

信用等级公告

联合〔2020〕455号

珠海华发集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对珠海华发集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年可续期公司债券（第一期）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，评级展望为“稳定”

珠海华发集团有限公司拟公开发行的 2020 年可续期公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

网址：www.unitedratings.com.cn

珠海华发集团有限公司

2020 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）

信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 10 亿元（含）

债券期限：基础期限为 3 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，于公司行使续期选择权时延长 1 个周期，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。

付息方式：在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次

续期选择权：以不超过每 3 个计息年度为 1 个周期。在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末全额兑付本期债券。

递延支付利息权：除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

赎回选择权：（1）公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。

（2）未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本次债券计入权益时，公司有权对本次债券进行赎回

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务和其他债务

评级时间：2020 年 6 月 9 日

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对珠海华发集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了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”）直属的综合性企业集团，在经营规模、多元化发展等方面具备显著优势。近年来，公司收入与利润规模逐年增长，金融板块为公司利润提供良好补充。同时，联合评级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和债务负担较重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国家级支持政策的叠加，珠海市将在深化粤港澳合作中发挥更为重要的作用，公司面临良好的发展机遇，综合竞争力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿付的风险极低。

优势

1. **公司外部发展环境良好。**近年来，珠海市经济实力不断增强，随着深珠城轨建设、港珠澳大桥开通以及粤港澳大湾区列入国家重点经济发展战略，公司面临良好的外部发展环境。

2. **公司在珠海市竞争优势明显。**公司是珠海市国资委直属的综合性企业集团，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。

3. **公司收入规模快速增长，金融板块为公司利润形成良好补充。**受益于房地产及大宗商品批发业务规模的扩大，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，公司盈利能力得到增强。

关注

1. 房地产及土地一级业务收益实现具有一定不确定性。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. 公司债务负担较重。公司业务规模不断扩张，有息债务规模较快增长，整体债务负担较重。

分析师

王金磊 登记编号（R0040218020002）

李乃鹏 登记编号（R0040218100003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 3月
合并口径				
资产总额（亿元）	2,284.79	2,826.17	3,618.40	4,117.11
所有者权益（亿元）	623.92	860.58	1,070.67	1,116.32
长期债务（亿元）	698.85	683.05	965.98	1,174.81
全部债务（亿元）	1,150.67	1,313.73	1,599.67	2,000.87
营业收入（亿元）	441.55	532.79	792.69	199.57
净利润（亿元）	34.58	40.68	50.51	14.43
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
营业利润率（%）	17.56	16.77	14.35	12.41
净资产收益率（%）	6.36	5.48	5.23	--
资产负债率（%）	72.69	69.55	70.41	72.89
全部债务资本化率（%）	64.84	60.42	59.91	64.19
流动比率（倍）	1.96	1.82	1.91	1.91
EBITDA全部债务比（倍）	0.06	0.06	0.06	--
EBITDA利息倍数（倍）	1.19	1.19	1.36	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	7.22	8.29	10.17	--

公司本部（母公司）

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	279.96
营业收入（亿元）	0.83	0.89	1.68	0.004
净利润（亿元）	3.14	1.40	8.19	-1.90
资产负债率（%）	54.79	71.08	70.46	74.01
全部债务资本化率（%）	54.02	70.73	70.07	66.81
流动比率（倍）	1.05	1.04	1.01	1.13

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的带息款项纳入债务核算；3. 公司2020年一季度财务报表未经审计

信用评级报告声明

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

本信用评级报告结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

 李 乃 明
联合信用评级有限公司

一、主体概况

珠海华发集团有限公司（以下简称“公司”）前身为珠海经济特区发展公司华发旅游商场，1987年4月经广东省珠海经济特区管理委员会（珠特函〔1987〕99号）批准更名为珠海经济特区华发公司；1989年1月经广东省珠海经济特区管理委员会（珠特函〔1989〕2号）批准更名为珠海经济特区发展公司；1991年11月更名为珠海经济特区华发集团公司，注册资本为4.00亿元。2008年12月，公司进行公司制改制，公司性质由全民所有制变更为国有独资有限责任公司并更名为现名。后经历次增资。截至2020年3月末，公司注册资本11.20亿元，珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”）为公司唯一股东及实际控制人。

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（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2020年3月末，公司拥有纳入合并范围的子公司580家。其中，公司上市子公司4家，分别为珠海华发实业股份有限公司（股票代码：600325.SH，以下简称“华发股份”，截至2019年末公司直接和间接合计持股比例28.48%）、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：00982.HK，截至2019年末公司间接持股比例36.88%，以下简称“华金国际”）、珠海华金资本股份有限公司（原“力合股份有限公司”，股票代码：000532.SZ，以下简称“华金资本”，截至2019年末公司间接持股比例28.46%，控制不合并）和香港庄臣控股有限公司（股票代码：01955.HK，以下简称“庄臣控股”，截至2019年末公司直接和间接合计持股比例42.83%）。截至2020年3月末，公司设战略运营管理中心、战略并购管理中心、资本管理中心、资金管理中心、财务管理中心等职能部门。

截至2019年末，公司合并资产总额3,618.40亿元，负债合计2,547.74亿元，所有者权益1,070.67亿元，其中归属于母公司所有者权益375.98亿元。2019年，公司实现营业收入792.69亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润13.02亿元；经营活动产生的现金流量净额218.28亿元，现金及现金等价物净增加额95.35亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额4,117.11亿元，负债合计3,000.79亿元，所有者权益1,116.32亿元，其中归属于母公司所有者权益391.81亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入199.57亿元，其中归属于母公司所有者的净利润5.63亿元；经营活动产生的现金流量净额60.73亿元，现金及现金等价物净增加额252.66亿元。

公司注册地址：珠海市拱北联安路9号；法定代表人：李光宁。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券全称为“珠海华发集团有限公司2020年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）”，发行总规模为10.00亿元。本期债券票面金额为100元，按面值平价发行。本期债券基础期限为不超过3年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，于公司行使续期选择权时延长1个周期，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。本期债券为固定利率债券，单利按年计息，不计复利，如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。

首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商，由公司确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。

续期选择权

本期债券以每不超过 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。

递延支付利息权

本期债券附设递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 10 个交易日披露《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中计算利息。

