

信用评级公告

联合〔2020〕5407号

联合资信评估股份有限公司通过对珠海华发集团有限公司及其拟发行的 2021 年度第二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 2021 年度第二期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二〇年十二月三十日



珠海华发集团有限公司

2021 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

发行人主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 5~10 亿元

本期中期票据期限: 3+N 年

偿还方式: 按年付息, 根据发行条款约定
赎回时还本

募集资金用途: 偿还到期债务

评级时间: 2020 年 12 月 30 日

本次评级使用的评级方法、模型:

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

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

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

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

评级观点

珠海华发集团有限公司(以下简称“公司”)是珠海市人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“珠海市人民政府国资委”)直属的以城市运营、房产开发、金融服务和实业投资为四大核心业务, 商贸服务、现代服务等多种产业并举发展的综合性企业集团, 在经营规模、品牌影响力、多元化发展等方面具有显著优势。同时, 联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司房地产及土地一级开发业务易受宏观政策影响、债务负担较重等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司拟发行的 2021 年度第二期中期票据(以下简称“本期中期票据”)具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据的清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具; 同时, 赎回条款的设置使本期中期票据不赎回的可能性较小, 但递延利息未设置罚则, 对公司的约束力较弱, 存在利息递延风险。

受益于粤港澳大湾区城市群发展、港珠澳大桥贯通和横琴自由贸易区建设, 未来公司有望持续稳步发展, 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, 本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 外部发展环境良好。近年来, 珠海市整体经济和财政实力不断增强; 2019 年, 珠海市实现地区生产总值 3435.89 亿元, 同比增长 6.8%; 一般公共预算收入完成 344.49 亿元, 同比增长 3.9%。
2. 区域竞争优势明显。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、金融产业和实业投资等核心业务稳居珠海市第一位。

分析师：郝一哲
许狄龙
唐 嵩
杨晓薇

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

3. **营业收入快速增长，金融板块对利润形成良好补充。**受益于房地产及大宗商品批发业务规模上升，公司营业收入快速增长；此外，金融板块和投资收益对公司利润形成良好补充，利润规模持续增长。

关注

1. **公司房地产开发和土地开发业务的收益实现存在不确定性。**公司房地产开发和土地一级开发业务易受宏观政策和房地产市场的影响，收益实现具有一定的不确定性。
2. **存在较大资本支出压力。**公司在建项目拟投资规模较大，存在较大资本支出压力。截至2020年6月底，公司城市运营板块主要在建项目总投资521.18亿元，尚需投资278.33亿元。
3. **整体债务负担较重。**随着业务规模不断扩张，公司有息债务规模持续增长，债务负担较重。截至2020年6月底，公司有息债务1991.30亿元，全部债务资本化比率63.08%。
4. **利息递延支付条款约束力较弱。**本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，利息递延支付条款对公司的约束力较弱。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
现金类资产(亿元)	352.10	477.64	645.43	798.48
资产总额(亿元)	2284.79	2826.17	3618.40	4169.13
所有者权益(亿元)	623.92	860.58	1070.67	1165.67
短期债务(亿元)	451.82	630.69	633.69	835.30
长期债务(亿元)	698.85	683.05	965.98	1156.00
全部债务(亿元)	1150.67	1313.73	1599.67	1991.30
营业收入(亿元)	441.55	532.79	792.69	557.12
利润总额(亿元)	49.69	56.16	73.67	36.99
EBITDA(亿元)	72.15	82.86	101.66	--
经营性净现金流(亿元)	104.48	110.62	218.28	55.72
现金收入比(%)	113.44	122.11	122.08	101.69
营业利润率(%)	17.56	16.77	14.35	10.21
净资产收益率(%)	5.54	4.73	4.72	--
资产负债率(%)	72.69	69.55	70.41	72.04
全部债务资本化比率(%)	64.84	60.42	59.91	63.08
流动比率(%)	195.53	182.43	190.99	189.78
速动比率(%)	62.39	62.40	71.05	74.68
经营现金流动负债比(%)	10.95	8.69	13.87	--
现金短期债务比(倍)	0.78	0.76	1.02	0.96
EBITDA 利息倍数(倍)	1.19	1.19	1.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.95	15.86	15.73	--
公司本部				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
资产总额(亿元)	163.76	301.61	434.27	523.60
所有者权益(亿元)	74.04	87.22	128.29	155.88
全部债务(亿元)	86.97	210.77	300.35	361.62
营业收入(亿元)	0.83	0.89	1.68	0.14
利润总额(亿元)	3.14	1.40	8.19	-2.89
资产负债率(%)	54.79	71.08	70.46	70.23
全部债务资本化比率(%)	54.02	70.73	70.07	69.88
流动比率(%)	104.89	103.81	101.23	108.10
经营现金流动负债比(%)	-13.19	-65.99	1.98	--

注: 已将其他流动负债中有息部分调入短期债务, 将长期应付款中应付融资租赁款、其他非流动负债中有息部分调入长期债务计算; 2020年上半年财务报表未经审计

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/11/17	许狄龙、唐嵩	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	阅读全文
AAA	稳定	2017/05/17	赵传第、许狄龙	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	阅读全文
AA*	稳定	2012/01/09	刘小平、程晨	城投债评级方法及风险点简介(2010年)	阅读全文

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

声 明

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

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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

2021 年度第二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”)成立至今已有四十年历史,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”)。截至2020年6月底,公司注册资本11.20亿元,珠海市国资委为公司唯一股东及实际控制人。

公司已形成以城市运营、房产开发、金融产业、实业投资为四大核心主业,以商贸服务、现代服务等为综合配套业务的“4+2”业务格局。公司经营范围:房地产开发经营(凭资质证书经营);房屋租赁;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2020年6月底,公司拥有纳入合并范围的子公司623家。其中上市公司4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”,2020年6月底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:HK.00982,2019年底公司间接持股比例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:SZ.000532,以下简称“华金资本”,2020年6月底公司间接持股比例28.46%,控制不合并)和香港庄臣控股有限公司(股票代码:HK.01955,以下简称“庄臣控股”,2020年3月底公司间接持股比例44.25%)。

截至2020年6月底,华发集团内设战略发展中心、运营管理中心、战略并购管理中心、

科技创新中心、资本管理中心、人力资源管理中心、信息管理中心、资金管理中心、财务管理中心、内控管理中心、品牌管理部、法律事务部、审计部和总务部等职能部门。

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

截至2020年6月底,公司资产总额4169.13亿元,所有者权益1165.67亿元(其中少数股东权益757.76亿元);2020年1-6月,公司实现营业收入557.12亿元,利润总额36.99亿元。

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

2020年8月,公司收到中国银行间市场交易商协会核发的“中市协注(2020)DFI44号”《接受注册通知书》。现公司计划在该注册框架下发行2021年度第二期中期票据(以下简称“本期中期票据”),基础发行规模5.00亿元,发行规模上限10.00亿元,募集资金全部用于偿还公司到期债务。本期中期票据为永续期中期票据,条款设置上区别于普通中期票据,具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

本期中期票据为永续期中期票据,在公司依照发行条款约定赎回前长期存续,并在公司依据约定赎回时到期。在本期中期票据发行日起的每3个计息年度末,公司有权按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息及其孳息)赎回本期中期票据。

票面利率及其重置

本期中期票据前3个计息年度的票面利率通过集中簿记建档方式确定,并在前3个计息

年度内保持不变。如果公司在第 3 个计息年度末不行使赎回权，则自第 4 个计息年度起，票面利率调整为当期基准利率¹加初始利差²再加 300 个基点。此后每 3 年的重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

清偿顺序

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在公司破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

利息递延支付

在利息递延支付方面，除非发生强制付息事件，公司在本期中期票据的每个付息日可以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当按当期票面利率累计计息。如公司决定递延支付利息，公司及相关中介机构应在付息日前 10 个工作日披露《利息递延支付公告》。

强制付息事件是指，在付息日前 12 个月内，若发生公司向普通股股东分红（国有独资企业上缴利润除外）和减少注册资本等事项，则公司不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。如果公司发生强制付息事件时仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商和联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，联合资信认为：

(1) 本期中期票据的本金及利息在公司破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期

票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 在本期中期票据的每个赎回日，若公司选择不赎回，则需要按约定重置本期中期票据的票面利率，重置后的票面利率为：当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，在本期中期票据的赎回日公司具有赎回权或重置票面利率选择权，重置后票面利率跳升幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

