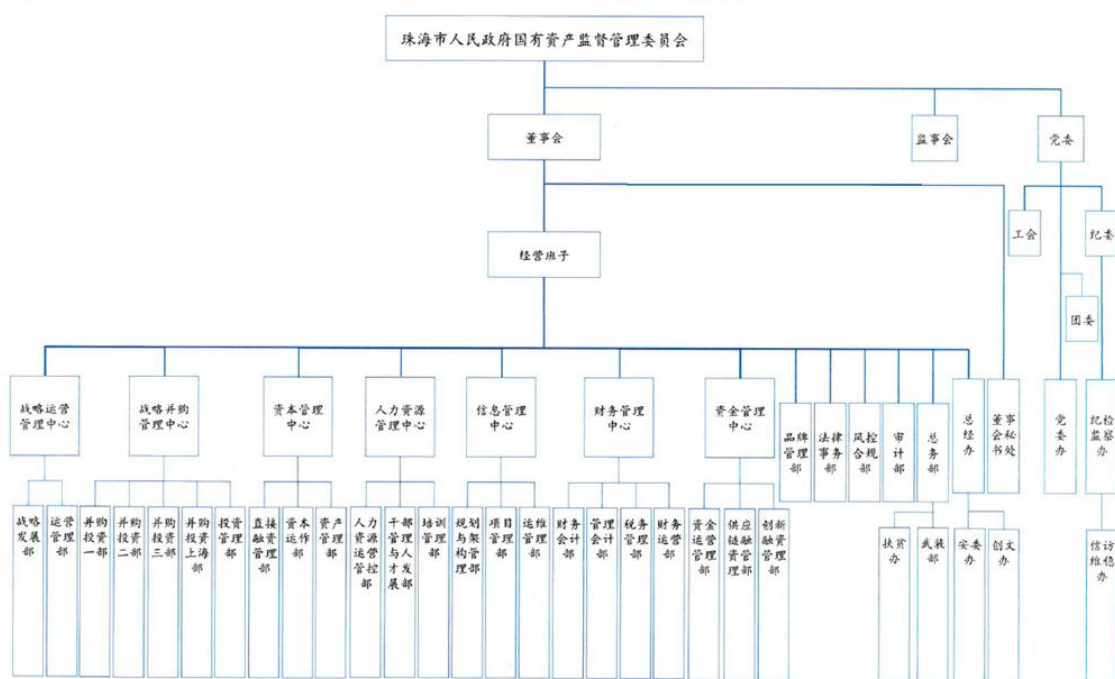
本期中期票据对公司债务规模影响小，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

总体看，本期中期票据到期不能偿还风险极低。

附件 1-1 截至 2018 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 6 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	195.50	336.09	351.20	491.56
资产总额(亿元)	1575.05	1891.63	2284.79	2592.52
所有者权益(亿元)	376.82	464.05	623.92	786.16
短期债务(亿元)	310.03	312.28	451.82	582.44
长期债务(亿元)	615.81	632.12	698.85	682.81
全部债务(亿元)	925.84	944.40	1150.67	1265.25
营业收入(亿元)	211.03	321.37	441.55	217.19
利润总额(亿元)	15.42	30.98	49.69	30.33
EBITDA(亿元)	40.21	54.43	72.15	--
经营性净现金流(亿元)	10.44	185.88	104.48	66.34
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.72	16.76	31.97	--
存货周转次数(次)	0.19	0.25	0.29	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.19	0.21	--
现金收入比(%)	107.39	156.70	113.44	121.03
营业利润率(%)	19.46	17.56	17.56	18.37
总资本收益率(%)	2.28	2.79	3.00	--
净资产收益率(%)	2.17	4.47	5.54	--
长期债务资本化比率(%)	62.04	57.67	52.83	46.48
全部债务资本化比率(%)	71.07	67.05	64.84	61.68
资产负债率(%)	76.08	75.47	72.69	69.68
流动比率(%)	223.18	199.56	195.94	191.80
速动比率(%)	57.90	62.12	62.80	63.43
经营现金流动负债比(%)	1.82	23.84	10.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.03	17.35	15.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.56	0.81	1.19	--

注：1. 2018 年半年度财务数据未经审计；2. 已将拆入资金和其他流动负债中有息部分调入短期债务，将长期应付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（新准则）

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+交易性金融资产/短期投资+应收票据+存放同业款项+结算备付金
 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 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

附件 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 珠海华发集团有限公司 2019 年度第四期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

珠海华发集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

珠海华发集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对珠海华发集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，珠海华发集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注珠海华发集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现珠海华发集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对珠海华发集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如珠海华发集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对珠海华发集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与珠海华发集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。