强制付息事件

付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：（1）向股东分配利润；（2）减少注册资本。

利息递延下的限制事项

公司有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事下列行为：

- （1）向股东分配利润；（2）减少注册资本。

偿付顺序

本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务和其他债务。

赎回选择权

（1）公司因税务政策变更进行赎回：公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。（2）公司因会计准则变更进行赎回：根据财政部《关于印发<永续债相关会计处理的规定>的通知》（财会〔2019〕2 号）、《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》（财会〔2017〕7 号）、《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》（财会〔2017〕14 号）和《关于印发<金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定>的通知》（财会〔2014〕13 号），公司将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

除以上两种情况以外，公司没有权利也没有义务赎回本期债券。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于补充公司流动资金。

三、行业及外部环境分析

1. 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，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、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1 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	中央全面深化	中央全面深化改革委员会	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

2月	改革委员会	第十二次会议	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：联合评级整理

(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. 房地产开发行业

(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 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%，相较于 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 14,709.28 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%，增速相较于 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 2 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	25,241.76	16.18	24,004.52	14.46	25,228.77	14.13
利用外资	168.19	0.11	107.98	0.07	175.72	0.10
自筹资金	50,872.22	32.60	55,830.65	33.64	58,157.84	32.56
其他资金	79,770.46	51.12	86,019.74	51.83	95,046.26	53.21
其中：定金及预收款	48,693.57	31.20	55,418.17	33.39	61,359.00	34.35
个人按揭	23,906.31	15.32	23,705.89	14.28	27,281.00	15.27
合 计	156,052.62	100.00	165,962.89	100.00	178,608.59	100.00

资料来源：联合评级 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 3 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“因城施政”，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：联合评级整理

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）

表 4 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：联合评级整理

3. 外部环境

珠海市经济实力保持较快增长，土地及房地产市场投资呈平稳发展趋势，且近年来珠海市面临重要的发展机遇。整体来看，公司外部发展环境良好。

公司位于广东省珠海市，珠海市是中国五个经济特区之一，具有独特的政策优势。珠海市自然条件优越，地处广东省珠江口的西南部，东与香港隔海相望，南与澳门相连，设有拱北、九洲、珠海港、万山、横琴、斗门、湾仔和跨境工业区共 8 个国家一类口岸。《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连接的唯一城市，以及粤港澳大湾区重要的节点城市，迎来重大发展机遇，将在粤港澳的深度合作中扮演更为重要的角色，对外开放也将迎来新高度。2019 年 5 月，深珠城轨正式获得中国铁路总公司、广东省人民政府批复。在粤港澳大湾区协同发展的大背景下，深珠通道建设与广深港高铁香港段开通、港珠澳大桥正式通车、以及广珠城轨横琴段即将通车，珠海市将形成粤港澳大湾区 1 小时城际交通网络圈，未来发展前景较好。

根据《2019年珠海市国民经济和社会发展统计公报》，2019年，珠海市全市实现地区生产总值（GDP）3,435.89亿元，较上年增长6.8%。其中，第一产业增加值57.36亿元，较上年增长1.9%；第二产业增加值1,528.73亿元，较上年增长4.6%；第三产业增加值1,849.79亿元，较上年增长9.2%。三次产业比例为1.7:44.5:53.8。2019年，珠海市人均生产总值为17.55万元。

根据Wind，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。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5 珠海市主要房地产开发和销售指标（单位：亿元、万平方米）

项目	2017年	2018年	2019年
房地产开发投资	666.12	787.09	893.36
商品房施工面积	3,253.98	3,419.18	3,646.11
其中：住宅	1,908.85	1,904.62	1,922.19
商品房新开工面积	1,006.98	598.28	345.93
其中：住宅	527.90	287.71	345.93
商品房竣工面积	422.80	267.06	301.57
其中：住宅	280.07	189.17	170.10
商品房销售面积	509.65	301.58	437.61
其中：住宅	420.28	220.75	386.72
商品房待售面积	167.09	188.05	281.15
其中：住宅	66.77	93.39	154.77
本年购置土地面积	63.12	9.78	104.45
土地购置费	201.68	295.02	349.23

资料来源：联合评级根据公开资料整理

2019年，珠海市完成固定资产投资1,971.88亿元，较上年增长6.1%。其中，房地产开发投资893.36亿元，增长13.5%。国内贸易方面，2019年，珠海市社会消费品零售总额1,233.36亿元，较上年增长6.3%。其中，批发业零售额249.71亿元，较上年增长5.8%；零售业零售额825.35亿元，较上年增长5.8%。

根据《2019年珠海市国民经济和社会发展统计公报》，2019年，珠海市一般公共预算收入为344.49亿元，较上年增长3.9%。其中，税收收入占比为82.44%，一般公共预算收入质量较好。珠海市一般公共预算支出为615.74亿元，较上年增长7.5%，财政自给率为55.95%，自给能力一般。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司系珠海市直属的综合性企业集团，区域内竞争优势显著，经营定位明确。

公司已形成以城市运营、房地产开发、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。根据《珠海州市属国有企业功能界定与分类管理实施意见》，公司与控股子公司珠海华发投资控股有限公司（以下简称“华发投控”）被认定

为竞争型商业类企业。目前，公司系由珠海市国资委履行出资人职责的市属企业，城市运营、房地产开发、金融产业和产业投资等核心业务板块居珠海市第一。

2. 人员素质

公司管理人员整体素质较高，公司员工年龄及学历构成较合理，能够满足公司目前经营发展的需要。

截至 2020 年 3 月末，公司共有高级管理人员 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、董事长、总经理，兼任华发投控董事长、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，兼任华发投控总经理、华金资本副董事长等职务。

截至 2020 年 3 月末，公司拥有在职员工共 19,650 人。从教育程度来看，硕士研究生及以上人员占 11.4%，本科人员占 37.9%，大专及以下人员占 50.7%。从年龄构成来看，30 岁及以下员工占 36.5%，31~50 岁占 56.3%，50 岁以上占 7.2%。从专业构成来看，管理人员占 9.7%，技术人员占 43.2%，生产人员及其他占 47.1%。

五、管理分析

1. 公司治理

公司根据相关法律法规，建立了完善的法人治理结构。

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》。

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。

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。

公司设监事会，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。

2. 管理体制

公司建立了规范的法人治理结构及整套内部管理制度，综合管理水平高。

公司本部设战略运营管理中心、战略并购管理中心、资本管理中心、资金管理中心、财务管理中心等职能部门，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、投资管理、融资管理和担保管理等制度。