(3) 本期中期票据的利息递延支付条款未设置罚则，公司若在某个付息日选择递延支付利息，递延利息按当期票面利率累计计息，对公司的实际约束力较弱。

综上所述，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具；同时，赎回条款的设置使本期中期票据不赎回的可能性较小；本期中期票据未设置递延利息罚则，约束力较弱，存在利息递延风险。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2020 年三季度，中国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于中国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9% 和 0.4%，全面实现正增长。

¹当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）

²初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值；初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）

表1 2017-2019年及2020年前三季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年前三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 -2.35% 回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53% 上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01% 下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1% 和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施

投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅(11.7%)显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020 年前三季度中国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，中国出口增速分别为 -13.4%、0.1% 和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2% 的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8% 的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前

三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。

2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要

集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。

2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上半年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为 -0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 万亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行

直达管理的 1.70 万亿元资金中,各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位,形成实际支出 1.02 万亿元,占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归,融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向,引导资金更多的流向实体经济,有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用,提高政策的直达性,强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元,开展中期借贷便利 MLF 操作,净投放中期流动性 4100 亿元,满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作,对冲季节性因素和政府债券发行等因素,维护短期流动性平稳。利率方面,前四个月在政策推动下贷款利率明显下行,5 月以来,随着疫情得到有效控制,国内经济复苏态势良好,央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定,债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%,较 6 月(分别为 4.14%、5.11%和 4.04%)均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议(以下简称“会议”)认为,当前中国经济形势仍然复杂严峻,不稳定性及不确定性较大,遇到的很多问题是中长期的,必须从持久战的角度加以认识,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调,下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化改革开放,牢牢把握扩大内需这个战略基点,大力保护和激发市场主体活力,扎实做好“六稳”工作,全面落实“六保”任务,推动经济高质量发展。在

此政策导向下,未来财政政策将更加积极有为、注重实效,保障重大项目建设资金,注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向,保持货币供应量和社会融资规模合理增长,推动综合融资成本明显下降;二是新增融资重点流向制造业、中小微企业,加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下,四季度中国经济将进一步修复,结构或将进一步改善,消费对经济的拉动作用进一步加强,出口增速依然保持较强的韧性,投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面,四季度结构继续改善,经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长,但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速,全年累计增速难以转正。房地产投资方面,自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧,综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落,预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面,从资金方面看,2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券,新增地方债规模将会是全年最低水平;从经济增长动力来看,8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象,经济内生修复动力加强,再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此,综合资金和经济增长力看,四季度基建投资难有更出色表现,单月增速或将进一步下降。

消费方面,四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动,但北京及青岛区域疫情的快速控制,给居民带来信心,使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心,支撑消费增速继续向上修复的趋势不变,但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看,在四季度疫情不出现大范围爆发的

情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑中国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑中国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动中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中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，中国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，中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基础设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

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

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

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

表2 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合规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

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

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

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

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 房地产行业

(1) 行业概况

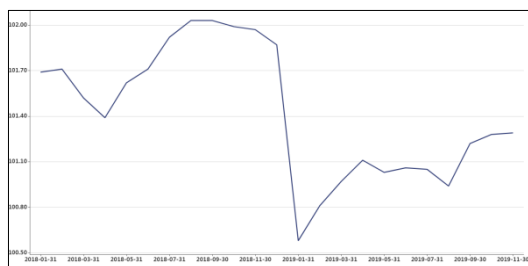
2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此

导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图1 2018年-2019年11月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

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

工面积9.59亿平方米，同比增长2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于2018年增速提升10.40个百分点。

从销售情况来看，2019年，商品房销售面积17.16亿平方米，同比下降0.10%，销售面积增速自2015年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积15.01亿平方米（占87.47%），同比增长1.50%，增速于2019年2月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于2019年8月转正，全年增速相较于2018年下滑0.70个百分点。2019年，商品房销售金额为15.97万亿元，同比增长6.50%，增速较2018年下滑5.70个百分点。其中，住宅销售金额13.94万亿元（占87.29%），同比增长10.30%，增速较2018年下降4.40个百分点。进入2019年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入2020年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地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复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出

让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

(2) 土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20% 的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00% 的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分

月份来看，2019 年 1—3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

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

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：联合资信根据 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 4 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：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和

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

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

资料来源：联合资信整理

3. 区域经济环境

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，公司经营面临良好的外部环境。未来，受益于多重政策利好，公司发展空间广阔。

(1) 区域经济及财政实力

近年来，珠海市区域经济实力持续增强。根据《珠海市国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019 年珠海市分别实现地区生产总值（GDP）2564.73 亿元、2914.74 亿元和 3435.89 亿元，同比增速分别为 9.2%、8.0%和 6.8%。分产业看，2019 年珠海市第一产业增加值

57.36 亿元，增长 1.9%，对 GDP 增长的贡献率为 0.48%；第二产业增加值 1528.73 亿元，增长 4.6%，对 GDP 增长的贡献率为 33.06%；第三产业增加值 1849.79 亿元，增长 9.2%，对 GDP 增长的贡献率为 66.46%。三次产业的比例由 2017 年的 1.8：50.2：48.0 调整为 2019 年的 1.7：44.5：53.8。珠海市人均 GDP 水平逐年增长，2019 年为 17.55 万元，按平均汇率折算为 2.54 万美元。

近三年，珠海市固定资产投资规模持续扩大。2019 年，珠海市完成固定资产投资 1971.88 亿元，比上年增长 6.1%。其中，房地产开发投资 893.36 亿元，增长 13.5%。分产业看，第二产业投资 290.84 亿元，增长 15.2%；第三产业投资 1679.54 亿元，增长 4.6%。工业投资 291.68 亿元，增长 15.5%，工业投资中的制造业投资 199.90 亿元，增长 9.0%。

财政收支方面，2017—2019 年珠海市分别实现一般公共预算收入 314.38 亿元、331.47 亿元和 344.49 亿元，同比增速分别为 10.4%、5.4%和 3.9%。2019 年珠海市一般公共预算收入中税收收入 284 亿元（占比 82.44%），增长 9.1%。税收收入以增值税、企业所得税等为主，一般公共预算收入质量好。同期，珠海市一般公共预算支出 615.74 亿元，增长 7.5%；教育、科学技术、文化旅游体育和传媒、卫生健康、社会保障和就业、节能环保、城乡社区、农林水、住房保障等九项民生支出合共 436.1 亿元，同比增长 8.9%，占全市一般公共预算支出的 70.8%。2019 年，珠海市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 55.95%，自给率一般。截至 2019 年底，珠海市政府债务余额 676.93 亿元，其中，一般债务 372.37 亿元，专项债务 304.56 亿元；地方政府负债率（政府债务余额/地区生产总值）为 19.70%，负债率较低。

2020 年前三季度，珠海市地区生产总值为 2508.53 亿元，增长 0.6%。其中，第一产业增加值为 37.92 亿元；第二产业增加值为 1070.59

亿元；第三产业增加值为 1400.02 亿元，同比增长 3.3%。固定资产投资额 1538.63 亿元，增长 11.0%；一般公共预算收入完成 286.82 亿元，增长 9.4%；一般公共预算支出累计完成 490.21 亿元，增长 5.2%。

（2）土地市场

根据 Wind 资讯数据，2019 年珠海市土地市场在 2018 年遇冷后有所回暖，全年土地成交 83 宗，同比增加 8 宗；成交面积 524.23 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。

根据《珠海市 2019 年预算执行情况与 2020 年预算草案的报告》，2019 年珠海市实现政府性基金预算收入 433.67 亿元，同比增长 12.2%；完成政府性基金预算支出 344.39 亿元，同比增长 3.4%。

2020 年上半年，珠海市土地成交 47 宗，成交面积 260.41 万平方米，土地出让金额 114.57 亿元；完成政府性基金收入 181.62 亿元，增长 36.0%；政府性基金支出 175.03 亿元，增长 2.8%。

（3）房地产市场

2019 年，珠海市延续国家严控房地产的政策，当年新开工面积同比快速下降，但受粤港澳大湾区规划等因素持续影响，珠海市房地产投资总额持续上升，主要体现在土地购置费的提升；同时，珠海市商品房施工面积、销售面积、竣工面积和待售面积同比均呈现不同程度增长。

表 6 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	3253.98	3419.18	3646.11
其中：住宅	1908.85	1904.62	1922.19
商品房新开工面积	1006.98	598.28	345.93
其中：住宅	527.90	287.71	345.93

项目	2017年	2018年	2019年
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：联合资信根据公开资料整理

(4) 未来发展

《广东省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》明确提出了珠海市的定位为珠江西岸核心城市，要求进一步强化珠海作为珠江西岸核心城市的辐射、服务功能。随着粤港澳大湾区发展正式列入国家经济发展战略、港珠澳大桥的贯通及横琴自由贸易区政策优势的显现，珠海作为陆域交通与港澳唯一连接的城市，再次迎来重大发展机遇，将在粤港澳的深度合作中扮演更为重要的角色，对外开放也将迎来新高度。