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。

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。

融资管理方面，公司对外融资按照《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，上市公司除外。

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《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中心，由资金管理中心负责办理相关担保手续；公司及下属子公司对外提供担保，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；资金管理中心负责建立担保台账，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。

六、经营分析

1. 经营概况

受房地产以及大宗商品批发业务收入增长较快影响，公司营业收入规模大幅增长，毛利率水平逐年小幅下降。

公司经过三十多年的发展，已实现由单一的区域型房地产企业转型为以城市运营、房地产开发、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综合性企业集团，商贸服务为公司收入第一大来源。

2017—2019年，公司营业收入快速增长，年均复合增长33.99%，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。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较上年增长30.29%；公司土地一级开发收入较上年下降8.55%，主要系土地出让面积下降等因素导致；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较上年增长81.73%；金融业务作为公司核心突破板块，近年来发展迅速，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%。

表6 2017—2019年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商贸服务	169.63	38.42	0.67	204.36	38.36	0.52	367.36	46.34	0.34
房地产开发	191.70	43.41	28.31	226.61	42.53	27.95	317.35	40.03	30.31
城市运营	51.03	11.56	68.51	50.10	9.40	59.18	44.77	5.65	68.91
金融投资	8.22	1.86	70.48	12.23	2.30	68.85	14.20	1.79	73.95
现代服务	9.80	2.22	9.85	21.91	4.11	14.31	26.57	3.35	11.20
文教旅游	1.27	0.29	-53.51	1.05	0.20	-63.05	1.01	0.13	-42.36
其他主营业务	0.84	0.19	-18.77	3.08	0.58	33.87	2.95	0.37	24.34

其他业务收入	9.06	2.05	13.90	13.44	2.52	34.34	18.50	2.33	27.03
合计	441.55	100.00	22.09	532.79	100.00	20.71	792.69	100.00	18.55

资料来源：公司审计报告

毛利率方面，2017—2019 年，公司综合毛利率持续下降。具体来看，2019 年，房地产销售业务毛利率水平较高，较上年基本保持稳定；城市运营业务毛利率较上年增加 9.73 个百分点，该板块毛利率变动较大，系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同所致；商贸服务业务毛利率变动较小，且毛利率水平很低。公司金融类业务毛利率较上年增加 9.73 个百分点，金融业务为公司利润提供良好补充。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 199.56 亿元，较上年增长 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%，较上年同期减少 4.95 个百分点，主要系土地一级开发业务毛利率下降所致。

2. 房地产开发板块

公司房地产板块投资及销售情况保持良好发展态势，较大规模的销售金额及项目储备为公司未来收入提供了有力保障。但房地产业务易受区域房地产市场行情、宏观调控及房地产政策等影响，未来收入及利润或将有所波动。

公司房地产开发业务主要由华发股份负责。华发股份拥有房地产一级开发资质，作为公司合并范围内的上市子公司，拥有较为独立的经营权。

华发股份经营模式以自主开发销售为主，并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粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区，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。

受益于项目储备的增加，近年来华发股份项目开发步伐不断加快，新开工面积、期末在建面积逐年大幅提升。截至 2019 年末，华发股份新开工面积同比增长 26.67%至 650.61 万平方米，新开工项目主要集中在武汉、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 1,367.02 万平方米，较年初增长 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 1,498.04 万平方米。

表 7 2017—2019 年华发股份房地产开发业务指标（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积	220.47	513.64	650.61
竣工面积	215.28	178.57	279.66
期末在建面积	715.35	1,004.23	1,367.02
合同销售面积	133.76	194.87	395.91
合同销售金额	310.17	582.00	922.73
合同销售均价	2.32	2.99	2.33

资料来源：联合评级根据华发股份年度报告和公司提供资料整理

销售方面，2017—2019 年，华发股份签约销售面积及销售金额均实现快速增长，但销售均价波动下降，其中 2019 年销售均价下降较多，与其在不同城市的销售定位不同有一定关联。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。

土地储备方面，截至 2019 年末，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，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 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 33.93%；华北区域以北京、烟台、威海为核心，土地储备占 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。

3. 城市运营板块

城市运营板块为公司的核心业务，其中土地一级开发业务收入规模较大且较为稳定，但毛利率随出让地块性质以及地理位置而有所波动。公司土地储备规模较大，增值空间较大。但公司项目投资规模较大，未来仍存在较大的资金支出压力。

公司城市运营板块主要由珠海华发城市运营投资控股有限公司（以下简称“华发城市运营”）负责，业务主要分为土地一级开发、商业地产以及其他项目建设。

（1）土地一级开发业务

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

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、斗门一河两岸项目和珠海北站 TOD 项目¹。针对上述项目，公司分别与珠海市财政局、珠海金湾区人民政府、珠海市保税区管委会、珠海（国家）高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“珠海高新区管委会”）、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。目前模式采用两种，第一种为委托方将开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入（扣除相关税费后）等资金按一定比例返还给公司；第二种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上缴费用并优先偿还公司所支付的土地一级开发成本后，公司可获得土地增值收益的一定比例作为土地一级开发收益。

近三年，华发城市运营土地一级开发收入逐年下降，年均复合下降 6.55%，主要系土地出让面积下降等因素导致。2019 年，华发城市运营实现土地一级开发收入 44.57 亿元，较上年下降 8.55%，收入主要来自十字门中央商务金湾航空新城、高新区北围、珠海北站 TOD 及富山工业园等项目；2017—2019 年，华发城市运营土地一级开发业务分别获得回款 50.00 亿元、43.00 亿元和 11.40 亿元，其中 2019 年回款情况较差。

¹ 珠海北站 TOD 系华发城市运营的子公司，珠海华发高新建设控股有限公司的参股项目，产生的土地出让收入由珠海市财政局扣除农业土地开发基金后，拨付给珠海高新区，珠海高新区将约定的部分收入分配给珠海华发高新建设控股有限公司，其将分配的部分收入确认为土地一级开发收入。

表 8 公司主要土地一级开发项目情况（单位：万平方米、宗、亿元、%）

项目	十字门中央商务区			金湾航空新城			保税区二期			高新区北围		
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
土地出让数量	5	5	0	3	2	7	5	2	1	6	1	3
出让建筑面积	45.50	34.96	0.00	31.60	26.81	87.10	25.11	23.87	3.08	60.36	3.60	14.00
分成收入	12.80	12.00	0.00	13.42	5.48	28.97	3.18	2.14	0.29	15.98	7.76	9.54
结转开发成本	4.73	2.00	0.00	5.12	1.62	2.94	3.09	0.96	0.22	3.13	3.94	2.03
开发收益	8.07	10.00	0.00	8.31	3.85	26.03	0.09	1.18	0.07	12.85	3.82	1.97
毛利率	63.05	83.12	0.00	61.87	70.36	89.85	2.69	55.20	25.34	80.40	49.23	49.23
项目	珠海北站 TOD			斗门一河两岸			富山工业园					
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年			
土地出让数量	5	8	4	0	1	0	0	5	1			
出让建筑面积	18.75	32.65	23.61	0.00	4.17	0.00	0.00	83.62	18.41			
分成收入	5.65	9.33	5.53	0.00	2.39	0.00	0.00	9.65	8.54			
结转开发成本	0.00	0.00	0.00	0.00	2.39	0.00	0.00	8.96	7.91			
开发收益	5.65	9.33	5.53	0.00	0.00	0.00	0.00	0.69	0.63			
毛利率	100.00	100.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.10	7.41			

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，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 9 截至 2020 年 3 月末公司土地一级开发项目在建情况（单位：平方公里、亿元）

项目	土地开发面积	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
				2020 年 4—12 月	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

资料来源：公司提供

（2）商业地产项目

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 月末，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。

（3）土地储备

除一级土地开发外，截至 2020 年 3 月末，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。

4. 商贸服务板块

公司大宗商品贸易规模较大，但毛利率水平相对较低，公司汽车销售业务收入占比整体较小，商贸服务板块对公司整体盈利贡献小。

商贸服务板块为公司收入第一大来源，由珠海华发商贸控股有限公司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”）和香港华发投资控股有限公司负责，业务主要包括大宗商品批发业务和汽车销售。

（1）大宗商品批发业务

公司大宗商品批发业务采取以销订购的经营模式，待下游客户有实际订单后，再向上游供货商购货。公司在按照下游客户的要求找到适合的货源后，华发商贸风控委员会为其做风险评估，根据实际情况确定账期、额度；华发商贸通过比价或谈判确定货源价格，并与上下游协商达成一致后，签订贸易合同，锁定货物价格及数量，风险相对较小。

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：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；2018—2019 年，公司持续扩大有色金属贸易规模，2019 年该品种收入占比超过 90%，成为大宗商品批发收入最重要的来源。

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。2019 年，公司前五大供货商采购金额占比 46.05%，集中度较上年有所下降（2018 年为 59.15%），结算方式主要为货到付款（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。2019 年，公司前五大销售商销售金额占比合计 27.12%，集中度较上年大幅下降（2018 年为 43.11%）。

（2）汽车销售业务

公司汽车销售业务由华发商贸下属子公司华发汽车负责。目前，华发汽车共拥有 6 家门店。其中，华发汽车本部经营业务包括销售平行进口汽车、综合品牌汽车和售后维修业务，子公司珠海市华发上众汽车有限公司经营上海大众品牌业务，子公司珠海华发德和汽车有限公司经营雪佛兰品牌业务，子公司珠海华发天成汽车有限公司经营广汽传祺品牌业务，子公司珠海市华发锐达汽车有限公司经营斯柯达品牌业务，子公司广州铎发汽车贸易有限公司经营平行进口车业务。

华发汽车主要从国内代理商或分销商采购汽车，其余少量自汽车从生产厂家直接购买，结算方式主要为大众金融融资购车和现金结算；销售主要以零售客户为主，一般以现金结算，并有少量定金。

近年来，中国乘用车需求趋于饱和导致华发汽车乘用车销量逐年下降。2017—2019 年，公司分别实现汽车销售收入 4.77 亿元、4.58 亿元和 4.29 亿元；同期，公司汽车销售业务毛利率较为稳定，分别为 8.73%、9.28%和 7.32%。

5. 未来发展

“十三五”时期，在国企改革、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因素支撑下，公司作为珠海市直属的综合性企业集团，面临良好的发展机遇。公司将以“创新驱动、战略引领、深化改革、提质增效”为思路，实现业务快速发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 年度合并报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018—2019 年度合并财务报表均经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2020 年 3 月末，公司拥有纳入合并范围的子公司共 580 家。2018 年，公司合并范围新增子公司 133 家，不再纳入合并范围子公司 6 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；无减少子公司情况。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；无减少子公司情况。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。

2. 资产质量

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，对公司资产流动性产生一定影响。

2017—2019 年，公司合并资产总额连续增长。截至 2019 年末，公司合并资产总额较年初增长 28.03%，资产结构以流动资产为主。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年		年均复合 增长率	2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	1,865.90	81.67	2,321.90	82.16	3,006.42	83.09	26.93	3,473.42	84.37
货币资金	215.91	9.45	349.35	12.36	451.76	12.49	44.65	641.53	15.58
存货	1,270.49	55.61	1,527.66	54.05	1,888.06	52.18	21.91	2,029.35	49.29
其他流动资产	100.36	4.39	152.92	5.41	266.65	7.37	63.00	290.68	7.06
非流动资产	418.89	18.33	504.26	17.84	611.99	16.91	20.87	643.68	15.63
可供出售金融资产	80.74	3.53	114.74	4.06	102.54	2.83	12.70	107.63	2.61
长期股权投资	146.70	6.42	180.44	6.38	235.62	6.51	26.73	247.98	6.02
固定资产	84.23	3.69	92.50	3.27	90.36	2.50	3.57	89.58	2.18
资产总额	2,284.79	100.00	2,826.17	100.00	3,618.40	100.00	25.84	4,117.11	100.00

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

（1）流动资产

2017—2019 年，受房地产项目开发持续投入及预收售房款增加等因素综合影响，公司流动资产快速增长。截至 2019 年末，公司流动资产较年初增长 29.48%，主要由存货、货币资金及其他流动资产等构成。