五、基础素质分析

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

1. 股权状况

截至 2020 年 6 月底，珠海市国资委持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

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《珠海州市属国有企业功能界定与分类管理实施意见》，公司与控股子公司珠海金融投资控股集团有限公司（现更名为“珠海华发投资控股有限公司”，以下简称“华发投控”，为珠海市国资委直管

企业）被认定为竞争型商业类企业。目前，公司系由珠海市国资委履行出资人职责的珠海州市属龙头企业，城市运营、房地产开发、金融产业和实业投资等核心业务板块居珠海市第一。

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

3. 人员素质

截至 2020 年 6 月底，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 6 月底，公司拥有在职员工

共 19650 人。从教育程度来看，硕士研究生及以上人员占比 11.4%，本科人员占比 37.9%，大专及以下人员占比 50.7%。从年龄构成来看，30 岁及以下员工占比 36.5%，31~50 岁占比 56.3%，50 岁以上占比 7.2%。从专业构成来看，管理人员占比 9.7%，技术人员占比 43.2%，生产人员及其他占比 47.1%。

总体看，公司高管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征信管理平台《企业信用记录》（授信机构版），截至 2020 年 12 月 22 日，华发集团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征信管理平台《企业信用记录》（授信机构版），截至 2020 年 12 月 23 日，华发投控本部无已结清及未结清不良信贷信息记录。

根据公司提供的中国人民银行征信管理平台《企业信用记录》（授信机构版），截至 2020 年 12 月 9 日，华发股份本部无已结清及未结清不良信贷信息记录。

根据公司提供的中国人民银行征信管理平台《企业信用记录》（授信机构版），截至 2020 年 12 月 22 日，华发综合发展本部无已结清及未结清不良信贷信息记录。

六、管理分析

公司建立了规范的法人治理结构和一整

套内部管理制度，综合管理水平高。

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》。

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决算方案、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、年度财政预决算方案、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

华发集团内设战略发展中心、运营管理中心、战略并购管理中心、科技创新中心、资本管理中心、人力资源管理中心、信息管理中心、资金管理中心、财务管理中心、内控管理中心、品牌管理部、法律事务部、审计部和总务部等职能部门，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、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。

预算管理方面，公司制定了财务预算管理的有关规定，由财务管理中心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管理中心负责人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《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，资金管理中心负责对外融资管理，财务管理中心负责对外融资核算，审计部负责对外融资监督，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《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，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。

七、经营分析

1. 经营概况

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

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;2019年,公司实现营业收入792.69亿元,同比增长48.78%。

受毛利率较高的土地一级开发收入占比下降及物业服务业务毛利率下降等因素综合影响,公司综合毛利率逐年下降,近三年分别为22.09%、20.71%和18.55%。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2017年			2018年			2019年			2020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
房地产开发	191.70	43.41	28.31	228.00	42.79	28.02	317.55	40.06	30.29	221.71	39.80	25.48
土地一级开发	51.03	11.56	68.51	48.73	9.15	59.18	44.57	5.62	69.22	16.91	3.04	46.79
大宗商品批发	163.70	37.07	0.29	199.77	37.50	0.32	363.05	45.80	0.26	284.84	51.13	0.25
物业服务	5.57	1.26	16.44	17.81	3.34	19.64	21.10	2.66	11.71	12.73	2.29	13.75
汽车销售	4.77	1.08	8.73	4.58	0.86	9.28	4.29	0.54	7.32	1.25	0.22	6.27
金融业务	9.15	2.07	65.79	12.23	2.30	68.85	14.72	1.86	72.97	8.90	1.60	70.68
酒店会展服务	3.83	0.87	13.41	4.05	0.76	14.04	5.09	0.64	15.88	0.65	0.12	-178.86
其他业务	11.80	2.67	-0.19	17.61	3.30	23.04	22.33	2.82	21.22	10.14	1.82	8.02
合计	441.55	100.00	22.09	532.79	100.00	20.71	792.69	100.00	18.55	557.12	100.00	13.09

注:金融业务收入包括利息收入、手续费及佣金收入及其他金融收入等;其他业务收入包括文体教育收入、租赁收入、服务费收入、广告收入和停车费收入等;尾差系四舍五入所致

资料来源:联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

分业务看,2017—2019年,受项目开发规模不断扩大影响,公司房地产销售收入持续增长,年均复合增长28.71%,2019年同比增长39.28%至317.55亿元,占营业收入比重为40.06%;业务毛利率维持在较高水平,2019年为30.29%。近三年,公司土地一级开发收入有所下降,年均复合下降6.55%,2019年为44.57亿元,同比下降8.55%,主要系土地出让面积下降等因素导致;业务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。土地一级开发业务及房地产开发业务作为传统核心产业,是公司利润的主要来源及可持续发展的重要支撑。大宗商品批发收入是公司第一大收入来源,受限于行业特征和盈利模式,近年来利润率维持在低水平;2019年,公司持续扩大有色金属的贸易规模,实现大宗商品批发收入363.05亿元,同比增长81.73%;

同期,大宗商品批发业务毛利率为0.26%。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%;业务毛利率为72.97%。

2020年1—6月,公司实现营业收入557.12亿元,同比增长52.32%,主要来自于房地产销售收入和大宗商品批发收入的增加;综合毛利率为13.09%,同比下降6.99个百分点,主要由于土地一级开发业务毛利率和房地产开发业务毛利率下降及毛利率低的大宗商品批发业务收入占比提升。

2. 业务经营分析

(1) 房地产开发

近年来,华发股份深耕珠海市场,布局核心一、二线城市,具有广泛的市场影响力和较

高的品牌认知度；但在建项目较多，在建面积较大，面临较大资本支出压力；此外，联合资信关注到房地产业务易受区域房地产市场行情、宏观调控及房地产政策等影响。

华发集团房地产开发业务主要由华发股份负责。华发股份于 2004 年 2 月在上海证券交易所上市，拥有较为独立的经营权。

2017—2019 年，华发股份分别实现营业收入 199.48 亿元、236.99 亿元和 331.49 亿元，年均复合增长 28.91%；其中，房地产销售收入分别为 190.08 亿元、226.61 亿元和 317.35 亿元，年均复合增长 29.21%。分区域看，珠海地区占比 19.07%，华南地区（不含珠海）占比 24.99%，华东地区占比 20.66%，华中地区占比 27.36%，山东地区占比 7.09%，北方地区占比 0.83%；珠海地区作为公司发展战略大本营仍是房地产销售收入的重要来源之一，但占比不断下降，华南地区、华中地区及华中地区占比大幅提升，已反超珠海地区。业务毛利率方面，2019 年华发股份房地产销售板块毛利率为 30.31%，同比提升 2.36 个百分点，主要系毛利率较高的华南地区收入占比提升、山东地区和华南地区当年结转收入项目拿地时间较早地价较低及当地房价上升较快导致。2020 年上半年，华发股份实现营业收入 228.66 亿元，同比增长 60.75%；综合毛利率为 24.60%，同比提升 4.53 个百分点。

华发股份经营模式以自主开发销售为主，并稳步推进合作开发等多种经营模式，主要开发产品为住宅。区域布局方面，目前华发股份投资布局聚焦于粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区，围绕“立足珠海、面向全国”的发展思路，形成以珠海为战略大本营，北京、上海、广州、深圳、武汉、南京、杭州、成都、苏州、郑州、大连等一线城市及重点二线城市为发展重点的战略布局。目前，华发股份业务已拓展至全国 40 个主要城市，形成了珠海、华南、华东、华中、北方、山东 6 大区域以及北京的“6+1”区域布局。

受益于项目储备的增加，近年来华发股份项目开发步伐不断加快，新开工面积、期末在建面积大幅提升。2019 年，华发股份新开工面积同比增长 26.67%至 650.61 万平方米，主要集中在武汉、珠海、中山和天津等；随着在建项目的持续投入，期末在建面积 1367.02 万平方米，同比增长 36.13%；年内竣工面积 279.66 万平方米。2020 年上半年，华发股份新开工面积 246.13 万平方米，竣工面积 171.27 万平方米，期末在建面积 1440.76 万平方米。

表 8 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	1004.23	1367.02
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：联合资信根据华发股份年度报告整理