2017—2019 年，公司货币资金快速增长。2019 年末，公司货币资金较年初增长 29.32%，主要由银行存款（占 91.92%）及存放中央银行法定存款准备金（占 4.60%）组成，其中受限货币资金 36.85 亿元，主要为存放中央银行法定存款准备金、质押存款和保证金。

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。2017—2019 年，公司存货快速增长。截至 2019

年末，公司存货较年初增长23.59%。其中，开发成本1,576.42亿元，较年初增加276.92亿元，主要系新开工项目及在建项目持续投入所致。

2017—2019年，公司其他流动资产快速增长，主要系华发股份向合营企业、联营企业以及合作方拆出资金增加所致。截至2019年末，公司其他流动资产较年初增长74.37%，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。

（2）非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产快速增长。截至2019年末，公司非流动资产较年初增长21.36%，主要由长期股权投资、可供出售金融资产和固定资产构成。

2017—2019年，公司可供出售金融资产大幅波动，其中2018年末较年初增加34.00亿元的主要原因系投资珠海工智股权投资基金（有限合伙）、珠海农智股权投资基金（有限合伙）及厦门国际银行等所致，2019年末较年初减少12.20亿元，主要系可供出售债务工具减少。截至2019年末，公司可供出售金融资产中可供出售债务工具31.96亿元，其余为可供出售权益工具。

2017—2019年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长26.73%，主要系增加对金融类及房地产类参股子公司的投资。截至2019年末，公司长期股权投资较年初增长30.58%至235.62亿元，其中部分公司控股企业因其资本金由财政承担，公司不参与经营，不享有经营收益，因此未纳入合并范围。

公司固定资产主要为房屋及建筑物，2017—2019年，公司固定资产波动增长。截至2019年末，公司固定资产较年初下降2.32%。固定资产主要由房屋及建筑物（占91.33%）构成，累计计提折旧19.65亿元；固定资产成新率为81.97%，成新率尚可。

截至2020年3月末，公司资产总额4,117.11亿元，较年初增长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及对房地产开发持续投入导致，资产构成较年初变化不大。

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

3. 负债及所有者权益

（1）负债

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；公司债务规模大，债务负担较重。

2017—2019年，公司负债规模快速增长。截至2019年末，公司负债总额较年初增长29.62%，主要以流动负债为主。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年		2019年		年均复合增长率	2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	954.29	57.46	1,272.78	64.75	1,574.10	61.78	28.43	1,816.05	60.52
短期借款	140.84	8.48	175.61	8.93	189.30	7.43	15.93	270.76	9.02
应付账款	68.27	4.11	69.24	3.52	123.01	4.83	34.23	151.20	5.04
预收款项	295.87	17.81	408.00	20.76	595.70	23.38	41.89	25.12	0.84
其他应付款	109.52	6.59	127.49	6.49	163.76	6.43	22.28	184.04	6.13
一年内到期的非流动负债	128.77	7.75	298.40	15.18	256.80	10.08	41.22	239.32	7.98

合同负债	--	--	--	--	--	--	--	539.94	17.99
其他流动负债	81.16	4.89	110.71	5.63	122.98	4.83	23.10	245.66	8.19
非流动负债	706.58	42.54	692.80	35.25	973.64	38.22	17.39	1,184.74	39.48
长期借款	441.40	26.58	374.00	19.03	524.19	20.57	8.98	724.64	24.15
应付债券	248.21	14.94	309.00	15.72	410.82	16.12	28.65	419.07	13.97
负债合计	1,660.87	100.00	1,965.59	100.00	2,547.74	100.00	23.85	3,000.79	100.00

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

2017—2019 年，受预收房款增加影响，公司流动负债快速增长。截至 2019 年末，公司流动负债较年初增长 23.67%，主要为预收款项、短期借款、其他应付款、应付账款及一年内到期的非流动负债。

2017—2019 年，公司短期借款快速增长。截至 2019 年末，公司短期借款较年初增长 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。

公司应付账款主要为与房地产开发相关的应付工程款、材料款等，2017—2019 年，公司应付账款快速增长。截至 2019 年末，公司应付账款较年初增长 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。

公司预收款项主要为华发股份预收售房款。2017—2019 年，公司预收款项大幅增长。截至 2019 年末，公司预收款项较年初增长 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所致（预收房款期末余额合计 579.39 亿元）。

2017—2019 年，公司其他应付款快速增长，主要系往来及拆借款增加所致。截至 2019 年末，公司其他应付款较年初增长 28.45%，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。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债大幅波动。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债较年初下降 13.94%，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%）。

2017—2019 年，公司其他流动负债持续增长，主要系发行的超短期融资券增加导致。截至 2019 年末，公司其他流动负债较年初增长 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。

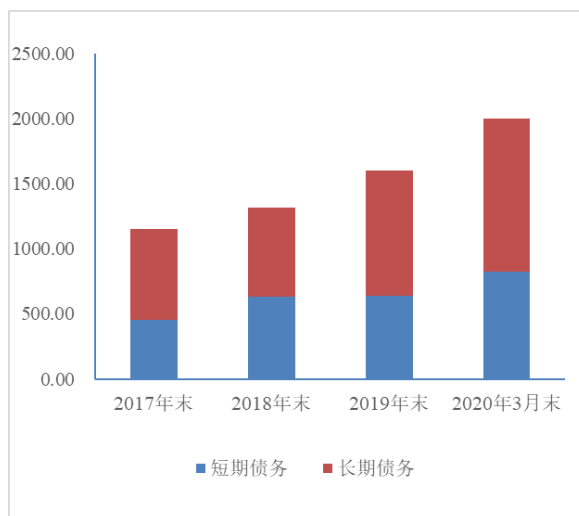
2017—2019 年，公司非流动负债持续增长。截至 2019 年末，公司非流动负债较年初增长 40.54%，以长期借款和应付债券为主。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长。截至 2019 年末，公司长期借款较年初增长 38.24%，主要为保证借款（占 50.18%）和抵押借款（占 34.51%）。