销售方面，随着项目开发步伐不断加快，竣工及开启预售的项目不断增加，近年来华发股份销售业绩快速提升。2019 年，华发股份实现签约销售面积 395.91 万平方米，同比增长 103.17%，签约销售额 922.73 亿元，同比增长 58.54%，但销售均价下降至 2.33 万元/平方米，与不同城市的房地产价格不同有较大关联。2020 年上半年，华发股份实现合同销售金额 440.7 亿元，合同销售面积 176.4 万平方米。

销售区域方面，华发股份在保持珠海、上海、武汉等重点城市销售业绩稳步提升的前提下，新进驻南京、苏州等城市。得益于全国化布局战略的加快实施，华发股份销售业绩快速增长；华东地区签约销售 375.21 亿元，占比 40.66%；其次为珠海区域，实现签约销售 256.21 亿元，占比 27.76%；华南区域和华中区域分别完成签约销售 103.06 亿元和 80.89 亿元，为次重点区域；北方区域和山东区域合计实现签约销售 87.18 亿元。从销售结构来看，公司业务布局趋于合理，有效避免了因市场单一带

来的风险。

土地储备方面，截至 2019 年底华发股份共拥有 34 个项目的土地储备，规划计容面积 697.48 万平方米，项目储备充足。公司在深耕珠海市场的基础上，成功布局华南、华中、华东、华北等经济较为发达地区的一二线城市及辐射的三四线城市。其中：华中地区、华东地区以武汉、上海、杭州为核心，土地储备占比 54.02%；华南粤港澳大湾区区域以珠海、中山、江门为核心，土地储备占比 33.93%；华北区域以北京、烟台、威海为核心，土地储备占比 12.05%。区域布局进一步优化。2020 年上半年，华发股份成功获取土地计容建筑面积合计约 200.65 万平方米，位于珠海、广州、南京、苏州、绍兴等多个城市。华发股份在建和储备房地产项目投资规模大，一方面为公司未来销售收入提供支撑，另一方面也为公司带来了一定的资金压力。

（2）城市运营

公司城市运营板块项目储备充足，未来投资规模大，资金平衡依赖的土地分成及土地转让收入受经济环境和政策影响存在一定不确定性；但考虑到公司储备用土地获取时间较早，近年来珠海市土地价格不断攀升，目前实际价值较高；同时，联合资信关注到公司在建自营项目投资规模较大，未来收益实现受出售进度及出租情况影响存在不确定性，资金回收周期较长。

华发集团城市运营板块业务主要由华发城市运营负责，业务内容包括产业园区及城市片区开发、城市综合体建设、城市更新、市政设施及保障房建设等，项目布局从横琴十字门中央商务区为代表的区域开发扩展到高新、金湾、斗门、香洲、高栏港等珠海多个区域。目前，城市运营板块已形成平台公司（即华发城市运营）+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。

华发城市运营经政府授权自筹资金从事片区土地一级开发、基础设施建设、市政设施及保障房等的建设工作，同时，利用土地储备开发商业类地产项目。华发城市运营营业收入来源包括三部分：①土地一级开发收益分成；②经营性项目经营收益（物业出租收入等）；③土地储备未来转让收入。经营性项目收益回收周期较长，华发城市运营主要通过土地出让收入分成及土地转让收入来实现资金平衡。

土地一级开发

目前，华发城市运营开展的土地一级开发项目包括十字门中央商务区项目、金湾航空新城核心区项目、保税区二期项目、高新区北围项目、富山产业新城项目、斗门一河两岸项目和珠海北站 TOD 项目。

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》，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、市政策性缴纳资金等费用后）等额的财政资金支付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。

珠海市华发河岸建设有限公司（以下简称“河岸公司”）具体负责对珠海市斗门区黄洋河“一河两岸”范围内1122万平方米陆地、427万平方米水域及斗门古镇等进行综合开发。根据华发集团与斗门区政府签订的《斗门区黄洋河“一河两岸”综合开发项目合作框架协议》，项目的开发资金由华发集团负责筹集，投资收益由固定收益和投资增值收益来实现。其中，固定收益以土地一级开发成本的一定比例计提，投资增值收益是在开发范围内可出让用地出让后，若地块出让成交价高于保底摘牌价的价款部分，在扣除超额部分应上缴的市级分成、省级财政相关费用后双方按一定比例进行分配。

珠海北站TOD项目系由珠海城际轨道实业有限公司（以下简称“轨道公司”）与珠海市国土资源局签订协议，轨道公司负责项目的开发，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轨道公司所支付的土地一级开发成本后，轨道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。

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

表9 华发城市运营土地出让情况(单位:宗、万平方米、亿元、%)

项目	十字门中央商务区			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	25.58	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	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6月底,华发城市运营主要在建土地一级开发项目计划总投资366.60亿元,已完成投资187.65亿元。2020年7-12

月、2021年和2022年,公司土地一级开发业务预计分别投资7.42亿元、20.35亿元和20.73亿元。

表10 截至2020年6月底华发城市运营主要在建土地一级开发项目情况(单位:平方公里、亿元)

项目	开发面积	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
				2020年7-12月	2021年	2022年
十字门中央商务区	5.77	81.60	66.17	1.92	3.50	4.50
金湾航空新城	3.80	35.00	32.67	0.52	0.85	0.96
保税区二期	2.30	20.00	12.62	0.30	3.00	3.20
高新区北围	8.60	140.00	29.03	0.32	2.00	2.50
富山产业新城	150.00	60.00	33.32	2.87	7.00	4.00
斗门一河两岸	10.00	20.00	8.31	1.09	2.00	3.50
珠海北站 TOD	1.46	10.00	5.53	0.40	2.00	2.07
合计	181.93	366.60	187.65	7.42	20.35	20.73

注:部分项目计划总投资规模随项目进展有调整
资料来源:公司提供

根据公司提供的预测数据,2020-2024年十字门中央商务区等七个存量项目预计可获得土地出让收入分成近200亿元。但联合资信同时注意到,由于土地出让面积和出让价格

受宏观经济和政策调控的影响较大,公司土地出让分成返还的实际金额及时点与预测可能会出现一定的差异。

经营性项目

华发城市运营经营性项目主要包括会展商务组团（二期）、富山智选小镇生活中心、高新北围智谷圆芯及富山科创中心等项目，建筑类型涉及写字楼、酒店、会议中心、SOHO办公、商务公寓等。华发城市运营利用自有资金拿地开展项目建设，建设完工对外出租、出

售或运营，未来以经营性收入来平衡资金投入。截至2020年6月底，华发城市运营自营项目计划总投资154.58亿元，已完成投资55.20亿元，未来仍需投入99.38亿元，待投资规模较大。

表 11 截至 2020 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	总建筑面积	计划总投资	已完成投资	计划投资额		
				2020年 7—12月	2021年	2022年
会展商务组团（二期）	27.50	43.50	12.02	3.88	15.00	12.60
蓝湾智岛总部基地中心（二期）	7.80	7.48	4.81	0.34	2.83	0.00
高新北围智谷圆芯	21.53	21.20	6.00	1.36	8.84	5.00
圣博立科创园	10.52	8.80	1.71	1.00	3.49	0.00
富山智选小镇生活中心	46.17	28.40	7.09	1.61	10.24	9.46
富山科创中心	12.80	11.80	2.57	0.26	4.00	4.97
富山产业服务中心	8.40	6.70	4.46	1.04	1.20	0.00
华发四季峰景一期	6.86	14.00	12.03	0.32	1.65	0.00
华发四季峰景二期	6.20	12.70	4.51	0.18	5.00	3.02
合计	147.78	154.58	55.20	9.99	52.25	35.05

注：部分项目计划总投资规模随项目进展有调整
资料来源：公司提供

①会展商务组团（二期）

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。

②高新北围智谷圆芯

智谷圆芯项目位于科创海岸北围片区，占地约10万平方米，拟将地块建设成多栋多层或高层建筑及部分裙楼的产业综合体，其中主要包括新型产业研发办公和新型产业配套。

③富山智选小镇生活中心

富山智选小镇生活中心项目位于富山工业园雷蛛北片区，项目占地约17.2万平方米，建筑面积46.2万平方米，项目为富山工业园首个产城融合生活配套区，可为园区企业及就业人口及周边居民提供居住、商业、文化等配套服务。未来收入来源为物业的出售和出租收入。

土地储备

除一级土地开发外，截至2020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、高新区、富山、阳江等53宗、占地面积合计220.39万平方米、计容建筑面积551.88万平方米的土地使用权，账面价值196.05亿元，土地性质包括住宅、商业和公寓。

（3）金融及实业投资

公司金融板块业务涵盖证券、资管、交易平台、普惠金融、商业保理、期货等，近年来金融业务收入不断提升且获得稳定的投资收益；同时，公司金融业务尚处于培育期，市场竞争力较弱；受强监管、合规趋严的影响，公司风控团队有待补充，风控能力有待提升。

金融业务

华发集团金融板块经营主体主要是华发投控和华发财务。

2012年7月，华发投控在珠海横琴新区设立，经多年发展已成为综合性金融投资控股集团，业务涵盖证券、资管、交易平台、普惠金

融、商业保理、期货等。截至 2020 年 3 月底，公司旗下参控股金融机构 24 家，准金融机构 132 家、交易平台 5 家，已基本实现金融产业全牌照布局。此外，华发集团还参股了包括珠海华润银行股份有限公司（以下简称“华润银行”）、珠海农商行、厦门国际银行股份有限公司（以下简称“厦门国际银行”）、横琴华通金融租赁有限公司（以下简称“华通金租”）、珠海横琴人寿保险有限公司等金融机构，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收入、利息收入、其他金融收入等及对外投资所获取的投资收益。随着金融业务逐渐成熟带动金融收入不断增长，公司近三年华发集团金融收入分别为 9.15 亿元、12.23 亿元和 14.72 亿元。2019 年，公司金融收入中利息收入 7.53 亿元、手续费及佣金收入 3.18 亿元、其他金融收入 4.01 亿元。

公司投资收益主要系参股华润银行、珠海农商行及华通金租等获得的股权投资收益、持有和处置债券、基金、资管/信托计划等所得。2017—2019 年，公司分别实现投资收益 10.69 亿元、18.24 亿元和 21.73 亿元。其中，持有至到期投资在持有期间的投资收益（主要来自信托收益）分别为 0.70 亿元、1.69 亿元和 0.31 亿元；权益法核算的长期股权投资收益分别为 6.07 亿元、9.09 亿元和 10.85 亿元；持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益分别为 1.53 亿元、4.31 亿元和 5.04 亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（交易性金融资产）在持有期间的投资收益分别为

1.88 亿元、2.26 亿元和 4.02 亿元。

实业投资

华发集团利用自身产业与资金优势，成立实业投资板块，以珠海华发实体产业投资控股有限公司为核心平台，投资主体包括华金资本、华金国际资本、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，委托公司经营管理和珠海基金（有限合伙）（以下简称“珠海基金”）等，重点布局高端制造、医疗健康、互联网与新兴科技等新兴产业领域，覆盖全生命周期实业投资体系。截至 2020 年 3 月底，公司已累计完成投资项目 256 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 110 亿元。

2017 年 7 月，珠海市政府决定组建珠海基金，基金投资方向覆盖基础设施、实业投资等大类子基金，主要投向符合珠海建设粤港澳大湾区创新高地、“一带一路”战略支点、珠江西岸核心城市、城乡共美幸福之城的产业和基础设施项目。珠海基金首期规模 100.00 亿元，其中公司认缴出资 26.80 亿元，华发投控出资 42.20 亿元，其余资金来自珠海格力集团有限公司和横琴金融投资集团有限公司。珠海基金由华发投控担任基金管理人，并纳入公司合并报表。截至 2020 年 3 月底，珠海基金母基金已签署合伙协议子基金共 25 支，子基金目标总规模 434.64 亿元，其中需母基金认缴出资 101.34 亿元；累计收到分红 2.44 亿元，其中 2019 年和 2020 年一季度分别收到分红 1.43 亿元和 0.13 亿元。未来，珠海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。

（4）配套服务

配套服务板块丰富了公司业务多样性，为营业收入提供了重要支撑，但其中大宗商品批发业务毛利率较低。

商贸服务

华发集团商贸服务板块由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”）和香港华发负责，具体业务包括大宗商品批发业务和汽车销售业务。

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—2020年上半年，公司持续扩大有色金属贸易规模，其中2019年和2020年上半年该品种收入占比超过90%，成大宗商品批发收入最重要的来源。

近年来，在满足风控要求的情况下公司不断扩大贸易量，带动大宗商品批发业务规模持续提升。2017—2019年和2020年上半年，公司分别实现大宗商品批发收入163.70亿元、199.77亿元、363.05亿元和284.84亿元；同期，受行业特性和业务模式影响，公司大宗商品批发业务毛利率维持在较低水平，分别为0.29%、0.32%、0.26%和0.25%。

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27.26%，集中度较上年大幅下降（2018年为43.11%）。

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，子公司广州铧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，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%。

现代服务

华发集团现代服务板块主要由华发现代服务负责，包括生产型服务业、城市生活型服务业与综合型服务业，涵盖物业服务、酒店管理以及会展服务等多项业务。

① 物业服务

华发现代服务物业管理业务主要由子公司珠海华发物业管理服务有限公司（以下简称“华发物业”）负责，服务范围包括现场服务、楼宇接收服务、保洁清洁服务、安全秩序维护、设施设备运行维护、园林规划施工与绿化保养、安防智能化设计施工、物业管理业务咨询、顾问服务等，业务遍及珠海、广州、武汉、北京等二十余个大中城市。目前，华发物业进行管理的物业主要为华发集团及其下属子公司持

有的商业和住宅物业，以及对外承接管理的政府机关和市政设施等；物业费一般由物业公司直接向业主收取，结算方式包括月结、半年结和年结。截至 2020 年 3 月底，华发物业进行物业服务的项目逾 150 个，管理总面积超 3000 万平方米。

近年来，华发股份商品房项目的持续销售带动华发物业服务的物业项目量持续增加。2017—2019 年，公司分别实现物业管理收入 5.57 亿元、17.81 亿元和 21.10 亿元；同期，公司物业管理业务毛利率分别为 16.44%、19.64% 和 11.71%。

② 会展及酒店服务

华发现代服务会展业务主要由子公司珠海华发国际会展管理有限公司负责，酒店业务主要由子公司珠海华发国际酒店管理有限公司负责。华发现代服务会展和酒店业务集中于珠海国际会展中心；珠海国际会展中心包括会议中心、展览中心和配套酒店；酒店部分包括珠海华发行政公寓、喜来登酒店和瑞吉酒店。

伴随酒店的逐步开业及周边业态不断成熟，公司酒店会展收入不断提升，近三年分别为 3.83 亿元、4.05 亿元和 5.09 亿元；同期，公司酒店会展业务毛利率稳步提升，分别为 13.41%、14.04% 和 15.88%。

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 2017 年度合并财务报表由中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018 年度合并财务报表由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）珠海分所审计，2019 年度合并财务报表由致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，上述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 2020 年上半年合并报表未经审计。

截至 2020 年 6 月底，公司拥有纳入合并范围的子公司 623 家。2018 年，公司新增纳入合并范围子公司 133 家，其中通过非同一控制下企业合并取得子公司 32 家，其余系新设子公司；不再纳入合并范围子公司 6 家，其中注销子公司 5 家，出售子公司 1 家。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 14 家，无偿划入子公司 4 家，其余均为新设立子公司。2020 年 1—6 月，公司新增纳入合并范围子公司 66 家，减少子公司 3 家。上述合并范围变化主要系华发股份新设房地产项目公司导致，对公司财务数据可比性影响较小。

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

截至 2020 年 6 月底，公司资产总额 4169.13 亿元，所有者权益 1165.67 亿元（其中少数股东权益 757.76 亿元）；2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 557.12 亿元，利润总额 36.99 亿元。

2. 资产质量

近年来公司资产规模快速增长，资产构成以存货及货币资金等流动资产为主，符合其以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，对资产流动性产生一定影响。

近年来，公司资产规模快速增长，年均复合增长 25.84%，主要来自流动资产的增加。

2019年底,公司资产总额3618.40亿元,较2018年底增长28.03%,主要由流动资产(占83.09%)

表12 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

科目	2017年		2018年		2019年		2020年6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1869.81	81.84	2321.90	82.16	3006.42	83.09	3490.81	83.73
货币资金	215.91	9.45	349.35	12.36	451.76	12.49	587.34	14.09
交易性金融资产	45.71	2.00	40.86	1.45	81.72	2.26	88.89	2.13
应收账款	19.35	0.85	28.07	0.99	58.93	1.63	75.22	1.80
预付款项	63.71	2.79	54.64	1.93	66.04	1.83	96.89	2.32
其他应收款	20.27	0.89	54.12	1.92	44.03	1.22	73.45	1.76
存货	1270.49	55.61	1527.66	54.05	1888.06	52.18	2117.23	50.78
其他流动资产	100.36	4.39	152.92	5.41	266.65	7.37	289.94	6.95
非流动资产	414.99	18.16	504.26	17.84	611.99	16.91	678.32	16.27
可供出售金融资产	80.74	3.53	114.74	4.06	102.54	2.83	121.15	2.91
长期股权投资	146.70	6.42	180.44	6.38	235.62	6.51	258.11	6.19
投资性房地产	25.68	1.12	47.71	1.69	75.88	2.10	75.88	1.82
固定资产	84.23	3.69	92.50	3.27	90.36	2.50	91.67	2.20
资产总额	2284.79	100.00	2826.17	100.00	3618.40	100.00	4169.13	100.00