2017—2019 年，公司应付债券快速增长。截至 2019 年末，公司应付债券较年初增加 101.82 亿元。

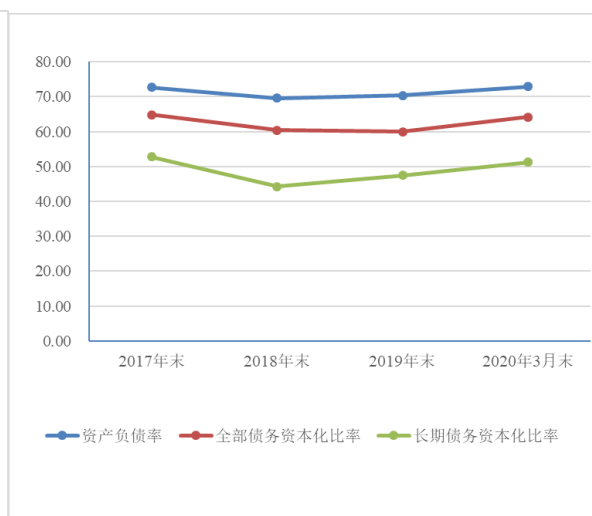
截至 2019 年末，公司新增其他非流动负债 30.62 亿元，系华发股份发行的租赁住房资产支持专项计划、购房尾款资管计划和商业地产抵押贷款支持票据。公司其他非流动负债均为有息债务，已调整至长期债务计算。

图2 公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：公司财务报表，联合评级整理

图3 公司资本结构分析（单位：%）



资料来源：公司财务报表，联合评级整理

截至2019年末，公司全部债务1,599.67亿元，较年初增长21.77%。其中，短期债务占39.61%，长期债务占60.39%，以长期债务为主。短期债务633.69亿元，较年初增长0.48%。长期债务965.98亿元，较年初增长41.42%。截至2019年末，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70.41%、59.91%和47.43%，较年初分别增加0.86个百分点、减少0.52个百分点和增加3.18个百分点。公司债务负担较重。

截至2020年3月末，公司负债总额较年初增长17.78%，主要系通过银行借款和超短期融资券融资所致，负债结构较年初变化不大。截至2020年3月末，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。截至2020年3月末，公司全部债务2,000.87亿元，较年初增长24.89%。其中，短期债务826.06亿元（占41.29%），较年初增长29.85%。长期债务1,174.81亿元（占58.71%），较年初增长21.62%。截至2020年3月末，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%、64.19%和51.28%，较年初分别增加2.48个百分点、4.28个百分点和3.85个百分点。

如将公司及子公司发行的永续类债权产品计入长期债务，截至2020年3月末，公司全部债务增至2,323.28亿元；其中，短期债务826.06亿元（占35.56%），长期债务1,497.22亿元（占64.44%）。截至2020年3月末，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80.72%、74.53%和65.35%，较调整前分别增加7.83个百分点、10.34个百分点和14.07个百分点。

（2）所有者权益

公司所有者权益规模逐年增长，资本实力显著增长，权益稳定性一般。

受发行永续债及少数股东权益增长等因素影响，2017—2019年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长31.00%。截至2019年末，公司所有者权益合计1,070.67亿元，较年初增长24.41%。其中，归属于母公司所有者权益占比为35.12%，少数股东权益占比为64.88%。归属于母公司所有者权益375.98亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占2.98%、46.50%、2.60%和11.00%，所有者权益稳定性一般。

截至2020年3月末，公司所有者权益1,116.32亿元，较年初增长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所致，所有者权益结构变化不大。

4. 盈利能力

受益于房地产、大宗商品贸易等收入的增加，公司营业收入快速增长，投资收益对公司利润形成了良好补充，公司整体盈利能力尚可。

受房地产销售收入及大宗商品贸易收入等增长影响，2017—2019 年公司营业收入快速增长，年均复合增长 33.99%；同期，公司营业成本、利润总额亦快速上涨。

表 12 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率	2020 年 3 月
营业收入	441.55	532.79	792.69	33.99	199.57
营业成本	344.01	422.44	645.65	37.00	167.88
费用总额	40.02	52.17	61.98	24.46	11.91
其中：销售费用	5.39	10.21	14.08	61.63	1.99
管理费用	19.25	27.09	35.31	35.44	7.69
财务费用	15.38	14.84	11.72	-12.69	2.24
费用收入比	9.06	9.79	7.82	--	5.97
投资收益	10.69	18.24	21.73	42.56	3.46
利润总额	49.69	56.16	73.67	21.77	18.15
净利润	34.58	40.68	50.51	20.86	14.43
营业利润率	17.56	16.77	14.35	--	12.41
总资本收益率	3.35	3.14	3.01	--	--
净资产收益率	6.36	5.48	5.23	--	--

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

期间费用方面，2017—2019 年，公司期间费用逐年上升。从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 61.98 亿元，较上年增长 18.81%，主要系销售费用和管理费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 22.71%、56.97%和 18.91%，以管理费用为主。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 9.06%、9.79%和 7.82%，公司费用控制能力尚可。

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，2017—2019 年，公司投资收益持续增长。从构成看，2019 年公司投资收益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。从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率、总资本收益率及净资产收益率均呈持续下降趋势，公司整体盈利能力尚可。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 199.57 亿元，较上年同期增长 27.61%，主要系大宗商品贸易收入增长所致。2020 年 1—3 月，实现净利润 14.43 亿元，较上年同期增长 10.35%。

5. 现金流

公司经营活动现金流入规模较大，收入实现质量良好，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。

表 13 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率	2020 年 3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	500.89	650.59	967.72	39.00	217.10
购买商品、接受劳务支付的现金	318.04	424.27	631.91	40.96	149.67
收回投资收到的现金	23.65	89.16	115.18	120.66	50.89
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	231.40	222.50	255.97	5.18	81.05
投资支付的现金	177.82	217.07	317.56	33.63	101.35
经营活动产生的现金流量净额	104.48	110.62	218.28	44.54	60.73
投资活动产生的现金流量净额	-347.03	-358.72	-444.48	13.17	-126.43
筹资活动产生的现金流量净额	247.67	371.13	320.31	13.72	318.51
现金及现金等价物净增加额	4.78	123.13	95.35	346.42	252.66
现金收入比	113.44	122.11	122.08	--	108.78

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

经营活动方面，2017—2019 年，随着大宗商品贸易量的提升和房地产销售规模的扩大，公司经营现金流入量快速增长；公司经营现金流出量持续增长，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。2017—2019 年，公司经营净现金流均表现为净流入，公司现金收入比波动增长，收入实现质量保持在较高水平。