注:其他应收款含应收利息和应收股利

资料来源:联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

流动资产

近年来,受房地产项目开发持续投入及预售收房款增加等因素综合影响,公司流动资产快速增长,三年复合增长率为26.93%。2019年底,公司流动资产较2018年底增长29.48%至3006.42亿元,主要由存货、货币资金及其他流动资产等构成,分别占比62.80%、15.03%和8.87%。

2017—2019年,公司货币资金快速增长,年均复合增长44.65%。2019年底,公司货币资金较2018年底增长29.32%至451.76亿元,主要由银行存款(占比91.92%)及存放中央银行法定存款准备金(占比4.60%)组成,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。

2017—2019年,公司存放同业及其他金融机构款项有所波动,2019年底为78.49亿元,较2018年底变化不大,全部为存放境内银行同业款项。

公司交易性金融资产主要为购买的债券、

信托计划和理财产品等,2019年底为81.72亿元,较2018年底增长99.99%,主要系债券投资增加所致。年末交易性金融资产中31.74亿元债券投资为卖出回购业务设定质押,1.56亿元债券投资为债券借贷业务设定质押。

2017—2019年,公司应收账款快速增长,年均复合增长74.52%,主要系应收土地出让收益分成增加。2019年底,公司应收账款较2018年底增长109.94%至58.93亿元,其中应收珠海市金湾财政局及珠海市富山工业园管理委员会款项分别占比43.55%和26.07%,集中度高;累计计提坏账准备0.79亿元,计提比率1.32%。

2017—2019年,公司预付款项有所波动,2019年底为66.04亿元,较2018年底增长20.88%,主要为预付郑州市、杭州市、武汉市、成都市等地国土相关部门的土地出让金。

2017—2019年,公司其他应收款大幅波动,2019年底,公司其他应收款为44.03亿元,较2018年底下降18.66%,主要由应收土地竞买

保证金和往来款项构成。

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，年均复合增长21.91%，2019年底为1888.06亿元，较2018年底增长23.59%。其中，开发成本1576.42亿元，较2018年底增加276.92亿元，主要系新开工项目及在建项目持续投入所致，开发成本中较上年末增加较多的项目包括武汉华发中城荟、杭州九龙仓华发天荟、北京华发中央公园、湛江华发新城花园、上海泗泾17-01项目等；开发产品274.44亿元，较2018年底增加81.59亿元，主要新增完工项目包括广州华发尚座花园、珠海华发山庄、武汉华发首府、珠海华发首府等。

2017—2019年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长63.00%，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。2019年底，公司其他流动资产较2018年底增长74.37%至266.65亿元，主要由拆出款项及其他（202.57亿元）、预交税费（48.27亿元）和委托贷款（9.91亿元）构成。

非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长20.87%，主要来自长期股权投资、投资性房地产和可供出售金融资产的增加；2019年底，公司非流动资产较2018年底增长21.36%至611.99亿元，主要由长期股权投资（占38.50%）、可供出售金融资产（占16.75%）、固定资产（占14.76%）和投资性房地产（占12.40%）构成。

2017—2019年，公司可供出售金融资产大幅波动，分别为80.74亿元、114.74亿元和102.54亿元，其中2018年底较2017年底增加34.00亿元，主要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年底较2018年底减少12.20亿元，主要系可供出售债

务工具减少。2019年底，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（主要构成见表13）。

2017—2019年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长26.73%，主要系增加金融类及房地产类参股子公司的投资。2019年底，公司长期股权投资较2018年底增长30.58%至235.62亿元（主要构成见表13），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。

表13 2019年底公司主要对外投资情况
(单位：亿元、%)

被投资单位	金额	持股比例	会计科目
珠海华润银行股份有限公司	38.66	21.02	长期股权投资
上海华泓钜盛房地产开发有限公司	29.71	50.00	长期股权投资
珠海工智股权投资基金（有限合伙）	15.45	20.36	可供出售金融资产
珠海农智股权投资基金（有限合伙）	15.44	20.25	可供出售金融资产
珠海华金资本股份有限公司	13.81	28.46	长期股权投资
横琴华通金融租赁有限公司	8.05	35.00	长期股权投资
厦门国际银行股份有限公司	7.80	2.38	可供出售金融资产
珠海农村商业银行股份有限公司	6.92	9.90	长期股权投资
IDG成长基金	6.32	10.81	可供出售金融资产
珠海华润海投资有限责任公司	6.09	38.38	长期股权投资

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司投资性房地产主要包括华发商都、横琴珠海中心写字楼、横琴国际网球中心配套商业、会展商务组团商业及长租公寓等，2017—2019年快速增长，年均复合增长71.89%，主要系写字楼、商业配套以及长租公寓等资产增加所致。2019年底，公司投资性房地产75.88亿元，较2018年底增长59.06%。

公司固定资产主要为房屋及建筑物，2017—2019年小幅波动，分别为84.23亿元、92.50亿元和90.36亿元。

2020年6月底，公司资产总额4169.13亿元，较2019年底增长15.22%，主要系融资资金沉淀、华发财务加大银行授信提款额度和债券发行

额度以补充流动性对房地产开发持续投入导致，资产构成变化不大。

截至2020年6月底，公司受限资产账面价值合计788.76亿元，受限比例18.92%，以存货、货币资金、固定资产和投资性房地产为主。

3. 负债和所有者权益

受发行永续债和少数股东权益增加影响，近年来公司所有者权益规模快速增长，其中少数股东权益占比较大；同期公司负债规模逐年增长，整体债务负担较重。

所有者权益

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%。2019年底，公司所有者权益较2018年底增长24.41%至1070.67亿元，主要由少数股东权益（占64.88%）、资本公积（占16.33%）及其他权益工具（占12.32%）构成。

2017—2019年，公司实收资本未发生变化，均为11.20亿元。同期，公司资本公积快速增长，年均复合增长21.58%，主要系①华发综合发展、华发股份及华发城市运营引进少数股东，投资价款与按少数股东持股比例相对应享受的相关子公司可辨认净资产份额之间的差额导致资本公积增加；②按权益法核算的长期股权投资导致资本公积增加；③珠海市国资委无偿将珠海市创业引导基金有限公司50%股权划入；2019年底，公司资本公积174.83亿元，较2018年底增长13.33%。

2017—2019年，公司其他权益工具分别为72.00亿元、91.80亿元和131.91亿元，主要为公司发行的永续中期票据和永续期信托计划等。

2017—2019年，公司少数股东权益分别为374.27亿元、547.53亿元和694.68亿元；其中2018年底较2017年底增加173.26亿元，主要系华发综合发展引入战略投资者及发行永续债券以及华发股份发行永续债券、华发股份少数股东权益增长所致；2019年底较2018年底增长

26.88%，主要系华发股份吸收少数股东投资及发行永续债券。

2020年6月底，公司所有者权益1165.67亿元，较2019年底增长8.87%，主要系华发综合发展发行永续期公司债“20华综Y1”及华发股份少数股东权益增加等原因导致。

负债

2017—2019年，公司负债规模快速增长，年均复合增长23.85%，流动负债和非流动负债均有所增加。2019年底，公司负债总额较2018年底增长29.62%至2547.74亿元，流动负债和非流动负债分别占比61.78%和38.22%。

2017—2019年，受预收房款增加影响，公司流动负债快速增长，年均复合增长28.43%，2019年底为1574.10亿元，较2018年底增长23.67%，主要为预收款项（占37.84%）、一年内到期的非流动负债（占16.31%）、短期借款（占12.03%）及其他应付款（占10.40%）。

2017—2019年，公司短期借款快速增长，2019年底为189.30亿元，较2018年底增长7.80%，以保证借款（71.47亿元）、信用借款（67.34亿元）和抵押借款（50.47亿元）为主。

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年快速增长，年均复合增长34.23%，2019年底为123.01亿元，较2018年底增长77.67%，主要系房地产开发业务扩张导致未结算工程及材料款增加。

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，年均复合增长41.89%，2019年底为595.70亿元，较2018年底增长46.01%，主要系上海静安府、沈阳华发新城、苏州姑苏院子、苏州太仓院子等项目开启预售导致（预收房款期末余额合计579.39亿元）。