投资活动方面，2017—2019 年，公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金，公司投资活动现金流入波动增长。公司投资活动现金流出主要为购置土地、项目建设以及对外股权、债权等现金支出。2017—2019 年，公司投资活动现金流持续呈现为净流出，且净流出规模持续扩大。

筹资活动方面，公司房地产、土地一级开发等项目建设资金需求较大，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入持续增长，公司主要通过银行借款、发行债券及少数股东增资等渠道筹资。公司筹资活动现金流出持续增长，主要为偿还债务本息支付的现金。2017—2019 年，公司筹资活动现金呈持续净流入，且净流入规模波动增长。

2020 年 1—3 月，公司经营现金流入呈净流入，投资活动现金流有较大规模的净流出，筹资活动有大幅的净流入，且净流入规模达到 2019 年全年的 99.44%。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般，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，公司整体偿债能力极强。

表 14 公司偿债能力指标（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期偿债能力指标				
流动比率	1.96	1.82	1.91	1.91
速动比率	0.62	0.62	0.71	0.80
现金短期债务比	0.78	0.76	1.02	0.90
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	1.19	1.19	1.36	--
EBITDA 全部债务比	0.06	0.06	0.06	--

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率波动下降，速动比率有所增长，现金短期债务比波动增长。截至 2020 年 3 月末，公司流动比率较年初维持稳定，速动比率较年初有所增长，现金短期债务比较年初有所下降。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 72.15 亿元，82.86 亿元和 101.66 亿元。2019 年，公司 EBITDA 较上年增长 22.70%，从构成看，EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 22.01%）和利润总额（占 72.46%）构成。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数有所增长，EBITDA 全部债务比均维持在同一水平。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月末，公司共获得金融机构授信额度 2,661.48 亿元，尚未使用 1,578.11 亿元，公司间接融资渠道畅通。另外，公司合并范围内拥有 4 家主板上市公司，控股非合并 1 家上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月末，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；公司为华金资本提供担保余额 2.70 亿元，为珠海容闳学校向交通银行珠海分行借款提供担保余额 1.00 亿元。总体看，公司担保比率较低，或有负债风险可控。

截至 2020 年 3 月末，公司无涉案金额超过 500 万的重大未决诉讼案件。

根据中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G10440401000391600），截至 2019 年 4 月 30 日，公司本部存在 8 笔已结清的不良和关注类贷款记录，均已正常收回。

7. 母公司财务分析

公司收入主要来源于子公司，母公司对子公司管控力度较强。母公司所有者权益稳定性较弱，收入规模较小，利润主要依靠投资收益。母公司债务负担较重。

公司主营业务主要由各子公司具体运营，母公司对子公司管控力度较强。

截至 2019 年末，母公司资产总额 434.27 亿元，较年初增长 43.98%，主要系货币资金及长期股权投资大幅增长所致。母公司资产中，流动资产占 45.34%，非流动资产占 54.66%，母公司资产结构较为均衡。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 42.29%）、其他应收款（占 45.23%）和其他流动资产（占 11.88%）构成，非流动资产主要由可供出售金融资产（占 5.35%）和长期股权投资（占 93.00%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 83.27 亿元。

截至 2019 年末，母公司负债总额 305.99 亿元，较年初增长 42.72%。其中，流动负债占 63.57%，非流动负债占 36.43%，母公司负债以流动负债为主。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 53.46%）、一年内到期的非流动负债（占 10.57%）和其他流动负债（占 33.42%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 18.66%）和应付债券（占 80.74%）构成。2019 年，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 70.46%和 70.07%，较上年分别减少 0.62 个百分点和 0.66 个百分点。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 128.29 亿元，较年初增长 47.08%，主要系母公司发行永续类债权产品所致。其中，实收资本为占 8.73%、资本公积占 7.41%、未分配利润合计占 -20.88%、其他权益工具占 102.83%，所有者权益稳定性较弱。

2019 年，母公司营业收入为 1.68 亿元，净利润为 8.19 亿元。

截至 2020 年 3 月末，母公司资产总额 535.15 亿元，较年初增长 23.23%，主要系母公司获得的外部融资资金较多所致。母公司所有者权益为 139.10 亿元。2020 年 1—3 月，母公司营业收入 44.36 万元，净利润 -1.90 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对公司债务的影响

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 1,116.32 亿元，本期拟发行可续期公司债券 10.00 亿元。本期债券发行后，公司所有者权益将增至 1,126.32 亿元。以 2020 年 3 月底的财务数据为基础，若本期募集资金净额为 10.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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由 72.89%、64.19%和 51.28%降至 72.71%、63.98%和 51.05%。

由于公司本期发行的可续期债券附赎回选择权，若将其视为债务，若本期募集资金净额为 10.00 亿元，以 2019 年 6 月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 72.89%、64.19%和 51.28%上升至 72.95%、64.30%和 51.49%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2019 年相关财务数据为基础，公司 2019 年 EBITDA 为 101.66 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 10.17 倍。2019 年，公司经营活动产生的现金流入额为 1,053.34 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 105.33 倍。