2017—2019年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长22.28%，主要系往来及拆借款增加所致。2019年底，公司其他应付款较2018年底增长28.45%至163.76亿元，主要由往来

及拆借款（96.11 亿元）、土地增值税准备金（33.24 亿元）、代收款（11.92 亿元）等构成。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债大幅波动，2019 年底为 256.80 亿元，主要为一年内到期的长期借款（占 63.02%）和一年内到期的应付债券（占 35.17%）。

2017—2019 年，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长 23.10%，主要系发行超短期融资券增加导致。2019 年底，公司其他流动负债 122.98 亿元，较 2018 年底增长 11.09%，主要由超短期融资券（78.40 亿元）、美元境外私募债（20.78 亿元）和短期收益凭证（14.79 亿元）等构成，已将其中有息部分调整至短期债务计算。

2017—2019 年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 17.39%，主要系长期借款和应付债券增加所致。2019 年底，公司非流动负债 973.64 亿元，较 2018 年底增长 40.54%，以长期借款（占 53.84%）和应付债券（占 42.19%）为主。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 8.98%。2019 年底，公司长期借款 524.19 亿元，主要为保证借款、抵押借款和信用借款等。

2017—2019 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 28.65%。2019 年底，公司应付债券 410.82 亿元，较 2018 年底增加 101.82 亿元，主要系华发集团及华发股份、华发投控发行中期票据、公司债和美元债所致。

2019 年底，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。

2020 年 6 月底，公司负债总额 3003.46 亿元，较 2019 年底增长 17.89%，主要系通过银行借款和超短期融资券融资所致，负债结构变化不大。2020 年 6 月底，公司新增合同负债 475.73 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。

2017—2019 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 17.91%。2019 年底，公司全部债务 1599.67 亿元，较 2018 年底增长 21.77%，其中长期债务占比 60.39%。2020 年 6 月底，公司全部债务 1991.30 亿元，较 2019 年底增长 24.48%，其中长期债务占比 58.05%。

2019 年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率分别为 70.41% 和 47.43%，分别较 2018 年底上升 0.86 个和 3.18 个百分点；全部债务资本化比率为 59.91%，较 2018 年底下降 0.51 个百分点。2020 年 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 72.04%、63.08% 和 49.79%，分别较 2019 年底上升 1.63 个、3.17 个和 2.36 个百分点。

表 14 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
短期债务	451.82	630.69	633.69	835.30
长期债务	698.85	683.05	965.98	1156.00
全部债务	1150.67	1313.73	1599.67	1991.30
长期债务资本化比率	52.83	44.25	47.43	49.79
全部债务资本化比率	64.84	60.42	59.91	63.08
资产负债率	72.69	69.55	70.41	72.04

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

将公司及下属子公司发行的永续债（其他权益工具）计入有息债务后，2020 年 6 月底，公司资产负债率（调整后）和全部债务资本化比率（调整后）分别为 75.82% 和 68.06%。考虑到公司负债中包含规模较大的预收售房款，公司实际负债水平低于上述指标值。

4. 盈利能力

近年来，受益于房地产销售收入及大宗商品贸易收入等的增加，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。

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%；2019 年，公司

实现营业收入 792.69 亿元,同比增长 48.78%。2017—2019 年,公司营业成本快速上涨,年均复合增长 37.00%,增幅高于营业收入;同期,公司营业利润率持续下降,2019 年为 14.35%。

近三年,公司期间费用逐年上升,年均复合增长 24.46%,2019 年为 61.98 亿元,同比增长 18.81%。其中,管理费用 35.31 亿元,同比增长 30.33%;财务费用 11.72 亿元,同比下降 20.98%,主要受益于利息收入增加。2019 年,公司期间费用率为 7.82%,同比下降 1.97 个百分点。

2017—2019 年,公司分别实现投资收益 10.69 亿元、18.24 亿元和 21.73 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,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。2017—2019 年,公司利润总额分别为 49.69 亿元、56.16 亿元和 73.67 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持续下滑,2019 年分别为 2.73% 和 4.72%,同比分别下降 0.12 个和 0.01 个百分点。

表 15 公司盈利情况(单位:亿元、%)

项目	2017年	2018年	2019年
营业收入	441.55	532.79	792.69
投资收益	10.69	18.24	21.73
利润总额	49.69	56.16	73.67
营业利润率	17.56	16.77	14.35
总资本收益率	3.00	2.85	2.73
净资产收益率	5.54	4.73	4.72

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

2020 年 1—6 月,公司实现营业收入 557.12 亿元,相当于 2019 年全年营业收入的 70.28%;利润总额 36.99 亿元;营业利润率为 10.21%,较 2019 年下降 4.14 个百分点。

5. 现金流

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

经营活动方面,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,公司经营活动现金流入量快速增长,年均复合增幅为 34.72%;2019 年,公司经营活动现金流入量 1053.34 亿元,其中销售商品、提供劳务收到的现金 967.72 亿元。2017—2019 年,公司现金收入比分别为 113.44%、122.11% 和 122.08%,收入实现质量保持在较高水平。同期,公司经营活动现金流出量年均复合增长 32.46%,2019 年为 835.07 亿元,同比增长 34.65%,主要系房地产、土地一级开发等项目投入规模增加以及贸易业务扩张所致。近三年,公司经营活动净现金流均表现为净流入,分别为 104.48 亿元、110.62 亿元和 218.28 亿元。

投资活动方面,2017—2019 年受收回投资收到的现金增加影响,公司投资活动现金流入持续上升,年均复合增长 122.61%。2019 年,公司投资活动现金流入 130.54 亿元,主要由收回投资收到的现金 115.18 亿元构成。近三年,公司投资活动现金流出规模持续增长,年均复合增长 24.10%,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增长所致。2019 年,公司投资活动现金流出同比增长 26.96% 至 575.02 亿元。其中,购建固定资产、无形资产等支付的现金 255.97 亿元,投资支付的现金 317.56 亿元,同比增长 46.29%,主要系对股权、债权等投资规模加大所致。2017—2019 年,公司投资活动现金流净额分别为 -347.03 亿元、-358.72 亿元和 -444.48 亿元,受土地储备及自有房建类项目支出、对外投资支出等规模大影响,投资活动持续表现为大幅净流出。

2017—2019 年,公司筹资活动前现金流量

净额分别为-242.55 亿元、-248.10 亿元和-226.20 亿元。近年来，公司土地储备及对外投资等规模加大，筹资活动前资金缺口持续保持较大规模。

筹资活动方面，2017—2019年公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增幅为22.85%；2019年，公司筹资活动现金流入1435.42亿元，同比增长17.09%，主要系通过银行借款、发行债券及少数股东增资等渠道筹资。2017—2019年，公司筹资活动现金流出年均复合增长25.91%，2019年为1115.11亿元，同比增加260.37亿元，主要系偿还债务本息支付的现金规模增加所致。2017—2019年，公司筹资活动现金流量净额分别为247.67亿元、371.13亿元和320.31亿元。

表 16 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年
经营活动现金流入量	580.41	730.81	1053.34
经营活动现金流出量	475.92	620.18	835.07
经营活动现金净流量	104.48	110.62	218.28
投资活动现金净流量	-347.03	-358.72	-444.48
筹资活动现金净流量	247.67	371.13	320.31
现金收入比	113.44	122.11	122.08

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020年1—6月，公司经营现金净流入55.72亿元，投资活动现金净流出316.41亿元，筹资活动现金流量净额为374.22亿元。

6. 偿债能力

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

从短期偿债能力指标看，2017—2019年公司流动比率有所波动，速动比率持续上升，2019年底分别为190.99%和71.05%。公司流动资产中存货占比高，导致速动比率偏低。

2020年6月底，公司流动比率和速动比率分别为189.78%和74.68%，较2019年底变化不大。2017—2019年，公司经营现金流动负债比分别为10.95%、8.69%和13.87%，经营活动净现金流对流动负债保障能力较弱；考虑到流动负债中预收售房款较多，公司实际偿债能力强于指标值。2020年6月底，公司现金类资产798.48亿元，对短期债务的覆盖倍数为0.96倍，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA逐年增长，2019年为101.66亿元；全部债务/EBITDA持续下降，2019年为15.73倍；EBITDA利息倍数有所上升，2019年为1.36倍。公司长期偿债能力指标一般。

截至2020年6月底，公司共获得金融机构授信额度2606.24亿元，尚未使用1527.90亿元，间接融资渠道畅通。另外，公司控股4家主板上市公司，直接融资渠道畅通。

截至2020年6月底，公司对外担保余额42.13亿元，担保比率3.61%，被担保方主要为公司关联方，公司整体担保比率较低，或有负债风险可控。

7. 母公司财务分析

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

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

2020年6月底，母公司资产总额523.60亿元，所有者权益155.88亿元；2020年1—6月，母公

司实现营业收入0.14亿元，利润总额-2.89亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据基础发行规模5.00亿元，发行规模上限10.00亿元，按发行规模上限测算（下同），相当于2020年6月底公司长期债务的0.87%、全部债务的0.50%，对公司现有债务的影响小。

2020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72.04%、63.08%和49.79%。以2020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72.11%、63.19%和50.01%。考虑到本期中期票据募集资金用于偿还到期债务，本期中期票据发行后对公司债务负担的实质影响或将低于模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019年，公司经营活动净现金流分别为本期中期票据拟发行规模的10.45倍、11.06倍和21.83倍，EBITDA分别为本期中期票据拟发行规模的7.22倍、8.29倍和10.17倍，经营活动净现金流及EBITDA对本期中期票据的保障能力很强。

考虑到公司在经营规模、品牌影响力、多元化发展等方面具备显著优势，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。同时，联合资信关注到本期中期票据递延利息未设置罚则，约束力较弱，存在利息递延风险。

十、结论

公司是珠海市国资委直属的以城市运营、房产开发、金融服务和实业投资为四大核心业务，商贸服务、现代服务等多种产业并举发展的综合性企业集团，在经营规模、品牌影响力、

多元化发展等方面具备显著优势。

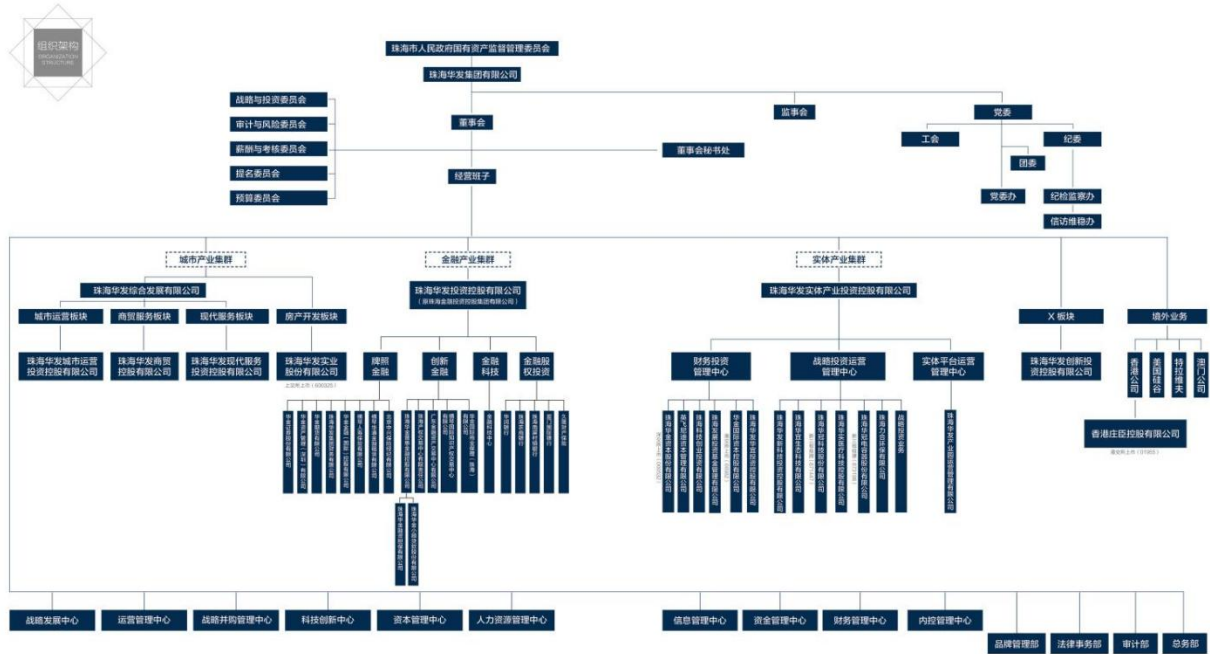
近年来，受益于房地产和大宗商品贸易业务的扩张，公司营业收入快速增长，金融业务收入和投资收益对公司利润形成良好补充。公司资产总额不断增长，整体资产质量较好。受少数股东权益增长、永续债发行及留存收益增加影响，公司所有者权益规模稳步增长，但权益稳定性一般。同期，随着经营规模的扩大及房地产预收款项的增加，公司负债规模逐年增加，整体债务负担较重。公司较大规模的购地支出、对外投资等使得投资活动持续大幅净流出，对筹资活动依赖较强。

近年来，珠海市经济水平和财政实力持续增强，公司发展面临良好的外部环境。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、金融板块和实业投资板块的稳步发展，公司综合竞争力有望进一步增强。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具；同时，赎回条款的设置使本期中期票据不赎回的可能性较小，但递延利息未设置罚则，约束力较弱，存在利息递延风险。

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

附件 1 截至 2020 年 6 月底公司股权结构图和组织结构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	352.10	477.64	645.43	798.48
资产总额（亿元）	2284.79	2826.17	3618.40	4169.13
所有者权益（亿元）	623.92	860.58	1070.67	1165.67
短期债务（亿元）	451.82	630.69	633.69	835.30
长期债务（亿元）	698.85	683.05	965.98	1156.00
全部债务（亿元）	1150.67	1313.73	1599.67	1991.30
营业收入（亿元）	441.55	532.79	792.69	557.12
利润总额（亿元）	49.69	56.16	73.67	36.99
EBITDA（亿元）	72.15	82.86	101.66	--
经营性净现金流（亿元）	104.48	110.62	218.28	55.72
财务指标				
销售债权周转次数（次）	31.97	21.38	14.25	--
存货周转次数（次）	0.29	0.30	0.38	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.21	0.25	--
现金收入比（%）	113.44	122.11	122.08	101.69
营业利润率（%）	17.56	16.77	14.35	10.21
总资本收益率（%）	3.00	2.85	2.73	--
净资产收益率（%）	5.54	4.73	4.72	--
长期债务资本化比率（%）	52.83	44.25	47.43	49.79
全部债务资本化比率（%）	64.84	60.42	59.91	63.08
资产负债率（%）	72.69	69.55	70.41	72.04
流动比率（%）	195.53	182.43	190.99	189.78
速动比率（%）	62.39	62.40	71.05	74.68
经营现金流动负债比（%）	10.95	8.69	13.87	--
现金短期债务比（倍）	0.78	0.76	1.02	0.96
全部债务/EBITDA（倍）	15.95	15.86	15.73	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.19	1.19	1.36	--

注：已将其他流动负债中有息部分调入短期债务，将长期应付款中应付融资租赁款、其他非流动负债中有息部分调入长期债务计算；2020 年上半年财务报表未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.55	32.09	83.27	97.88
资产总额（亿元）	163.76	301.61	434.27	523.60
所有者权益（亿元）	74.04	87.22	128.29	155.88
短期债务（亿元）	48.41	163.97	189.55	220.92
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	361.62
营业收入（亿元）	0.83	0.89	1.68	0.14
利润总额（亿元）	3.14	1.40	8.19	-2.89
EBITDA（亿元）	9.90	8.64	19.56	--
经营性净现金流（亿元）	-6.75	-110.14	3.85	1.48
财务指标				
销售债权周转次数（次）	88.14	37.01	40.19	--
存货周转次数（次）	0.30	0.04	0.37	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	128.91	26.25	137.44	82.60
营业利润率（%）	49.97	90.43	62.34	90.70
总资本收益率（%）	6.12	2.87	4.52	--
净资产收益率（%）	4.24	1.60	6.38	--
长期债务资本化比率（%）	34.25	34.92	46.34	47.44
全部债务资本化比率（%）	54.02	70.73	70.07	69.88
资产负债率（%）	54.79	71.08	70.46	70.23
流动比率（%）	104.89	103.81	101.23	108.10
速动比率（%）	102.81	103.17	100.68	107.62
经营现金流动负债比（%）	-13.19	-65.99	1.98	--
现金短期债务比（倍）	0.47	0.20	0.44	0.44
全部债务/EBITDA（倍）	8.79	24.41	15.36	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	1.21	1.75	--

注：已将其他流动负债中超短期融资券调入短期债务；2020 年上半年财务报表未经审计

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1)2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100% (2)n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注： 现金类资产=货币资金+存放同业及其他金融机构款项+结算备付金+应收货币保证金+应收质押保证金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据+吸收存款及同业存放+卖出回购金融资产+向中央银行借款

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

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

联合资信评估股份有限公司关于 珠海华发集团有限公司 2021 年度第二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。