综上，考虑到公司作为珠海市国资委直属的综合性企业集团，在珠海市竞争优势显著，面临良好的发展机遇，本期债券到期无法偿还的风险极低。

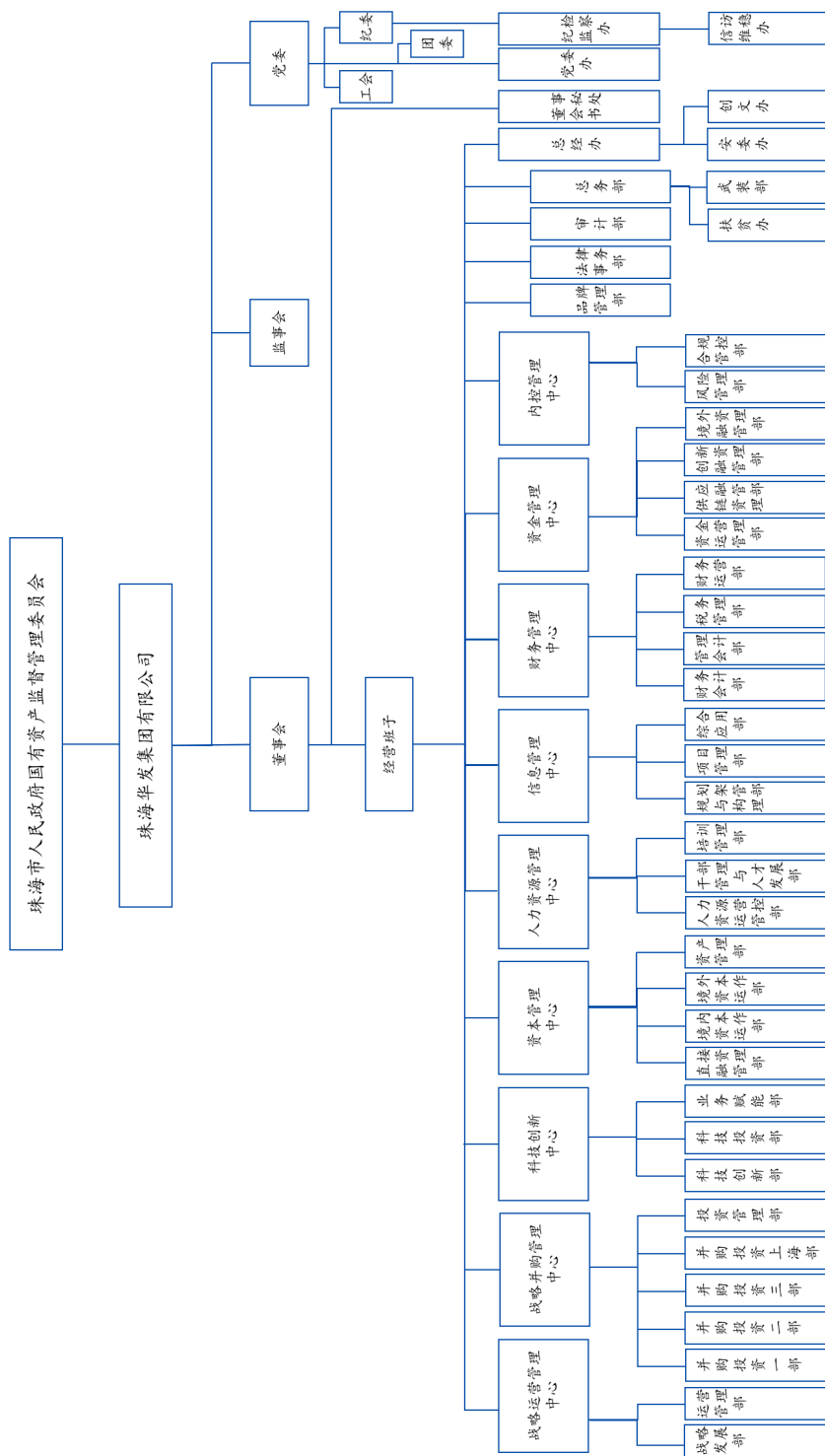
九、综合评价

公司作为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会直属的综合性企业集团，在经营规模、多元化发展等方面具备显著优势。近年来，公司收入与利润规模逐年增长，金融板块为公司利润提供良好补充。同时，联合评级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和债务负担较重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国家级支持政策的叠加，珠海市将在深化粤港澳合作中发挥更为重要的作用，公司面临良好的发展机遇，综合竞争力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿付的风险极低。

附件 1 珠海华发集团有限公司
组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 2 珠海华发集团有限公司

主要计算指标（合并报表）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	2,284.79	2,826.17	3,618.40	4,117.11
所有者权益（亿元）	623.92	860.58	1,070.67	1,116.32
短期债务（亿元）	451.82	630.69	633.69	826.06
长期债务（亿元）	698.85	683.05	965.98	1,174.81
全部债务（亿元）	1,150.67	1,313.73	1,599.67	2,000.87
营业收入（亿元）	441.55	532.79	792.69	199.57
净利润（亿元）	34.58	40.68	50.51	14.43
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
应收账款周转次数（次）	32.17	21.81	17.87	--
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	--
现金收入比率（%）	113.44	122.11	122.08	108.78
总资本收益率（%）	3.35	3.14	3.01	--
总资产报酬率（%）	3.27	3.03	2.98	--
净资产收益率（%）	6.36	5.48	5.23	--
营业利润率（%）	17.56	16.77	14.35	12.41
费用收入比（%）	9.06	9.79	7.82	5.97
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	64.19
长期债务资本化比率（%）	52.83	44.25	47.43	51.28
EBITDA 利息倍数（倍）	1.19	1.19	1.36	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.06	0.06	--
流动比率（倍）	1.96	1.82	1.91	1.91
速动比率（倍）	0.62	0.62	0.71	0.80
现金短期债务比（倍）	0.78	0.76	1.02	1.12
经营现金流动负债比率（%）	10.95	8.69	13.87	3.34
EBITDA/本次发债额度（倍）	7.22	8.29	10.17	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的带息款项纳入债务核算；3. 公司 2020 年一季度财务报表未经审计

附件 3 珠海华发集团有限公司 主要计算指标（公司本部/母公司）

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
短期债务（亿元）	48.41	163.97	189.55	139.26
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	279.96
营业收入（亿元）	0.83	0.89	1.68	0.00
净利润（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	3.85	-0.26
应收账款周转次数（次）	88.14	34.66	34.82	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.004	0.005	--
现金收入比率（%）	128.91	26.25	137.44	161.34
总资本收益率（%）	6.50	3.73	5.33	--
总资产报酬率（%）	6.31	3.67	5.26	--
净资产收益率（%）	8.26	1.73	7.60	--
营业利润率（%）	49.97	90.43	62.34	31.35
费用收入比（%）	810.70	784.55	358.88	46,250.45
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	66.81
长期债务资本化比率（%）	34.25	34.92	46.34	50.29
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	1.21	1.75	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.04	0.07	--
流动比率（倍）	1.05	1.04	1.01	1.13
速动比率（倍）	1.03	1.03	1.01	1.13
现金短期债务比（倍）	0.47	0.20	0.44	1.17
经营现金流动负债比率（%）	-13.19	-65.99	1.98	-0.10

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将其他流动负债中的带息款项纳入债务核算；3. 公司 2020 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2]×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 珠海华发集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年珠海华发集团有限公司年报公告后的两个月内，且不得晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

珠海华发集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。珠海华发集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注珠海华发集团有限公司的相关状况，如发现珠海华发集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如珠海华发集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至珠海华发集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送珠海华发集团有限公司、监管部门等。

